République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université Echahid Cheikh Larbi Tébessi de Tébessa

Faculté Sciences économiques, sciences commerciales et sciences de gestion

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي تبسة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

محضر مداولة مناقشة أطروحة دكتوراه

التاريخ: 20 جويلية 2025 الساعة: الرابعة (16:00 سا)مساءا

اسم ولقب المترشح : جهان غلوسي

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

تاريخ الميلاد: 1999/05/31 مكان الميلاد: تبسة ولاية : تبسة

عنوان الأطروحة: أثر الاستثمار في رأس المال البشري في رفع من القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية – دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية.

رقم وتاريخ مقرر الترخيص بالمناقشة: رقم 220 المؤرخ في 14 جويلية 2025

تشكيلة لجنة المناقشة

الرقم	الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتساب	الصفة	التوقيع
01	أ.د. عبد العزيز قتال	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي- تبسة	رئيسا	
02	أ.د. رفيق يوسفي	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي- تبسة	مقررا	
03	د.صونيا زحاف	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي- تبسة	مقررا مساعدا	
04	د. محي الدين مكاحلية	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي- تبسة	ممتحنا	
05	أ.د. حنان دربد	أستاذ "	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي- تبسة	ممتحنا	
06	أ.د. عز الدين فؤاد	أستاذ	جامعة محمد الشريف مساعدية- سوق أهراس	ممتحنا	
07	أ.د. مالك لعلايبية	أستاذ	جامعة محمد الشريف مساعدية- سوق أهراس	ممتحنا	

قرار وتوصيات لجنة المناقشة

بعد المداولة، قررت لجنة المناقشة أن المترشح قد استوفى متطلبات المناقشة، ومنحته درجة دكتور في العلوم المالية والمحاسبة بتقدير مشرف جدا كما توصي بـ : PLAS

.....

.....

.....

توقيع العميد

توقيع رئيس القسم

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Larbi Tébessi –Tébessa

جامعة العربي التبسي - تبسة

نيابة المديرية مكلفة بالتكوين العالي في الطور الثالث والتأهيل الجامعي و البحث العلمي و كذا التكوين العالي فيما بعد التدرج

Vice Rectorat chargé de la Formation Supérieure de troisième Cycles Habilitation Universitaire, la Recherche Scientifique, Et la Formation de Post-Graduation

الملحق رقم 6
استمارةرفع التحفظات بعد المناقشة

السنة الجامعية: 2024/2025

الكلية أو المعهد: العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

القسم: المحاسبة و المالية

معلومات خاصة بطالب الدكتوراه:

اسم ولقبالمترشح: جمعان غلوسي

عنوانالرسالة: أثر الإستثمار في رأس المال البشري في رفع من القيمة السوقية لمساهمة الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية

معلومات خاصة برئيس اللجنة (الخبير):

الاسم واللقب: عبد الحق بن قنال

الرتبة: أستاذ التعليم العالي

مكانالعمل: جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي تبسة

بناء على محضر مناقشة الأطروحة المذكورة أعلاه، الذي سجل التحفظات التالية:

.....

.....

.....

وبعد متابعة التعديلات والتصحيحات التالية:

.....

.....

.....

أصرح بصفتي رئيس لجنة المناقشة، أن الأطروحة المذكورة قد استوفت شروط مناقشتها، وتؤهل صاحبها لتقديم ملفه للحصول على شهاد الدكتوراه.

في: 20/07/2025

رئيس لجنة المناقشة: (الاسم واللقب والإمضاء)

قنال عبد الحق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

[العنوان]

أثر الاستثمار في رأس المال البشري في رفع من القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية

دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

إشراف الأستاذ الدكتور:

❖ يوسفي رفيق

المشرف المساعد:

❖ د.زحاف صونية

إعداد الطالبة:

❖ غلوسي جيهان

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د قتال عبد العزيز	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	رئيسا
أ.د. رفيق يوسفي	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	مشرفا ومقررا
د. زحاف صونية	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	مساعد مشرف
أ.د دريد حنان	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	مناقشا
د.مكاحلية محي الدين	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	مناقشا
أ.د لعلايبية عبد المالك	أستاذ	جامعة محمد الشريف مساعدية- سوق أهراس	مناقشا
أ.د عزالدين فؤاد	أستاذ	جامعة محمد الشريف مساعدية- سوق أهراس	مناقشا

السنة الجامعية: 2025/2024


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

الحمد لله حمدا يليق بجلال قدره وعظيم سلطانه

الشكر لله أولا على ما أنعم على من نعم كانت خير عون لنا في انجاز هذا العمل، والصلاة والسلام على خير الأنام وخاتم الأنبياء والمرسلين محمد صلى الله عليه وسلم تسليما كثيرا

أتقدم بخالص شكري ووافر احترامي وعظيم امتناني للذي أرشدني وتفضل بالإشراف على هذه الأطروحة، الأستاذ الدكتور " يوسفي رفيق" و" زحاف صونية" على قبولهم الإشراف على هذا العمل وعلى توجيهاتهم وإرشاداتهم القيمة.

ولا يفوتني أن أتوجه بالشكر الجزيل الى الأساتذة الأفاضل أعضاء اللجنة

الذين شرفوني بقبول مناقشة الأطروحة واثرائها.

الاهداء

"وما توفيقي الا بالله عليه توكلت واليه أنيب"

"الحمد لله الذي أعاننا بالعلم وزيننا بالحلم وأكرمنا بالتقوى"

الى التي ترافقني دعواتها أينما ذهبت إلى "أمي" الحبيبة أطال الله في عمرها

الى من ألهمني روح العطاء ويسر لي الطريق وقدم لي الكثير ولم ينتظر مني المقابل "أبي" أطال الله في عمره

الى من كان الأول دوما في مساندتي وتشجيعي زوجي حماك الله وحفضك

الى من أنست بحبهم وجمعنا حلو الحياة ومرها تحت سقف الأسرة إخواتي

الى أساتذتي الأفاضل

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الإستثمار في رأس المال البشري على رفع القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، ولتحقيق هذا الهدف تم جمع القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة بورصة عمان وقد تم إختيار 17 مؤسسة اقتصادية من قطاعات مختلفة خلال الفترة 2013-2022. وتم استخدام نموذج القيمة المضافة لرأس المال الفكري لحساب المتغير المستقل وأبعاده، في حين تم التعبير عن المتغير التابع بسعر إغلاق السهم لكل مؤسسة من مؤسسات العينة مضروبا بعدد الأسهم في نهاية السنة، ولإختبار فرضيات الدراسة تم إجراء دراسة قياسية بإستخدام نماذج البانل عن طريق برنامج Stata17.

وقد توصلت الدراسة الى وجود أثر ذو دلالة احصائية بين القيمة السوقية وكل من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي، في حين عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لرأس المال الهيكلي على القيمة السوقية.

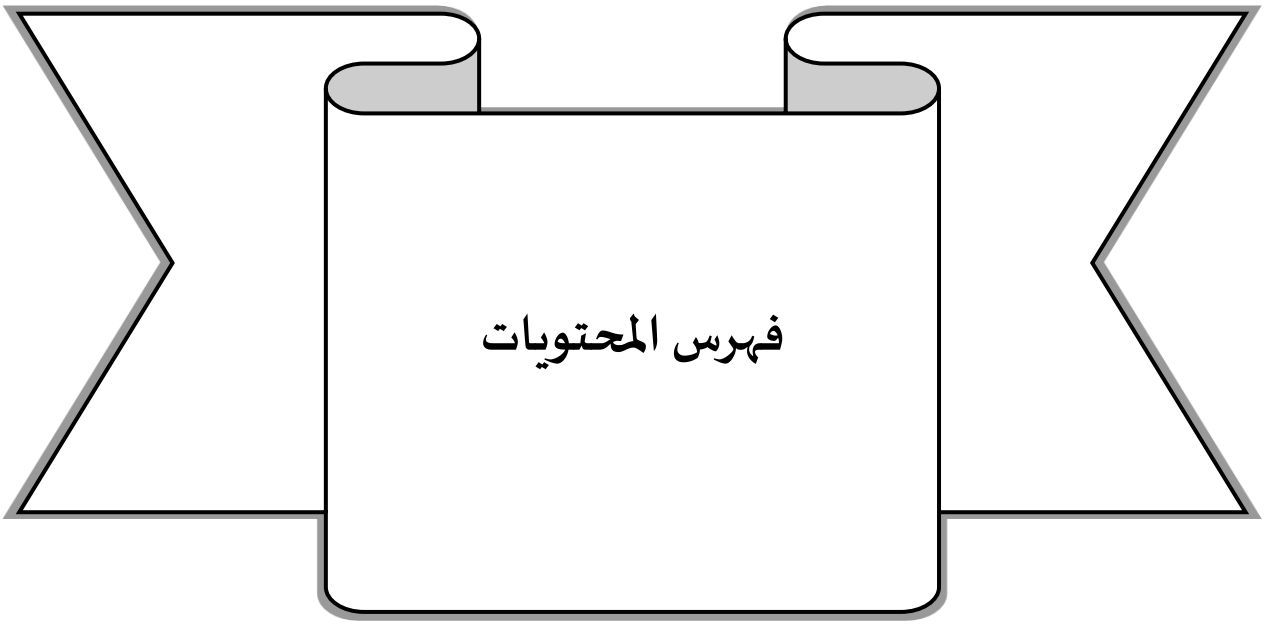
الكلمات المفتاحية: الإستثمار في رأس المال البشري، القيمة السوقية، السلاسل الزمنية المقطعية.

Abstract:

This study aimed to examine the impact of investment in human capital on enhancing the market value of economic institutions. To achieve this objective, financial statements of economic institutions listed on the Amman Stock Exchange were collected, with 17 economic institutions selected from various sectors during the period 2013-2022. The Intellectual Capital Value Added (VAIC) model was used to measure the independent variable and its dimensions, while the dependent variable was represented by the closing stock price of each institution in the sample multiplied by the number of shares at the of the year. To test the study's hypotheses, an econometric analysis was conducted using panel data models through Stata 17 software.

The study reached several key findings, the most important of which were, a statistically significant impact of both human capital and structural capital on market value, while no statistically significant effect of relational capital on market value .

Keywords: Investement in human capital, Market value, Panel Data.


فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر وتقدير	
الاهداء	
ملخص الدراسة باللغة العربية	
ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية	
فهرس المحتويات	VII
قائمة الجداول	IIVII
قائمة الأشكال	IV
قائمة الملاحق	V
قائمة المختصرات	VI
مقدمة	ب–و
الفصل الأول: التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة	02-40
تمهيد	02
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإستثمار في رأس المال البشري	03
المطلب الأول: ماهية الإستثمار في رأس المال البشري	03
المطلب الثاني: أساليب الإستثمار في رأس المال البشري	06
المطلب الثالث: قياس الإستثمار في رأس المال البشري	11
المبحث الثاني: الإطار النظري للقيمة السوقية	18
المطلب الأول: ماهية القيمة والتقييم	18
المطلب الثاني: مفاهيم نظرية للأسهم	23
المطلب الثالث: عموميات عن القيمة السوقية	34
خلاصة الفصل الأول	39
الفصل الثاني: العلاقة بين متغيرات الدراسة في ظل الممارسات التطبيقية	42-61
تمهيد	41
المبحث الأول: الإستثمار في رأس المال البشري وأهميته في رفع قيمة المؤسسات	42
المطلب الأول: علاقة الاستثمار في رأس المال البشري بقيمة المؤسسة	42
المطلب الثاني: دور الإستثمار في رأس المال البشري في تحقيق الربحية	45

فهرس المحتويات

المطلب الثالث: دور الإستثمار في رأس المال البشري في تعزيز الإنتاجية والأداء المالي	46
المبحث الثاني: الدراسات السابقة	49
المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة باللغة العربية	49
المطلب الثاني: عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية	53
المطلب الثالث: التعقيب عن الدراسات السابقة ومساهمة الدراسة الحالية	57
خلاصة الفصل الثاني	60
الفصل الثالث: التحليل القياسي لأثر الإستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان (2013-2022)	63-93
تمهيد	62
المبحث الأول: الإطار العام للدراسة القياسية	63
المطلب الأول: مدخل نظري لبيانات البانل	63
المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة	69
المطلب الثالث: تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان	69
المبحث الثاني: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013-2022	74
المطلب الأول: متغيرات ونموذج الدراسة	74
المطلب الثاني: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	79
المطلب الثالث: إختبار الفرضيات ومناقشة النتائج	81
خلاصة الفصل الثالث	92
خاتمة	93-96
قائمة المراجع	98-112
قائمة الملاحق	114- 125

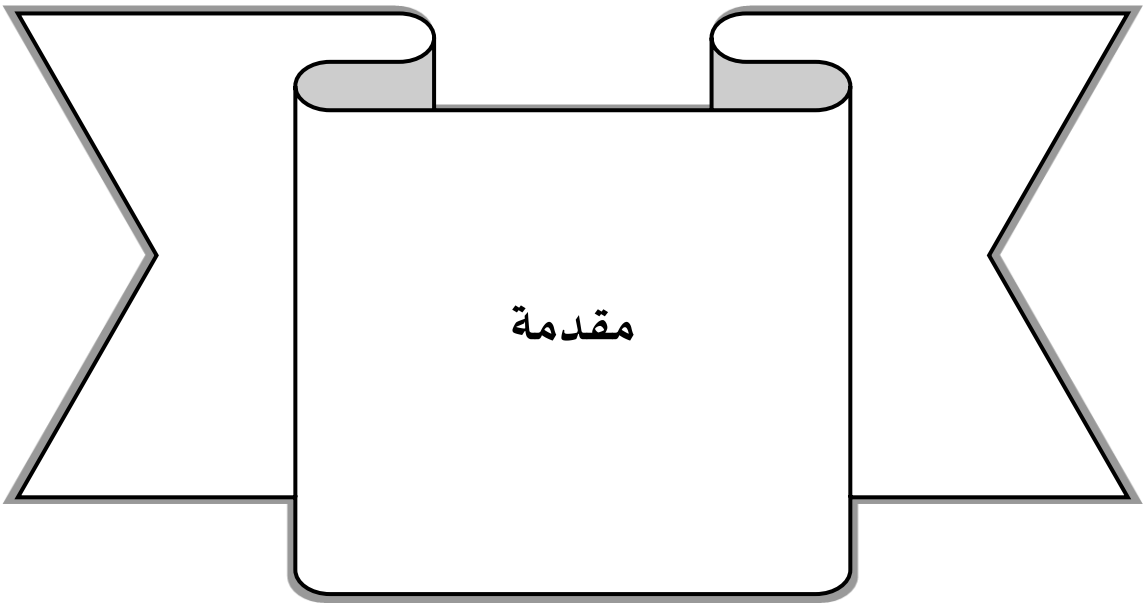
قائمة الجداول والأشكال والملاحق

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-2	عرض الدراسة العربية الأولى	49
2-2	عرض الدراسة العربية الثانية	50
3-2	عرض الدراسة العربية الثالثة	51-50
4-2	عرض الدراسة العربية الرابعة	51
5-2	عرض الدراسة العربية الخامسة	52
6-2	عرض الدراسة العربية السادسة	53-52
7-2	عرض الدراسة الأجنبية الأولى	54-53
8-2	عرض الدراسة الأجنبية الثانية	55-54
9-2	عرض الدراسة الأجنبية الثالثة	55
10-2	عرض الدراسة الأجنبية الرابعة	56
11-2	عرض الدراسة الأجنبية الخامسة	57-56
12-2	مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة	59-58
1-3	المؤسسات الاقتصادية لعينة الدراسة حسب القطاعات	69
2-3	تطور القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة 2013-2022	70
3-3	تطور القيمة السوقية لبورصة عمان وفقا للقطاعات خلال الفترة 2013-2022	72
4-3	الإحصاء الوصفي للمتغير التابع	78
5-3	الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستقلة	78
6-3	الإحصاء الوصفي للمتغيرات الضابطة	79
7-3	مصفوفة الإرتباط لمتغيرات الدراسة	80
8-3	نتائج تقدير نموذج الدراسة	82
9-3	إختبارات المفاضلة بين نماذج البانل	85
10-3	إختبار صلاحية نموذج الدراسة	87
11-3	نتائج التقدير بإستخدام طريقة (Robust Standard Error)	88

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	نموذج التكلفة الأصلية أو التاريخية لرأس المال البشري	12
2-1	نموذج تكلفة الإحلال أو الإستبدال	13
3-1	عملية تقييم الأسهم العادية	25
1-2	دور رأس المال الفكري في تحقيق قيمة المؤسسة	46
2-2	العلاقة بين الإستثمار في رأس المال البشري والأداء	47
1-3	تطور القيمة السوقية للسوق المالي لعمان خلال الفترة 2013-2022	71
2-3	تطور القيمة السوقية لبورصة عمان وفق القطاعات خلال الفترة 2013-2022	73
3-3	نموذج معامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري VIAC	75
4-3	نموذج الدراسة	77
5-3	إختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera لسلسلة بواقي نموذج الدراسة	86

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	بيانات الدراسة	119-114
02	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	120
03	مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة	120
04	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي	121
05	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة	122
06	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية	123
07	نتائج اختبار Lagrange Multiplier	123
08	نتائج اختبار Hausman	124
09	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج الدراسة	124
10	نتائج اختبار الإرتباط الذاتي للأخطاء	124
11	نتائج إختبار عدم ثبات التباين لنموذج الدراسة Heteroskedasticity	125
12	نتائج تقدير نموذج الدراسة بإستخدام طريقة Robust Standard Error	125

الرمز	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
VIAC	Value Added Intellectual Capital Coefficient	معامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري
HC	Human Capital	رأس المال البشري
SC	Structural Capital	رأس المال الهيكلي
CE	Capital Employed	رأس المال المستخدم
HCE	Human Capital Efficiency	كفاءة رأس المال البشري
SCE	Structural Capital Efficiency	كفاءة رأس المال الهيكلي
CCE	Capital Employed Efficiency	كفاءة رأس المال المستخدم
VA	Value Added	القيمة المضافة
Size	Company Size	حجم المؤسسة
Lev	Company Levrage	الرافعة المالية
MV	Market Value	القيمة السوقية


مقدمة

تمهيد:

يشهد العصر الحالي تطورات اقتصادية متسارعة كان لها آثار بارزة على المؤسسات الاقتصادية حيث أصبحت تواجه تحديات متزايدة للحفاظ على تنافساتها وتعزيز مكانتها في الاسواق المحلية والعالمية، ومع تزايد الإعتماد على اقتصاد المعرفة لم يعد راس المال المادي كافيا لضمان استمراريتها ونموها، بل برزت عدة متغيرات أخرى وفي مقدمتها رأس المال البشري، كأحد أهم الأصول غير الملموسة التي تسهم في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسات فالإستثمار في تطوير المهارات والمعارف والقدرات البشرية أصبح ضرورة حتمية لضمان نجاح المؤسسات وتعزيز أدائها المالي والقيمة السوقية.

ويعد الإستثمار في رأس المال البشري من المفاهيم المعاصرة التي تزايد الإهتمام بها في العصر الحالي وذلك من خلال تركيز الإهتمام على التدريب، التعليم والتحفيز... سعيا لتطوير مهارات ومعارف المورد البشري في المؤسسة حتى تتمكن من تحقيق أهدافها خاصة مع التطورات الإقتصادية المعاصرة، وإدراك المؤسسات أن تطوير قدرات موظفيها وتحفيزهم يعد استثمار طويل الآجل يعود بالنفع على المؤسسة ككل من خلال تحسين الإنتاجية وتعزيز سمعة المؤسسة.

وتعتبر القيمة السوقية أحد المفاهيم المحورية التي تحظى بإهتمام كبير من قبل الباحثين والمستثمرين وتعتبر من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسات لتحسينها وهذا من أجل المحافظة على استمراريتها وتنافسيتها في السوق، وبالتالي كلما كان المورد البشري كفؤا وذو خبرات واسعة تزداد انتاجيتها مما يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة وعلى هذا الأساس يجب على المؤسسات ان تولي اهتماما كبيرا برأس مالها البشري وتدريبه وتحفيزه.

1- إشكالية الدراسة

أدت التطورات التي نعيشها اليوم، إلى زيادة الإهتمام بالأفكار والخبرات والمهارات التي يمتلكها الموظف والتي تعمل على زيادة الأداء المالي للمؤسسات مما يؤثر على قيمتها السوقية، فالتوظيف الأمثل لأصول المؤسسة الملموسة والغير الملموسة بما في ذلك رأس المال البشري بكل عناصره لابد ان يكون له آثار ايجابي على أداء المؤسسات. وعليه تطرح هذه الدراسة الإشكالية الرئيسة التالية:

ما مدى تأثير الإستثمار في رأس المال البشري في الرفع من القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة مابين 2013 و 2022؟

وانطلاقا من هذه الإشكالية تطرح الاسئلة الفرعية التالية:

- هل هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال البشري والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة ؟
- هل هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال المستخدم والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة ؟
- هل هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة ؟

2- فرضيات الدراسة

من خلال ما سبق وبغية تحقيق أهداف الدراسة يمكن اقتراح ما يلي:

الفرضية الرئيسية: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المفسرة للإستثمار في رأس المال البشري ومتغير القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013-2022

الفرضيات الفرعية: تتمثل فيما يلي:

الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين كفاءة رأس المال البشري والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين كفاءة رأس المال المستخدم والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين كفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

3- أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية:

- ضبط المفاهيم المتعلقة بمتغيرات الدراسة المتمثلة في الإستثمار في رأس المال البشري والقيمة السوقية؛
- التطرق للعلاقة بين الإستثمار في رأس المال البشري والقيمة السوقية في المؤسسات الاقتصادية؛
- قياس مدى تأثير عناصر الإستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2013-2022.

4- أهمية الدراسة

في ظل الاقتصاد المعتمد بشكل متزايد على الأصول الفكرية مثل القدرات المعرفية والإبداعية والكفاءات، أصبح الاستثمار في رأس المال البشري أداة محورية لتحسين الأداء المالي للمؤسسات وزيادة قيمتها السوقية. وتتلخص أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- تسليط الضوء على أهمية استثمار المؤسسات في رأس المال البشري لتعزيز القيمة السوقية؛
- التأكيد على دور رأس المال البشري في تحسين القيمة السوقية للمؤسسات في الاقتصاد الذي يعتمد بشكل متزايد على الأصول الفكرية؛
- تقديم رؤية تسهم في توجيه السياسات والاستراتيجيات الإدارية للمؤسسات نحو استثمار أكثر فعالية في رأس المال البشري؛
- تحليل العلاقة بين الاستثمار في رأس المال البشري والقيمة السوقية.

5- مبررات اختيار الموضوع

تم اختيار الموضوع لعدة مبررات ذاتية وموضوعية:

اعتبارات الذاتية: تتمثل في:

- الرغبة في البحث في الموضوع والتعمق فيه ومحاولة تقديم اضافة علمية لتكون مرجع للدراسات اخرى؛
- الميول الشخصي للبحث في مثل هذه المواضيع الخاصة برأس مال البشري والقيمة السوقية؛
- إرتباط موضوع الدراسة بتخصص مالية المؤسسة.

اعتبارات موضوعية: وتتمثل في:

- الأهمية التي يحظى بها موضوع الاستثمار في رأس المال البشري باعتباره ركيزة أساسية لنجاح المؤسسات؛
- تنمية المعارف العلمية من خلال التعرض لموضوع مهم تناول الإستثمار في رأس المال البشري وربطه بمتغير القيمة السوقية وطرح الموضوع بشكل مختلف عما تناولته الدراسات السابقة.

6- منهج الدراسة

من أجل الالمام بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة وبغية الوقوف على صحة أو خطأ الفرضيات التي تم وضعها، تم الإعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري لوصف مختلف المفاهيم الأدبيات النظرية للإستثمار في رأس المال البشري والقيمة السوقية، في حين تم الإعتماد

على المنهج التحليلي عند تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية، إضافة الى الإعتماد على الأساليب الكمية والإحصائية المناسبة لمعرفة العلاقة بين متغيرات الدراسة وذلك من خلال استخدام نماذج (Panel Data) بالإستعانة ببرنامج (STATA 17). وقد تم جمع المعطيات اللازمة لهذه الدراسة من القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في عينة الدراسة المتاحة في المواقع الرسمية للمؤسسات خلال الفترة الممتدة مابين سنتي 2013 و 2022.

7- حدود الدراسة

يتم توضيح ذلك من خلال ما يلي:

- **الحدود الموضوعية:** تركز الدراسة على تحليل تأثير الاستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2013 إلى 2022، مع التركيز على العلاقة بين رأس المال البشري، رأس المال المستخدم، ورأس المال الهيكلي من جهة والقيمة السوقية للسهم من جهة أخرى
- **الحدود الزمنية:** غطت الدراسة فترة زمنية امتدت لعشر (10) سنوات، ابتداءا من سنة 2013 الى سنة 2022.
- **الحدود المكانية:** شملت حدود الدراسة التطبيقية عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان التي كان عددها 17مؤسسة.

8- صعوبات الدراسة

من أهم الصعوبات التي تم مواجهتها:

- صعوبة الحصول على البيانات الخاصة ببعض المتغيرات المستقلة.

9- هيكل الدراسة

من أجل معالجة الموضوع بطريقة علمية دقيقة والإلمام بمختلف جوانبه، تم تقسيم الدراسة الى جانبين كما هو موضح في الشرح التالي:

الفصل الأول: حيث يتمحور هذا الفصل حول التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في: المبحث الأول تضمن الإطار المفاهيمي للإستثمار في رأس المال البشري، في حين تناول المبحث الثاني عموميات عن القيمة السوقية.

الفصل الثاني: تطرق إلى تحليل العلاقة بين مغيرات الدراسة في ظل الأدبيات التطبيقية، حيث تمحور المبحث الأول حول العلاقة النظرية بين متغيرات الدراسة، وفي المبحث الثاني تم عرض وتحليل

الدراسات السابقة ومقارنتها بالدراسة الحالية وتوضيح الفجوة البحثية التي ستتم معالجتها من خلال هذه الدراسة.

الفصل الثالث: تعرض إلى دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الإقتصادية خلال الفترة 2013-2022، والذي جاء في المبحث الأول الإطار العام للدراسة القياسية، وخصص المبحث الثاني إلى التحليل القياسي للدراسة ومناقشة النتائج.

الفصل الأول: التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة

تمهيـــــد

يعد رأس المال البشري من أبرز الأصول غير الملموسة التي تمتلكها المؤسسات في العصر الحديث، إذ أصبح الاستثمار في العنصر البشري عاملا جوهريا لتحقيق النمو المستدام واكتساب الميزة التنافسية، باعتباره من الموارد الحيوية التي تؤثر بشكل مباشر في نجاح المؤسسة واستمراريتها. ويتجلى ذلك من خلال دوره الفعّال في تحويل المعرفة التي تمتلكها المؤسسة إلى قيمة مضافة، فكلما اعتمدت المؤسسات بشكل أكبر على أصولها البشرية كلما أدى الى تحقيق قيمة مضافة.

ومن جانب آخر، تعد القيمة السوقية للمؤسسة مؤشرًا هاما يعكس مدى ثقة المستثمرين في مستقبلها ومدى قدرتها على النمو وتحقيق العوائد المالية. وقد أظهرت العديد من الدراسات أن المؤسسات التي تستثمر بفعالية في تطوير رأس مالها البشري تحقق تحسنا ملحوضا في قيمتها السوقية.

وعليه، تبرز العلاقة الوثيقة بين الاستثمار في رأس المال البشري وتعزيز القيمة السوقية للمؤسسات، مما يؤكد أهمية هذا الموضوع من منظور نظري لفهم آلياته ومحدداته. ومن هنا يأتي هذا الفصل في تسليط الضوء على الإطار النظري الذي يربط بين متغيرات الدراسة.

ويتضمن هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإستثمار في رأس المال البشري.

المبحث الثاني: الإطار النظري للقيمة السوقية.

المبحث الاول: الإطار المفاهيمي للإستثمار في رأس المال البشري

إن وعي المؤسسات بأهمية رأس مالها البشري ودوره الحيوي في بقائها ونجاحها وتحسين أدائها المالي يدفعها باستمرار إلى البحث عن أفضل السبل لإستقطاب وتدريب وتحفيز هذا العنصر الحيوي بإعتباره أحد أهم موارد المؤسسة، حيث يجب عليها إدارته بفعالية وكفاءة لتحقيق أهداف المؤسسة والوصول إلى الأداء المطلوب.

المطلب الأول: ماهية الإستثمار في رأس المال البشري

في ظل التطورات السريعة التي شهدتها بيئة الأعمال المعاصرة تحول الإهتمام من الأصول الملموسة إلى الأصول الغير الملموسة حيث أصبح الإستثمار في رأس المال البشري من أولويات المؤسسات بسبب العوائد الكبيرة التي تحققها منه، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى رأس المال البشري ومن ثم التعرف على الإستثمار في رأس المال البشري وأهميته والأبعاد المرتبطة به.

أولا: مفهوم رأس المال البشري

يعرف رأس المال البشري بأنه مقياس للقيمة الاقتصادية للمهارات والمعارف التي يمتلكها الموظف. وينطلق هذا المفهوم من أن ليس كل الأيدي العاملة متساوية، بل يمكن تطوير جودة الموارد البشرية من خلال الاستثمار فيهم، فالتعليم والخبرة والقدرات الموظفين تمثل قيمة اقتصادية لأصحاب العمل، وتسهم في تعزيز أداء الاقتصاد بشكل عام. (Elaine Hadley, 2019, p. 32)

يعد رأس المال البشري من أهم الأصول التي تمتلكها المنظمات، إذ يتمثل في مجموعة المهارات والخبرات والمعارف سواء كانت ضمنية أو صريحة، والصفات والخصائص المتنوعة التي يتمتع بها الموظفون. ويتميز رأس المال البشري بقدرته على توظيف هذه المعارف والمهارات في إنتاج أفكار جديدة وابتكارات تسهم في حل المشكلات وتعزيز تطور المنظمات ونموها. (الراشدي، 2017، صفحة 42)

كما عرفته (عائشة، 2019، صفحة 63) بأنه إجمالي المعارف أو المعرفة الكامنة في ذهن عمال المعرفة، والتي توظف في عمليات الإنتاج مما يحقق قيمة مضافة للمنظمة. حيث تعد هذه المعارف ميزة تنافسية يصعب تقليدها أو الحصول عليها من قِبل المؤسسات الأخرى، وهو ما يمنح المنظمة تميزا واستدامة في الأداء.

يتضح مما سبق أن رأس المال البشري يجسد مجموعة الإمكانيات والمعارف والمهارات والقدرات والخبرات التي تمتلكها الموارد البشرية، والتي تساهم بشكل مباشر في تعزيز أداء الأصول المادية داخل المنظمة. مما يساهم في دعم استمرارية المنظمة في أنشطتها، ويمنحها مزايا تنافسيه قوية في السوق.

ثانيا: مفهوم الإستثمار في رأس المال البشري

يعتبر مفهوم الإستثمار في راس مال البشري من بين المفاهيم التي نالت إهتماما كبيرا من قبل الباحثين والاقتصاديين، وبذلك قدمت له العديد من التعاريف من بينها ما يلي:

يعرف الإستثمار في رأس المال البشري بأنه عملية تشجع الأفراد على إنفاق الوقت والمال والجهد لتطوير مهاراتهم ومواهبهم بشكل يعزز من إنتاجيتهم. (Ateej B, 2014, p. 135)

يمثل الإستثمار في رأس المال البشري الجهود التي تقدمها الشركة من خلال التعليم والتدريب أثناء العمل لتطوير الموارد والمهارات البشرية والتكنولوجيا بهدف تحقيق مزايا تنافسية فريدة ذات قيمة عالية وفريدة من نوعها، ويجب أن تحافظ على سرية هذه المزايا بعيدا عن الشركات الأخرى. (L Yaping, 2007, p. 30)

تعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) الاستثمار في رأس المال البشري بأنه يسعى إلى تطوير مهارات وقدرات الموظفيين لزيادة القيمة الاقتصادية للمؤسسة. (organization for economic co operation and development, (OECD), 1998, p. 38)

يعرف الإستثمار في رأس المال البشري بأنه يشمل جميع المدخلات في التعليم والرعاية الصحية والتدريب والمؤهلات المهنية، بالإضافة إلى الأنشطة التي تجعل الأفراد من أن يصبحوا أكثر كفاءة اقتصاديًا. (Elita Jermolajeva, 2013, p. 02)

يشير الإستثمار في رأس المال البشري إلى العملية التي تمكن الأفراد من اكتساب وتراكم المعرفة عبر التعليم والتدريب. ومع ذلك توجد عدة أسباب وعوامل تؤدي إلى تفاوت مستويات اكتساب هذه المعرفة بين الأفراد، مما يؤثر بشكل مباشر على فرصهم في سوق العمل. (Dhaoui, 2013, p. 74)

يعرف على أنه مجموعة من المفاهيم والمعارف والمعلومات، بالإضافة إلى المهارات والخبرات وعناصر الأداء، والإتجاهات والسلوكيات والقيم من جهة أخرى. حيث يكتسبها الإنسان من خلال نظم التعليم النظامية وغير النظامية، مما يساهم في تحسين إنتاجيته وزيادة المنافع والفوائد الناتجة عن عمله. (جانكيربك، 2018، صفحة 120)

كما عرف الإستثمار في الموارد البشرية على أنه عملية تطوير القوى العاملة لتحقيق أعلى مستويات الكفاءة، والتنسيق لتحقيق الأهداف المرجوة بأقل تكاليف وفي وقت قصير، حيث تتيح هذه العملية إستغلال جميع الطاقات المتاحة للمؤسسة بشكل فعال. (سليمان، 2021، صفحة 130)

ويتطلب إختيار الإستثمار في رأس المال البشري معرفة العوامل الرئيسية التي تمكن الأفراد من تحسين قدرة المؤسسة على خلق القيمة، بالإضافة إلى معرفة أن الطلب على العاملين الأكفاء في مجال المعرفة يفوق العرض. أيضا إن إختيار الموارد البشرية يتطلب النظر في أهمية رأس المال البشري في المؤسسة ومعرفة الإستثمارات التي تحقق أكبر النتائج وكيفية تأثير هؤلاء الأفراد على النتائج. (Sandra Burud, 2004, p. 80)

مما سبق يمكن تعريف الإستثمار في رأس المال البشري بأنه مجموع العمليات التي تتعلق بالإستقطاب، التدريب والتحفيز من اجل تعزيز المعارف والخبرات والقدرات للموظفين لرفع أدائهم مما يؤثر على تحسين الإنتاجية والربحية للمؤسسات، كما أن مختلف التعاريف ركزت على بعدين أساسيين وهما التعليم والتدريب.

ثالثا: أبعاد الإستثمار في رأس المال البشري

يرتبط الإهتمام بالعنصر البشري بعدة أبعاد تتمثل في: (شلتوت، 2009، صفحة 25)

- **البعد الثقافي:** يعكس الإستثمار في رأس المال البشري وخاصة التعليم التنمية الحضارية للمجتمع مما يزيد من معرفة الأفراد ووعيهم؛
- **البعد الإقتصادي:** يتجلى من خلال تنفيذ برامج التنمية الاقتصادية التي تحقق التقدم للدولة وتوفر الإحتياجات للأفراد من السلع والخدمات، إضافة إلى ذلك فإن الفرد المؤهل تعليمياً وتدريبياً يمتلك فرصة أكبر للعمل كمنتج يحقق قيمة مضاعفة تساهم في تنشيط الدورة الاقتصادية؛
- **البعد الإجتماعي:** يتمثل في تنمية قدرات الفرد الذهنية والفكرية ويكسبه أنماطاً وسلوكيات متوازنة، مما يجعله أكثر قدرة على فهم المشاكل الإجتماعية وترسيخ الروابط الأسرية، إضافة إلى تأثيره الملموس في تعزيز شعور الفرد بالذات؛
- **البعد العلمي:** يظهر من خلال توفير الكوادر العلمية القادرة على الإبداع والابتكارمما يساهم في إحداث نقلة حضارية وتحقيق التقدم التقني في مختلف مجالات الحياة، والتحسين المستمر في مستوى المعيشة؛
- **البعد الأمني:** يتمثل في خفض نسبة البطالة التي تتناقص مع إرتفاع مستوى التعليم والتدريب مما يساهم في تحقيق الاستقرار الأمني للمجتمع، إضافة إلى ذلك يعزز الإستثمار في التعليم والتدريب قناعة الأفراد بأهمية وجود هذا الإستقرار.

المطلب الثاني: أساليب الإستثمار في رأس المال البشري

يتطلب نجاح المؤسسات مجموعة من الأساليب والممارسات الضرورية التي تعتبر مقومات مهمة للحصول على رأس المال البشري بالكميات والنوعيات المطلوبة، مع العمل على تطويره والمحافظة عليه. وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم أساليب الاستثمار في رأس المال البشري من خلال الإستقطاب، التدريب، والتحفيز.

أولا: الإستقطاب

يعد رأس المال البشري من أهم الموارد في المؤسسة وهذا ما يجعل الحاجة إليه تتزايد بإستمرارو تسعى المؤسسات جاهدة للحصول عليه وفق المعايير المطلوبة، مما يدفعها لتحمل تكاليف جذبه واستقطابه ثم توظيفه حيث أن هذه العملية تحقق لها عوائد مستقبلية كبيرة.

1- تعريف الإستقطاب: تعددت تعريفات الإستقطاب إلا أن مضمونها متشابه، من بينها:

يشير الإستقطاب إلى عملية البحث عن الأشخاص التي تحتاجهم المؤسسة، كما هو مبين في خطة الموارد البشرية التي تلبي متطلبات الإستراتيجية المستقبلية للمؤسسة، والعمل على توفير اكبر عدد ممكن من الاشخاص الذين يتمتعون بالمواصفات اللازمة. (سلطان، 2003، صفحة 117)

يعرف أيضا بأنه عملية تحديد الأفراد المرشحين لشغل الوظائف الشاغرة داخل المؤسسة وتتضمن هذه العملية جذب وتشجيع الأفراد الذين يتمتعون بالمؤهلات المناسبة للتقدم بطلب التوظيف في المؤسسة. (وسيلة، 2004، صفحة 88)

يتعلق الإستقطاب بالأنشطة التي تنطوي على جذب وإختيار أفضل الأشخاص المؤهلين من حيث المعرفة والمهارات والطاقة والإبداع والإستثمار في عملهم بما يعود بالنفع على المؤسسة. (عمران، 2013، صفحة 843)

يمكن إستنتاج مما سبق أن إستقطاب رأس المال البشري عبارة عن عمليه البحث والجذب للافراد المؤهلين لشغل الوظائف المطلوبة في المؤسسة أي عمليه العرض والطلب على الافراد الكفؤة الذين يمتلكون المهارات والمعارف الجيدة، والهدف من عملية الإستقطاب هو تحقيق عوائد مستقبلية إيجابية جراء التوظيف الجيد.

وتحتاج المؤسسات الى إتخاذ ثلاث خطوات أساسية للتخطيط لكيفية جذب المرشحين: (taylor, 2014, p. 228)

- تحليل نقاط القوه والضعف في التوظيف لتعزيز قيمة الموظف وسمعة صاحب العمل؛

- تحليل متطلبات التوظيف وتحديد المواهب المطلوبة؛
- تحديد المصادر المحتملة للمترشحين.

2- **إستراتيجية إستقطاب رأس المال البشري:** تشمل الإستراتيجيات المناسبة لآليات الإستقطاب مايلي:

- **شراء العقول من سوق العمل:** يجب على إدارة الموارد البشرية متابعة عملية جلب العقول النادرة بهدف إستقطابها كمهارات وخبرات متقدمة تستفيد منها المؤسسة بشكل كبير في زيادة معارفها، مما ينعكس على زيادة مستمرة في عمليات الإبتكار والإبداع.
- **شجرة المهارات:** تتضمن الكفاءة أو الأهلية مكونين أساسيين هما المكون الفرعي والمكون السلوكي، يشمل المكون المعرفي المفاهيم النظرية والمعلومات والمهارات والخبرات المتعلقة بكفاءة الفرد، بينما يشمل المكون السلوكي مجمل سلوك الفرد أثناء أداء عمله والذي يمكن ملاحظته وتقييمه. وتعد شجرة الكفاءات إحدى تقنيات إدارة الموارد البشرية الإلكترونية، وهي عبارة مخطط يوضح المهارات والخبرات والمعارف المطلوبة في المؤسسة، فضلا عن سيرتهم الذاتية، من أجل تحديد المزيج المناسب من الموظفين المطلوبين. تسهل استراتيجية شجرة الكفاءات استخدام سوق الموارد البشرية "الإستقطاب الإلكتروني" لرأس المال الفكري عبر شبكة الحواسيب؛
- **مراجعة مؤسسات المعرفة والتعلم:** تركز رؤية هذه الإستراتيجية على أن المؤسسات التعليمية (مدارس، معاهد، كليات وجامعات) هي مصادر مهمة لتحديد وإستقطاب المواهب والكفاءات، بدلا من توظيف أشخاص من خارج المؤسسة وإعطاءهم فترات تدريبية.

ثانيا: التدريب

ازداد الاهتمام بتدريب رأس المال البشري باعتباره من أهم الاستثمارات المربحة حيث يمثل جانبا أساسيا يمكن للمؤسسات الإستثمار فيه، وذلك لأن فوائد هذا النوع من الإستثمار لا تظهر على المدى القصير إلا أنها تبرز على المدى البعيد مما يساهم في زيادة الإنتاجية بشكل عام.

1- **تعريف التدريب:** تعددت تعاريف التدريب بتعدد الباحثين والمهتمين من بينها مايلي:

يعرف التدريب على أنه العملية التي يكتسب من خلالها الفرد المعرفة والمهارات والقدرات المطلوبة للقيام بنشاط أو مهمة معينة. (gilly, 2009, p. 108)

كما يعرف على أنه عملية مستمرة لإكتساب معلومات محددة وتعزيز المهارات وتعلم المفاهيم والقواعد والمواقف من أجل زيادة الفعالية في وظيفة معينة. (oniojo, 2014, p. 27)

يعرف أيضا بأنه جهد منظم ومخطط له لتوفير خبرات ومعارف معينة للموظفين داخل المؤسسة، لتحسين وتطوير مهارتهم وكفاءتهم وتغيير سلوكهم واتجاهاتهم بشكل إيجابي وبالتالي تمكين الأفراد من أداء واجباتهم الحالية والمستقبلية بفعالية مما يؤدي إلى زيادة مستويات الإنتاج وتحقيق أهداف الموظف والمؤسسة. (الطاهر، 2009، صفحة 239)

يمكن تعريف التدريب مما سبق بأنه نشاط مخطط ومنظم له من قبل المؤسسة يهدف الى تغيرات مقصودة في الأفراد العاملين من أجل تزويدهم بالمهارات والمعلومات اللازمة بما يؤثر على مستوى الإنتاجية وبالتالي بناء موارد بشرية ذات كفاءة عالية تتمتع بأداء جيد تساهم في رفع فعالية وأداء المؤسسة.

2- **أهمية التدريب:** أصبح التدريب جزءا أساسيا من إستراتيجية تطوير الموارد البشرية، حيث تتمثل أهميته في: (الرب، 2009، صفحة 336)

- تكييف الموارد البشرية مع التغيرات في البيئة التي تجبر المؤسسة إلى إدخالها في عملياتها؛
- تلبية الاحتياجات المستقبلية للمؤسسة من حيث المعرفة والمهارات في إطار إستراتيجية شاملة تستند إلى البيئة الخارجية وتتوقع تغيراتها خاصة التكنولوجية؛
- إكتساب الموظفين سلوكيات وإتجاهات جديدة تتماشى مع متطلبات تطوير الأعمال؛
- تعظيم المردود من خلال تبادل الخبرات والمعرفة الضمنية من خلال إحداث تأثير إجتماعي على المستفيدين من التدريب.

وبالتالي فإن التدريب له توجه إستراتيجي يقوم على توقع التغيرات في البيئة والإستعداد لها في ضوء التغير التكنولوجي السريع والإنفجار المعرفي الهائل الذي له تأثير كبير على أساليب العمل وطرقه وأصبح التدريب التقليدي غير متماشي مع الحالة المعاصرة لعالم الأعمال.

3- **أنواع التدريب:** يمكن تصنيف التدريب وفقا لعدة أبعاد، يتم تلخيصها كما يلي:

3-1- **حسب المستوى التنظيمي:** ينقسم التدريب حسب هذا النوع إلى: (الخرشنة، 2011، صفحة 141)

- **التدريب المهني:** يهدف إلى تزويد الأفراد بالمهارات والمعارف المرتبطة بمهنة معينة، سواء كانوا أفراد جدد أو حتى موظفين ذوي خبرة وذلك عند التعامل مع مجالات مهنية جديدة؛

- **التدريب الاشرافي:** يستهدف تدريب الأفراد الذين يشغلون مناصب إشرافية على كيفية إدارة الموارد البشرية التي تكون تحت إشرافهم، يركز هذا التدريب على التنظيم الرسمي وغير الرسمي وعمليات الاتصال بهدف توجيه الفرق بشكل فعّال.

3-2- حسب مراحل الحياة المهنية: ينقسم التدريب وفقا لهذا النوع إلى ما يلي: (ماهر، 2005، الصفحات 323-324)

- **تدريب بهدف توجيه الموظف الجديد:** يهدف هذا التدريب إلى دمج الموظف الجديد في المؤسسة وتزويده بالمهارات اللازمة لأداء وظيفته أو مجموعة من الوظائف وفقا لآلية عمل المؤسسة، وتختلف طرق تطبيق هذا النوع من التدريب بين المؤسسات حيث تعتمد بعضها على المحاضرات والمقابلات بينما تستخدم أخرى المطبوعات؛
- **تدريب بغرض تجديد المعرفة:** يسعى هذا التدريب إلى منع تقادم مهارات ومعارف الموظفين، وتحسين كفاءة وفعالية التفاعل بين الموارد البشرية والتكنولوجيا؛
- **التدريب من أجل الترقية أو التحويل:** يهدف هذا التدريب إلى سد الفجوات التي تظهر أثناء ترقية أو تحويل الموظفين داخل المؤسسة أو بين فروعها، مما يمكن أن يؤثر سلبا على أداء الموظف وبالتالي على أداء المؤسسة؛

ثالثا: التحفيز

تعتبر الحوافز إحدى أهم الأدوات التي تستخدمها المؤسسات للإحتفاظ برأس المال البشري لذلك تحتاج مختلف المؤسسات إلى النظر إلى الحوافز كأساس لجذب الموظفين الموهوبين وتطويرهم والإحتفاظ بهم بما يضمن تحقيق أهداف المؤسسة. ومن خلال هذا العنصر سيتم تناول مفهوم الحوافز وأهميتها وأنواعها.

1- تعريف التحفيز: قدم الباحثون العديد من التعريفات للتحفيز من بينها:

يمكن تعريفه بأنه السبب الذي يدفع الأفراد للقيام بالأشياء ويرتبط بالعوامل التي تؤثر على الأفراد وتلبي احتياجاتهم، فالحافز هو سلوك الفرد المرتبط بحاجة لن يستطيع تلبيتها، وتخلق هذه الحاجة رغبة لدى الفرد للقيام بالأشياء من أجل الحصول على ما يرغب فيه من احتياجات. (armstrong, 2006, p. 252)

تعرف الحوافز على أنها عمليات تمثل شغف الفرد واتجاهه وجهده المستمر نحو تحقيق هدف معين، وهذا يعكس نتيجة التفاعل بين الفرد والوضع المحيط به. (Idah naile, 2014, p. 177)

أيضا عرفت الحوافز بأنها مجموعة الشروط المتاحة في بيئة العمل والتي تلبي رغبات الأفراد الذين يسعون لإشباعها من خلال العمل، أي أنها القوة الدافعة التي توجه سلوك الأفراد نحو تحقيق أهداف المؤسسة. (ostroff, 1992, p. 969)

يمكن إستنتاج أن تحفيز رأس المال البشري يتمثل في مجموعة المؤثرات التي تشجع الموظفين على بذل جهود مضاعفة وتخلق لهم الرغبة في العمل مقابل تلبية رغباتهم وإحتياجاتهم، مما يمكن المؤسسة من تحقيق الأهداف المطلوبة والمرجوة.

حيث تتضح أهمية التحفيز في المؤسسة من خلال مايلي: (خيثر، 2020، صفحة 510)

- المساهمة في إشباع إحتياجات الموظفين ورفع معنوياتهم؛
- المساهمة في ضبط سلوك الموظفين لضمان تعديله وتحريكه وتوجيهه بما يتوافق مع المصالح المشتركة للمؤسسة وموظفيها؛
- المساهمة في تعزيز أهداف المؤسسة وسياساتها وتعزيز كفاءة الموظفين وتحفيزهم؛
- تطوير الطاقة الإبداعية للموظفين لضمان إزدهار المؤسسة وتميزها.

2- **أنواع الحوافز:** تعتمد المؤسسات على أنواع مختلفة من الحوافز والتي يمكن إيجازها كما يلي: (زويلف، 2011، صفحة 173)

- **الحوافز السلبية والإيجابية:** تتسم الحوافز السلبية بخوف العاملين من العقاب والتوبيخ وتتصف هذه الحوافز بمعارضة الأفكار الجديدة أو المبتكرة، أما الحوافز الإيجابية تهدف إلى تعزيز روح الإبداع والتجديد وقد تكون حوافز مادية أو معنوية؛
- **الحوافز المادية والمعنوية:** الحوافز المادية هي الحوافز التي تشبه الإحتياجات المادية للفرد وهي حوافز ملموسة تتخذ أشكالا مختلفة مثل المكافآت الثانوية وزيادة الأجور وتقاسم الأرباح، أما الحوافز المعنوية فهي الحوافز التي تشبع الإحتياجات الذاتية للأفراد وتعزز من تماسك الموظفين، ومن أبرز أشكالها مشاركة العامل في سياسات قطاع العمل وإتخاذ القرارات ومنح الشهادات والجوائز ؛
- **الحوافز الفردية والجماعية:** الحوافز الفردية هي الحوافز التي يحصل فيها الأفراد على زيادات في الأجور بناءا على الوحدات المنتجه او التي تم انتاجها بمفرده، ويمكن أن تكون هذه الحوافز مادية أو معنوية، أما الحوافز الجماعية فتعتمد على قياس الأداء الجماعي للأفراد وتقديم حوافز

تتناسب مع عملهم بحيث لا يكون الأداء على أساس فرد واحد وإنما على أساس مجموعة من الأفراد.

المطلب الثالث: قياس الإستثمار في رأس المال البشري

تعتمد فكرة قياس رأس المال البشري على أساس النظر إليه من زاوية العائد والتكلفة، حيث تعبر عن القيمة الاقتصادية للموارد البشرية الحالية والمستقبلية على جميع مستويات الإدراة في المؤسسة. يتم حساب ذلك من خلال ما يتم إنفاقه على التوظيف، التعليم، التدريب، التحفيز والرعاية. وتهدف فكرة قياس رأس المال البشري إلى تحديد القيمة الاقتصادية للأفراد للمؤسسة مما يسهم في توفير معلومات لاتخاذ القرارات الإدارية والمالية. (Angela Baron, 2007, p. 09) .

توجد عدة أساليب ونماذج لقياس الإستثمار في رأس المال البشري، والتي يمكن تقسيمها إلى: طرق قياس تكلفة الاستثمار في رأس المال البشري وطرق قياس العائد على الاستثمار في رأس المال البشري.

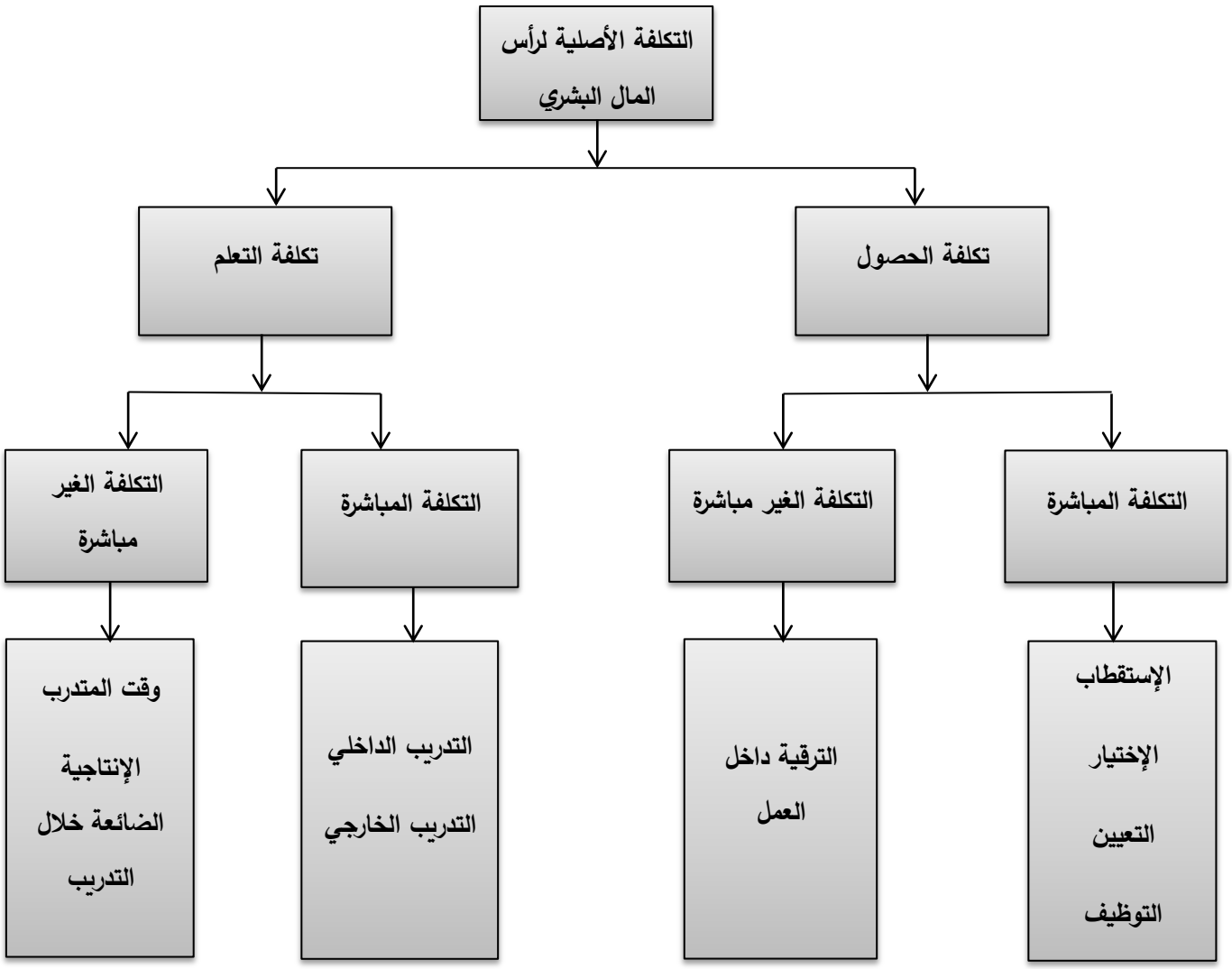
أولا: قياس تكلفة الإستثمار في رأس المال البشري

تمثل تكلفة الإستثمار في رأس المال البشري إجمالي النفقات التي تتحملها المؤسسة عند الحصول على الموارد البشرية أو استبدالها أو تطويرها من خلال التدريب والتعليم وغيرها من الأساليب (حسن ع.، 2015، صفحة 105)، وتقاس هذه التكلفة بالإعتماد على عدة طرق، من بينها:

1- طريقة التكلفة التاريخية أو الأصلية

تعرف أيضا بطريقة التكلفة الفعلية، وتشير إلى جميع التكاليف التي تتكبدها المؤسسة أو تضحي بها للحصول على رأس المال البشري، والتي تشمل تكاليف التوظيف مثل الإستقطاب، الإختيار، والتوظيف، بالإضافة إلى التكاليف المتعلقة بعملية تكوين رأس المال البشري. وفقا لهذه الطريقة تنقسم تكلفة رأس المال البشري إلى مصاريف جارية تشمل الرواتب والأجور التي تدفعها المؤسسة، ومصاريف رأسمالية تتضمن جميع التكاليف التي تتكبدها المؤسسة لتوظيف وتطوير رأس المال البشري مثل تكاليف التدريب. (أشواق، 2013، صفحة 113). حيث قدم Flamholtz النموذج التالي لقياس التكلفة الفعلية لرأس المال البشري:

الشكل رقم(1-1) : نموذج التكلفة الأصلية أو التاريخية لرأس المال البشري



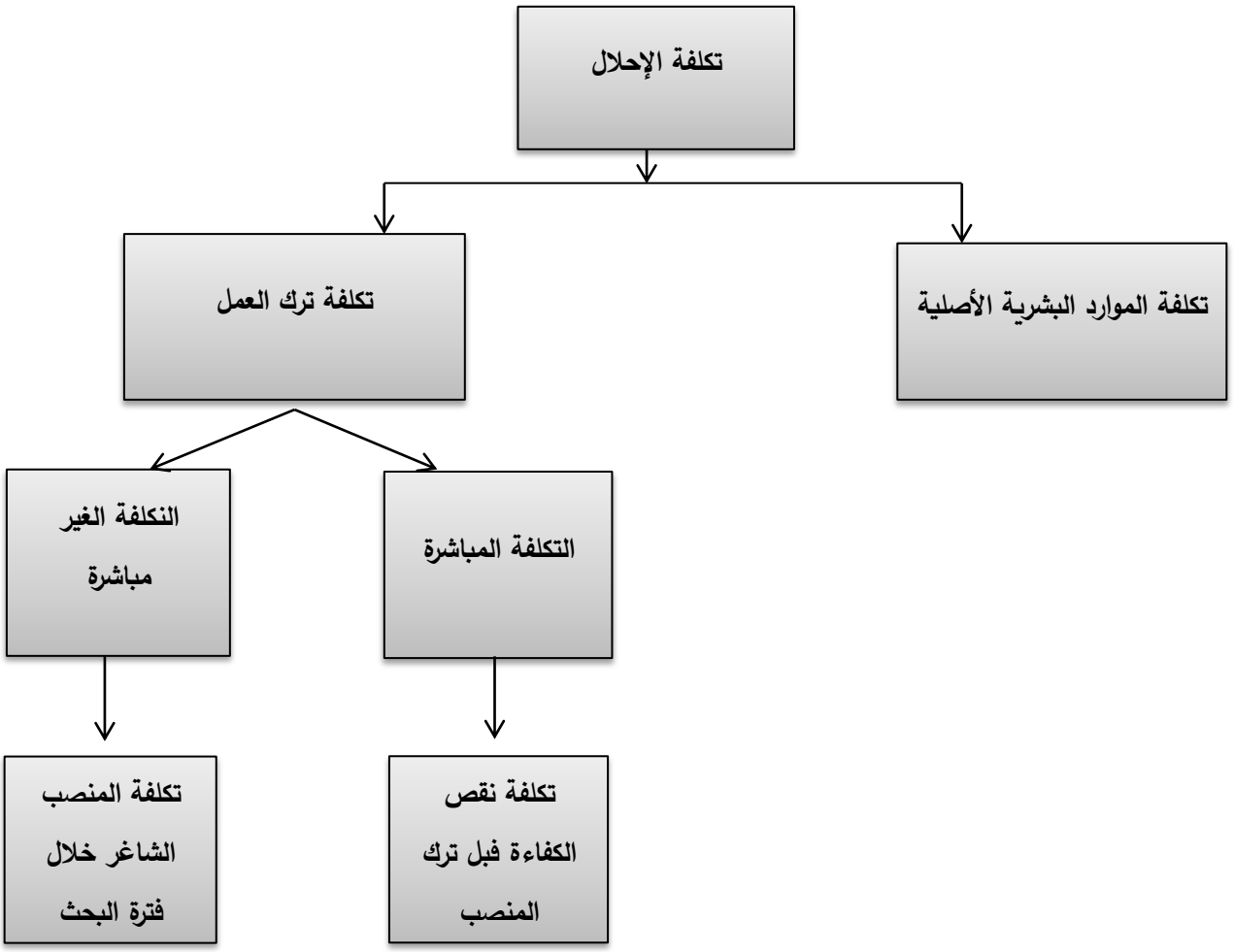
المصدر:(Flamholtz, 1999, p. 56)

يبين الشكل السابق مكونات التكلفة الأصلية لرأس المال البشري ويعتبر هذا النموذج أبسط من النماذج الأخرى وبالتالي فهو أبسط طريقة لقياس تكلفة رأس المال البشري في المؤسسة نظرا لوضوحه وسهولة إستخدامه. ويتعلق هذا االنموذج بتكلفة إكتساب رأس المال البشري والتي تشمل تكلفة إستقطاب وتعيين وتوظيف الأفراد وكذلك ترقيتهم ونقلهم بين الوظائف. بينما تمثل تكلفة تنمية رأس المال البشري تكلفة تدريب وتكوين رأس المال البشري بعد تعيين وإختيار الموظفين.

2- طريقة تكلفة الإستبدال أو تكلفة الإحلال

تمثل هذه الطريقة التكاليف التي تتكبدها المؤسسة عندما يتم استبدال موظف بآخر يمكنه أداء نفس المهام، وتشمل هذه التكاليف التدريب اللازم للموظفين الجدد أو للموظفين الحاليين الذين يحتاجون إلى تطوير مهاراتهم، وبذلك تضم تكاليف إعداد برنامج التدريب، والوقت الذي يقضيه المدربون (سواء كانوا مدربين من داخل المؤسسة أو متخصصين في التدريب)، بالإضافة إلى كافة تكاليف المعدات إذا لزم الأمر: (حلوة، 2003، صفحة 114)، ويمكن تلخيص عناصر هذه التكلفة على النحو التالي:

الشكل رقم(1-2): نموذج تكلفة الإحلال أو الإستبدال



المصدر: (العشماوي، صفحة 105)

يتضمن الشكل السابق التكاليف الأساسية للعامل البشري، والتي تتضمن جميع التكاليف التي تتكبدها المؤسسة لتوظيف العاملين، بالإضافة إلى مصاريف التدريب وتنمية الموارد البشرية. كما يضم

النموذج تكلفة ترك العمل بما في ذلك التكاليف المباشرة وغير المباشرة. تتضمن التكاليف المباشرة مكافآت إنهاء الخدمة، وتتضمن مكافآت إنهاء الخدمة وإعادة التأهيل وتكلفة إعداد عامل جديد ليحل محل الموظف المغادر، كما يبين الشكل التكاليف الناشئة عن خسارة الدخل المحتمل الذي كان سيتحقق إذا لم يغادر الفرد المؤسسة.

3- طريقة تكلفة الفرصة البديلة

وهي تعبر عن التكلفة التي تتكبدها المؤسسة نتيجة الإستغناء عن العاملين وفقدانهم بسبب عدم كفاءتهم، كما تتضمن مصاريف إستقطاب العاملين الجدد وجذبهم وتعيينهم وتدريبهم لشغل الوظائف الشاغرة كما تضم مصاريف التعويض. (حلوة، 2003، صفحة 115)

ويمكن أن تعني أيضا الفوائد التي يتم التضحية بها نتيجة رفض بديل معين. ويمثل ذلك الأرباح والإيرادات المفقودة التي تضحي بها المؤسسة من أجل الحصول على رأس المال البشري أو إستبداله، وعملية تقييم رأس المال البشري وفق هذه الطريقة تتعلق بفئة النجوم أو ما يسمى برأس المال البشري المتميز، حيث يتم تقييمها على أساس أنها أصول يمكن إستخدامها عدة مرات لمختلف البدائل لمعرفة قيمتها في أفضل وأقصى إستخدام. (عبود، 2019، صفحة 113)

4- طريقة العوائد المستقبلية

تعتمد هذه الطريقة على قياس قيمة الفرد وتقدير العوائد المستقبلية التي يمكن الحصول عليها من هذا الفرد، ومن خلال هذه الطريقة يتم تقييم الأصول البشرية عن طريق حساب القيمة الحالية للأجور والمكافآت التي سيحصل عليها الفرد في المستقبل حتى نهاية حياته الإنتاجية في المنظمة. بعبارة أخرى تتطلب هذه الطريقة تقدير الأجور والمكافآت المختلفة التي ستدفع للعاملين في المستقبل وخصمها من الميزانية حتى يمكن الوصول إلى التكلفة الإجمالية لرأس المال البشري بناءا على متوسط الأجور والمكافآت.

يمكن القول إن إمكانيات هذه الطريقة محدودة للغاية، إذ تأخذ بعين الاعتبار عنصر واحد فقط من عناصر تكلفة الوصول إلى قيمة رأس المال البشري، وتتجاهل عوامل التكلفة الأخرى. (سميرة، 2016، صفحة 36).

5- طريقة الشهرة الغير المشتراة

تعتمد هذه الطريقة على تقييم رأس المال البشري بناءً على الأرباح التي تتجاوز المتوسط العادي، حيث يتم إعتبار هذه الأرباح الزائدة كممثل لرأس المال البشري في المؤسسة. ومع ذلك، يمكن القول إن

هذه الطريقة تتجاهل كفاءة استغلال الأصول الأخرى، بالإضافة إلى أن قيمة رأس المال البشري ليست بالضرورة تكون مرتبطة بتحقيق الأرباح أو عدم تحقيقها حيث إنها تتكبد تكاليف سواء كانت المؤسسة تحقق الربح أو لا. (سميرة، 2016، صفحة 36)

ثانيا: قياس العائد من الإستثمار في رأس المال البشري

يشير العائد من الاستثمار البشري إلى المكاسب أو الفوائد الكمية والنوعية الناتجة عن الإستثمار في رأس المال البشري في المؤسسة، مما يعود بالنفع على الأفراد، المؤسسات والإقتصاد ككل. (يحياوي، 2013، صفحة 37).

هناك العديد من الطرق والنماذج يمكن إستخدامها لقياس العائد على الإستثمار في رأس المال البشري، إلا أن هذه الطرق تعتمد على قياس القيمة الإقتصادية لرأس المال البشري وتأخذ في الإعتبار الخدمات المتوقعة من الأصول البشرية كجزأ لا يتجزأ من تقييم هذه الأصول، وبالتالي بالمقارنة مع طرق حساب تكلفة رأس المال البشري تعتبر أكثر واقعية. (سلطاني، 2021، صفحة 594)، وسيتم التطرق لبعض هذه الطرق فيما يلي:

1- طريقة القيمة الإقتصادية المضافة للعنصر البشري

يعد هذا المؤشر أداة لقياس كفاءة استخدام رأس المال في خلق القيمة، ويهدف إلى تحديد الإجراءات الإدارية التي تضيف قيمة اقتصادية حقيقية بدلا من الإعتماد فقط على القوائم المالية التي قد تخفي النتائج الفعلية. (مليكة، 2018، صفحة 150).

وبالتالي فإن القيمة الاقتصادية المضافة لرأس المال البشري تمثل المساهمة في تحقيق القيمة النقدية المضافة من قبل كل موظف دائم وبدوام كامل. (روستون، 2003، صفحة 53)، ويتم حسابها بإستخدام العلاقة التالية: (الدوليين، 2004، صفحة 195)

القيمة الإقتصادية المضافة لرأس المال البشري= الربح التشغيلي بعد الضريبة- تكلفة رأس المال/ مساهمة الموظفين الدائمين

حيث تشمل تكلفة رأس المال البشري أربع تكاليف رئيسية لرأس المال البشري وهي: (مليكة، 2018، صفحة 150)

- تكاليف أجور الموظفين وامتيازاتهم؛
- تكاليف أجور العمالة المؤقتة؛

- تكاليف الغياب عن العمل؛
- تكاليف دوران الموظفين.

2- العائد من رأس المال البشري

تم تطوير هذا المقياس لإعادة تقييم العائد التقليدي للموظف، والذي كان يقاس بمعادلة الإيراد لكل فرد ومع تغيرات السوق أصبحت المؤسسات تعمل على توظيف الأفراد بطرق متنوعة. فبالإضافة إلى التوظيف التقليدي بدوام كامل أصبح العديد من الأفراد يعملون بدوام جزئي. لذا كان من الضروري تغيير القاسم المشترك من موظفين بدوام كامل إلى ما يعادل العمل بدوام كامل.

يأخذ هذا المؤشر في الحسبان جميع الموظفين بدوام كامل وبدوام جزئي وكذلك ساعات العمل الطارئة، وهو مؤشر بديل لإجمالي ساعات العمل المستثمرة. ويعتبر العائد على رأس المال البشري مقياسا أساسيا للإنتاجية الفردية، حيث يشير إلى مقدار الوقت المستغرق لتوليد مستوى معين من الأرباح (مليكة، 2018، صفحة 150). ويتم حسابة وفقل للعلاقة التالية: (الدوليين، 2004، صفحة 195)

العائد من رأس المال البشري= العوائد/ عدد الموظفين (بما فيها من العمال الدائمين والمؤقتين)

3- القيمة المضافة لرأس المال البشري

يقيس هذا المؤشر الربحية مقسومة على عدد الموظفين بدوام كامل (FTE)، أي متوسط الأرباح لكل موظف دائم ومؤقت. ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالي: (الدوليين، 2004، صفحة 195)

القيمة المضافة لرأس المال البشري= الأرباح-(المصاريف- الأجور والإمتيازات) / عدد الموظفين

4- العائد على الإستثمار في رأس المال البشري

يعتبر هذا المؤشر مصطلحا يعكس ربحية الأموال المستثمرة في الموظفين، والتي تُدفع على شكل أجور وإمتيازات (مليكة، 2018، صفحة 152)، ويتم قياسه وفقا للعلاقة التالية: (الدوليين، 2004، صفحة 195)

العائد على الإستثمار في رأس المال البشري= العائد-(المصاريف ماعدا الأجور والإمتيازات) / الأجور والإمتيازات

5- كفاءة رأس المال البشري

تقيس كفاءة رأس المال البشري القيمة المضافة من الموارد البشرية للمؤسسة، وهي أحد مكونات معامل القيمة المضافة الفكرية التي أنشأها Ante Pulic (Azlina Rahim, 2017, p. 03)، ويتم حساب هذه الكفاءة وفقا للعلاقة التالية: (Pulic, The Principles of Intellectual Capital Efficiency – A Brief Description, 2008, p. 20)

كفاءة رأس المال البشري = القيمة المضافة / إجمالي الأجور والرواتب

ويتم حساب القيمة المضافة من خلال العلاقة التالية:

القيمة المضافة = المخرجات – المدخلات

حيث أن: **المخرجات:** تتمثل في جميع الايرادات الناتجة عن بيع السلع والخدمات؛

المدخلات: تتمثل في جميع النفقات الخاصة بالمؤسسة عدا نفقات العمال.

6- العائد السوقي لرأس المال البشري

يعكس هذا المقياس منظور السوق لقيمة الأصول غير الملموسة للمؤسسة، يعتبر معيارا غير فعال لأنه يخضع لتقلبات السوق، ويقاس وفقا للعلاقة التالية: (الدوليين، 2004، صفحة 195)

العائد السوقي لرأس المال البشري= القيمة السوقية- القيمة الدفترية/ عدد الموظفين

المبحث الثاني: الإطار النظري للقيمة السوقية

ان تعظيم القيمة السوقية هو أحد الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها من أجل الحفاظ على استمراريتها حيث انها تعتبر المقياس الحقيقي لقيمة المؤسسة بصفتها تعكس جميع المعلومات المتاحة عن المؤسسة، وسيتم التطرق في هذا المبحث الى قيمة وتقييم المؤسسة، الأسهم ونماذج تقييمها وصولا الى القيمة السوقية والعوامل المؤثرة عليها.

المطلب الأول: ماهية القيمة والتقييم

يعتبر موضوع قيمة المؤسسة من المجالات المهمة في مجال مالية المؤسسات لأنه يتعلق بالعديد من الأطراف التي لها مصلحة خاصة في المؤسسة، كما يتم تناول قضية تقييم المؤسسات في العديد من الحالات كعمليات التصفية، الاندماج مع مؤسسات اخرى، الإستحواذ والتنازل...

أولا: تعريف القيمة

قدمت عدة تعاريف للقيمة أهمها مايلي:

تعرف القيمة على أنها المبلغ الذي يرغب المستثمرون لدفعه مقابل الحصول على أحد الأصول في سوق تنافسية حرة. (Robert, 2011, p. 19) كما توصف أنها المبلغ الذي سيكون المشتري المحتمل على إستعداد لدفعه في حالة تم تصفية الشركة. (Gitagia, 2020, p. 10)

قيمة المؤسسة هي تقييم لكيفية رؤية المستثمرين لأداء المؤسسة وتوقعاتهم أن تكسب المؤسسة عائد عالي نسبيا مقابل المخاطر التي تتحملها، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تمثل قيمة عادلة تعكس تقييم نجاح المؤسسات وعادة ما تكون مرتبطة بسعر السهم في السوق. (Markonah, 2020, p. 84)

تلعب قيمة المؤسسة دور مهم بالنسبة للمستثمرين وذلك لأن المؤسسات ذات القيمة العالية تساهم في تحقيق الرفاهية والازدهار لمساهميها، إن قيمة المؤسسة هي التي تعكس أداءها ولها تأثير كبي على تصورات المستثمرين وتقييماتهم. (Sedana, 2020, p. 21)

القيمة هي المبلغ المدفوع مقابل الأصل أو الحق في الحصول على عائد مستقبلي نتيجة استخدام هذا الأصل. ويختلف مفهوم القيمة عن السعر حيث أن القيمة تمثل جزء من جوهر الأصل نفسه في حين أن السعر هو المبلغ المدفوع فعليا مقابل الأصل، وبعبارة أخرى تكمن القيمة في جوهر الأصل في حين أن السعر يتم تحديده من خلال عملية التبادل. (حماد، تقدير قيمة بنك لأغراض الإندماج أو الخصخصة، 2002، صفحة 06)

كما تم تعريفها على أنها القيمة التي يمكن أن توجد دون حدوث تبادل، حيث تعتمد على التقدير النظري قائم على مفهوم المنفعة، ويقوم المستثمرون أو المقيمون بمقارنة القيمة بمختلف السلع المتاحة وتحويلها إلى سعر الذي يمكن تحقيقه عند تطابق العرض والطلب الفعلي. (الزبيدي، 2014، صفحة 238)

تعرف القيمة عادةً أنها المبلغ المدفوع مقابل أصل ما أو مقابل الحق في عائد مستقبلي نتيجة استخدام ذلك الأصل. (حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، 2007، صفحة 11)

تمثل القيمة قيمة مجردة بالنسبة للمؤسسات يتم قياسها وتحديدها من قبل متخصصين في المالية ويؤدي ذلك إلى إختلافات في نتائج تحديد القيمة بين الخبراء إعتمادا على تنوع نماذج قياس وتحديد القيمة وأهداف عملية التقييم. (كسري، 2016، صفحة 97) حيث يهدف الخبراء من خلال هذه العملية إلى تحديد القيمة العادلة للمؤسسة وهي القيمة التي ترضي جميع أصحاب المصلحة في المؤسسة. (علي ن.، 2018، صفحة 27)

مما سبق يمكن تعريف القيمة بأنها المبلغ المدفوع مقابل أصل معين أو الحق في الحصول على عائد مستقبلي نتيجة استخدام هذا الأصل، ويتم تقدير قيمة المؤسسة من خلال تقييم مختلف الأصول المالية المختلفة سواء كانت أسهم أو سندات أو قروض، إذا كانت متداولة في البورصة أو كوحدة واحدة إذا لم تكن متداولة.

ثانيا: الأنواع المختلقة للقيمة

تأخذ القيمة عدة أشكال ويعتبر التمييز بينها مهما بالنسبة للمستثمرين لذا سيتم التطرق اليها كما يلي:

1- **القيمة الإسمية:** هي المبلغ المحدد في عقد تأسيس الشركة عند عرض السهم للبيع لأول مرة وغالبا ما تذكر على قسيمة السهم ويتم تحديد هذه القيمة وفق القوانين العامة أو الخاصة المطبقة على المؤسسة، تستخدم القيمة الإسمية لتحديد نسبة الأرباح التي ستدفع لحاملي الأسهم العادية ويتم على أساسها حساب رأس مال الشركة من خلال ضربها في عدد الأسهم. يمكن أيضا تحديد هذه القيمة بقسمة رأس المال على عدد الأسهم في المؤسسة. (archer, 1979, p. 191) (حفيظ، 2004، صفحة 25)

2- **قيمة المؤسسة المستمرة:** تسلط الضوء على فكرة العمل المتواصل عندما يقدر قيمة مؤسسة ما كمؤسسة قابلة للاستمرار والنمو وأن عملياتها ليست مهددة بأي خطر مباشر قد يؤدي إلى توقفها،

يمكن تعريف قيمة استمرار العمل على أنها القيمة المستمدة من عمليات الشركة وأصولها وعملائها وأعمالها بشكل عام، ويكتسب تحديد قيمة المؤسسة المستمرة أهمية خاصة عندما تكون المؤسسة مهتمة بالاستحواذ على شركة أخرى. (SAYILIR, 2020, p. 61)

3- **القيمة الدفترية:** هي قيمة تاريخية تظهر في البيانات المالية وتعبر عن القيمة المحاسبية للسهم وتعد هذه القيمة مؤشرا للحد الأدنى لقيمة السهم في السوق المالي، وتحسب القيمة الدفترية عادة بتقسيم حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية المصدرة وترتبط ارتباطا وثيقا بأداء الشركة، ومن عيوبها أنها تعتمد على الميزانية التاريخية للمؤسسة (عبيدات، 2008، صفحة 55).

4- **القيمة السوقية:** تمثل القيمة السوقية القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم)، وهي قيمة الأسهم المتداولة في الأسوق المالية والتي قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الإسمية وتعتبر المبلغ المقدر الذي سيتم تبادل الأصل به بين بائع ومشتري يرغب في الدخول في إتفاقية صفقة في تاريخ التقييم. تستند القيمة السوقية إلى سوق محايدة حيث يكون لدى كل من البائع والمشتري معلومات كافية ولديهما الحرية في إتخاذ القرارات دون وجود أي إكراه على اتمام الصفقة. تتأثر القيمة السوقية بعدة عوامل بما في ذلك: توزيعات الأرباح، وإمكانية نمو الشركة وحجم الشركة. (SAYILIR, 2020, p. 61) ، وتعد القيمة السوقية مؤشرا مهما لتقييم الشركة لأنها تعكس القدرة على النمو وتحقيق الأرباح. (قريشي، 2006، صفحة 438)

5- **القيمة الحقيقية للسهم** يتم تحديد هذه القيمة من خلال التدفقات النقدية المتوقعة من السهم، درجة المخاطرة المرتبطة بالسهم والعائد الذي يرغب المستثمر في الخصول عليه. ويتم تحديد القيمة الحقيقية من قبل المحللين والخبراء الماليين ومقارنتها بقيمة السهم في السوق المالية لإتخاذ قرارات الإستثمار (حسن ب.، 2022، صفحة 390).

ويركز المستثمرون على القيمة الحقيقية للسهم في السوق هذا لأنه إذا كان سعر السهم أعلى من القيمة الحقيقية فهذا يشير إلى أن السهم مبالغ في تقييمه وليس مناسب للإستثمار. من ناحية أخرى إذا كان سعر السهم أقل من قيمته الحقيقية في السوق المالية هذا يعني أنه يستحق أكثر من قيمته السوقية، مما يحفز المستثمرون للإحتفاظ بالسهم لأنهم يتوقعون أن يرتفع في المستقبل (SAYILIR, 2020, p. 61). ويتم حساب القيمة الحقيقية للسهم بعد تقييم أصول الشركة بالأسعار الحالية ويعتبر المؤشر الأكثر دقة للمركز المالي للشركة (قريشي، 2006، صفحة 438)

6- **قيمة التصفية:** هي المبلغ الفعلي لكل سهم من الأسهم العادية بعد تصفية الشركة وتتم هذه العملية عن طريق تعيين وصي للإشراف على تصفية أصول الشركة، مع إستخدم عائدات التصفية لسداد جميع الديون والسندات والأسهم الممتازة (حسن ب.، 2022، صفحة 390). يتم الحصول على قيمة التصفية لكل سهم بقسمة اصول الشركة بعد التصفية على عدد الأسهم. ويعتبر هذا المقياس أكثر دقة من القيمة الدفترية لأنه يعتمد على القيمة الحالية لأصول الشركة (SAYILIR, 2020, p. 61)

ثالثا: تعريف التقييم والعوامل المؤثرة عليه

سيتم من خلال هذا العنصر التطرق الى مفهوم التقييم مع ذكر العوامل التي تؤثر عليه:

1- **مفهوم التقييم:** تختلف تعاريف التقييم بإختلاف الميادين وسيتم عرض بعض التعاريف التي تتوافق مع موضوع هذه الدراسة:

يقصد بتقييم المؤسسة تقييم المكونات الملموسة وغير الملموسة للأصول الممتلكة بإستخدام الطرق والأدوات والوسائل لتحديد مجموعة من القيم التي يتم مناقشتها لتحديد التكلفة النهائية للمؤسسة والسهم. (chapelle, 2007, p. 25)

يعرف التقييم بأنه عملية تحديد القيمة الحالية لأصل معين أو مؤسسة معينة باستخدام مجموعة من تقنيات تقييم مختلفة وبالاستعانة بمؤشرات مختلفة مثل هيكل رأس المال المؤسسة، القيمة السوقية لأصولها والأرباح المستقبلية المتوقعة. (Schmidt, 2017)

التقييم هو عملية منظمة لتحديد السعر السوقي للأوراق المالية بإستخدام مجموعة من النماذج الرياضية القائمة على العلاقة المباشرة بين المخاطرة والعائد المتوقع. (العارية، 2017، صفحة 51)

تقييم الأسهم هو عملية منظمة تهدف إلى تحديد سعر البيع المستقبلي للسهم بإستخدام مجموعة من النماذج الرياضية القائمة على وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطر، من خلال هذه العملية يتم تقييم الإنحرافات السلبية في هذه العلاقة لتعزيز القرارات إستثمارية الدقيقة في الأسواق المالية. (النعيمي، 2016، صفحة 155)

يعرف التقييم بأنه فن التقدير وتحديد الأسعار التي تستحقها قيمة أي أصل، حيث يعتبر الهدف الرئيسي من أي إستثمار هو العثور على أصول تزيد قيمتها عن تكلفتها، كما أن فهم عملية التقييم أمر ضروري لإتخاذ قرارات إستثمارية ناجحة، تحديد المحفظة الإستثمارية، وصنع قرارات التمويل الملائمة. (B.Horiyappa, 2008, p. 180)

تهدف عملية التقييم إلى الحفاظ على السعر التوازني وتجنب الإختلالات والإنحرافات التي يمكن أن تؤثر سلبا على العلاقة المتوقعة بين العائد والمخاطر، هذا يعني أن العائد المتوقع من وجهة نظر المستثمر يجب أن يكون متناسب طرديا مع المخاطر المحتملة المرتبطة بشراء أو بيع الأوراق المالية. (الشواوره، 2008، صفحة 89)

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل لعملية تقييم المؤسسة بأنها العملية المستخدمة لقياس قيمة الأسهم أو هو عملية تتضمن تحديد قيمة رأس مال المؤسسة أو تقدير الثروة التي إستثمرها المساهمون، يمكن وصفه أيضا بأنه عملية تحديد السعر المناسب أو ببساطة عملية تقدير نطاق التفاوض بين المشترين والبائعين.

2- **العوامل المؤثرة على التقييم:** يمكن تصنيف العوامل المؤثرة في عملية التقييم الى عوامل مباشرة وعوامل غير مباشرة ويتم تلخيصها على النحو التالي: (نرجس، 2022، صفحة 85)

2-1- العوامل المباشرة: وهي عوامل يمكن التحكم فيها وتعتبر بمثابة منظومة تؤثر بشكل مباشر على أسعار الأوراق المالية بشكل عام والأسهم العادية بشكل خاص، ويمكن وصفها بما يلي:

- **كفاءة الأسواق المالية:** من حيث توفير التخصيص الأكثر كفاءة للموارد، إجراء المعاملات بأقل التكاليف، التحويل إلى نقد بسهولة أي السيولة، ودرجة كفاءة المعلومات؛
- **أداء الشركات:** فيما يتعلق بالربحية، هيكل رأس المال، السيولة والقيمة النسبية للسهم؛
- **رشد المستثمر:** فيما يتعلق بالمؤهلات، الخبرة، الدخل، الجنس، العمر، مكان الإقامة. وتتعزز أهمية هذه العوامل من خلال تحديد مدى مساهمة كل عامل في سعر الأوراق المالية وتأثيره عليها، والتي يتم إستخدامها للتحكم في التقلبات والحد منها فيما يتعلق بالإستثمارات، كل ذلك بهدف تعظيم العوائد مع تقليل التغييرات ومنه إتخاذ القرارات الإستثمارية الكفؤة؛

2-2- العوامل الغير المباشرة: تكون هذه العوامل خارجة عن السيطرة وتشمل العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية، والتي تتلخص بشكل عام في:

- الإنكماش والإنتعاش الإقتصادي والتي تتسم بإرتفاع وانخفاض أسعار السلع والخدمات؛
- التغيرات في أسعار الفائدة على القروض والودائع المصرفية؛
- التغيرات في معدلات الضرائب على أرباح الأسهم مما يؤدي إلى زيادة أو نقصان في الدخل السنوي؛

- مدى ضمان الإستقرار السياسي والاجتماعي، بما في ذلك الإضطرابات الوطنية والدولية والإحتجاجات والحروب.

ونظرا لعدم إمكانية التنبؤ بهذه العوامل يتعين على المستثمرين قبولها والتعايش بإعتبارها مخاطر منتظمة، مما يؤدي به إلى المطالبة بالتعويض عنها قبل أن يتم الدخول في أي إستثناء. ويؤثر ذلك على القيمة الفعلية للسهم إيجابا أو سلبا بناء على زيادة أو نقصان الطلب، فإذا زاد الطلب فإن قيمة السهم تزداد وإذا إنخفض الطلب تنخفض قيمة السهم. ونتيجة لذلك، يتم إتخاذ قرار الشراء أو البيع بشكل أكثر ملاءم.

المطلب الثاني: مفاهيم نظرية للأسهم

تعد الأسهم مصدرا للتمويل طويل الأجل وهي من أبرز الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث تمثل وثيقة تثبت ملكية حاملها لحصة من أصول المؤسسة، ولا يترتب على المؤسسة المصدرة أي التزام تجاهها. سيتم من خلال هذا المطلب استعراض مفهوم الأسهم، وتوضيح أنواعها المختلفة، بالإضافة إلى تقديم نماذج لتقييم الأسهم.

أولا: تعريف الاسهم

تعددت التعاريف المقدمة للأسهم إلا أن مضمونها واحد، ويتمثل أهمها:

السهم هو أداة مالية تشير إلى أن حاملها يمتلك جزءًا من رأس مال شركة معينة، مما يمنحه الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع عدد الأسهم التي يمتلكها. (البطرني، 2021، صفحة 108)

الأسهم هي أدوات مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، تتميز بتساوي قيمتها الاسمية وتمثل مشاركة المالك في رأس مال الشركة. لذلك، يمكن اعتبار كل سهم وثيقة مالية تمنح حاملها حق الملكية في جزء من رأس مال الشركة. (طلب، 2013، صفحة 192)

السهم يمثل جزءا من رأس مال الشركة ويمنح صاحبه حقوق الشراكة أو المساهمة فيها. كما يستخدم هذا المصطلح للإشارة أيضا إلى حصص الملكية في شركات الإستثمار. (Joseph Antoine, 2010, p. 10)

وفقاً لتعريف Sunil P، تُعد الأسهم شكلاً من أشكال المطالبات المالية التي تصدرها الشركات للمستثمرين الراغبين في المشاركة فيها، وتمنح هذه الأسهم حقوق الملكية للمستثمرين مقابل استثماراتهم. (parameswaran, 2011, p. 97)

السهم هو أداة مالية تمثل حصة ملكية في شركة، وتصدر بقيمة اسمية تحدد وفقاً للقوانين والتعليمات السارية. لا تمتلك الأسهم تاريخ استحقاق محدد، ولا يضمن المصدر عائداً ثابتاً لها. تُتداول الأسهم في أسواق الأوراق المالية حيث تُحدد أسعارها السوقية بناءً على العرض والطلب. عادة ما تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من قيمته الاسمية، لكنها قد تنخفض في بعض الحالات. (حطاب، 2006، صفحة 30)

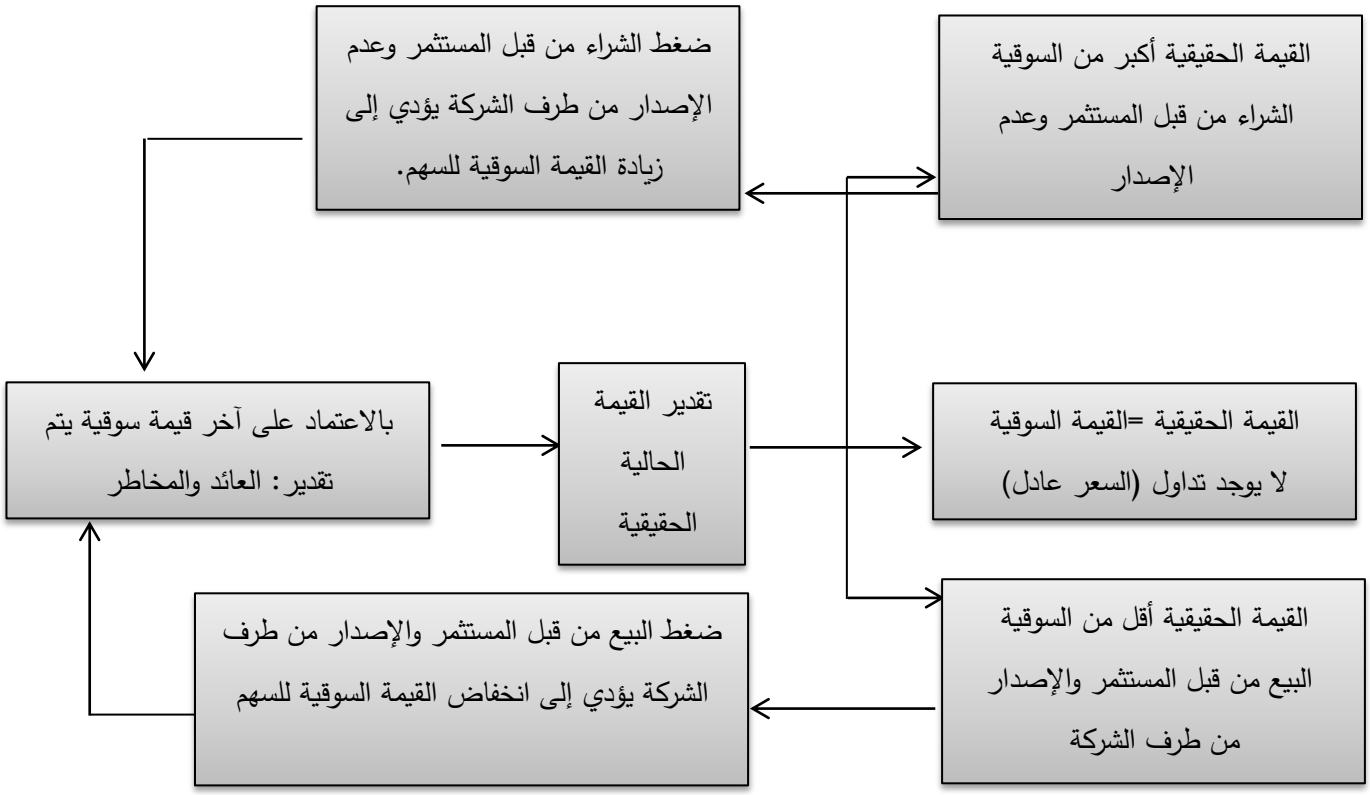
شهادة ملكية تمنح حاملها حق امتلاك جزء من أصول المؤسسة، ولا تتضمن فترة استحقاق محددة، تبقى هذه الشهادة قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تقم المؤسسة بإعادة شرائها أو في حالة تصفية الشركة. (العيسى، 2004، صفحة 113)

هي وثائق تثبت لحاملها الحق في حصة مشتركة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، وذلك وفقاً للقيمة المالية للأسهم المملوكة. تضمن هذه الوثائق للمساهم الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة يتناسب مع عدد الأسهم التي يمتلكها، وتحدد مسؤولية المساهم بمقدار حصته في الأسهم. (العال.حماد، 2000، صفحة 19)

الأسهم هي حقوق ملكية تمثل جزءًا من قيمة شركة معينة وتعبر عن وثائق مالية ذات دخل متغير، وتمنح حاملها حق المشاركة في الشركة. (jarrige, 2001, p. 38)

يمكن تعريف الأسهم بشكل شامل بناء على التعريفات السابقة بأنها أداة مالية تمنح حاملها حق ملكية جزء من رأس مال شركة معينة ويتم تداولها عادة في الأسواق المالية، تمنح الأسهم صاحبها عدة مزايا، منها حق المشاركة في الأرباح، حق التصويت في القرارات وحق بيع الأسهم.

شكل (1-3): عملية تقييم الأسهم العادية



المصدر: (النعيمي، 2016، صفحة 156).

يوضح الشكل السابق عملية تقييم الأسهم العادية حيث يتم تقدير قيمتها الحالية الحقيقية ومقارنتها بالقيمة السوقية للسهم، إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية، يقوم المستثمر بشراء السهم بهدف تحقيق أرباح رأس مالية من الزيادة المستقبلية في القيمة السوقية. أما إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية، فيقوم المستثمر ببيع السهم لتجنب الخسائر الناتجة عن احتمال انخفاض القيمة السوقية في المستقبل. من جهة أخرى، تقبل المؤسسة إصدار أسهم جديدة عندما تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من قيمته الحقيقية، وتقوم بإعادة شراء أسهمها إذا كانت القيمة السوقية أقل من قيمتها الحقيقية.

ثانيا: خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بجملة من الخصائص يتمثل أهمها في: (يوسف ي.، 2014، صفحة 150)

- يعتبر السهم وثيقة ملكية تمثل حصة في صافي أصول المؤسسة العينية والنقدية وحقوق المالية؛

- يتيح السهم لمالكه الحق في الحصول على جزء من الأرباح يعرف بربح السهم، وكذلك يتحمل مالكه جزءا من الخسائر إذا تكبدت الشركة خسارة؛
- يمنح السهم صاحبه حق المشاركة في إدارة الشركة من خلال التصويت على قرارات معينة مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل رأس المال وتغيير النظام الداخلي للشركة؛
- عدم قابلية السهم للتجزئة أو امتلاكه أكثر من شخص واحد في الوقت نفسه؛
- تكون مسؤولية الشركاء موزعة بحسب قيمة السهم فلا يسأل أحد منهم عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها؛
- تتحدد قيمته الجارية أو السوقية بناءا على العائد المحقق وأسعار الفائدة، وفي حال تصفية الشركة يكون أصحاب الأسهم آخر من يتم تسوية حقوقهم.

ثالثا: أنواع الأسهم

تصنف الأسهم الى عدة أنواع وحسب عدة معايير، سيتم توضيحها كما يلي:

1- **أنواع الأسهم حسب حصتها:** تصنف الأسهم حسب هذا المعيار إلى مايلي: (حسن ن.، 2012، الصفحات 300-301)

1-1- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي يحصل مالكوها عليها بعد دفع قيمتها نقدا، وبالتالي فهي حصص نقدية في رأس المال الشركة. يمكن تصنيفها إلى نوعين: الأسهم النقدية المحررة، حيث يدفع مالكها كامل قيمتها، والأسهم النقدية غير المحررة، حيث يدفع مالكها جزءًا من قيمتها.

1-2-الأسهم العينية: يقصد بها الأسهم التي يحصل مالكها عليها مقابل أشياء عينية كالأرضي أو البضائع، وذلك لأنه قد دفع قيمتها عينا. هناك قواعد يجب توفرها للحصول على الأسهم العينية:

- وجوب دفع قيمتها كاملة؛
- تقدير الحصة العينية للأشياء المقدمة بدقة قبل منح هذه الأسهم؛
- عدم السماح بتداولها قبل مرور عامين على تأسيس الشركة.

1-3- الأسهم المختلطة: تشير إلى الأسهم التي دُفعت قيمتها نقداً وعيناً، حيث يتم دفع مبلغ مالي وتقديم قطعة أرض مثلاً، وتسمى بهذا الاسم لأنها تمثل مزيجا من الأسهم النقدية والأسهم العينية.

1-4- حصص التأسيس: تعرف بأنها الحصص التي يمتلكها أصحابها بعد تقديم شيء معنوي مثل براءة اختراع، وعلى الرغم من أن هذه الحصص تتيح لمالكيها الحصول على نسبة من أرباح الشركة، إلا أنها لا تُعتبر جزءا من رأس المال الشركة.

2- أنواع الأسهم حسب شكلها: يمكن تمييز ثلاثة أنواع من الأسهم حسب شكلها وهي:

2-1- الأسهم الإسمية: هي التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك ويمكن لمالك السهم ان يبيعه لمستثمر اخر وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات، على أن يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة (اندراوس، 2008، صفحة 67).

2-2- الأسهم لحاملها: يتم تداول الأسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين بدون كتابه اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكيه السهم في هذه الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم لذا لا يجوز اصدار اسهم لحاملها الا اذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل (اندراوس، 2008، صفحة 68).

2-3- الأسهم لأمر: فهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكها مع وجود نص يشير بأنها لأمره، وعادة ما تتداول بطريقة التظهير، حيث يكتب البائع على الشهادة نقل ملكيتها إلى الشخص المشتري، مما يعني أن الأسهم لأمر هي أسهم ملكية كاملة. (حسن ن.، 2012، صفحة 305)

3- أنواع الأسهم حسب حقوق حملتها: استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين: (عادل س.، 2023، صفحة 263)

3-1- الأسهم العادية: تُعرف بأنها الأوراق المالية طويلة الأجل التي تستمر باستمرار الشركة، ومن أهم مزاياها أنها تمنح المساهمين حق الحصول على نسبة من الأرباح، التصويت في انتخاب مجلس الإدارة وفي تعديل النظام الأساسي أو تعديل رأس المال، بالإضافة إلى المشاركة في الجمعيات العمومية والأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة. وعند تصفية الشركة، يحق للمساهم الحصول على جزء من أصول الشركة بعد حصول الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة على حقوقهم.

ومن ميزات الأسهم العادية أن حاملها له حق الحصول على نصيبه من الأرباح المحتجزة وله الحق في الحصول على نصيبه من قيمة أصول الشركة عند تصفيتها، كما له الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة. بالإضافة الى الأولوية في الإكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة وحق الترشح والمساءلة في مجلس الإدارة. (القادر، 2010، صفحة 147)

3-2- الأسهم المؤجلة: تعرف بأنها الأسهم التي تقدم لمؤسسي الشركة أو الأشخاص الذين يشاركون في الترويج للأسهم الجديدة عند تأسيس الشركة. يطلق عليها "مؤجلة" لأن مالكها يحصل على حصته من الأرباح بعد إستيفاء أصحاب باقي الأسهم لحقوقهم.

3-3- الأسهم الممتازة: وهي أسهم تصدرها الشركات الى جانب الأسهم العادية، فقد سميت أسهم ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في أنها لها حق الأولوية عن الأسهم العادية في الحصول على حقوقها. ومن خصائص هذه الاسهم أنها تقع بين الأسهم العادية والديون حيث يتحدد لها توزيعات أرباح مقدمة لحامل هذا السهم، أيضا لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها. (القادر، 2010، صفحة 148).

4- أنواع الأسهم حسب استهلاكها: تنقسم الأسهم وفقا لهذا النوع إلى: (حسن ن.، 2012، صفحة 312)

4-1- أسهم رأس المال: تشير إلى الأسهم التي يُقدمها المساهمون للشركة ولا يحصلون عليها مرة أخرى إلا في حالة تصفية الشركة مما يعني أنها أسهم غير مستهلكة، ويستطيع المساهمون استرداد قيمة الأسهم فقط عند انتهاء الشركة، حيث ينقضي الهدف الأساسي لتلك الأسهم وهو المشاركة في رأس المال للشركة

4-2- أسهم التمتع: تشير إلى الأسهم التي تقدمها الشركة عند استهلاك الأسهم الأصلية، تمنح أسهم التمتع صاحبها حق المشاركة في الجمعيات العامة وحصوله على الأرباح السنوية ومن أصول الشركة عند تصفيتها. وهذه الحقوق هي بمثابة أوجه الإختلاف بينها وبين أسهم رأس المال.

5- أنواع الأسهم حسب منحها: تنقسم الأسهم وفقا لهذا النوع إلى: (عادل س.، 2023، صفحة 265)

5-1- الأسهم المجانية: تعرف هذه الأسهم بأنها تمنح للمساهم من قبل الشركة دون مقابل مالي مباشر، ويحدث ذلك عند زيادة رأس المال للشركة حيث يتم تحويل جزء من الاحتياطيات أو الأرباح المحتجزة إلى رأس المال الأصلي.

5-2- الأسهم غير المجانية: توصف بأنها الأسهم التي يحصل عليها مالكها بعد دفع قيمتها النقدية أو القيمة المالية.

6- أنواع الأسهم حسب تأثرها بالدورة الاقتصادية: تنقسم الأسهم نظرا لهذا المعيار إلى:

6-1- الأسهم الموسمية: تعرف بأنها الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، ويعني ذلك أن أداءها يرتبط بحالة الاقتصاد من حيث النمو والازدهار، ومن أمثلتها الشركات التي تقدم سلعا موسمية مثل شركات السياحة أو الشركات المتخصصة في المواسم الزراعية (عادل م.، 2014، صفحة 219).

6-2- الأسهم الدفاعية: تعرف بأنها أسهم الشركات التي تقدم سلعا وخدمات أساسية حيث لا يتأثر بالركود الإقتصادي، وذلك لأن الطلب على منتجاتها يبقى مستقرا كشركات الأدوية والمواد الإستهلاكية. (مقابلة، 2013، صفحة 76)

7- أنواع الأسهم حسب مصدرها: تتنوع الأسهم حسب المصدر إلى: (عادل م.، 2014، صفحة 220)

7-1- الأسهم ذات الجودة العالية: تشير إلى الأسهم التي تتبع لشركات تقوم بتوزيع أرباح بشكل مستمر أو لشركات تتمتع بإدارة متميزة، والمقصود من ذلك أن فعالية إدارة الشركة وقدرتها على استثمار مواردها تؤدي إلى تحقيق أرباح عالية وبالتالي تقديم توزيعات أرباح للمساهمين.

7-2- أسهم الشركات الصغيرة: تشير إلى أسهم الشركات التي يكون رأس مالها صغيرا، ويكون توزيع الأرباح فيها غير منتظم ويتم تحديده بناءً على الظروف السائدة.

8- أنواع الأسهم حسب توزيع الأرباح: تتنوع الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

8-1- أسهم الدخل: تعبر عن الأسهم التي تكون توزيعات أرباحها مستمرة ومستقرة وغالبًا ما تكون لشركات تنتج سلعًا تحقق أرباح مضمونة، مما يؤدي إلى توفير أرباح مضمونة مثل شركات البترول (عادل س.، 2023، صفحة 265). تتميز أسهم الدخل بأنها تنتمي لشركات متميزة لديها إيرادات مرتفعة وتقدم توزيعات أرباح مرتفعة وفقًا لمكانتها الجيدة في السوق (Kohli, 2019, p. 33).

يتضح أن المستثمرين الذين يهتمون بهذا النوع من الأسهم يركزون بشكل أساسي من الشركة وهو نمو الأرباح ويعتقدون ان الشركات ذات النمو المرتفع في الارباح سينعكس ذلك على اسهمها الذي سيرتفع بإستمرار. (الكراسنة، 2010، صفحة 40)

8-2- أسهم النمو: تعرف بأنها ورقة مالية يتم تداولها في السوق بسعر أقل من قيمتها الحقيقية وغالبا ما تخص شركات نشطة وفاعلة في قطاعات الابتكار قابلة للنمو والتوسع لذلك يتم تقييمها في السوق بأسعار مرتفعة (Federico Gagliolo, 2020, p. 07).

وتركز إدارات هذه الشركات على النمو والتوسع من خلال إعادة استثمار معظم أرباحها فهي نادرا ما توزع أرباح ثانوية إلا أن قيمة الأسهم ترتفع بشكل كبير، وبالرغم من أن زيادة قيمة أسهم هذه الشركات كبيرة وسريعة وتعوض المستثمر احيانا اكثر بكثير مما فاته من توزيع الأرباح. إلا أن هذه الأسهم تتصف بالتقلب الكبير فإذا ارتفعت يكون إرتفاعها كبيرا واذا انخفضت كان انخفاضها حادا (مقابلة، 2013، صفحة 77).

رابعا: نماذج تقييم الأسهم

يعتبر تقييم الأسهم أمرا ذو أهمية كبيرة لأنه يسهم في إتخاذ قرارات استثمارية سليمة، ويمكن تقييم الأسهم بشكل عام بإستخدام طريقتين رئيسيتين: التحليل الأساسي والتحليل الفني.

1- التحليل الأساسي للسهم

يدل هذا التحليل على تقدير قيمة السهم من خلال دراسة البيانات المالية الخاصة بالشركة، مع مراعاة بعض المتغيرات مثل إيراداتها، مبيعاتها وتوزيعات أرباحها ويمكن وصف التحليل الأساسي بأنه يقيس القيمة الحقيقية للأوراق المالية على أساس عوامل اقتصادية ومالية (هندي، 1993، صفحة 283)

1-1- النسب المالية: تحسب النسب المالية عن طريق استخدام المعلومات المتاحة في القوائم المالية الخاصة بالشركة، ويمكن تفسير هذه النسب لتقييم الوضع المالي للشركة، من بين النسب المستخدمة في هذا التحليل نجد النسب التالية: نسبة السيولة، نسبة الربحية، نسبة الكفاءة، نسبة المديونية أو الرفع المالي، ونسب السوق.

تعتبر نسب السيولة من النسب المالية المهمة لأنها تختص بقياس حجم السيولة النقدية في المؤسسة ومعرفة ما اذا كانت قادرة على الوفاء بإلتزاماتها المالية قصيرة الآجل في موعد إستحقاقها، وهكذا فهي أداة جيدة للرقابة على حركة التدفقات النقدية (Rizwan ahmed, 2023, p. 236) ، أما نسب الربحية فتصف قدرة الشركة على تحقيق أرباح من خلال استثماراتها ومبيعاتها وحقوق الملكية (ziarko, 2015, p. 153)

بالمقابل تقيس نسب النشاط قدرة المؤسسة وفاعليتها في تحقيق المبيعات بعد إستخدام أصولها، وبالتالي فإن نسب النشاط تعتبر مهمة لكل من له إهتمام بكفاية الاداء والربحية للمؤسسة على المدى الطويل (علي ا.، 2007، صفحة 107)

وتشير نسب المديونية الى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها من الديون من خلال الإقتراض الى الغير (Budhathoki, 2020, p. 18)، أما نسب السوق فتفسر القيمة السوقية للمؤسسة بإستخدام بعض المؤشرات السوقية والتي تعبر عنها المعلومات المتحصل عليها من البورصة والتي تكون منشورة بإنتظام ومن بين هذه المؤشرات: ربحية السهم الواحد، نسبة السعر إلى الأرباح ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (شنة، 2022، صفحة 143)

1-2- نموذج تقييم الأرباح: تعد الإيرادات عاملا حاسما في تقييم أسهم الشركة، ولذلك يولي التحليل الأساسي اهتماما كبيرا للإيرادات. إذ تعتبر الإيرادات المتبقية بعد خصم المصروفات مؤشرا على الأرباح المتوقعة والتوزيعات المحتملة للمساهمين وفرص النمو المحتملة للشركة.

من ناحية أخرى يوجه الإنتقاد للطريقة القائمة على إستخدام الإيرادات في تقييم الأسهم لأن صافي الإيرادات للشركات لا يوضح عدد الأسهم القائمة، ولذلك تم استخدام مؤشر آخر وهو ربحية السهم وذلك عن طريق قسمة صافي الإيرادات للشركة على عدد الأسهم للحصول على ربحية السهم الواحد (الكراسنة، 2010، صفحة 24). وهذا المفهوم يعرف بنموذج تقييم الأرباح الذي يقوم على تقييم الأسهم بناءا على ربحية السهم الواحد وليس توزيعاته التي يمكن حسابها عن طريق قسمة الأرباح المحققة على عدد الأسهم المصدرة. (عبيدات، 2008، صفحة 64) (يوسف ع.، 2016، صفحة 13).

1-3- نموذج مضاعف الربحية: يمثل نسبة سعر السهم إلى ربحيته، ويستخدم لتحديد القيمة التي يكون المستثمر على إستعداد لدفعها من أجل امتلاك السهم. يهدف هذا النموذج إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال تقدير قيمة تدفقات النقد المستقبلية للسهم مع الأخذ في الاعتبار معدل الخصم (العامري، 2007، صفحة 119). ويعرف هذا النموذج أيضا مكرر الأرباح، والذي يقصد به عدد مرات تكرار العائد لتغطية قيمة الأصل أو الفترة الزمنية المطلوبة لاسترداد تكلفة الاستثمار. (حياة، 2015، صفحة 77)

يمكن استخدام نسبة سعر السهم إلى الإيرادات بدلا من استخدام نسبة إيراد السهم الواحد، وذلك لتجنب بعض القيود التي تواجه إستخدام نسبة إيراد السهم الواحد في تقييم الأسهم. حيث تعتبر نسبة إيراد السهم الواحد مقبولة لمقارنة إيرادات الشركات المختلفة، إلا أنها لا تبين كيفية تقييم السوق للأسهم. لذلك يفضل إستخدام نسبة سعر السهم إلى الإيرادات لتقدير القيمة التي يمكن أن يكون المستثمرون على استعداد لدفعها من أجل إمتلاك السهم. وفي حال ارتفاع هذه النسبة، يصبح المستثمر مستعدًا لشراء السهم. (الكراسنة، 2010، صفحة 25)

1-4- نموذج التدفق النقدي: يستخدم لتحديد ما إذا كان سعر السهم مقيما بأعلى أو أدنى من القيمة التي يجب أن يكون عليها، وتقدر القيمة الحقيقية للسهم بإستخدام المعلومات المتعلقة بالنمو المستقبلي للشركة مثل بيانات المبيعات وتكاليف التشغيل وغيرها. ويكون المستثمر مستعدا لشراء السهم إذا كانت قيمته الحقيقية تفوق سعره السوقي (الكراسنة، 2010، صفحة 30). يستخدم هذا النموذج لتحديد القيمة

الحقيقية للسهم على أساس التدفقات النقدية لعمليات الشركة، وذلك عبر إضافة ربحية السهم إلى التكاليف غير النقدية. (عبيدات، 2008، صفحة 69).

يعتمد هذا النموذج على مبدأ خصم توزيعات الأرباح المتوقعة للاستثمارات والأوراق المالية ويعتمد بصفة أساسية على العائد المتوقع أو التدفق النقدي، يذكر أن طريقة التدفقات النقدية المخصومة تعد واحدة من الطرق المعتمدة لتقييم المؤسسة أو الأصول التي تعتمد القيمة الزمنية للنقود. (العارضي، 2018، صفحة 50)

1-5- نموذج خصم التوزيعات: أو ما يعرف بنموذج رسملة الدخل (حياة، 2015، صفحة 73)، يعتمد على الإفتراض بأن التوزيعات هي الأساس لتقدير القيمة الحقيقية للسهم (العال، 2000، صفحة 139). ويقوم النموذج بتقدير القيمة الحقيقية للسهم عن طريق خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بإستخدام سعر خصم مناسب، حيث يمكن تمييز ثلاثة أنماط للتوزيعات في هذا النموذج: نموذج النمو الصفري، ونموذج النمو الثابت، ونموذج النمو المتغير.

يستخدم نموذج النمو الصفري للأسهم التي تتميز توزيعات أرباحها بالإستقرار بعد التوزيع كما في حالة الأسهم الممتازة. بينما يناسب نموذج النمو الثابت الشركات التي تظل توزيعات أرباحها ثابتة، وهو لا يعتبر مناسبا لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي لا تزال في مرحلة نموها. لذلك يتطلب تقييم أسهم هذه الشركات الانتقال إلى نموذج النمو المتغير حيث تتسم توزيعات الأرباح بالتغير. (الحناوي، 2004، صفحة 48)

2- التحليل الفني للسهم

يشير التحليل الفني الى دراسة حركة السوق أي هو رصد البيانات التاريخية للأسعار وحجم التداول ومؤشرات السوق وتحليلها في أشكال بيانية مما يساعد على التنبؤ بحركة أسعار الأسهم في المستقبل. (Robert Edwards, 2001, p. 04)

يقوم التحليل الفني على أربعة افتراضات رئيسية: (حياة، 2015، صفحة 84)

- الإفتراض الأول: يفترض أن القيمة السوقية تتأثر بقوى العرض والطلب؛
- الإفتراض الثاني: يشير إلى أن هذه القوى تتأثر بعوامل رشيدة كالمعلومات المالية وعوامل غير رشيدة كالتخمين؛
- الإفتراض الثالث: يفترض أن الأسهم تتبع اتجاهًا معينًا لفترة طويلة مع بعض التقلبات الطفيفة؛
- الإفتراض الرابع: يقترح أن سبب تغيير اتجاه الأسهم هو التغير في العرض والطلب.

وفيما يلي نستعرض بعض أدوات التحليل الفني:

2-1- المتوسطات المتحركة: تعد من أكثر المؤشرات الفنية شيوعا وإستخداما لفهم اتجاهات الأسهم، يظهر كل نموذج للمتوسط المتحرك نتائج حسابات إحصائية لأرقام المتوسطات وتعبر عنها بصور رسومية تعمل على مساعدة المتعاملين في السوق على متابعة حركة البيانات بتلسل بدلا من المراقبة اليومية لحركة الأسهم (Drakopoulou، 2016، صفحة 04). يشير متوسط المتحرك للسهم إلى متوسط سعر بيع السهم خلال فترات زمنية مُحددة، والتي تقاس غالبا بالأيام . (الكراسنة، 2010، صفحة 37)

2-2- مستوى الدعم: يعرف على أنه المستوى الذي يعتقد فيه المحلل الفني أن سعر السهم لن يقل عنه (الكراسنة، 2010، صفحة 36) ، ويمكن النظر إليه كمستوى سعري لا يتجاوزه سعر السهم، ويعتبر هذا المستوى جاذبا للمتعاملين للدخول في الأسواق (Drakopoulou، 2016، صفحة 04). ويمثل مستوى الدعم عادة سعرا يقل عن السعر الحالي ويشهد زيادة في الطلب عند هذا المستوى حيث يمثل نقطة دخول لمستثمرين جدد إلى السوق، مما يؤدي إلى بدء ارتفاع السعر (حياة، 2015، صفحة 98).

2-3- مستوى المقاومة: يعكس هذا المستوى مستوى الدعم، حيث يظهر أعلى سعر يمكن للسهم أن يصل إليه (الكراسنة، 2010، صفحة 36)، ويصعب تجاوزه مما يجعل المتداولين يرونه كفرصة للبيع (Drakopoulou، 2016، صفحة 05). يمكن وصفه بأنه المستوى السعري الذي يزداد فيه العرض، ويعتبر سعرا مرتفعا نسبيا يزيد من رغبة البائعين في بيع أسهمهم نظرا لإرتفاع السعر مما يعتقد البائعون عادة أن الأسعار ستنخفض بعد الوصول إلى هذا المستوى. (حياة، 2015، صفحة 99).

2-4- مقياس القوة النسبية: يستخدم لمقارنة أداء السهم بأداء السوق حيث يحسب عن طريق تقدير نسبة التغيير في سعر السهم خلال فترة زمنية معينة (الكراسنة، 2010، صفحة 38)، ويستخدم هذا المؤشر لتحديد قوة الحركة الحالية للسهم مقارنة بحركاته السابقة مما يساعد على تحديد ما إذا كان السهم عرضة أكبر للبيع أو الشراء خلال فترة زمنية محددة. (Drakopoulou، 2016، صفحة 07)

ويمكن تلخيص نماذج تقييم الأسهم إلى نوعين: نماذج التحليل الأساسي ونماذج التحليل الفني. تندرج النسب المالية، ونموذج تقييم الأرباح، ونموذج مضاعف الربحية، ونموذج التدفق النقدي، ونموذج خصم التوزيعات تحت النوع الأول. أما المتوسطات المتحركة، ومستوى الدعم، ومستوى المقاومة، ومقياس القوة النسبية، فتندرج تحت التحليل الفني.

المطلب الثالث: عموميات عن القيمة السوقية

تعتبر القيمة السوقية للمؤسسات ذات اهمية لكافة الأطراف المستخدمة للتقارير المالية ومن أهم الأمور الجوهرية التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ القرارات، حيث أن تعظيمها يعتبر من بين الأهداف الإستراتيجية التي تسعى الإدارة المالية الى تحقيقها.

أولا: تعريف القيمة السوقية

تعددت تعاريف القيمة السوقية سيتم التطرق لبعضها من خلال مايلي:

تعرف القيمة السوقية وفقا لمعايير التقييم الدولية على أنها المبلغ المقدر الذي ينبغي الحصول عليه من عملية التبادل بين المشتري والبائع في تاريخ التقييم. يتم هذه العملية في سياق صفقة بموافقة ورضا الطرفين مع توفر معرفة كاملة بشروطها وتوفر المعلومات اللازمة. (IVS1, 2005, p. 95)

القيمة السوقية للأسهم تمثل السعر السائد للأسهم في السوق المالية، وهو الذي يعكس السعر الذي يستعد المستثمرون لدفعه كثمن لأصول المؤسسة حيث يقيس سعر أسهم المؤسسة المتداولة فعليا في البورصة في نهاية السنة، ويحسب عن طريق ضرب سعر إغلاق السهم في نهاية العام في عدد الأسهم المتداولة، وبما أن هناك عوامل مختلفة تحدد هذا السعر، فإن هذه القيمة لا تتميز بالاستقرار بل بالتقلبات والتغيرات من وقت لآخر. (Nur fazrina sijol, 2018, p. 252)

القيمة السوقية تُعرف بأنها قيمة السهم في السوق المالي والتي قد تتجاوز القيمة الدفترية أو تكون أقل منها، وتعتبر هذه القيمة أساسا للمضاربة في سوق المال حيث تعتمد كمؤشر يستخدم في إتخاذ قرارات البيع والشراء. (النسور، 2022، صفحة 365)

القيمة السوقية تعرف عادة بأنها السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية. نظرًا لتعدد العوامل التي تؤثر على تحديد هذا السعر، فإن القيمة السوقية لا تكون ثابتة بل قد تتغير وتتقلب من وقت لآخر. (Kehinde Adesina, 2017, p. 88)

قد تم تعريف القيمة السوقية أيضا بأنها السعر الذي يتم التعامل به في أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية، والذي ينبع من تفاعل قوى العرض والطلب في سوق المال.(kenny, 2018, p. 61)

تعتبر قيمة السوقية للسهم من المؤشرات الأساسية التي يتم إستخدامها للتعبير عن قيمة المؤسسة، وتعرف بأنها معيار للقياس والأداء من وجهة نظر المساهمين ويمكن تحديد قيمة الشركة من خلال السعر السوقي لأسهمها، بالإضافة إلى ذلك ينظر المستثمرون في السوق المالية إلى هذه القيمة كمؤشر لنجاح أو فشل المؤسسة. (Ingram, 2003, p. 470)

تعرف القيمة السوقية بأنها السعر الذي يتم فيه تداول الأصول في إطار علني، مع اتباع إجراءات مصداقية وشفافية متاحة لجميع المستثمرين ضمن إطار المزايدة التنافسية. (bodie zvi, 2014, p. 213)

تعرف القيمة السوقية أيضا بأنها القيمة التي يتم بناءا عليها تداول الأسهم في السوق المالي وتتأثر بالطلب والعرض على الأسهم، ومن المهم أن القيمة السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم خصوصًا إذا كان السوق المالي غير فعال. (البطاط، 2022، صفحة 09)

يمكن تعريف القيمة السوقية من خلال التعريفات السابقة بأنها القيمة الإجمالية للمؤسسات التي تكون مدرجة في السوق المالي ويمكن حسابها من خلال ضرب عدد الأسهم المتداولة في سعر السهم الحالي، يعتبرها المستثمرون مؤشر نجاح أو فشل حيث تكون المؤسسات ذات القيمة السوقية المرتفعة أكثر تأثيرا وتقدما ماليا.

ثانيا: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية

تتأثر القيمة السوقية للأسهم بعدة عوامل والتي يمكن تلخيصها في: العوامل الخارجية، العوامل الداخلية، العوامل السلوكية والمعلوماتية.

1- **العوامل الخارجية:** ترتبط بالبيئة الخارجية المؤسسة أي أنها تكون خارج نطاق سيطرة المؤسسة، تشمل هذه العوامل حجم الناتج القومي، الضرائب الحكومية، معدلات الفائدة والتضخم، أسعار الصرف، وعرض النقود.

يتبين تأثير هذه العوامل من خلال مراقبة زيادة النشاط الاقتصادي المرتبطة بحجم الناتج القومي والتي تؤدي إلى زيادة التعامل بالأسهم وبالتالي إرتفاع القيمة السوقية، كما يظهر تأثير الضرائب الحكومية حيث تزداد هذه الضرائب عندما تنخفض أرباح المؤسسة مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمها السوقية، ويشجع معدل الفائدة المرتفع المستثمرين على بيع جزء أو كل أسهمهم للحصول على أعلى عائد، علاوة على ذلك ينعكس التضخم الإيجابي بشكل سلبي على قيمة سهم المؤسسة. وتلعب أسعار الصرف أيضا دورا مهما في أداء الأسواق المالية، حيث يزيد عرض النقد بزيادة الإنفاق الاستثماري، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وإرتفاع أسعارها. (الياسين، 2020، صفحة 09)

بينت نتائج الدراسات السابقة التي تطرقت الى تأثير بعض هذه العوامل أن درجة النمو الاقتصادي، والدخل القومي، ومستوى التضخم، ومعدل البطالة، واتجاه أسعار الفائدة يعتبرون من العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم (البطرني، 2021، صفحة 109)، فالإنتعاش الاقتصادي الذي يصاحب النمو

الاقتصادي يزيد من الطلب على الأسهم العادية نظرًا لإحتمال زيادة العوائد (البراجنة، 2009، صفحة 39). كما أشارت دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج (إبراهيم، 2007) إلى تأثير تغيرات عرض النقود على قيمة أسهم وسندات الأسواق المالية. وأشارت دراسة (حياة، 2015، صفحة 78) إلى أن زيادة حجم الأموال المخصصة للإستثمار في الأوراق المالية تزيد من الطلب عليها وبالتالي من أسعارها، والعكس صحيح.

مع ذلك، من المهم ملاحظة أن تأثير هذه العوامل يمكن أن يختلف من سوق إلى آخر بناء على إقتصاد كل دولة وسياستها المالية وطبيعة القطاعات التي تعمل فيها المؤسسات. فعلى سبيل المثال أظهرت دراسة في الصين (Zhongqiang, 2014) وجود إرتباط ضعيف بين معدل التضخم وتذبذب أسعار الأسهم. بينما أظهرت دراسة أجريت في الهند (S. Kushwaha, 2023, p. 145) وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم على أسعار الأسهم حيث يؤدي انخفاض معدل التضخم إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

2- **العوامل الداخلية:** تشمل مجموعة من المؤشرات المالية مثل نسب السوق بما في ذلك عائد السهم العادي، نسبة توزيع الأرباح، ومضاعف سعر السهم السوقي. كذلك تضم نسب الربحية مثل العائد على حقوق الملكية، صافي الربح بعد الضرائب، العائد على الإستثمار والعائد على الأصول، بالإضافة إلى نسب الملاءة مثل نسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسب السيولة كنسبة التداول. (الياسين، 2020، صفحة 10)

حيث تشير نتائج الدراسات السابقة بما في ذلك دراسة (البطرني، 2021، صفحة 109) إلى أهمية أرباح الشركات في تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم، حيث إن زيادة أرباح الشركات تؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم. كما أن توزيعات الأرباح السنوية للشركة لها تأثير إيجابي في زيادة القيمة السوقية لأن توزيع الأرباح يعكس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح بإنتظام (البراجنة، 2009، صفحة 39). بالإضافة إلى ذلك يظهر العائد على الأصول دلالة إحصائية في زيادة قيمة أسهم الشركات الصناعية (شحاده، 2021، صفحة 126) وذلك بسبب قدرة هذه الشركات على الإستفادة من أصولها لتحقيق الأرباح.

كما تعتبر القوة المالية للمؤسسة أحد العوامل الرئيسية المؤثرة على السعر السوقي لأسهمها (البطرني، 2021، صفحة 109)، وتدل قوة المركز المالي للمؤسسة على قدرة المؤسسة المستقبلية على تحقيق أرباح أكبر، بينما يشير ضعف المركز المالي إلى احتمال انخفاض قيمة أسهمها العادية (البراجنة،

2009، صفحة 40) وفقا لدراسة (الياسين، 2020) أن العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم تشمل نسبة السيولة، نسبة التداول، ربحية السهم، والعائد على الاستثمار، حيث تحتل ربحية السهم المرتبة الأعلى من حيث التأثير على القيمة السوقية.

في نفس الإطار، كشفت دراسة (القضاة، 2017) إلى أن العائد على حقوق المساهمين، والعائد على الأصول، وحجم التداول لها تأثير ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للأسهم، ومن ناحية أخرى أشارت دراسة (شنك، 2018) أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بعدة عوامل مالية من بينها نسبة المشاركة في الأرباح. أيضا بينت دراسة (البراجنة، 2009، صفحة 40) أن زيادة الطلب على الأسهم يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، حيث يعتبر العرض والطلب من العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.

وتشمل العوامل الداخلية التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم هيكل المؤسسة التنظيمي، مدى إلتزامها بخطتها المالية، عدد الموظفين، عمر المؤسسة ونوع التكنولوجيا المستخدمة (الياسين، 2020، صفحة 15)، وحسب دراسة (شنك، 2018)، تتأثر القيمة السوقية للأسهم أيضاً بالعوامل غير الملموسة مثل حجم المؤسسة وشهرتها.

كما أشارت دراسات أخرى إلى أن العوامل المؤثرة على القيمة السوقية قد تختلف من سوق إلى آخر. فعلى سبيل المثال، أظهرت دراسة (Nugi Mohammad Nugraha, 2019, p. 130) تطرقت لبعض العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم على المؤسسات الأندونيسية أظهرت أن حجم الشركة، التدفق النقدي، وأرباح الشركات ليس لها تأثير على أسعار الأسهم.

3- **العوامل السلوكية:** هي تلك التي تعكس الطريقة التي يتخذ بها المستثمرون قرارات الاستثمار، وتشمل الثقة المفرطة في جودة المعلومات، القدرة على دعم قرارات الإستثمار، والمحاسبة الذهنية التي تمثل الإطار التنظيمي المعرفي الذي يستخدمه العديد من المستثمرين لتصنيف الاستثمارات إلى فئات متعددة. كما تشمل سلوك القطيع، حيث يظهر المستثمرون تفكيرا متشابها بينهم مما يعني ميل الأفراد لمحاكاة الآخرين، سواء كان ذلك سلوكا عقلانيا أم لا. بالإضافة إلى ذلك، يتضمن سلوك النفور من الخسارة، حيث يرفض المستثمرون الاستثمارات التي انخفضت قيمتها، وكذلك تجنب الندم الناتج عن شراء محفظة من الشركات الممتازة التي تواجه انخفاضاً في قيمتها. (الياسين، 2020، صفحة 16)

4- **العوامل المعلوماتية:** تعبر عن البيانات المتعلقة بالأحداث العالمية في المجالات الاقتصادية، السياسية، والبيئية، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية الإقليمية مثل التضخم،

البطالة، والعجز في الميزانية. كما تشمل أيضاً بيانات حول القطاعات الاقتصادية التي تؤثر مباشرة على أسعار الأسهم. وتشتمل أيضاً على المعلومات المتعلقة بالمؤسسات نفسها، مثل كفاءتها التشغيلية وقدرتها على توليد الأرباح. (الياسين، 2020، صفحة 14)

خلاصة الفصل الأول

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل من شرح لأهم المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة، تم التعرف على مفهوم الإستثمار في رأس المال البشري كونه عاملا مهما في استدامة المؤسسات وتميزها، فهو يتعلق بعملية الإستقطاب، التدريب والتحفيز من أجل تعزيز المعارف والخبرات والقدرات للموظفين لرفع أدائهم مما يؤثر على تحسين الإنتاجية والربحية للمؤسسات.

أما بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسات فقد تم عرض مفهوم القيمة والتقييم، كما تم التطرق إلى الأسهم ونماذج تقييمه ومن ثم عرض عموميات عن القيمة السوقية كونها تعتبر مؤشر نجاح أو فشل حيث تكون المؤسسات ذات القيمة السوقية المرتفعة أكثر تأثيرا وتقدما ماليا.

وسيتم في الفصل الموالي التطرق إلى الأدبيات التطبيقية التي عرضت هذه المتغيرات النظرية.

الفصل الثاني: العلاقة بين متغيرات الدراسة في ظل الممارسات التطبيقية

تمهيد

أصبح من الضروري على المؤسسات التي ترغب في تحسين ادائها ورفع قيمتها السوقية أن تحسن من الإستثمار في اصولها البشرية والعمل على تنميتهم والمحافظة عليهم من خلال استقطاب وجذب أصحاب الكفاءات والمعارف والحرص على تدريبهم والعمل على تحفيزهم بإستمرار لضمان تطورهم حتى تتمكن من تحقيق أهدافها.

لهذا السبب، ركزت العديد من الدراسات على فهم العلاقة بين رأس المال الفكري بكل أبعاده والقيمة السوقية، حيث سيتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى العلاقة بين رأس المال البشري وقيمة المؤسسة وعرض بعض الدراسات السابقة التي تم الإستفادة منها في هذا الموضوع ومعرفة ما توصل اليه الباحثون من خلال استخلاص بعض النتائج التي يجب التركيز عليها في هذه الدراسة، ومن ثم سيتم التطرق الى أوجه التشابه والإختلاف وما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث بيئة ومجتمع الدراسة، الهدف وأدوات جمع البيانات وكذا المتغيرات المعتمدة.

وينقسم هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول: الإستثمار في رأس المال البشري وأهميته في رفع قيمة المؤسسات؛**
- **المبحث الثاني: الدراسات السابقة.**

المبحث الأول: الإستثمار في رأس المال البشري وأهميته في رفع قيمة المؤسسات

يعد الاستثمار في رأس المال البشري من أهم ركائز بناء المؤسسات وإستمرارها، مما يؤدي إلى تعزيز الأداء وخلق القيمة من خلال المساهمات الإبداعية والأفكار الناتجة عن عمليات الاستقطاب، التدريب، والتحفيز. سيتم توضيح ذلك في هذا المبحث من خلال توضيح العلاقة بين الإستثمار في رأس المال البشري وتعزيز القيمة.

المطلب الأول: علاقة الإستثمار في رأس المال البشري بقيمة المؤسسة

يساهم رأس المال البشري في تعزيز قيمة المؤسسة كمصدر للإبداع والإبتكار، لذلك تسعى المؤسسة إلى إستقطاب وتدريب وتحفيز رأس المال البشري للإستفادة من خبراته ومهاراته وقدراته. (Mohammad Pasban, 2016, p. 251)، حيث يشكل رأس المال البشري عنصرا مهما في القيمة السوقية للمؤسسة، حيث قدرت إحدى الدراسات التي أجريت في عام 2003 أن قيمة رأس المال البشري تمثل أكثر من 36% من العائد الكلي للمؤسسات. (سلطاني، 2021، صفحة 18)

كما أوضح (العنزي، 2014، صفحة 433) أنه يتمكن الأفراد على خلق القيمة بثلاثة أساليب رئيسية:

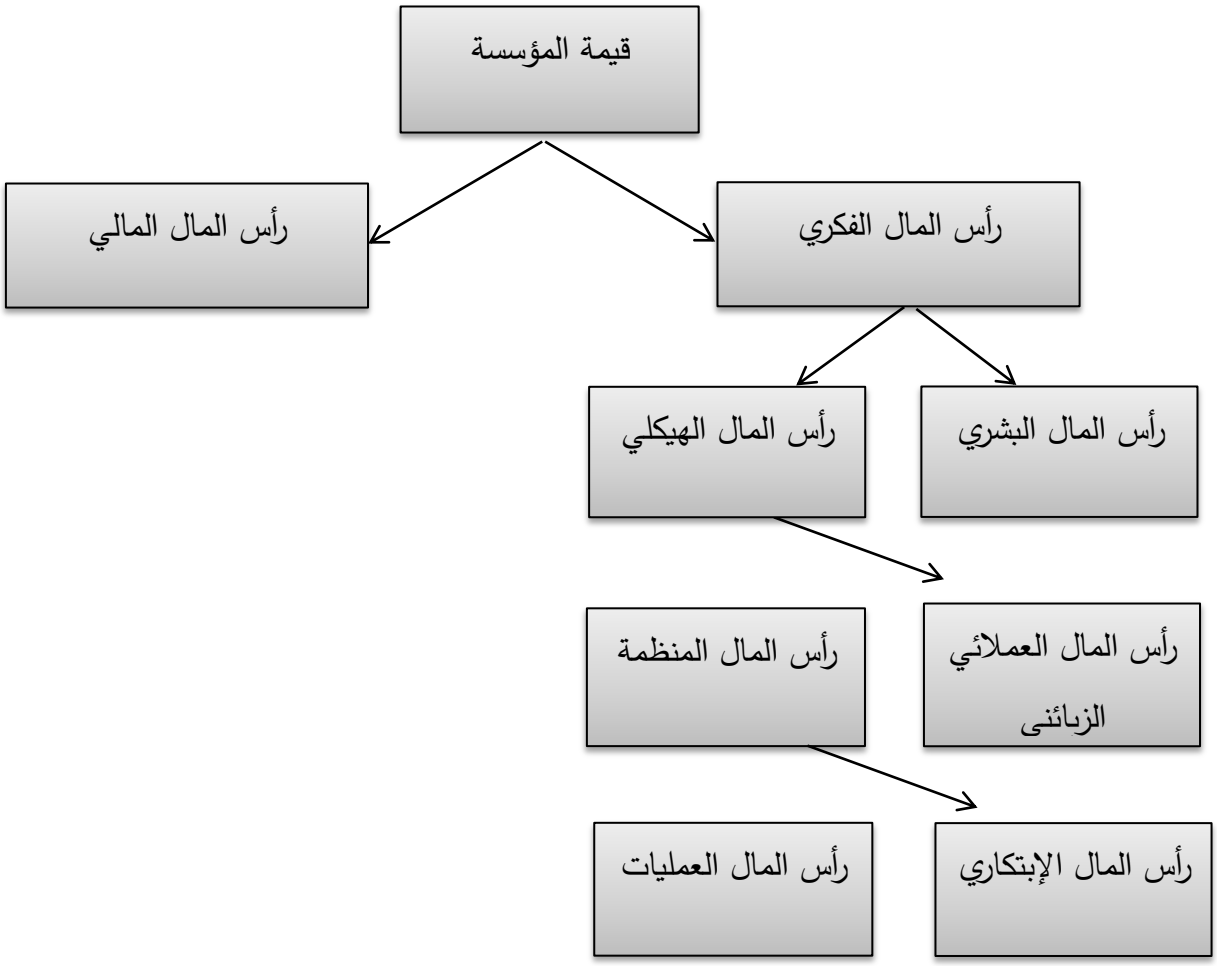
- **زيادة العائد:** وذلك من خلال تعزيز الأداء أو العائد المتوقع، حيث تقوم المؤسسات باختيار الأفراد بناءً على مهارات محددة لضمان تحقيق مستويات أداء أعلى.
- **تقليل المخاطرة:** من خلال تقليل التذبذب والتقلب في الأداء، عن طريق إزالة العوامل التي قد تؤدي إلى انحراف الأداء عن المسار المخطط له. وتتبنى المؤسسات أساليب اختيار دقيقة لتصفية السلوكيات غير المنتجة، إضافة إلى تنظيم برامج لدعم العاملين الذين يواجهون تحديات معينة.
- **زيادة السيولة:** من خلال تحسين القدرة على التكيف مع متطلبات العمل المتغيرة، عبر تقديم برامج تدريبية تهدف إلى نقل وتطوير المهارات، واختيار الأفراد بناءً على امتلاكهم لمهارات عامة وقدرتهم على التعلم والتكيف، وليس فقط بناءً على مهام محددة.

ويمكن تقسيم رأس المال البشري في المؤسسات الإقتصادية بناء على القيمة التي يضيفها كما يلي: (ابراهيم م.، 2009، صفحة 19)

- **عنصر بشري نادر يخلق قيمة مضافة ضئيلة:** يتمثل في الخبرات النادرة التي تعمل بتكنولوجيا بدائية أو تلجأ إلى العمل اليدوي، تعتبر القيمة التي ينتجها ضئيلة بالمقارنة مع تزايد أهمية الوقت والتكنولوجيا؛
- **عنصر بشري نادر يخلق قيمة مضافة عالية ويصعب إستبداله:** يعد هذا العنصر من أفضل الموارد داخل المؤسسة ويجب المحافظة عليه وتنميته نظرا لندرته في سوق العمل وكونه المصدر الأساسي لتنافسية المؤسسة؛
- **عنصر بشري يخلق قيمة مضافة عالية ويمكن استبداله:** بالرغم من توفر هذا العنصر في سوق العمل، ينصح بالحفاظ عليه بسبب التكلفة التي أنفقت على تكوينه وتكيفه مع المؤسسة خلال فترة عمله؛
- **عنصر بشري يولد قيمة مضافة منخفضة ويمكن إستبداله بسهولة:** يفضل استبدال هذا العنصر بتقنيات جديدة تولد قيمة مضافة عالية.

نظرا لأن القيمة السوقية للمؤسسة يتم تحديدها من خلال مستوى رأس المال الفكري، والذي يعد رأس المال البشري عنصرا أساسي فيه، وبالتالي فإن له تأثيرا إيجابيا على زيادة وتعزيز القيمة المضافة بالنسبة للمؤسسات. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(2-1): دور رأس المال الفكري في تحقيق قيمة المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (Vladimir Moiseev, 2022, p. 758)

يوضح الشكل السابق دور رأس المال الفكري في تحقيق قيمة المؤسسة حيث تختلف القيمة المنتجة بناءً على مستوى وجودة المخزون المكون له. تساهم هذه القيمة في زيادة تحسين الإنتاج، تقليل التكاليف وتعظيم الربحية من خلال رفع مبيعات المؤسسة.

لكي تتمكن المؤسسات من خلق القيمة يجب أن تتوافر بعض العوامل الأساسية مثل الإدارة الجيدة، الاستراتيجيات الإيجابية، الإدارة الفعالة ومهارات الموظفين، هناك أيضا بعض العناصر التي تدعم وتفعل دور رأس المال البشري في خلق القيمة بالمؤسسة، وهي: (الرويني، 2019، صفحة 199)

- **الكفاءات الفردية:** تتجلى في الكفاءة الشخصية، الخبرة والمعرفة الفنية للأفراد؛
- **الدافع الفردي:** يتضمن التطلعات، الطموحات والدافع للعمل؛

- **القيادة:** تشمل رؤية واضحة للقيادة والقدرة على التواصل الفعال؛
- **المناخ التنظيمي:** يشمل المرونة، حرية الابتكار، فعالية العمل الجماعي، والإحترام المتبادل بين الأفراد ودعمهم المستمر.

المطلب الثاني: دور الإستثمار في رأس المال البشري في تحقيق الربحية

تمثل الربحية قدرة الشركة على تحقيق الربح من المبيعات، الأصول وحقوق الملكية وتعكس فعالية الإدارة في تحقيق العوائد من المبيعات والإستثمارات. كما أن الربحية المرتفعة لها تأثير إيجابي على المرونة المالية للشركة مما يسمح لها بدفع أرباح الأسهم والحصول على تصنيف إيجابي في السوق المالي. كما تمثل الربحية أيضا كفاءة الشركة في إنفاق الأموال على الأنشطة التشغيلية لتحقيق عوائد عالية، وتعكس العوائد المرتفعة آفاقًا متميزة للمؤسسات، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على حصص الشركة وزيادة قيمتها السوقية. (المتولي، 2021، صفحة 878).

أما بالنسبة لعلاقة الاستثمار في رأس المال البشري والربحية فيمكن إرجاعها إلى تحديد الوضع المربح للمؤسسة بشكل عام مع مراعاة إمكانية التخطيط المستقبلي، ويمكن تطبيق هذا التحليل على جميع المؤسسات، بغض النظر عن طبيعة النشاط الإقتصادي والأشكال القانونية. يفيد هذا التحليل بشكل أساسي الجهاز المالي والإداري للمؤسسة، فهو بمثابة كاشف يعكس فعالية الأداء، مما يتيح الفرصة لمقارنة فترات محددة لإكتشاف معدلات النمو أو النقصان ومعرفة معرفة الوضع التنافسي للمؤسسة. ويمكن للمؤسسة الإعتماد على موظفين مدربين مؤهلين تأهيلا عاليا لتحقيق الربحية من خلال النقاط التالية: (السلمي، 2001، صفحة 45)

- تحقيق عوائد عالية على الأموال المستثمرة من خلال الاستثمار الفعال وتقليل التكاليف؛
- العمل على تخفيض تكلفة التمويل من خلال إجراء دراسة علمية تحدد تكلفة كل بديل تمويلي وتتنبأ العائد المتوقع من كل بديل، بهدف تحقيق العملية التمويلية بأقل التكاليف؛
- زيادة قيمة الأرباح القابلة للتوزيع؛
- تعظيم قيمة المؤسسة من خلال رفع سعر سهمها.

إن توجيه الموارد البشرية بشكل صحيح في جميع وظائف ووحدات المؤسسة يسهم في تعزيز العلاقة بين المؤسسة ومستخدميها مما يضمن إتقان العمل وتقليل معدل الدوران الوظيفي، وهو ما يثبت أن عملية الإستثمار في رأس المال البشري لها تأثير على الربحية. (نوره، 2023، صفحة 194)

المطلب الثالث: دور الإستثمار في رأس المال البشري في تعزيز الانتاجية والأداء المالي

يتم تحديد العلاقة بين الإستثمار في رأس المال البشري والإنتاجية من خلال مساهمة الأداء البشري في تحسينه، فتوظيف عامل غير مؤهل لتشغيل آلة متقدمة يمكن أن يتلفها ويقليل من كفاءتها، في حين أن العامل الذين ليس لديهم دوافع للعمل أو ليس لديهم مشاعر صادقة لتحسين أدائه لا يمكن توقع مستوى عالي من الكفاءة منه. من ناحية أخرى إن الموارد البشرية هم الذين يخططون وينظمون ويتخذون القرارات وينفذون ويتابعون تقدم أعمالهم لتحقيق أهداف المؤسسة، مما يؤكدون أن الاستثمار في رأس المال البشري هو أحد المحددات الرئيسية للإنتاجية. (نوره، 2023، صفحة 194).

بشكل عام، يعتمد العمل الإنتاجي بشكل كبير على الجهود البشرية للعاملين من مختلف الفئات، وعلى وجه الخصوص يأخذ التعامل مع العمالين أشكالا عدة أبرزها عدم الإهتمام بأداء العمل بشكل جيد رغم توافر القدرة والمهارة. كما يتأثر نظام العمل بالقواعد والإجراءات والسياسات والعلاقات التي تحكم سير الإنتاج. حيث تتأثر الكفاءة الإنتاجية بطرق وأساليب العمل وأنماط القيادة الإدارية. ويمكن أن يؤثر الأفراد على الكفاءة الإنتاجية من خلال الأبعاد التالية: (بعيسى، 2018، صفحة 103)

- عدد الأفراد العاملين ومدى توافقه مع إحتياجات الإنتاج؛
- تكوين القوة العاملة والقدرة على مع متطلبات العمل؛
- درجة التكيف والتوافق مع العمل وإرتباطه، والتي تعتمد على المهارات، التعليم، التخصص، الخبرة ونوع العمل.
- إندفاع الأفراد للعمل وحماسهم؛
- الحالة المعنوية للأفراد.

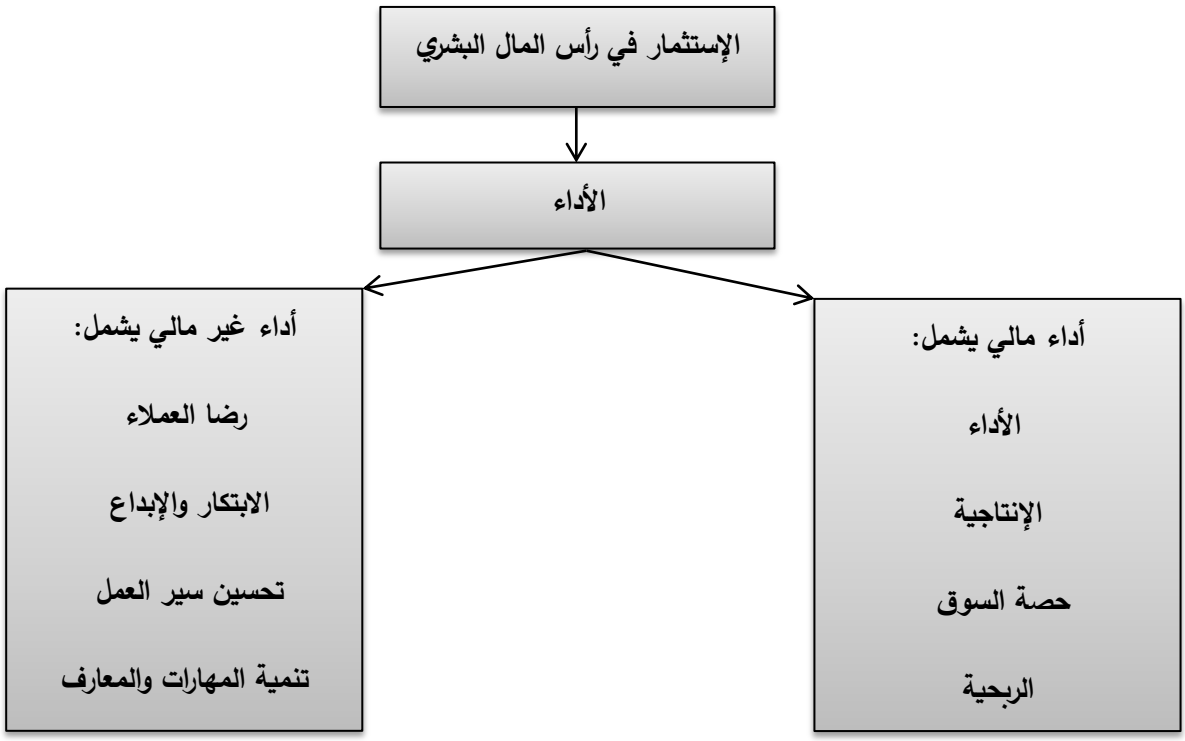
كما يسهم الإستثمار في رأس المال البشري في تحسين الإنتاجية وتحقيق أعلى المستويات من خلال ما يلي: (الباقي، 2000، صفحة 16)

- زيادة الإنتاجية عبر زيادة الكمية وتحسين الجودة حيث يصل الموظفين إلى مستوى عالي من الإتقان؛
- تقليل النفقات وتوفير الوقت والجهد نتيجة لتطبيق الأساليب المتقدمة والمبتكرة لرفع مستوى الإنتاجية؛
- تقليل الحاجة إلى الإشراف لأن الموظفين يكونون على دراية شاملة بما تتطلبه أعمالهم وينفذونها بأفضل طريقة.

لذلك فإن الإستثمار في تنمية رأس المال البشري والتدريب وإستراتيجيات الإحتفاظ بالمواهب سيزيد من إنتاجية الموظفين ويجذب أفضل المواهب ويحتفظ بها، حيث يساهم الموظفون المحفزين وذوي المهارات العالية في زيادة الإنتاجية مما يؤدي إلى نجاح المؤسسات وزيادة قيمة الشركة. (Anik malikah, 2024, p. 2174)

تتحدد علاقة الإستثمار في رأس المال البشري بالأداء المالي من خلال اعتبار رأس المال الفكري بمختلف مكوناته المحرك الرئيسي غير الملموس لتحقيق الأداء الفعال للمؤسسة وتحقيق أهدافها مثل زيادة الأرباح وتوفير السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتها، كما يمكنها من زيادة حصتها السوقية من خلال دخول أسواق جديدة لتسويق منتجاتها وخدماتها بفضل قدرتها على تحويل رأس المال الفكري إلى أرباح. (مشري، 2021، صفحة 292). والشكل التالي يوضح تأثير الإستثمار في رأس المال البشري على الأداء كما يلي:

الشكل رقم (2-2): العلاقة بين الإستثمار في رأس المال البشري والأداء



المصدر: (قدوش، 2023، صفحة 29)

يبين الشكل السابق علاقة الإستثمار في رأس المال البشري على زيادة أداء المؤسسات ويشمل هذا الأخير التدريب، التعليم، المعرفة والمهارات ومن خلال مكوناته يؤدي إلى تحقيق أداء عالي حيث

ينظر إلى الأداء من منظورين مختلفين الأداء المالي والذي يشمل الإنتاجية، حصة السوق والربحية في حين يشمل الأداء الغير المالي رضا الزبائن، الإبتكار، وتنمية المهارات والمعارف.

وبالتالي فإن المؤسسات التي تمتلك رأس مال بشري يتمتع بالكفاءة والقدرة والالتزام العالي ستشهد زيادة في الإنتاجية والفعالية سواء على المستوى الفردي أو الجماعي، مما يعزز قدرتها على تحقيق الربح (ناصر، 2019، صفحة 139)، كما يعكس رأس المال الهيكلي قدرات الأنظمة الهيكلية والإستراتجيات لتلبية طلبات السوق وتحقيق أهداف المؤسسة فإذا كان لدى المؤسسة رأس مال هيكلي كفء فإن هذا سيساعدها على تحقيق أهدافها بما في ذلك الربحية، بالإضافة إلى ذلك يساهم رأس المال الهيكلي في تحسين العلاقات مع العملاء من خلال إدارة العلاقة معهم مما يساعد على تلبية احتياجاتهم المختلفة بسرعة وكفاءة، الاستجابة السريعة للطلبات، والإهتمام بالجودة العالية ومطابقة المعايير الدولية فيما يخص جودة المنتج، وتقوم بإدارة هذه العلاقة مجموعة من الموظفين ذوي المهارات العالية والكفاءات التي تساعدهم في تنفيذ مهامهم بكفاءة. (مشري، 2021، صفحة 293).

وعليه، فإن الإستثمار في رأس المال البشري له تأثير كبير على الأداء المالي لذلك تسعى المؤسسات إلى جذب هذا النوع من رأس المال واستقطابه والمحافظة عليه للإستفادة من خبرته ومهارته وقدرته، فكلما حققت المؤسسات نتائج مالية جيدة وأداء ماليا عاليا كان ذلك دليلا على وجود معرفة وخبرات وقدرات فكرية داخل المؤسسة. (شرف، 2018، صفحة 11)

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

يهدف هذا المبحث إلى تقديم نظرة عامة على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الإستثمار في رأس المال البشري وعلاقته بالقيمة السوقية، ومناقشة نتائجه ومقارنتها مع الدراسة الحالية.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة باللغة العربية

يستعرض هذا المطلب بعض الدراسات السابقة باللغة العربية التي تم الاطلاع عليها والتي تشترك مع موضوع الدراسة، وتتمثل في:

أولا: دراسة (قدوش، 2023)

الجدول رقم(2-1): الدراسة الأولى

عنوان الدراسة	**أثر الإستثمار في رأس المال البشري على إنتاجية المؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة شركة الإسمنت تبسة-**
نوع الدراسة	أطروحة دكتوراه
هدف الدراسة	هدفت هذه الأطروحة إلى قياس تأثير الاستثمار في رأس المال البشري على إنتاجية المؤسسة الاقتصادية
منهج الدراسة	المنهج الوصفي في الجانب النظري من أجل توضيح مفاهيم متغيرات الدراسة والعلاقة بينهما، والمنهج التحليلي في الجانب التطبيقي.
أدوات وأساليب الدراسة	تم تصميم إستبيان وتوزيعه في مؤسسة الإسمنت بولاية تبسة، ولمعالجة البيانات وإختبار الفرضيات تم إستخدام برنامج الحزمة الإحصائيةspss.
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أبرزها أن مؤسسة الإسمنت تولي اهتماما كبيرا بالعنصر البشري والإستثمار فيه خاصة من خلال التدريب والتعليم، وأن الإستثمار في رأس المال البشري له أثر إيجابي على تحسين إنتاجية المؤسسة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (قدوش، 2023) **-بتصرف-**

ثانيا: دراسة (بسيوني، 2022)

الجدول رقم(2-2): الدراسة العربية الثانية

عنوان الدراسة	**أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية للشركة**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير رأس المال الفكري على قيمة الشركة بالاعتماد على نموذج القيمة المضافة الفكرية (Vaic) لقياس رأس المال الفكري للمؤسسة، بينما تم قياس قيمة الشركة باستخدام نسبة Tobin's Q كما استخدمت الباحثة بعض المتغيرات الضابطة: الرافعة المالية وحجم الشركة في نموذج الإنحدار.
منهج الدراسة	المنهج التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	قامت الباحثة بدراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة القاهرة من 2015 إلى 2020،
نتائج الدراسة	أظهرت النتائج أن رأس المال الفكري بجميع عناصره: البشري، الهيكلي والمادي له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للشركة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (بسيوني، 2022) **– بتصرف–**

ثالثا: دراسة (المومني، 2021)

الجدول رقم(2-3): الدراسة العربية الثالثة

عنوان الدراسة	**أثر رأس المال البشري على العائد على حقوق الملكية في المصارف التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى قياس أثر رأس المال البشري الذي تم تقديره بإستخدام نموذج معامل القيمة المضافة الفكرية على العائد على حقوق الملكية في المصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2010 إلى 2015. تضمنت عينة الدراسة 14 مصرفا تجاريا مدرجا في سوق عمان المالي تتوفر لديها إفصاحات عن رواتب ومصاريف تدريب الموظفين.

منهج الدراسة	المنهج الوصفي التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	تم تحليل البيانات باستخدام برنامجي Microsoft Excel و20 SPSS لحساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية بالإضافة إلى تحليل الارتباط والانحدار المتعدد،
نتائج الدراسة	• أظهرت النتائج أن رأس المال البشري يشكل أحد أهم مكونات رأس المال الفكري حيث بلغت نسبته 84.04%؛ • لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لرأس المال البشري على العائد على حقوق الملكية في الأردن.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (المومني، 2021) **–بتصرف–**

رابعا: دراسة (بوعزيز، 2020)

الجدول رقم(2–4): الدراسة العربية الرابعة

عنوان الدراسة	**العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدف الباحث في هذا المقال إلى إستقصاء العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمصارف التجارية المدرجة ببورصة عمان، حيث تم تنفيذ الدراسة على عينة تشمل 13 مصرفا تجاريا خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2018
منهج الدراسة	المنهج التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	التحليل الساكن للسلاسل الزمنية المقطعية
نتائج الدراسة	أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من العائد على الأصول، نسبة السيولة النقدية، حجم البنك وحجم التداول على القيمة السوقية، بينما كان هناك تأثير سلبي معنوي لمعدل دوران السهم، العائد على حقوق الملكية ونسبة الملكية بينت الدراسة عدم وجود تأثير معنوي لنسبة المديونية على القيمة السوقية، مع الإشارة إلى أن حجم البنك كان العامل الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للبنوك التجارية

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (بوعزيز، 2020) –بتصرف–

خامسا: دراسة (العنبكي، 2020)

الجدول رقم(2-5): الدراسة العربية الخامسة

عنوان الدراسة	**الإفصاح عن رأس المال البشري وأثره على قيمة الأسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على مفهوم رأس المال البشري ومناقشة طرق قياسه والإفصاح عنه، بالإضافة إلى تحليل العوامل التي تؤثر على قيمة أسهم الوحدات الاقتصادية كما تناولت الدراسة تأثير الإفصاح عن رأس المال البشري على قيمة أسهم الوحدات الاقتصادية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
منهج الدراسة	المنهج الوصفي التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	قام الباحث بتوزيع إستبيان على عينة من المؤسسات المدرجة بسوق المالي للعراق بإستخدام البرنامج الإحصائي Spss لإثبات فرضية الدراسة
نتائج الدراسة	وجود نقص في الإفصاح عن رأس المال البشري من قبل الوحدات الاقتصادية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كما أشارت إلى الحاجة الملحة للإفصاح عن رأس المال البشري وذلك لتزويد المستخدمين بالمعلومات اللازمة ودعمهم في عملية اتخاذ القرار

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (العنبكي، 2020)**-بتصرف-**

سادسا: دراسة (جوال، 2019)

الجدول رقم(2-6): الدراسة العربية السادسة

عنوان الدراسة	**تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الإقتصادية-دراسة حالة-**
نوع الدراسة	أطروحة دكتوراه
هدف الدراسة	هدفت هذه الأطروحة إلى قياس بأثير رأس المال الفكري بإستخدام منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة (VAIC) على قيمة المؤسسة الاقتصادية والتي قيست بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. أجريت الدراسة على عينة مكونة من 16 مؤسسة

	تنتمي إلى ستة قطاعات مدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية خلال الفترة من 2008 إلى 2017
منهج الدراسة	المنهج الوصفي التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لإختبار فرضيات الدراسة
نتائج الدراسة	• وجود علاقة ارتباط سلبية ذات دلالة إحصائية بين معامل القيمة المضافة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية؛ • كما لم تبين الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية؛ • ومن جهة أخرى، وجود علاقة ارتباط قوية بين VAIC ومكوناته ومؤشرات الأداء المالي، مما يُعزى إلى تفاعل المستثمرين مع النتائج المالية للمؤسسات محل الدراسة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (جوال، 2019) **-بتصرف-**

المطلب الثاني: عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

يهدف هذا المطلب إلى استعراض بعض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث باللغة الأجنبية، وتتمثل في مايلي:

أولا: دراسة (Enas Mahmoud Sa'ed Alabood, 2023)

الجدول رقم(2-7): الدراسة الأجنبية الأولى

عنوان الدراسة	**The impact of intellectual capital on the financial performance in insurance firms listed in Amman stock exchange: Using the (VAIC) Model**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت هذه الدراسة إلى إستقصاء تأثير رأس المال الفكري (IC) بجوانبه المختلفة على الأداء المالي لشركات التأمين. وقد شملت العينة 21 شركة تأمين مدرجة في سوق

	عمان للأوراق المالية خلال الفترة من 2011 إلى 2020.
منهج الدراسة	المنهج الوصفي التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	استخدمت الدراسة نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية لإختبار فرضيات الدراسة.
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة أن رأس المال الفكري ولاسيما رأس المال البشري ورأس المال المستخدم له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي مقاسا بمؤشر (Q Tobin's). كما أظهرت الدراسة أن شركات التأمين تولي أهمية كبيرة للاستثمار في الموارد البشرية وإدارة الأصول المالية والمادية بكفاءة لتعزيز الأداء المالي.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (Enas Mahmoud Sa'ed Alabood, 2023)

-بتصرف-

ثانيا: دراسة (Sigit Hermawan, 2021)

الجدول رقم(2-8): الدراسة الأجنبية الثانية

عنوان الدراسة	**Intellectual Capital, Market Value, and Financial Performance: Indonesia andMalaysia's Banking Companies**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت هذا المقال إلى إستكشاف أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية مع إعتبار الأداء المالي كمتغير وسيط وتمت الدراسة على مستوى البنوك في إندونيسيا وماليزيا
منهج الدراسة	المنهج التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	تم الإعتماد على طريقة المربعات الصغرى الجزئية لإختبار الفرضيات
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: • يؤثر رأس المال الفكري على الأداء المالي للبنوك في إندونيسيا، لكنه لا يؤثر على البنوك في ماليزيا؛

	• لا يوجد تأثير لرأس المال الفكري على القيمة السوقية للبنوك في إندونيسيا، بينما له تأثير على البنوك الماليزية؛ • يؤثر الأداء المالي على القيمة السوقية للبنوك في إندونيسيا، لكنه لا يؤثر على البنوك الماليزية.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على(Sigit Hermawan, 2021) **-بتصرف-**

ثالثا: دراسة (Paunović, 2021)

الجدول رقم(2-9): الدراسة الأجنبية الثالثة

عنوان الدراسة	**The Impact of Human Capital on Financial Performance of Entrepreneurial Firms in Serbia**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر رأس المال البشري والذي يشمل المعرفة الريادية، التحفيز، الإلتزام والمثابرة، المهارات الاجتماعية والتفاعل الجماعي على الأداء المالي، الذي تم قياسه بالعائد على الأصول (ROA) ومؤشر إيرادات المبيعات. كما تضمنت الدراسة متغيرين ضابطين هما عدد الموظفين كمؤشر لحجم الشركة ونوع الصناعة
منهج الدراسة	المنهج الوصفي التحليلي
أساليب وأداة الدراسة	تم توزيع إستبانة لـ 151 مؤسسة ريادية صربية تأسست عام 2015 ونشرت بياناتها عام 2017، اعتمدت الدراسة على برنامجي SPSS و Stata لإختبار فرضياتها
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة أن جميع مكونات رأس المال البشري لها تأثير إيجابي على العائد على الأصول (ROA) كما أظهرت أن التفاعل بين رواد الأعمال كأحد عناصر رأس المال البشري له تأثير إيجابي على إيرادات المبيعات، بينما لم تظهر المهارات الإجتماعية والعزيمة ومعرفة رواد الأعمال تأثيرا على إيرادات المبيعات.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (Paunović, 2021) **-بتصرف-**

رابعا: دراسة (Shubita, 2019)

الجدول رقم(2-10): الدراسة الاجنبية الرابعة

عنوان الدراسة	**Intellectual capital and market value: evidence from Jordan**
نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	هدفت الدراسة إلى تطبيق نموذج معامل القيمة المضافة الفكرية (VAIC) لتحليل أثر رأس المال الفكري (IC) على القيمة السوقية للمؤسسات الصناعية الأردنية. شملت العينة 73 مؤسسة صناعية أردنية خلال الفترة من 2005 إلى 2017، وتم قياس القيمة السوقية باستخدام مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الأصول.
منهج الدراسة	المنهج التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	تم بناء نموذج يعتمد على معادلة الإنحدار المتعدد وتقدير نتائجه بإستخدام برنامج بطريقة المربعات الصغرى العادية للتحقق من العلاقة بين متغيرات الدراسة للمؤسسات الصناعية الأردنية.
نتائج الدراسة	أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين رأس المال الفكري بشكل عام والقيمة السوقية، كما لم يلاحظ إرتباط بين رأس المال الهيكلي ورأس المال الموظف من جهة والقيمة السوقية من جهة أخرى. ومع ذلك وجد أن هناك علاقة معنوية بين رأس المال البشري والقيمة السوقية ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة تدريب الموظفين هو عامل مهم في تحسين أداء الموظفين، وهو ما ينعكس إيجابا في نظر المستثمرين الذين يفضلون المؤسسات التي تستثمر في موظفيها على رأس المال المادي.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (Shubita, 2019) **-بتصرف-**

خامسا: دراسة (Yusuf, 2015)

الجدول رقم(2-11): الدراسة الأجنبية الخامسة

عنوان الدراسة	**The relationship between human capital efficiency and financial performance: an empirical investigation of quoted nigerian banks**

نوع الدراسة	مقال
هدف الدراسة	ركز الباحث في هذا المقال على استكشاف العلاقة بين كفاءة رأس المال البشري والأداء المالي من خلال فحص عينة من البنوك المدرجة في سوق الأوراق المالية النيجيرية خلال الفترة 2006–2010، اعتمدت الدراسة على نموذج VAICTM الذي طوره Pulic لتقييم الكفاءة المتحققة من الاستثمار في رأس المال البشري
منهج الدراسة	المنهج الوصفي التحليلي
أدوات وأساليب الدراسة	تم اختبار صحة الفرضيات بإستعمال نموذج الإنحدار الخطي البسيط
نتائج الدراسة	خلصت الدراسة إلى أن كفاءة رأس المال البشري ليس لها تأثير كبير على العائد على حقوق الملكية في البنوك المدروسة، كما أن حجم البنك لا يؤثر بشكل كبير على العائد على حقوق الملكية، ومع ذلك وجدت الدراسة أن كفاءة رأس المال البشري تؤثر بشكل إيجابي على ربحية السهم رغم أن ليس له تأثير كبير، وأن حجم البنوك له أثر ضئيل على ربحية السهم. كما توصلت الدراسة إلى أن الاستخدام الفعال لرأس المال البشري وحجم البنك لهما تأثير كبير على ربحية السهم في البنوك المدروسة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (Yusuf, 2015) **–بتصرف–**

المطلب الثالث: التعقيب عن الدراسات السابقة ومايميز الدراسة الحالية

من خلال استعراض الدراسات السابقة سيتم المقارنة بينهم من حيث المنهج، أداة الدراسة، الحد الزمني والمكاني.

أولا: مناقشة الدراسات السابقة

تعتبر الدراسة الحالية امتدادا للدراسات السابقة في الكشف عن أثر الإستثمار في رأس المال البشري على رفع القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية حيث يتضح من خلال الجدول السابق أن:

1- الدراسة الحالية إتفقت مع أغلب الدراسات السابقة كونها إستخدمت دراسة قياسية، واختلفت مع بعض الدراسات كدراسة (قدوش، 2023)، التي إعتمدت على الإستبانة.

2- إتفقت الدراسة الحالية مع معظم الدراسات السابقة من حيث المنهج المتستخدم ألا وهو المنهج الوصفي التحليلي.

3- أيضا بالنسبة للنتائج فنلاحظ تباينها بين الدراسات فهناك دراسات وجدت علاقة إيجابية بين المتغيرات محل الدراسة واخرى وجدت العلاقة سلبية وبعضها نفى وجود علاقة، وهذا راجع الى تنوع القطاعات الاقتصادية وطبيعة النشاط، اختلاف البلد التي تمت فيه الدراسة أيضا حجم العينة وفترة الدراسة.

4- من حيث مجتمع وعينة الدراسة اتفقت الدراسة مع كل من دراسة (العنبكي، 2020)، (المومني، 2021)، (بوعزبز، 2020)، حيث تمت في سوق عمان للأوراق المالية، إلا أن الدراسة الحالية شملت خمس قطاعات على إختلاف الدراسات التي إقتصرت على دراسة قطاع معين أو قطاعين على الاكثر، بينما اختلفت مع بعض الدراسات في البيئة الاقتصادية التي تمت الدراسة فيها بحيث توجد أطروحة دكتوراه (جوال، 2019) عالجت الموضوع ولكن بتطبيقه في بورصة تونس.

5- أما بالنسبة لحجم العينة فمعظم الدراسات الأجنبية كان حجم عينتها كبير أو عدد مؤسساتها قليلة لكن الفترة طويلة حيث تصل الى عدد مشاهدات كبير عكس الدراسات الجزائرية.

ثانيا: مساهمة الدراسة الحالية

من خلال عرض أوجه الاختلاف والتشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية، وتوضيح أهم مساهمتها في بناء هذه الدراسة، تبين أنها إختلفت معها في نقاط واتفقت معها في نقاط أخرى ويمكن تلخيص أهم ما تتميز به الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة كما يلي:

الجدول رقم(2-12): مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفجوات البحثية	الدراسة الحالية
من حيث هدف الدراسة	تنوعت اتجاهات البحث في الدراسات السابقة التي سعت الى توضيح أهمية رأس المال الفكري في تحسين الأداء المالي، في حين أن هذه الدراسة تسعى إلى تسليط الضوء على أثر الإستثمار في رأس مال البشري في رفع القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الإقتصادية. حيث تعد من الدراسات القليلة التي درست عدة قطاعات للمؤسسات عينة الدراسة حيث تغطي خمس قطاعات وهي قطاع

	الخدمات التعليمية، قطاع الفنادق والسياحة، قطاع النقل، قطاع التكنولوجيا والإتصالات وقطاع الطاقة والمنافع. بينما اقتصرت أغلبية الدراسات السابقة على دراسة قطاع واحد إما القطاع المصرفي، او القطاع الصناعي او قطاع التأمين وهو ما ترتب عليه إختلاف النتائج
من حيث متغيرات الدراسة	تم ملاحظة توافر هذه الأدبيات في الدراسات العربية والأجنبية وتعدد المتغيرات التي تم قياسها في الدراسات السابقة، وتم إيجاد عدد قليل من الدراسات التي تناولت الربط بين متغيرات الدراسة الحالية مجمعة سواء المتغير المستقل رأس المال البشري الذي تم حسابه وفقا لنموذج VAIC حسب دراسة (Shubita, 2019)، (بسيوني، 2022) أو المتغير التابع القيمة السوقية الذي تم التعبير عنها بالقيمة السوقية للسهم وفقا لدراسة (Sigit Hermawan, 2021) ، وبذلك فإن هذه الدراسة سوف تتناول الموضوع من جوانب اخرى وبصورة أكثر تفصيلا.
من حيث الطريقة والأدوات	إستخدمت هذه الدراسة حزم البيانات الزمنية المقطعية أو البيانات الطولية Panel Data، التي اكتسبت في الآونة الآخيرة إهتماما كبيرا خصوصا في الدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ في الإعتبار أثر تغير الزمن وأثر التغير في المشاهدات المقطعية، بالإعتماد على برنامج Stata17 على عكس الدراسات السابقة التي إعتمدت على البرنامج الإحصائي SPSS لإختبار الفرضيات.
من حيث فترة الدراسة	اختلفت الدراسة الحالية على الدراسات السابقة من حيث حداثة الفترة ويمتد إطارها الزمني على مدى السنوات 2013- 2020 مما يضفي لها قيمه علمية وحداثة.

المصدر: من إعداد الطالبة

من الجدول أعلاه تتضح أهم ما تتميز به الدراسة الحالية، لتغطية الجوانب التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة، وإثراء هذه الدراسة بأفكار بحثية جديدة كالربط بين متغبرات وإظهار العلاقة بينهما وأهميتها قي الموضوع.

خلاصة الفصل الثاني

بعد التطرق إلى العلاقة التي تربط بين متغيرات الدراسة، تبين أن رأس المال البشري يعتبر الثروة الحقيقية والدعامة الأساسية للمؤسسات باعتباره أحد الموارد الذي يلعب دورا بارزا في نجاحها واستمرارها وبالتالي كلما كان العنصر البشري كفؤا وذو خبرات واسعة تزداد القيمة السوقية ومنه رفع الأداء المالي.

أما الجزء المتعلق بالدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة المتنوعة من حيث العينة، المنهجية، الأدوات والنتائج المتوصل إليها، إلا أنها تشير إلى أن هناك تأثيرا واضحا لأبعاد رأس المال الفكري على القيمة السوقية كما بينت الدراسات اختلاف هذا التأثير حسب البيئة الاقتصادية التي تمت فيها الدراسة. ومن خلال ماسبق سيتم بناء الدراسة الحالية من خلال مناقشة ما توصلت إليه الدراسات السابقة.

الفصل الثالث: التحليل القياسي لأثر الإستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة (عمان (2013-2022)

تمهيد

بعد التطرق الى الأدبيات النظرية المتعلقة بالاستثمار في رأس المال البشري والقيمة السوقية وتوضيح طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات، سيخصص هذا الفصل للدراسة التطبيقية للتعرف على أثر الإستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية بدراسة عينة من المؤسسات الإقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة من 2013 إلى 2022، حيث سيتم عرض إجراءات الدراسة القياسية والأدوات المستخدمة لتحليل البيانات بالإعتماد على نماذج البانل وإختبار الفرضيات للوصول إلى النتائج.

وقد تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين:

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة القياسية.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013-2022.

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

قبل التطرق الى الدراسة القياسية، لابد أولا من التعريف بالمنهجية المستخدمة في الدراسة مع تحديد مجتمع الدراسة وعينته مع توضيح تطور مؤشر القيمة السوقية في البورصة خلال فترة الدراسة.

المطلب الأول: مدخل نظري لبيانات البانل

تم الإعتماد على نموذج من نماذج الاقتصاد القياسي المتمثل في تحليل بيانات البانل، الذي عرف إهتماما كبيرا في الآونة الاخيرة وخاصة من طرف الباحثين الاقتصاديين والماليين، كونه النموذج الملاءم لتحليل بيانات هذه الدراسة والتي تمثل بيانات لمجموعة من المؤسسات الإقتصادية خلال فترة زمنية (2013-2022)

أولا: مفهوم نماذج البانل

تحظى هذه النماذج المعروفة أيضا بنماذج السلاسل الزمنية المقطعية بإهتمام كبير، لا سيما في الدراسات الاقتصادية نظرا لقدرتها على مراعاة تأثير التغيرات الزمنية والتغيرات في المشاهدات المقطعية.

وتعرف بيانات بانل بأنها عبارة عن مجموعة ملاحظات الفردية أي مشاهدات لأفراد (دول، مؤسسات ...الخ)، بحيث أنها تسمح للباحث في نمذجة أو دراسة الاختلافات والفوارق لسلوك الأفراد على مدى فترة من الزمن. (William, 2002, p. 284)

ثانيا: أهمية إستخدام نماذج البانل

يعد التقدير المستند إلى بيانات البانل أكثر دقة، نظرًا لأنه يأخذ بعين الاعتبار كلا من البعد الزمني في السلاسل الزمنية والبعد المقطعي للوحدات المختلفة، مما يمنحه أهمية كبيرة يمكن تلخيصها في النقاط التالية: (الحبيب، 2018، صفحة 565)

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر عند استخدام البيانات المقطعية أو الزمنية، مما يساعد في تقليل التحيز في النتائج؛
- احتواء بيانات البانل على معلومات أكثر مقارنة بالبيانات المقطعية أو الزمنية، مما يساهم في تحسين دقة التقديرات وتقليل مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات؛
- الحد من مشكلة التعدد الخطي التي قد تنشأ بين المتغيرات المستقلة، بالإضافة إلى مشكلة عدم ثبات التباين في الخطأ العشوائي، والتي تعد شائعة عند استخدام بيانات المقطع العرضي في التقديرات القياسية؛

- توفير إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التكيف، والتي قد لا تكون واضحة عند استخدام البيانات المقطعية فقط، ما يجعلها مناسبة لتحليل فترات التغيرات الاقتصادية؛
- الحدّ من مشكلة المتغيرات المهملة الناتجة عن خصائص غير مرصودة للعينة، والتي قد تؤدي إلى تقديرات متحيزة للانحدارات الفردية؛
- أخذ الاختلافات غير الملحوظة بعين الاعتبار سواء كانت مرتبطة بالمشاهدات المقطعية أو الزمنية، مما يعزز دقة التحليل؛
- تستخدم بيانات البانل في تقدير نماذج السلاسل الزمنية، مما يجعلها أداة قيّمة في الدراسات الاقتصادية والتحليل الإحصائي.

ثالثا: تقدير نماذج البانل

تتخذ نماذج السلاسل الزمنية المقطعية أو نماذج البانل ثلاثة أشكال رئيسية وهي:

1- **نموذج الإنحدار التجميعي:** يعد هذا النموذج الأكثر بساطة ضمن نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، حيث تفترض ثبات جميع المعاملات عبر الفترات الزمنية المختلفة متجاهلا بذلك عامل الزمن، وعليه فإن الصيغة التي يعتمدها نموذج الإنحدار التجميعي تتمثل فيمايلي: (عياد، 2018، صفحة 9)

$$Y_{i,t} = \alpha + X_{i,t}\beta + u_{i,t}\ i = 1,2 \dots \dots N \quad t = 1,2 \dots \dots . T$$

ويتم تقدير النموذج بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

2- **نموذج التأثيرات الثابتة:** يُستخدم نموذج التأثيرات الثابتة لتحليل سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية بشكل منفصل من خلال جعل معلمة القطع α مختلفة لكل مجموعة على حدى، مع بقاء معاملات الميل β ثابتة لكل المجموعات، وعليه نجد النموذج يأخذ الصيغة التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{J=1}^{K} X_{i,t}\beta + u_{i,t} \quad \text{حيث } i = 1,2 \dots \dots N \quad \text{و} t = 1,2 \dots \dots . T .$$

حيث $E(u_{i,t})=0$ ، $VAR\ (u_{i,t}) = \sigma_\varepsilon^2$

ويتم تقدير النموذج بإستخدام طريقة المربعات الصغرى Least Squares للمتغيرات الوهمية وذلك من خلال اضافة متغيرات وهمية عددها (N−1) وبعد اضافة المتغيرات الوهمية يأخذ النموذج الصيغة التالية: (علي ع.، 2023، صفحة 169)

$$Y_{i,t} = \alpha_1 + \sum_{n=2}^{N} \alpha_n D_{n,i} + \sum_{J=1}^{K} X_{i,t}\beta + u_{i,t}$$

3- **نموذج الآثار العشوائية:** في نموذج الآثار الثابتة يفترض أن حد الخطأ يتبع توزيعا طبيعيا بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابتا σ_{ε}^2 ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة، يجب أن يظل تباين الخطأ ثابتا لجميع المشاهدات المقطعية، مع عدم وجود ارتباط ذاتي بين المشاهدات المقطعية خلال فترة زمنية محددة، أما في حالة عدم إستيفاء أي شرط من هذه الشروط يصبح استخدام نموذج الآثار العشوائية أكثر ملاءمة.

في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطاع α كمتغير عشوائي له مقدار ثابتU، مما يجعل النموذج يأخذ الصيغة التالية: (ابراهيم ع.، 2021، صفحة 104)

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} X_{i,t}\beta + u_{i,t}$$

حيث أن Ui يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i المعبر عن الإنحرافات العشوائية لكل مجموعة من البيانات خلال الفترة الزمنية والتي ترجع الى عوامل اخرى خارج حدود النموذج، ويتم تقدير النموذج بإستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة.

رابعا: المفاضلة بين النماذج

عند إختيار النموذج المناسب لبيانات المختلطة هناك عدة طرق واعتبارات يجب مراعاتها، وفيما يلي طرق للمقارنة.

1- **الإختيار بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة:** بغرض الإختبار بين نموذج الإنحدار التجميعي أم نموذج الآثار الثابتة يكون بإختبار فيشر للنموذجين وهو كالتالي: (محمد ر.، 2018، صفحة 182)

$$F = \frac{R_{Fix}^2 - R_{pooled}^2}{(1 - R_{Fix}^2)} \times \frac{(NT - N - K)}{(N - 1)} \sim F(N - 1, NT - N - K)$$

K : تمثل عدد المعلمات الانحدارية المقدرة؛

R_{Fix}^2 : تمثل قيمة معامل التحديد في نموذج ذو الآثار الثابتة؛

R_{pooled}^2 : تمثل قيمة معامل التحديد في النموذج الانحدار التجميعي.

وتكون نتيجة الإختبار:

- (p-value) أكبر من 0.05 تقبل فرضية العدم، أي النتائج تشير إلى أفضلية وملائمة نموذج الإنحدار التجميعي للبيانات ما يستدعي التوقف عند هذه المرحلة.
- (p-value) أصغر تماما من 0.05 ترفض فرضية العدم أي النتائج تشير إلى أفضلية وملائمة نموذج الآثار الثابتة على نموذج الانحدار التجميعي وبهذا ننتقل إلى الخطوة التالية وهي الإختيار بين النموذجين نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية.

2- الإختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية: ويتم ذلك عن طريق اختبارين:

2-1- اختبار مضاعف لاغرنج (LM Breush- Pagan): يلجئ الى هذا الاختبار عندما يتم المفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الأثار العشوائي حيث يصاغ وفق المعادلة التالية: (خالد، 2023، صفحة 189)

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)}\left[\frac{\sum_{i=1}^{n}\left(\sum_{t=1}^{T}\hat{u}_{it}\right)^2}{\sum_{i=1}^{n}\sum_{t=1}^{T}\hat{u}_{it}^2} - 1\right]^2$$

وتقوم على فرضتين فرضية العدم والتي تقول أن الانحدار التجميعي هو الملاءم، والفرضية البديلة التي تنص أن نموذج الآثار العشوائي هو الملاءم.

ومنه بعد تطبيق هذا الإختبار يتم الحصول على قيمة (LM) المحسوبة أكبر من قيمه كاي مربع ترفض الفرضية العدمية ويكون نموذج الأثر العشوائي هو الأنسب، أما في الحالة الثانية إذا كانت قيمة (LM) أصغر قيمه كاي مربع ترفض الفرضية البديلة، وبالتالي نموذج الإنحدار التجميعي هو الأنسب.

2-2- اختبار هوسمان (Hausman): بعد اختيار نموذج التأثيرات الثابتة بوصفه نموذجا ملائما يتم الاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال اختبار هوسمان وتقوم على فرضتين فرضية العدم والتي تقول أن الآثار العشوائية هو النموذج الملاءم، والفرضية البديلة والتي تقول أن الآثار الثابتة هو النموذج الملاءم. وتتمثل صيغة اختبار هوسمان كما يلي: (محمد ر.، 2018، صفحة 182)

$$H = (\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG})'\left[Var(\hat{\beta}_{LSDV}) - Var(\hat{\beta}_{MCG})\right]^{-1}(\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG}) \sim X^2_{(k)}$$

حيث أن:

$Var(\hat{\beta}_{LSDV})$: يمثل تباين لمعاملات نموذج الآثار الثابتة؛

$Var(\hat{\beta}_{MCG})$: يمثل تباين لمعاملات نموذج الآثار العشوائية.

حيث أن هذه الإحصائية لها توزيع كاي مربع وبدرجة حرية مقدارها K. يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم اذا كانت قيمة الإحصائية أكبر من قيمة كاي مربع وعلى العكس سوف يكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية.

المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة المتمثلة أساسا في تحديد أثر الإستثمار في رأس مال البشري على رفع القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يتكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة محل الدراسة. وتم دراسة بورصة عمان كونها بورصة قديمة نوعا ما ولسهولة الحصول على بياناتها المالية من موقعها الرسمي. وهنا سيتم عرض قصير حول بورصة عمان: (موقع بورصة عمان، 2025)

تأسست بورصة عمان بتاريخ 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة غير ربحية، مصرح لها بالعمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية

وفي 20 فيفري 2017، تم تحويل بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يتم تعيينهم من قبل الهيئة العامة، بالإضافة إلى مدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة الأعمال اليومية للبورصة والإشراف عليها.

بموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتولى الشركة مهام رئيسية تتمثل في ممارسة وإدارة وتشغيل وتطوير كافة أنشطة أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات داخل المملكة وخارجها. كما تسعى إلى تهيئة بيئة مناسبة لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة، وفق أسس واضحة وعادلة للتداول السليم. بالإضافة إلى ذلك، تلتزم البورصة بنشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتعزيز المعرفة المتعلقة بها وبالخدمات التي تقدمها.

أعدت بورصة عمان خطتها الاستراتيجية للأعوام 2024- 2026، بما ينسجم مع رؤيتها في توفير سوق مالي متقدم ومتميز على تشريعيا وتقنيا محليا وإقليميا، بما يتوافق مع أفضل المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية بهدف إيجاد بيئة استثمارية جاذبة. وانطلاقا من مراجعة أهداف البورصة وخططها الاستراتيجية السابقة وتحليل البيئة الداخلية والخارجية، فقد اشتملت الخطة الجديدة على مجموعة

من الأهداف التي تسعى إلى تعزيز القيمة الاقتصادية التي تقدمها البورصة، والارتقاء بجودة الخدمات المقدمة.

تنسجم أهداف هذه الخطة مع رؤية التحديث الاقتصادي، حيث تبرز مساهمة بورصة عمان من خلال مبادرة "تعميق وتوسيع الأسواق المالية الأردنية"، المدرجة ضمن أولوية الخدمات المستقبلية في محور النمو الاقتصادي.

وقد اشتملت الخطة على ثلاثة أهداف استراتيجية: يتمثل الأول في التحول نحو بورصة متطورة، بينما يركز الثاني على تطوير البيئة الاستثمارية، أما الهدف الثالث فيسعى إلى تعزيز استدامة السوق وتنميته. ولتحقيق هذه الأهداف، تضمنت الخطة سبع مبادرات رئيسية تشمل تنفيذ خمسة وعشرين مشروعاً خلال الفترة 2024-2026.

وبعد إستبعاد المؤسسات التي لا تتوفر فيها الشروط المطلوبة والمتمثلة أساسا في:

- توافر التقارير المالية السنوية للمؤسسات عينة الدراسة بصورة منتظمة وبدون انقطاع للفترة 2013-2022؛
- أن تحتوي التقارير المالية للمؤسسات عينة الدراسة على البيانات الكاملة لمتغيرات الدراسة؛
- أن تكون المؤسسات عينة الدراسة مدرجة في بورصة عمان طوال فترة الدراسة؛
- أن لا تكون مؤسسة مالية (بنكية أو شركة تأمين).

حيث قدرت عينة الدراسة ب 17 مؤسسه موزعة على خمس قطاعات، وتم استخراج البيانات الخاصة بالدراسة من قوائمها المالية المتاحة على الموقع الرسمي لبورصة عمان (https://www.ase.com.jo/ar) خلال فترة الدراسة المقدرة ب 10 سنوات من سنة 2013 إلى سنة 2022 وهي فترة كافية لتحقيق أهداف الدراسة كما أنها فترة ذات بيانات حديثة، كما تم استخدام أسلوب الإنحدار المتعدد بالإعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data حيث تأخذ هذه الطريقة في الاعتبار تأثير التغير في الوقت (T) وأثر التغير في المشاهدات المقطعية (N) مما يوفر تفسيرًا أفضل ويزيد من درجات الحرية، مع تقليل التعددية الخطية بين المتغيرات المستخدمة في الدراسة. بالإضافة إلى ذلك، تتميز هذه الطريقة بمحتوى معلوماتي أعلى مقارنة باستخدام بيانات السلاسل الزمنية. (محمد ر.، 2018، صفحة 178). كما تم الإعتماد على برنامج التحليل stata17 لإجراء مختلف الإختبارات وتقدير نموذج الدراسة.

والجدول التالي يوضح توزيع المؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات:

جدول رقم(3-1): المؤسسات الاقتصادية لعينة الدراسة حسب القطاعات

القطاع	عدد مؤسسات القطاع	عدد المؤسسات عينة الدراسة
قطاع الخدمات التعليمية	05	04
قطاع الفنادق والسياحة	09	05
قطاع النقل	08	04
قطاع التكنولوجيا والإتصالات	02	02
قطاع الطاقة والمنافع	06	02
المجموع	30	17

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على تقارير بورصة عمان.

يوضح الجدول توزيع المؤسسات عينة الدراسة وفقا لقطاعات النشاط، حيث تتكون العينة من 17 مؤسسة في 05 قطاعات يضم قطاع الفنادق والسياحة على 05 مؤسسات محل الدراسة من أصل 09 مؤسسات فعلية بينما قطاع الطاقة والمنافع يحتوي على مؤسستين من أصل 06 مؤسسات فعلية وهذا راجع لعدم توفر التقارير المالية لكل مؤسسات القطاع طوال فترة الدراسة.

مصادر جمع البيانات: تم الحصول على البيانات اللازمة للدراسة من خلال الإطلاع على:

- المقالات العلمية والرسائل البحثية وأطروحات الدكتوراه السابقة من أجل ضبط متغيرات الدراسة؛
- القوائم المالية السنوية للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة عمان. والتي تمثلت أساسا في الميزانية العامة، قائمة الدخل والملاحق المرفقة بالقوائم المالية والتي تساعد في حساب متغيرات الدراسة.

المطلب الثالث: تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان

يستخدم مؤشر القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، حيث يركز العديد من المحللين الاقتصاديين على ارتباطه الوثيق بجذب رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. فعندما ترتفع قيمة هذا المؤشر فإن ذلك يشير إلى نمو السوق واتساعه، سواء من خلال زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو

ارتفاع الأسعار أو كليهما. ومن بين الآثار الإيجابية لاتساع حجم السوق هو توسيع القاعدة الاستثمارية مما يتيح تنويع المخاطر على نطاق واسع بين المستثمرين. (بوطلالة، 2016، صفحة 366)

أولا: تطور القيمة السوقية في السوق المالي لعمان خلال الفترة 2013-2022

فيما يلي سيتم توضيح تطور القيمة السوقية في السوق المالي لعمان خلال فترة الدراسة:

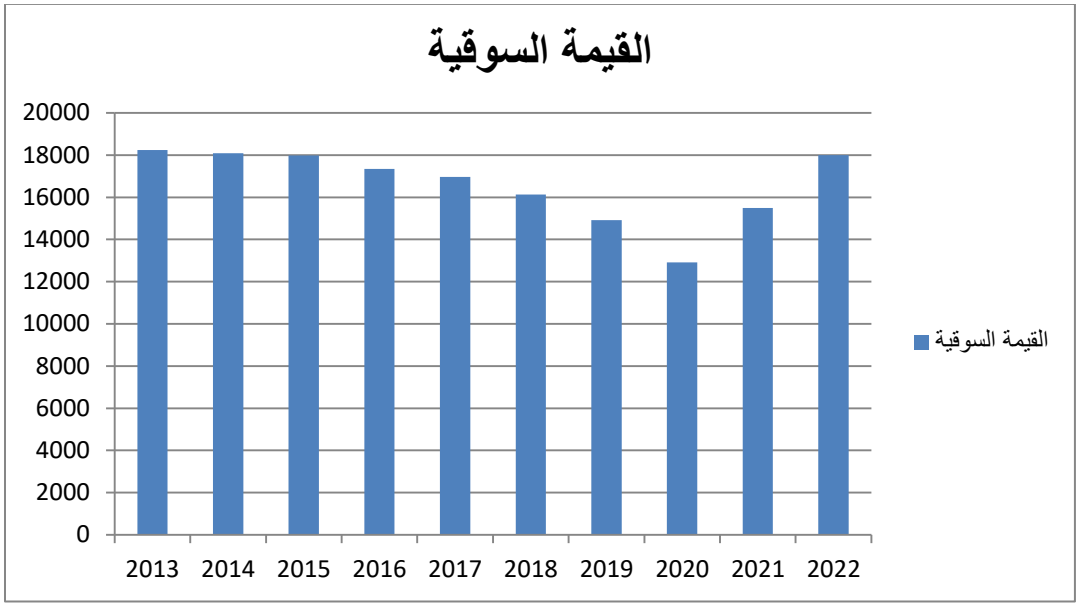
الجدول رقم(3-2): تطور القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة 2013-2022

السنة	القيمة السوقية (مليون دينار)
2013	18 234
2014	18 083
2015	17 985
2016	17 339
2017	16 963
2018	16 123
2019	14 915
2020	12 908
2021	15 496
2022	18 004

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان.

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق في الشكل التالي:

الشكل رقم(3-1): تطور القيمة السوقية للسوق المالي لعمان خلال الفترة 2013-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم(3-2).

يعكس الجدول رقم(3-2) والشكل رقم(3-1) تقلبات القيمة السوقية للسوق المالي لعمان خلال فترة الدراسة الممتدة من 2013 الى 2022 حيث يتضح ان القيمة السوقية شهدت استقرار نسبيا مع تقلبات طفيفة خلال الفترة من 2013 الى 2016 وهذا بسبب الإستقرار المالي التي كانت تتمتع به بورصة عمان خلال هذه الفترة. أما خلال الفترة من 2016 الى 2020 سجلت القيمة السوقية تراجعا، وقد ساهم في هذا الإنخفاض عدة عوامل على رأسها جائحة كورونا التي كان لها تأثير سلبي عالميا مما انعكس ذلك على المستثمرين وأدى الى عملية بيع جماعية داخل البورصة، وهو ما يفسر تقلص عدد الأسهم المتداولة وكذا إنخفاض أسعارها. إلا أنه خلال الفترة من 2020 الى 2022 شهدت القيمة السوقية تطورا بارزا خاصة سنة 2022، ويعود هذا التحسن الى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق وارتفاع حجم السوق بسبب تحسن الأوضاع الإقتصادية.

ثانيا: تطور القيمة السوقية حسب القطاعات

يوضح الجدول والشكل المواليين تطور مؤشر القيمة السوقية حسب القطاعات خلال فترة الدراسة:

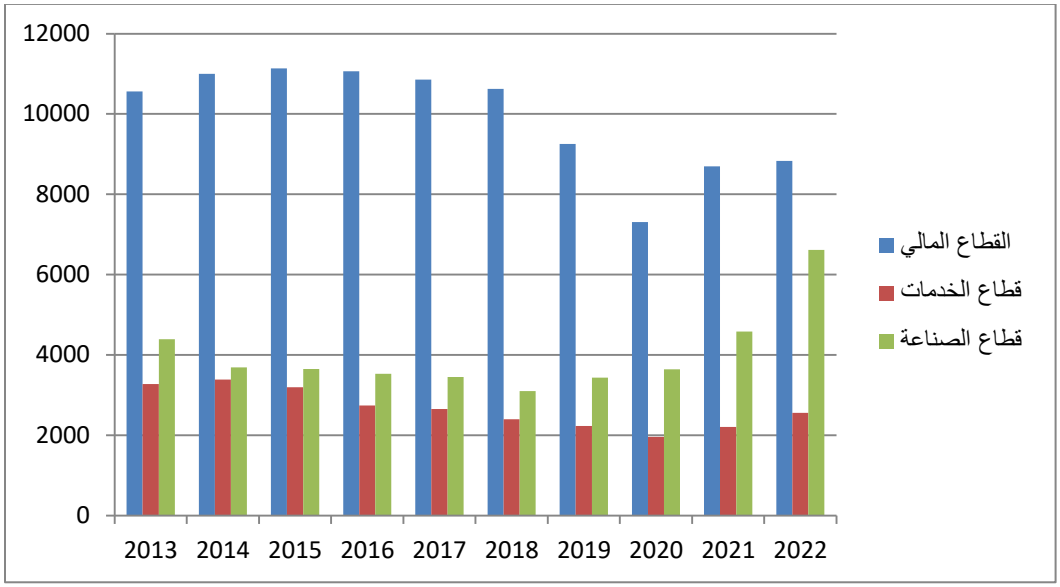
الجدول رقم(3-3): تطور القيمة السوقية لبورصة عمان وفق القطاعات خلال الفترة 2013- 2022

السنة	قطاع المالي	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة
2013	10 562	3 276	4 395
2014	11 001	3 389	3 693
2015	11 132	3 199	3 654
2016	11 065	2 744	3 531
2017	10 857	2 654	3 452
2018	10 622	2 399	3 101
2019	9 253	2 230	3 432
2020	7 311	1 957	3 640
2021	8 700	2 209	4 586
2022	8 834	2 557	6 612

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان

يمكن ترجمة معلومات الجدول السابق الى الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم(3-2): تطور القيمة السوقية لبورصة عمان وفق القطاعات خلال الفترة 2013- 2022



المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم(3-3).

يوضح الجدول والشكل السابقين تطور القيمة السوقية في السوق المالي لعمان وفقا للقطاعات خلال الفترة الممتدة من 2016 الى 2022 ، ويتضح أن القطاع المالي أكبر القطاعات من حيث القيمة السوقية مما يدل على أهميته الكبيرة في الإقتصاد العماني. كما شهد القطاع الصناعي نموا تدريجيا خلال فترة الدراسة وارتفع بشكل ملحوظ ما بين 2020 الى 2022 مما يشير الى تنوع الإقتصاد العماني. بينما كان قطاع الخدمات أقل القطاعات من حيث القيمة السوقية وشهد تقلبات ما بين الانخفاض والنمو. وترجع التقلبات الملحوظة في كافة القطاعات الى تأثير عدة عوامل من بينها التغيرات في السياسات الاقتصادية والمالية التي تؤثر على ثقة المستثمرين وأداء الشركات.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013-2022

المطلب الأول: متغيرات ونموذج الدراسة

سيتم التطرق في هذا المطلب لمتغيرات ونموذج الدراسة بناء على الدراسات السابقة التي عالجت الموضوع محل الدراسة من عده زوايا حيث تمثلت هذه المتغيرات في:

أولا: متغيرات الدراسة

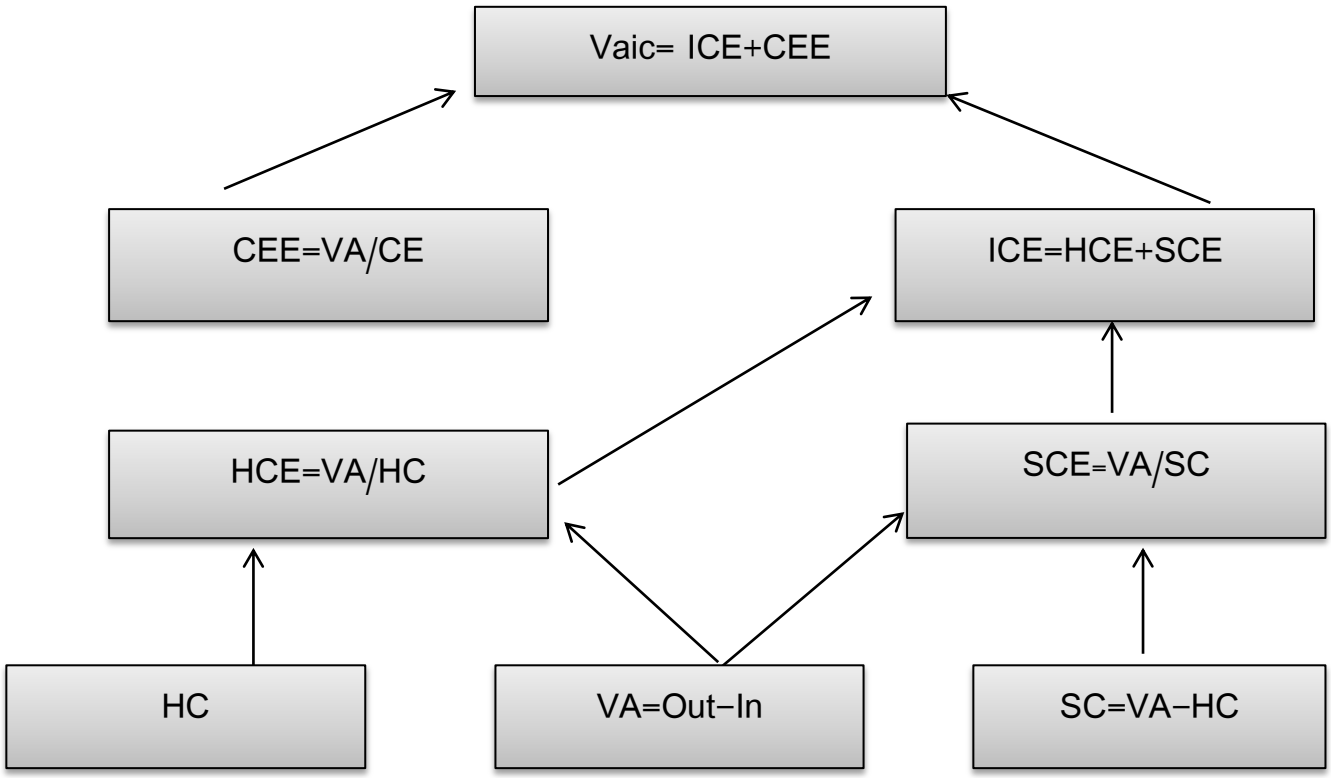
وتتمثل في مايلي:

1- **المتغير التابع:** تتضمن القيمة السوقية عدة مؤشرات لقياسها كما اختلفت الدراسات السابقة في التعبير عنها، وفي هذه الدراسة تم التعبير عنها بالمؤشرات الأكثر استخداما وأهمها:

- **القيمة السوقية:** تم التعبير عنها بسعر إغلاق السهم لكل مؤسسة من مؤسسات العينة مضروبا بعدد الأسهم المكتتب بها في نهاية السنة. (السويركي، 2021) (maditinos Dimitrios, 2011)(Nisha Kohli, 2008)

2- **المتغيرات المستقلة:** سيتم قياسه بمعامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري VIAC، حيث يعتبر هذا النموذج أحد أهم نماذج قياس رأس المال الفكري الذي جاء به الباحث Ante Pulic سنة 2000، منتقدا الأساليب التقليدية المستعملة في ذلك الوقت بأنها غير مناسبة لقياس الأداء ولا تعبر عن القيمة الفكرية التي تم خلقها (Pulic, VAIC™ an accounting tool for IC management, 2000, pp. 706-708)، ويرتكز هذا النموذج على القيمة المضافة للمؤسسة والشكل الموالي يوضح بناء النموذج حسب صاحبه:

الشكل رقم(3-3): نموذج معامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري VIAC



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على (Pirjo stahle, 2011, p. 06)

حيث يمكن حساب المتغير المستقل من خلال العلاقات التالية (pulic, 2008)، والمستخدم من طرف العديد من الباحثين: (shubitah, 2019)، (Jian Xu, 2020)، (Domenico Celenza,2012)

معامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري= كفاءة رأس المال الهيكلي+ كفاءة رأس المال البشري+ كفاءة رأس المال المستخدم

- كفاءة رأس المال الهيكلي **SCE=(VA-HC)/VA**

حيث: يمثل رأس المال الهيكلي الفرق بين القيمة المضافة ورأس المال البشري.

- كفاءة رأس المال البشري **HCE=VA/HC**

حيث: يمثل رأس المال البشري اجمالي الأجور والنفقات المتعلقة بالعمال داخل المؤسسة.

- كفاءة رأس المال المستخدم **CEE=VA/CE**

حيث: يمثل رأس المال المستخدم القيمة الدفترية للمؤسسة أي صافي الأصول.

ومنه: VAIC= SCE+ HCE + CEE

وتحسب القيمة المضافة VA= المخرجات – المدخلات

حيث أن: **المخرجات:** تتمثل في جميع الايرادات الناتجة عن بيع السلع والخدمات؛

المدخلات: تتمثل في جميع النفقات الخاصة بالمؤسسة عدا نفقات العمال.

3- **المتغيرات الضابطة:** تشمل المتغيرات الضابطة بعض المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة بسب الإختلافات بين المؤسسات محل الدراسة، ومن أهم هذا المتغيرات مايلي:

- **حجم المؤسسة:** يعد هذا المتغير عاملا أساسيا ومهما لتعزيز أداء المؤسسة ورفع أداها المالي حيث استخدم كمتغير ضابط من قبل دراسات عديدة بإعتباره أحد المتغيرات الهامة التي يمكن ان تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، ويتم حساب هذا المتغير من خلال العلاقة التالية: (Harmono, 2023) (Nia gusana, 2021) (Mahmoud odat, 2022)

حجم المؤسسة= log(مجموع الأصول)

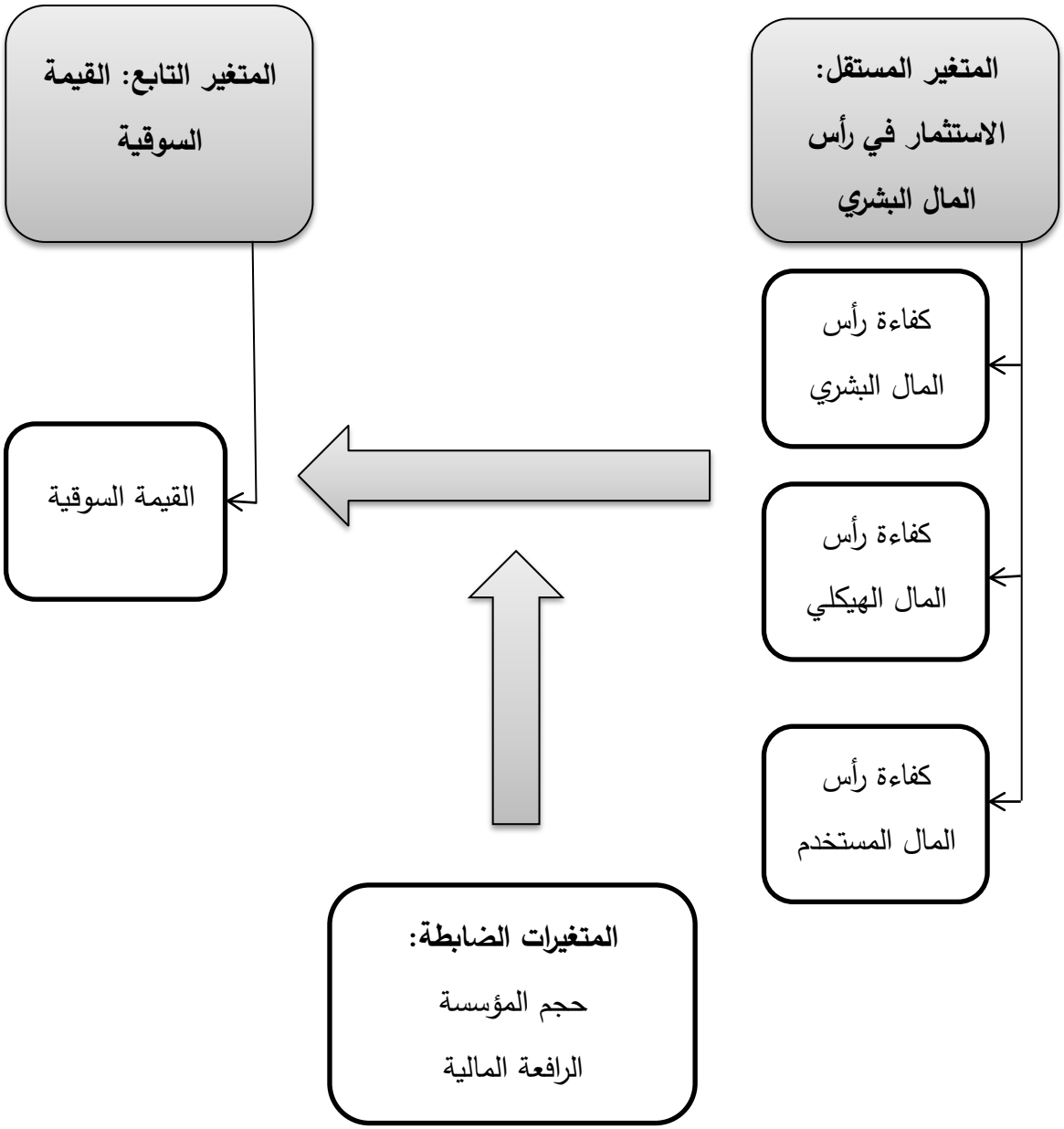
- **الرافعة المالية:** تعد نسبة مالية مهمة يمكن أن تؤثر على أداء المؤسسة تستخدم في تقدير مدى إعتماد المؤسسة على تمويل أصولها بالديون، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية: (Le Hoang Vinh, 2024) (Garima Sisodia، 2021) (Çam İlhan، 2022)

الرافعة المالية= إجمالي الديون / إجمالي الأصول

ثانيا: نموذج الدراسة

بعد التطرق لمتغيرات الدراسة يمكن توضيح نموذج الدراسة كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل(3-4): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الدراسات السابقة

المطلب الثاني: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب وضع تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة (التابع، المستقلة والضابطة)، ومن ثم التطرق لمصفوفة الإرتباط .

أولا: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

تم الإعتماد على الإحصاء الوصفي لغرض تحليل بيانات المتغيرات وذلك بحساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أكبر وأصغر قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة.

1- وصف المتغير التابع

الجدول رقم (3-4): الإحصاء الوصفي للمتغير التابع

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أصغر قيمة	أكبر قيمة
Mv	170	2.317529	1.413496	.15	6.26

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 17.

يتبين من خلال الجدول السابق أن متغير القيمة السوقية (MV) كان له أكبر متوسط حسابي بـ 2.317529، بانحراف معياري 1.41349 وكانت أكبر قيمة له 6.26 في سنة 2015 لمؤسسة البتراء للتعليم (PEDC) وأصغر قيمة له 0.15 في سنة 2022 لشركة مجموعة ر م للنقل والإستثمار السياحي (RUMM).

2- وصف المتغيرات المستقلة

الجدول رقم (3-5): الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستقلة

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أصغر قيمة	أكبر قيمة
Hce	170	4.756804	10.62171	-50.3905	77.2883
Cee	170	.1743498	.2268444	-.7783	2.188
Sce	170	-19.20408	268.3515	-3.495	1.33

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 17.

يوضح الجدول أعلاه أن مؤشر كفاءة رأس المال البشري (HCE) كان له متوسط حسابي 4.756804 بإنحراف معياري 10.62171، وكانت أكبر قيمة له 77.2883 لسنة 2014 في مؤسسة

الفنادق والسياحة الأردنية(JOHT) ، وأصغر قيمة 50.3905- سنة 2022 في مؤسسة مجموعة ر م للنقل والإستثمار السياحي(RUMM) .

أما مؤشر كفاءة رأس المال المستخدم (CEE) فكان له متوسط حسابي 0.1743498 بإنحراف معياري 0.2268444، وكانت أكبر قيمة له 2.188 لسنة 2022 في مؤسسة البحر المتوسط للإستثمارات السياحية (MDRT) ، وأصغر قيمة 0.7783- لسنة 2014 في مؤسسة الفارس الوطنية للإستثمار والتصدير .(CEBC)

بينما مؤشر كفاءة رأس المال الهيكلي (SCE) كان له متوسط حسابي سلبي 19.20408-، بانحراف معياري 268.3515، وكانت أكبر قيمة له 1.33 لسنة 2021 في مؤسسة فيلادلفيا الدولية للإستثمارات التعليمية(PIEC) وأصغر قيمة 3.495- لسنة 2015 في مؤسسة الفارس الوطنية للإستثمار والتصدير (CEBC) .

3- وصف المتغيرات الضابطة

الجدول رقم (3-6): الإحصاء الوصفي للمتغيرات الضابطة

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أصغر قيمة	أكبر قيمة
Size	170	7.742894	.9791759	.7097	9.2549
Lev	170	35.73268	25.54347	3.087	92.939

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 17.

يبين الجدول أعلاه أن متغير حجم الشركة (SIZE) كان له أكبر متوسط حسابي بـ 7.742894، بانحراف معياري 0.9791759 وكانت أكبر قيمة له 9.2549 سنة 2014 في مؤسسة مصفاة البترول الأردنية(JOPT) وأصغر قيمة له 0.7097 في سنة 2016 لشركة الأردنية للإستثمار والنقل المتعدد(ALFA) .

ثم يليه متغير الرافعة المالية (LEV) بمتوسط حسابي 35.73268، بإنحراف معياري 25.54347، وكانت أكبر قيمة له 92.939 سنة 2013 لمؤسسة مصفاة البترول الأردنية(JOPT)، وأصغر قيمة له 3.087 سنة 2015 لمؤسسة الشرق للمشاريع الإستثمارية (AIPC).

كما تشير الجداول السابقة أن عدد المشاهدات لكل من المتغيرات التابعة، المستقلة والضابطة بلغت لهذه 170 مشاهدة(عدد السنوات×عدد المؤسسات) ، مما يشير إلى عدم وجود أي بيانات مفقودة لعينة الدراسة.

ثانيا: تحليل الإرتباط بين المتغيرات – مصفوفة الإرتباط –

سيتم حساب معاملات الإرتباط بين المتغيرات لأخذ نظرة أولية عن طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، والمتغيرات المستقلة فيما بينها من أجل معرفة ما إذا كانت البيانات تعاني من مشكلة التعدد الخطي، ويمكن تلخيص أهم نتائج الإرتباط في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): مصفوفة الإرتباط لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	Mv	Hce	Cee	Sce	size	Lev
Mv	1.0000					
Hce	0.2184	1.0000				
Cee	0.2650	0.0243	1.0000			
Sce	0.1015	0.0338	0.0576	1.0000		
Size	0.0219	0.0343	-0.1377	0.0203	1.0000	
Lev	-0.0432	-0.2405	-0.2782	-0.1321	0.4254	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 17.

أظهر الجدول السابق معاملات الإرتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة وكانت كما يلي:

- بلغ معامل الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية (MV) ومؤشر كفاءة رأس المال البشري (HCE) 0.2184، وبالتالي هناك علاقة إرتباط إيجابية ضعيفة؛
- بلغ معامل الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية (MV) ومؤشر كفاءة رأس المال المستخدم (CCE) 0.2650، وبالتالي وجود علاقة إرتباط إيجابية ضعيفة؛
- بلغ معامل الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية (MV) ومؤشر كفاءة رأس المال الهيكلي (SCE) 0.1015، وبالتالي هناك علاقة إرتباط إيجابية ضعيفة جدا؛

- بلغ معامل الإرتباط بين مؤشر القيمة السوقية (MV) ومؤشر حجم الشركة (SIZE) 0.0219، وبالتالي هناك هناك إرتباط إيجابي ضعيف جدا؛
- بلغ معامل الإرتباط بين مؤشر القيمة السوقية (MV) ومؤشر الرافعة المالية(LEV) -0.0432، وبالتالي هناك ارتباط سلبي ضعيف؛

تشير النتائج السابقة وجود إرتباطات ضعيفة بين معظم المتغيرات المستقلة، مما يعني أن تأثيرها المتبادل محدود في العينة التي تمت دراستها، كما يوضح الجدول أن الارتباطات المتقاطعة بين المتغيرات المستقلة غير مرتفعة مما يدل على غياب مشكلة التعدد الخطي.

المطلب الثالث: إختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

تنص الفرضية الرئيسية على ما يلي:

- **H1:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المغيرات المفسرة للإستثمار في رأس المال البشري ومتغير القيمة السوقية للسهم لعينة من المؤسسات الإقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013-2022.

لإختبار هذه الفرضية تم تقسيمها إلى الفرضيات الفرعية التالية:

- **H1a** : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين كفاءة رأس المال البشري والقيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية عينة الدراسة؛
- **H1b** : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين كفاءة رأس المال المستخدم والقيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية عينة الدراسة؛
- **H1c:** هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين كفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية عينة الدراسة.

أولا: تقدير نموذج الدراسة

يتم تقدير النماذج الثلاثة الخاصة ببيانات البانل (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية)، ثم بعد ذلك يتم التفضيل بين هذه النماذج بإستخدام الإختبارات الإحصائية المناسبة، والجدول التالي يلخص نتائج التقدير كما يلي:

الجدول رقم(3-8): نتائج تقدير نموذج الدراسة

المتغيرات	المتغير التابع: MV		
	نموذج التجميعي	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الآثار العشوائية
	المعاملات	المعاملات	المعاملات
Hce	0.030889***	0.0328905***	0.0319546***
Cee	1.764063***	-.0326632	0.0604048
Sce	0.000476	0.000342	0.0003438*
Size	0.0125229	0.073207	0.0674547
Lev	0.0055138	0.0072331	0.0057218
_cons	1.578189*	1.348048**	1.434849**
R-squared	0.1308	0.1437	0.1426
F-statistics	4.94	4.97	24.50
P-value	0.0003	0.0003	0.0002

مستوى الدلالة0.1* ,0.05** ,0.01***

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 17

يتبين من خلال الجدول السابق أن:

1- **كفاءة رأس المال البشري(HCE)** : يظهر أن كفاءة رأس المال البشري لها تأثير معنوي وإيجابي على القيمة السوقية (MV) لجميع النماذج حيث بلغت في النموذج التجميعي قيمة المعامل 0.030889، في حين قدرت في نموذج الآثار الثابتة 0.0328905، وفي نموذج الآثار العشوائية 0.0319546. تشير هذه النتائج إلى أن زيادة كفاءة رأس المال البشري ترتبط بزيادة معنوية في القيمة السوقية، مع معنوية عالية عند مستوى دلالة 1% في جميع النماذج.

2- **كفاءة رأس المال المستخدم(CEE)** : يظهر أنCEE في النموذج التجميعي له تأثير إيجابي ومعنوي قوي (1.764063***) على القيمة السوقية MV، بينما في نموذج الآثار الثابتة لم يكن التأثير معنويًا (-0.0326632)، ومع ذلك كان التأثير ضعيفا وغير معنوي في نموذج الآثار

العشوائية (0.0604048). تشير هذه النتائج إلى تأثير كفاءة رأس المال المستخدم CEE على القيمة السوقية MV قد يختلف بإختلاف النموذج المستخدم مما يبرز أهمية إختيار النموذج المناسب للتحليل.

3- **كفاءة رأس المال الهيكلي (SCE)** : لم يظهر SCE تأثيرًا معنويًا في النموذج التجميعي (0.000476) أو نموذج الآثار الثابتة (0.000342)، ولكنه كان له تأثير إيجابي ضعيف، ولكنه معنوي عند مستوى دلالة 10% في نموذج الآثار العشوائية (0.0003438*). مما يشير إلى أن دور كفاءة رأس المال الهيكلي SCE في تفسير التغيرات في القيمة السوقية MV قد يكون ضئيلًا، ولكنه ليس معدومًا.

4- **حجم المؤسسة (SIZE)**: لم يكن لحجم المؤسسة (SIZE) تأثير معنوي في أي من النماذج الثلاثة (0.0125229 في النموذج التجميعي، 0.073207 في نموذج الآثار الثابتة، و0.0674547 في نموذج الآثار العشوائية)، مما يشير إلى أن تأثير حجم المؤسسة على القيمة السوقية MV قد لا يكون بارزا في هذا السياق.

5- **الرافعة المالية (LEV)** : لم يظهر أي تأثير معنوي للرافعة المالية (LEV) عبر النماذج الثلاثة (0.0055138 في النموذج التجميعي، 0.0072331 في نموذج الآثار الثابتة، و0.0057218 في نموذج الآثار العشوائية)، مما يدل على أن تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية قد يكون غير ملموس في هذه الدراسة.

6- **R-Squared**: يوضح نسبة التباين المفسرة بواسطة النموذج، وكانت النسب تتراوح بين 0.1308 في النموذج التجميعي، 0.1437 في نموذج الآثار الثابتة، و0.1426 في نموذج الآثار العشوائية. هذه القيم تشير إلى أن النماذج تفسر نسبة صغيرة من التباين في القيمة السوقية.

7- **F-Statistic وP-value** : يتبين أن جميع النماذج كانت معنوية كما تشير قيمة F-statistics وP-value المنخفضة جدًا إلى أن المتغيرات المستقلة بشكل عام لها تأثير معنوي على القيمة السوقية.

توضح هذه النتائج أن كفاءة رأس المال البشري (HCE) لها تأثير معنوي وإيجابي على القيمة السوقية الممثلة بإجمالي القيمة السوقية عبر جميع النماذج، كما تظهر كفاءة رأس المال الموظف (CEE) تأثيرًا متباينًا اعتمادًا على النموذج المستخدم. بينما يتضح تأثير العوامل الأخرى: كفاءة رأس

المال الهيكلي(SCE) ، حجم المؤسسة(SIZE) والرافعة المالية (LEV) أقل وضوحًا وقد يعتمد على النموذج المستخدم في التحليل.

ثانيا: المفاضلة بين النماذج (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية)

يتم المفاضلة بين النماذج الثلاثة لتحديد النموذج الأمثل للدراسة، وذلك من خلال إجراء العديد من الإختبارات المتمثلة فيمايلي:

1- **إختبار F الشرطي(Fisher Test)** : يستخدم إختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، حيث يستند هذا الإختبار الى الفرضيتين:

- الفرضية الصفرية (H0) النموذج التجميعي هو الأنسب.
- الفرضية البديلة (H1) نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

بلغت قيمة إختبار فيشر (30.22) في الجدول رقم(3-9) الحد الأدنى للمعنوية، وهي معنوية عند مستوى 5% مما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة(H1) ، أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

2- **اختبار Breusch and Pagan LM** : تم استخدام إختبار (Breusch and Pagan LM) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية، ويستند هذا الإختبار الى الفرضيتين:

- الفرضية الصفرية (H0) النموذج التجميعي هو الأنسب؛
- الفرضية البديلة (H1) نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب.

قدرت قيمة إختبار Breusch and Pagan LM 338.63 الموضحة في الجدول رقم(3-9) وهي معنوية عند مستوى 5%، مما يعني قبول الفرضية البديلة(H1) ، أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب.

3- **إختبار Hausman** : يستخدام إختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وفرضيات هذا الإختبار كما يلي:

- الفرضية الصفرية (H0) نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب؛
- الفرضية البديلة (H1) نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

بلغت قيمة إختبار (Hausman) 8.50 في الجدول رقم(3-9) أي لم تتجاوز الحد الأدنى للمعنوية، وهي غير معنوية عند مستوى 5% مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية (H0)، أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب.

استنادًا إلى اختبارات المفاضلة بين النماذج يمكن القول إن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب لتحليل هذه البيانات، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم(3-9): إختبارات المفاضلة بين نماذج البانل

الاختبار	قيمة الاختبار	P-Value	الفرضية المقبولة	النموذج الأنسب
Fisher Test	30.22	0.000	قبول H1	نموذج الآثار الثابتة
Breusch and Pagan LM	338.63	0.000	قبول H1	نموذج الآثار العشوائية
Hausman Test	8.50	0.1310	قبول H0	نموذج الآثار العشوائية

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 17.

ثالثا: إختبار صلاحية النموذج

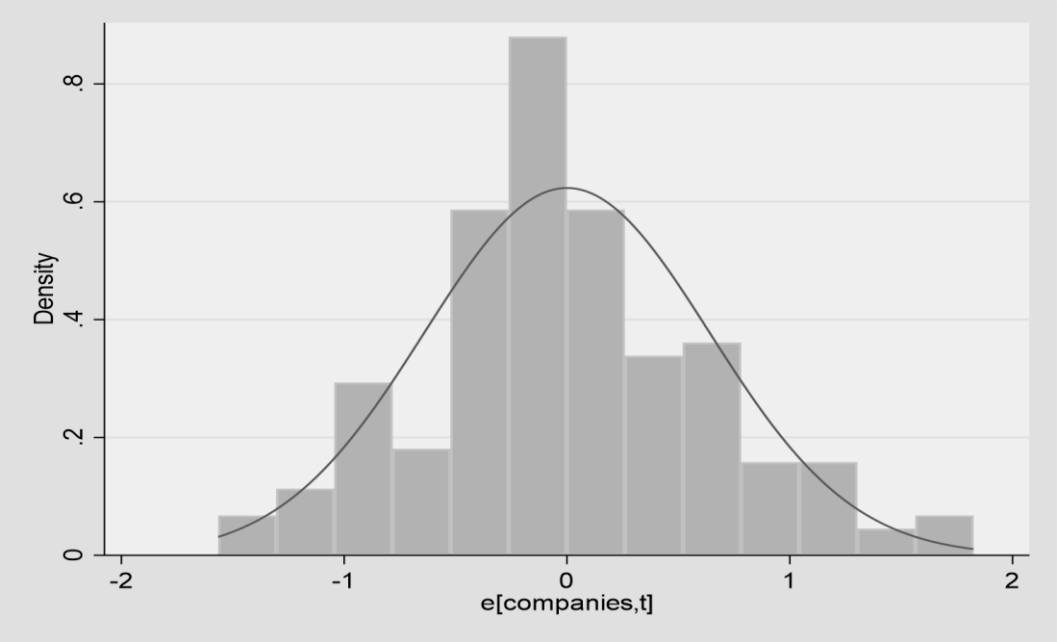
يتم اختبار صلاحية النموذج ويمكن الإعتماد على نتائجه لابد من إجراء عدة اختبارات والمتمثلة في:

1- **إختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera)** : يتم استخدام اختبار (Jarque-Bera) للتأكد من أن الأخطاء موزعة بشكل طبيعي وهي شرط مهم في النماذج الإحصائية، ويقوم هذا الإختبار على الفرضيتين التاليتين:

- الفرضية الصفرية (H0) الأخطاء موزعة بشكل طبيعي؛
- الفرضية البديلة (H1) الأخطاء غير موزعة بشكل طبيعي.

من خلال إختبار(Jarque-Bera) كما هو موضح في الجدول رقم(3-10) ، تظهر القيمة المحسوبة غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، هذا يعني قبول الفرضية الصفرية (H0) أي أن الأخطاء موزعة بشكل طبيعي. وهذا ما يؤكده الشكل البياني التالي:

الشكل رقم(3-5) : إختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لسلسة بواقي نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 17.

2- **اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء(Wooldridge)** : تم إستخدام اختبار **(Wooldridge)** للتحقق من وجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، وتتمثل فرضيات النموذج فيمايلي:

- الفرضية الصفرية (H0) لا يوجد إرتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية؛
- الفرضية البديلة (H1) يوجد إرتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

من خلال اختبار الإرتباط الذاتي للأخطاء**(Wooldridge)** كما هو موضح في الجدول رقم (3-10)، تبين أن القيمة الإحتمالية معنوية عند مستوى دلالة 5%، وهذا يشير إلى وجود مشكلة ارتباط ذاتي في النموذج.

3- **اختبار ثبات التباين(Heteroskedasticity)** : يستخدم هذا الإختبار للتحقق من ثبات التباين بين تقديرات المتغيرات في النموذج حيث أن عدم ثبات التباين يمكن أن يؤثر على دقة النتائج، ويرتكز هذا الإختبار على الفرضيتين التاليتين:

- الفرضية الصفرية (H0) التباين ثابت؛
- الفرضية البديلة (H1) التباين غير ثابت.

من خلال اختبار ثبات التباين كما هو موضح في الجدول رقم(3-10) تبين أن القيمة الاحتمالية معنوية عند مستوى دلالة 5%، مما يشير إلى أن النموذج يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

الجدول رقم(3-10): إختبار صلاحية نموذج الدراسة

اسم الاختبار	قيمة الاختبار	P-Value	الفرضية المقبولة	النموذج
اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera)	2.64	0.2667	قبول H0	الأخطاء موزعة طبيعيًا
اختبار الارتباط الذاتي (Wooldridge)	94.174	0.000	قبول H1	يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي
اختبار ثبات التباين (Heteroskedasticity)	1579.7	0.000	قبول H1	يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات برنامج Stata 17.

تشير نتائج الإختبارات السابقة إلى أن النموذج يعاني من مشكلات إحصائية تتعلق بالإرتباط الذاتي للأخطاء وعدم ثبات التباين.

رابعا: تصحيح النموذج

تم تصحيح نموذج الآثار العشوائية بإستخدام طريقة تقدير (Robust Standard Error) لمعالجة المشاكل الناتجة عن الإرتباط الذاتي وعدم ثبات التباين للأخطاء، والجدول التالي يوضح نتائج التقدير:

الجدول رقم(3-11) : نتائج التقدير بإستخدام طريقة (Robust Standard Error)

المتغير	المعامل (coefficient)	القيمة الاحتمالية (p-value)
HCE	0.0319546	0.005
CEE	0.0604048	0.838
SCE	0.0003438	0.000
Size	0.0674547	0.013
Lev	0.0057218	0.410
R-Squared	0.1426	
F-Statistic	55.97	
p-value	0.0000	

المصدر :إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات برنامج Stata 17

يتبين من خلال الجدول ما يلي:

1- وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال البشري على المتغير التابع، حيث يشير معامل كفاءة رأس المال البشري إلى أن زيادة وحدة واحدة منه تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بمقدار 0.0319، والقيمة الاحتمالية 0.005 (P-value) تدل على أن هذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%. وهذا يتماشى مع الفرضية الفرعية الأولى أي توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال البشري على القيمة السوقية عند مستوى معنوية 5% للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة عمان.

2- لا يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال المستخدم على المتغير التابع، حيث يشير معامل كفاءة رأس المال المستخدم قدر 0.0604 والقيمة الإحتمالية 0.838 ، مما يدل على أن كفاءة رأس المال المستخدم لا تؤثر بشكل ملحوظ على القيمة السوقية في هذا النموذج. وهذا ما يتنافى مع الفرضية الفرعية الثانية أي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال

المستخدم على القيمة السوقية عند مستوى معنوية 5% للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة عمان.

3- وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال الهيكلي على المتغير التابع، حيث يشير معامل SCE إلى أن زيادة وحدة واحدة منه تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بمقدار 0.0003، والقيمة الاحتمالية 0.000 (P-value) مما يشير إلى أن هناك علاقة قوية ومؤثرة بين زيادة كفاءة رأس المال الهيكلي وتحسن القيمة السوقية. وهذا يدعم الفرضية الفرعية الثالثة أي توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 5% للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة عمان.

4- وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على المتغير التابع، حيث قدر معامل حجم الشركة 0.0675 والقيمة الإحتمالية 0.013، يشير ذلك إلى أن الشركات ذات الحجم الكبير تؤدي إلى رفع القيمة السوقية.

5- لا يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمتغير لرافعة المالية على المتغير التابع، حيث قدر معامل LEV 0.0057 والقيمة الإحتمالية 0.410، يشير ذلك إلى أن الرفعة المالية ليس لها تأثير كبير على القيمة السوقية في النموذج.

6- بلغت قيمة F-Statestic 55.97 وبلغ معامل التحديد 0.0000، أي أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير المتغير التابع بنسبة 14.26% قدرت القيمة الإحتمالية الإجمالية 0.0000 وهي أقل من 5%.

مما يشير إلى أن النموذج على العموم ذو دلالة إحصائية قوية وقابل للدراسة، ومنه يمكن كتابة معادلة نموذج الدراسة كما يلي:

$$MV = 0.03HCE + 0.06CEE + 0.0003SCE + 0.06SIZE + 0.005LEV$$

خامسا: مناقشة النتائج

يمكن تفسير النتائج في النقاط التالية:

- وجود تأثير ايجابي لكفاءة رأس المال البشري على القيمة السوقية ، حيث تتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه كل من دراسة (Çam İlhan، 2022)، (shubitah, 2019)، دراسة (بسيوني، 2022) ، وتتعارض مع ما توصلت اليه دراسة (Josua Tarigan, 2019).

ويرجع هذا حسب وجهة نظر الطالبة وبناء على ما تم عرضه من نتائج إلى أن المؤسسات عينة الدراسة تهتم برأس المال البشري من خلال جذب أفضل المواهب وتعمل على تنمية مهاراتهم وقدراتهم والإنفاق على تدريبهم وتطويرهم من خلال إعداد الدوارات التكوينية والتدريبية لهم مع العمل على تحفيزهم ماديا ومعنويا، حيث يؤدي إلى تحسين كفاءتهم وزيادة إبتكارهم مما ينعكس إيجابا على القيمة السوقية ممثلة في إجمالي القيمة السوقية.

- عدم وجود تأثير لكفاءة رأس المال المستخدم على القيمة السوقية، يرجع ذلك أن المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة لديها ضعف الكفاءة في تسيير رأس المال هذا ينعكس سلبا على سعر السهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية، كذلك يمكن تفسير عدم وجود تأثير أن هذه المؤسسات لديها رأس مال مستخدم لكنها لا تحقق عوائد كافية مما يعبر على عدم إستقرارها المالي ونقص مركزها المالي مما يجعلها أكثر عرضة للصدمات الاقتصادية أو التقلبات في السوق، مما ينقص من ثقة المستثمرين ويدفع لإنخفاض قيمتها السوقية.

وتتعارض هذه النتيجة مع ما توصلت اليه كل من دراسة (Jian Xu, 2020)، و دراسة (Josua Tarigan, 2019) ، ودراسة (بسيوني، 2022)، كما تتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه دراسة (Shubita, 2019).

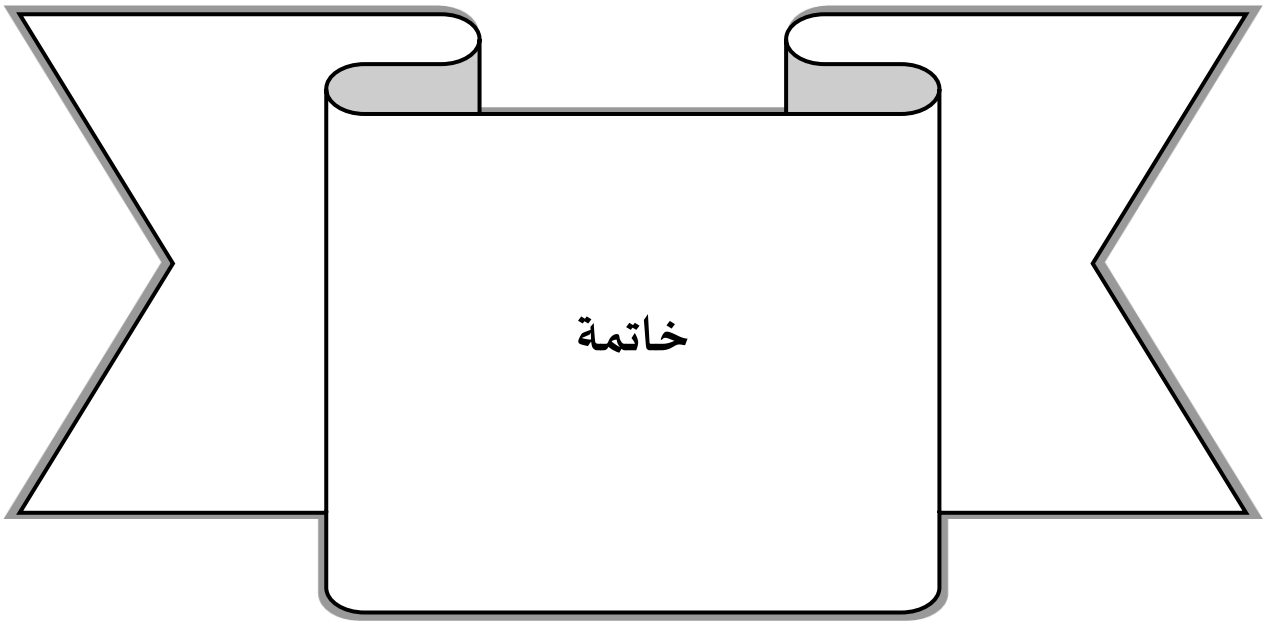
- وجود تأثير لكفاءة رأس المال الهيكلي على القيمة السوقية، حيث يمكن تفسير هذا حسب وجهة نظر الطالبة إلى إهتمام المؤسسات عينة الدراسة لمفهوم رأس المال الهيكلي وأهميته في رفع كفاءة الأداء فكلما توفرت انظمة معلومات فعالة وهيكل تنظيمي مرن واجراءات عمل واضحة زادت قدرة المؤسسة على تحقيق أقصى استفادة من مواردها، مما قد يؤدي إلى ظهور هذا التأثير الإيجابي على القيمة السوقية.

وقد تتوافق هذا النتيجة مع نتيجة دراسة (جوال، 2019)، وقد اختلفت مع ما توصلت اليه دراسة كل من دراسة (Jian Xu, 2020)، و (Shubita, 2019)

خلاصة الفصل الثالث

تم التطرق في هذا الفصل الى دراسة أثر الاستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية لعينة مكونة من 17 مؤسسة اقتصادية مدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013 -2022 وذلك بالإعتماد على معامل القيمة المضافة لقياس رأس المال البشري كما تم التعبير على القيمة السوقية بعدد الأسهم مضروبا في سعر الاغلاق نهاية السنة، كما تم الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة التي يمكن أن يكون لها تأثير على رفع القيمة السوقية بالمؤسسات الاقتصادية عينه الدراسة. بحيث تضمن هذا الفصل اختبار الفرضيات والوصول الى نتائج وتفسيرها ومناقشتها من خلال ربط نتائجها بنتائج الأبحاث السابقة في هذا الموضوع.

كما توصلت نتائج تقدير نماذج البانل الساكن باستخدام برنامج STATA17 الى وجود أثر معنوي إيجابي لكل من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة المدرجة ببورصة عمان، بينما لا يوجد تأثير لرأس المال المستخدم على القيمة السوقية لهذه المؤسسات.


خاتمة

في ظل التطورات والتغيرات المعرفية المتسارعة، أصبحت المؤسسات تركز على أصولها الفكرية أكثر من تركيزها على الأصول المادية وهذا ما دفعها إلى الإستثمار في المورد البشري بإعتباره الثروة الحقيقية التي ينبغي استغلالها عن طريق التطوير، التعليم والتحفيز، فكلما اعتمدت المؤسسات على موجوداتها الفكرية كلما أدى الى تحقيق قيمة مضافة ومن ثم تعزيز أداءها المالي ورفع قيمتها السوقية التي تعتبر من أهم الأهداف التي تعمل على تحقيقها.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الإستثمار في رأس المال البشري على رفع القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية لعينة مكونه من 17 مؤسسة مدرجة في السوق المالي لعمان خلال الفترة 2013 الى 2022، وهذا من خلال الاجابة على إشكالية الدراسة المتمثلة في: "ما مدى مساهمة الإستثمار في رأس المال البشري في تحسين ورفع القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصاديه المدرجه ببورصة عمان؟".

تطلبت معالجة الإشكالية فصلين، تناول الفصل الأول الجانب النظري لمتغيرات الدراسة بينما تطرق الفصل الثاني إلى الجانب التطبيقي للدراسة من خلال مجموعة من الإختبارات والتحليلات الإحصائية، وقد تم الاعتماد على برنامج Excel 2010 لحساب البيانات وترتيبها وبرنامج Stata17 لتقدير نموذج بانل ولإختبار صحة الفرضيات ومدى وجود علاقة بين متغيرات الدراسة.

أكدت الدراسة على وجود علاقة بين متغيرات الدراسة، حيث يساهم الإستثمار في رأس المال البشري في رفع القيمة السوقية في المؤسسات الإقتصادية عينه الدراسة، وذلك انطلاقا من إختبار الفرضيات تم استخلاص مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها:

أولا: النتائج

توصلت الدراسة الى عدة نتائج يتم مناقشتها كما يلي:

1- مناقشة نتائج الجانب النظري:

- رأس المال الحقيقي الذي تحوز عليه المؤسسات ليس رأس المال المادي، بل رأس المال البشري الذي يتمثل في المعرفة التي يمكن تحويلها الى قيمة مضافة عن طريق الإستثمار الناجح في الطاقات والكفاءات البشرية؛
- يعتبر الإستثمار في رأس مال البشري عنصرا أساسيا يؤثر بشكل كبير على الأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يشمل أساليب تتمثل في الإستقطاب، التدريب والتحفيز، وتم توضيح كيفية تأثير هذه الأساليب على أداء المؤسسات؛

- إن تعظيم القيمة السوقية من بين الأهداف الأساسية التي تهدف الإدارة المالية الى تحقيقها، بإعتبارها ذات أهمية بالغة لكافة الأطراف التي تستخدم التقارير المالية والتي تساعد المستثمرين في إتخاذ القرارات، حيث تتأثر القيمة السوقية بعدة عوامل والتي تتمثل في العوامل الخارجية، العوامل الداخلية، العوامل السلوكية والمعلوماتية؛
- تناولت الدراسات السابقة تأثير رأس المال الفكري بكل مكوناته بما فيها رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي ورأس المال المستخدم، وجدت هذه الدراسات أن هناك علاقة واضحة بين هذه المكونات والأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسات، حيث تختلف أثر هذه المتغيرات حسب الظروف الاقتصادية والبيئة والقطاع المدروس.

2- مناقشة نتائج الجانب القياسي:

- بينت الدراسة أن القطاع المالي أكبر القطاعات من حيث القيمة السوقية مما يدل على أهميته الكبيرة في الإقتصاد الأردني، وترجع التقلبات الملحوظة في القيمة السوقية الى تأثير عدة عوامل من بينها التغيرات في السياسات الاقتصادية والمالية التي تؤثر على ثقة المستثمرين وأداء الشركات.
- توصلت الدراسة إلى ان المؤسسات عينة الدراسة المدرجة ببورصة عمان تعمل على جذب أفضل المواهب وتنمية مهاراتهم وقدراتهم والإنفاق على تدريبهم وتطويرهم لتحسين كفاءتهم وزيادة ابتكارهم، مما ينعكس إيجابا على القيمة السوقية ممثلة بالقيمة السوقية للسهم.
- أظهرت الدراسة أن المؤسسات عينة الدراسة لديها رأس مال مستخدم لكنها لا تحقق عوائد كافية مما يعبر على عدم إستقرارها المالي ونقص مركزها المالي مما يجعلها أكثر عرضة للصدمات الاقتصادية، وينقص من ثقة المستثمرين ويدفع لإنخفاض قيمتها السوقية
- أوضحت الدراسة إهتمام المؤسسات عينة الدراسة لرأس المال الهيكلي والمتمثل في نظم المعلومات، العلامة التجارية، المعرفة التنظيمية وثقافة الشركة حيث أنه كلما كانت هناك أنظمة فعالة واجراءات واضحة كلما أدى إلى إرتفاع القيمة السوقية.

ثانيا: اختبار الفرضيات

من خلال الدراسة القياسية لأثر الإستثمار في رأس المال البشري في رفع القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة، تم اختبار فرضيات الدراسة والتوصل الى:

1- الفرضية الرئيسية

أظهرت النتائج القياسية اثبات صحة الفرضية الرئيسية القائلة " توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المفسرة للإستثمار في رأس المال البشري ومتغير القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2013-2022" عند مستوى معنوية 5%؛

2- الفرضية الفرعية الأولى

أظهرت النتائج القياسية اثبات صحة الفرضية الفرعية الأولى القائلة " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال البشري والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة" عند مستوى معنوية 5%؛

3- الفرضية الفرعية الثانية

أظهرت النتائج القياسية عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية لكفاءة رأس المال المستخدم على القيمة السوقية للسهم عند مستوى معنوية 5%، ومنه رفض الفرضية الفرعية الثانية أي " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال المستخدم والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 5% للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة".

4- الفرضية الفرعية الثالثة

أظهرت النتائج القياسية اثبات صحة الفرضية الفرعية الثالثة " توجد علاقة ذات دلالة احصائية لكفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة" عند مستوى معنوية 5%؛

ثالثا: التوصيات والاقتراحات

توصلت الدراسة الى جملة من التوصيات التالية:

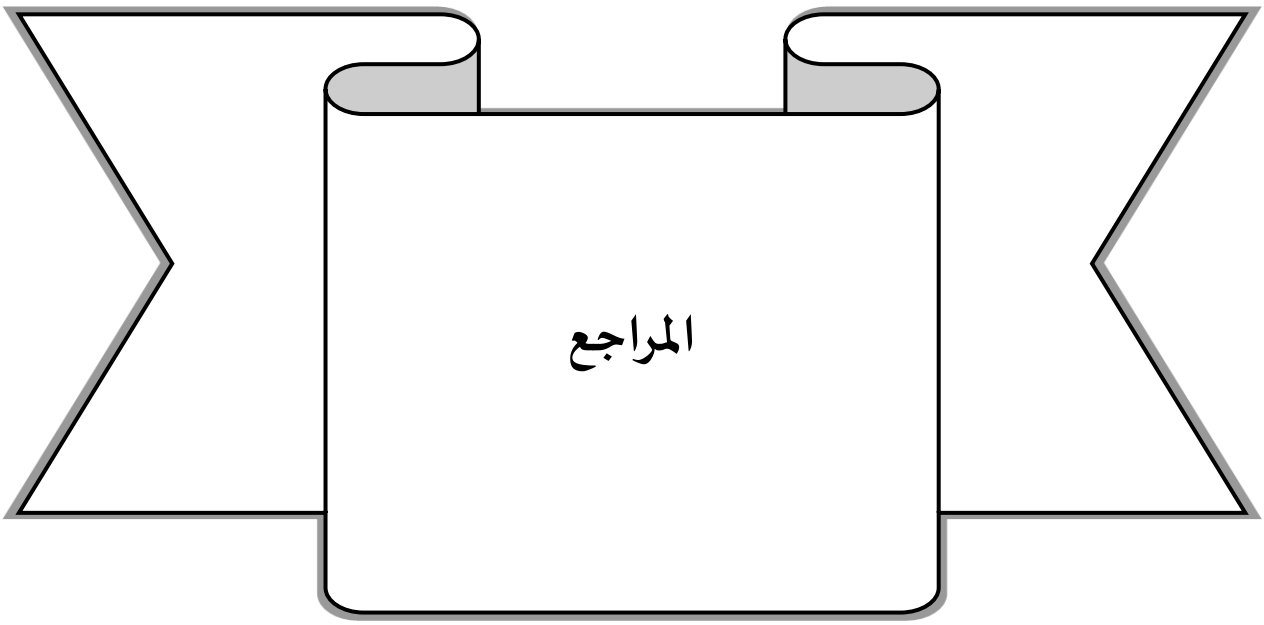
- ضرورة اهتمام المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة برأس المال البشري من خلال التدريب والتطوير كونه يعتبر مستقبل المؤسسات التي تبحث عن التميز والتطور وتوسيع حصتها السوقية؛
- على المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة الإهتمام برأس المال الهيكلي من خلال توفير هيكل تنظيمي واجراءات عمل وإستراتجيات بشكل واضح وتطويرها بإستمرار؛
- من الضروري على المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة الإهتمام برأس المال الفكري بكل عناصره والإفصاح عنه في القوائم المالية، والسعي على تطويره بما يتماشى مع تعظيم أرباحها؛
- وجوب المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة تبني أساليب من خلالها يتم استقطاب عملاء جدد والحفاظ على العملاء الحاليين؛

- وجوب المؤسسات الاقتصادية عينه الدراسة بتحفيز الموظفين من خلال أنظمة مكافآت ترتبط بمستوى الإبتكار والإنتاجية ومتابعة المزايا الاضافية الغير المالية للموظفين مثل التأمين الصحي وتحسين الرواتب، مما يؤدي إلى تعزيز الأداء المالي وتحقيق قيمة سوقية اعلى؛
- على المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وضع خطط واضحة لتطوير المهارات المستقبلية بما يتماشى مع التحولات الرقمية، وتدريب العاملين على استخدام التقنيات الحديثة التي تؤدي إلى رفع الأداء المالي والقيمة السوقية؛
- تشجيع الموظفين على البحث والابتكار من خلال توفير الدعم المالي والمعنوي، مما يسهم في تطوير منتجات وخدمات جديدة تعزز القيمة السوقية.

رابعا: آفاق الدراسة

بعد استكمال هذه الدراسة وانطلاقا من النتائج التي تم التوصل اليها يتضح أن موضوع الإستثمار في رأس المال البشري وعلاقته بالقيمة السوقية موضوع واسع جدا، ومن خلال هذا البحث نرى انه ما زالت بعض النقاط التي يمكن التطرق اليها والتي ستكون أساسا لدراسات مستقبلية، وتتمثل في:

- اقتراح نماذج أكثر دقة لقياس تأثير الإستثمار في رأس المال البشري على القيمة السوقية؛
- أثر التحول الرقمي على رفع القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية؛
- أثر الإستثمار في رأس المال البشري على الأداء المالي للبنوك دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والإسلامية.


المراجع

المراجع باللغة العربية

1- إبراهيم أحمد إبراهيم شرف. (2018). أثر مستوى الإفصاح عن رأس المال الفكري على الأداء المالي للشركة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، 22*(06).

2- إبراهيم الكراسنة. (2010). إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات. أبوظبي: معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي.

3- إتحاد الخبراء والإستشاريون الدوليين. (2004). *عائد الاستثمار في رأس المال البشري قياس القيمة الإقتصادية لأداء العاملين*. القاهرة: إتراك للنشر والتوزيع.

4- أحمد طاهر كاظم العنبكي. (أوت, 2020). الإفصاح عن رأس المال البشري وأثره على قيمة الأسهم المدرجة في سوق العراق. *المجلة الدولية للبحوث الإسلامية والانسانية المتقدمة، 10*(08).

5- أحمد ماهر. (2005). *إدارة الموارد البشرية*. الإسكندرية: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.

6- أحمد محمد لطفى، رمضان عبد الحميد الميهى الميهى، مايسه على الدسوقي الرويني. (2019). دراسة أثر القياس و الإفصاح لرأس المال البشري على قيمة المنشأة. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، 04*(02).

7- أزهر بوعزبز. (2020). العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان. *مجلة إقتصاد المال والأعمال، 04*(04)، 147-163.

8- أسامة محمد شنك. (2018). *العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان دراسة اختبارية*. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، قسم المحاسبة.

9- أسماء علي محمد محمد. (2017). اختبار مساهمة الإستثمار البشري في أداء وقيمة المنشأة المصرية. *مجلة البحوث التجارية، 39*(02)، 67-94.

10- أسماء كسري. (2016). *المعلومات المحاسبية وقيمة المؤسسة* (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: مركز البحث وتطوير الموارد البشرية.

11- الجويجاتي أوس فخر الدين أيوب، الحمداني رافعة إبراهيم. (2007). تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم و السندات : دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي. *مجلة تنمية الرافدين، 29*(88).

12- السيد متولي عبد القادر. (2010). *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير* (الإصدار الطبعة الأولى). الأردن: دار الفكر.

13- العامري محمد علي. (2007). *الإدارة المالية* (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.

14- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي. (2006). *التسيير المالي، الإدارة المالية: دورس وتطبيقات*. عمان، الأردن: دار الوائل للنشر والتوزيع.

15- إلياس خيضر الحمدوني، سعد الله محمد عبيد النعيمي. (2016). تقييم الأسهم العادية بإستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم. *مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والإقتصادية*، *06*(01).

16- أماني خضر شلتوت. (2009). *تنمية الموارد البشرية كمدخل إستراتيجي لتعظيم الإستثمار في العنصر البشري دراسة حالة موظفي الوكالة في قطاع غزة*. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، قسم إدارة الأعمال، غزة، فلسطين.

17- أمجد ابراهيم البراجنة. (2009). *إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية*. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية ، قسم المحاسبة والتمويل، غزة.

18- بشير سعدون حسن. (2022). تأثير الاستثمار الاجنبي الغير مباشر في القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية*، *18*(59).

19- بن طرشة نريمان هاجر، يحياوي سليمان. (2021). دور الاستثمار في رأس المال البشري في تنمية البنوك الاسلامية مجموعة البركة المصرفية. *مجلة الابتكار والتسويق*، *08*(01).

20- بن عمومة همامة، ضيف الله نسيمة. (ماي, 2013). أثر الاستثمار في رأس المال البشري على تنافسية المؤسسة. *مجلة دفاتر بوادكس*(العدد02).

21- بن قدورة أشواق. (2013). *تقييم المؤسسات وفق لرأس المال الغير المادي*. الأردن: دار الراية للنشر والتوزيع .

22- جاك فيلب روستون. (2003). *الإستثمار البشري أدوات وخطوات قياس العائد*. مصر : إصدارات القاهرة.

23- جمال صافي، محمد خيثر. (2020). دور نظام الحوافز في تحقيق الرضا الوظيفي للموارد البشرية بالمؤسسة العمومية الإقتصادية الجزائرية. *مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، 16*(23).

24- حامد هاشم محمد الراشدي. (2017). *إدارة رأس المال الفكري بالمؤسسات التعليمية*. السعودية: دار طيبة الخضراء للنشر والتوزيع.

25- حسين جواد كاظم، أحمد عبد الكريم محمد الياسين. (2020). محددات القيمة السوقية للأسهم- دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015-2018. *مجلة العلوم الإقتصادية، 15*(58).

26- حماد طارق عبد العال. (2000). *التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية*. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

27- حمداوي وسيلة. (2004). *ادارة الموارد البشرية*. الجزائر: مديرية النشر لجامعة قالمة.

28- حنان حراث، صالح عياد. (2018). أثر البرامج الاستثمارية في تطوير السياحة الداخلية لتحقيق الميزة التنافسية دراسة قياسية ومقارنة بين تونس والجزائر . *الملتقى الدولي الخامس السياحة الداخلية بين الواقع والمعمول*. المركز الجامعي أحمد زبانة،، غليزان، الجزائر.

29- حنان رضوان حلوة. (2003). *بدائل القياس المحاسبي المعاصر*. الأردن،عمان: دائر الوائل.

30- خيضر كاظم حمود،ياسين كاسب الخرشنة. (2011). *إدترة الموارد البشرية* (المجلد ط03). عمان: دار الكسيرة.

31- رزق الله نرجس. (2022). *أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة السوقية للشركات دراسة حالة ستق قطر للأوراق المالية*. أطروحة دكتوراه، جامعة العربي التبسي، قسم المالية والمحاسبة، تبسة.

32- رزقي محمد. (2018). *تحليل تأثير رأس المال الفكري على الأداء المالي للمؤسسة دراسى تجريبية على عينة من المؤسسات الجزائرية*. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، اقتصاد تسيير المؤسسة، بسكرة.

33- رنا البطرني. (2021). أثر مؤشرات الأداء البنكي في أسعار الأسهم دراسة تطبيقية في البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية. *المجلة العلمية لكلية الدراسات الإقتصادية والعلوم السياسية، 06*(12).

34- زيد حياة. (2015). *دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية(الأردن، السعودية،فلسطين)*. مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

35- زينب تمرابط، حسناء مشري. (2021). أثر كفاءة رأس المال الفكري على الأداء الملي لشركات صناعة الأدوية المدرجة في بورصة الجزائر دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2012-2019. *مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، 06*(01).

36- سامر فخري محي الدين عبيدات. (2008). *استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية دراسة تطبيقية في بورصة عمان*. رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، قسم التمويل والمصارف، الأردن.

37- سامية بعيسى. (2018). *الاستثمار في رأس المال البشري كمحدد لتطوير المؤسسات الإقتصادية الخاصة في العصر الرقمي*. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، بسكرة.

38- سعاد عبود. (2019). قياس رأس المال البشري قياس ما لا يمكن قياسه. *مجلة دراسات، 16*(01).

39- سلماني عادل. (2023). آليات تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات داخل سوق رأس المال. *مجلة إدارة الأعمال والدراسات الإقتصادية، 09*(01).

40- سمير عبد الصاحب ياره. (سبتمبر, 2018). دور رأس المال البشري في تعظيم قيمة العائد على الموجودات- دراسة تحليلية في عينة من المصارف العراقية الخاصة. *مجلة الإدارة و الاقتصاد، 41*(117)، 126-138.

41- سهيل مقابلة. (2013). *كيف تستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان* (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار الراية للنشر والتوزيع.

42- سيد محمد جاد الرب. (2009). *إدارة الموارد البشرية، مدخل إستراتيجي لتعظيم القدرات التنافسية*. القاهرة: دار الفكر العربي.

43- شتاتحة عائشة. (2019). *الأولوية التي يحتلها رأس المال البشري في ظل اقتصاد المعرفة*. عمان: دار اليازوري للنشر والتوزيع.

44- صلاح الدين عبد الباقي. (2000). *الموارد البشرية*. مصر: الدار الجامعية.

45- طارق طه أحمد بسيوني. (جويلية, 2022). أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية للشركة. *مجلة البحوث المالية والتجارية، 23*(03).

46- طارق عبد العال حماد. (2002). *تقدير قيمة بنك لأغراض الإندماج أو الخصخصة*. مصر: الدار الجامعية.

47- طارق عبد العال حماد. (2007). *التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة*. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

48- طارق عبد العال.حماد. (2000). *دليل الإستثمار في بورصة الأوراق المالية*. القاهرة،مصر: الدار الجامعية.

49- طه بن الحبيب. (2018). أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية خلال الفترة 2005-2015. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*.

50- عادل بوطلالة. (2016). دور كفاءة سوق رأس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014. *مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، 03*(02).

51- عادل سلطاني. (2021). دور محاسبة الموارد البشرية في تقييم رأس المال البشري. *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، 06*(01).

52- عادل محمد حسن. (2015). *القياس والإفصاح ودورهما في محاسبة تكاليف الموارد البشرية في القطتع المصرفي*. القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية.

53- عاطف وليم اندراوس. (2008). *أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها*. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.

54- عبد الحميد حفيظ. (2004). *أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها:دراسة حالة بورصة الجزائر*. رسالة ماجستير، جامعة العربي التبسي، تخصص مالية، تبسة.

55- عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب. (2006). *التحليل المالي وتقييم الأسهم: دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية*. أبو ظبي الشارقة: هيئة الأوراق المالية والسلع.

56- عبد السلام بلبابي، حسين بن العارية. (2017). قياس القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الإستثمارية: دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2016. *مجلة المؤشر للدراسات الإقتصادية، 01*(04).

57- عبد الصمد سميرة. (2016). *دور الاستثمار في رأس المال البشري وتطوير الكفاءات في تحقيق الأداء المتميز بالمنظمات دراسة حالة شركة الإسمنت عين توتة بباتنة*. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، قسم علوم التسيير، تخصص الموارد البشرية، بسكرة.

58- عبد العزيز بدر النداوي، فاطمة موسى عمران. (25 أفريل, 2013). أثر القيادة التحويلية على إستثمار رأس المال البشري في قطاع الإتصالات الأردنية دراسة ميدانية. *الملتقى الدولي العلمي السنوي 12 للأعمال: رأس المال البشري في إقتصاد المعرفة*.

59- عبد المنعم سيدعلي، نزار سعد الدين العيسى. (2004). *النقود والمصارف والأسواق المالية* (الإصدار ط.1). عمان، الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

60- عبد الناصر نور، كاميليا المومني. (2021). أثر رأس المال البشري على العائد على حقوق الملكية في المصارف التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. *النجاح مجلة البحوث الجامعية، 35*(09).

61- عثمان ابراهيم يعقوب إسماعيل، الصالح هلال يوسف. (2016). إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية : دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. *مجلة العلوم و التقانة في العلوم الاقتصادية، 17*(02).

62- علي السلمي. (2001). *إدارة الموارد البشرية الإستراتيجية*. مصر: دار غريب.

63- علي عبد الرزاق العبودي، سعود جايد مشكور، جعفر فالح ناصر. (2019). أثر قياس كفاءة رأس المال الفكري على الأداء المالي للوحدات الإقتصادية دراسة في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة المثنى للعلوم الإدارية والإقتصادية، 09*(04).

64- عماد الدين ابراهيم. (2021). استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية. *المجلة العربية للإدارة، 43*(02).

65- عماد الدين ابراهيم علي. (2023). استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية. *المجلة العربية للإدارة، 43*(02).

66- فاطمة بن شنة. (2022). دور المعلومات المنشورة في تفسير أسعار الأسهم دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2020. *مجلة الباحث، 22*(01).

67- فراس خضير الزبيدي. (2014). العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم"دراسة عينة من الشركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، 16*(02).

68- فيصل شياد. (2022). أثر الإستثمار في رأس المال الفكري على الأداء المالي للمصارف السعودية. *مجلة دراسات تجارية، 21*(01).

69- فيصل محمود الشواوره. (2008). *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان.* عمان: دار وائل للنشر .

70- قدوش نوره. (2023). *أثر الإستثمار في رأس المال البشري على إنتاجية المؤسسة الإقتصادية دراسة حالة شركة الإسمنت تبسة.* أطروحة دكتوراه، جامعة 08 ماي 1945، علوم التسيير، إدارة الأعمال، قالمة.

71- كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجة، الشمري حسنين راغب طلب. (2013). قياس القيمة العادلة للأسهم العادية بإستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، 09*(29).

72- ليلى بوحديد، إلهام يحياوي. (2013). قياس عائد الإستثمار في تدريب رأس المال البشري في ظل إقتصاد المعرفة. *مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 06*(10).

73- محمد احمد شحاده. (2021). أثر نسب الربحية على القيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية الدوائيةالمساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان من 2014 الى 2018. *مجلة الجامعة الإسلامية للدارسات الاقتصادية والإدارية، 29*(02).

74- محمد سعيد سلطان. (2003). *ادارة الموارد البشرية.* الاسكندرية: الدار الجامعية الجديدة.

75- محمد سليم العيسى ، محمد هلال العيشات، ليث أكرم القضاة. (2017). العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان. *مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، 08*(02).

76- محمد سمير محمد المتولي. (2021). تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 12*(04).

77- محمد صالح الحناوي. (2004). *الإستثمار في الأسهم والسندات*. الإسكندرية،مصر: الدار الجامعية.

78- محمد عبد الحفيظي،سلطاني عادل. (2014). كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال. *مجلة البديل الإقتصادي، 01*(02).

79- محمد عبد الفتاح العشماوي. (بلا تاريخ). قياس تكلفة الموارد البشرية –المفاهيم وطرق القياس–. *المؤتمر العربي الأول: إدارة الموارد البشرية –الإتجاهات المعاصرة والحديثة* . مصر .

80- محمد علي العامري. (2007). *الإدارة المالية* (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار المنهاج للنشر والتوزيع.

81- محمد محمد ابراهيم. (2009). *ادارة الموارد البشرية*. مصر: الدر الجامعية.

82- مدفوني مليكة. (2018). *الاستثمار في رأس المال البشري لدعم القدرة التنافسية واشكالية تقييمه– دراسة حالة مؤسسة مناجم الفوسفات somiphos تبسة*. أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف.

83- مروى جوال. (2019). *تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الإقتصادية–دراسة حالة–*. أطروحة الدكتوراه، جامعة العربي بن مهيدي، قسم علوم التسيير، أم البواقي.

84- مسعد خالد. (2023). *أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية على أدوات تمويل إسلامية دراسة قياسية على عينة من الشركات المالية للفترة 2010–2021*. جامعة أبي بكر بلقايد، تخصص مالية مؤسسة. تلمسان.

85- معتز كامل الزعبي، ينال محمد خير النسور. (2022). أثر مستوى الإفصاح الإختياري على القيمة السوقية في البنوك التجارية الأردنية. *مجلة جامعة عمان العربية للبحوث، 07*(02).

86- مليكة مدفوني. (27 جوان, 2017). دراسة أثر الاستثمار في رأس المال البشري على ربحية مؤسسة مناجم الفوسفاط بإستخدام منهجية معامل القيمة المضافة. *مجلة دراسات وأبحاث، 09*(27).

87- منير ابراهيم هندي. (1993). *الأوراق المالية وأسواق رأس المال*. الاسكندرية، مصر: منشأة المعارف.

88- مها مصطفى جانكيربك. (2018). الاستثمار في رأس المال البشري مدخل للتميز دراسة ميدانية في عينة من المصارف التجارية في مدينة الموصل. *تنمية الرافدين، 118*(37).

89- مهدي حسن زويلف. (2011). *إدارة الأفراد* (المجلد ط1). الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

90- نادية أبو العزم السيد حسن. (2012). أنواع الأسهم و أحكام التعامل بها. *مجلة البحوث القانونية والاقتصادية والشرعية، 18*(51).

91- نصيب رجم، لمياء عماني، سمية بن علي. (2018). *تقييم المؤسسات*. الجزائر: الدار الجزائرية.

92- نعيم ابراهيم الطاهر. (2009). *تنمية الموارد البشرية*. الأردن: علم الكتب الديثة للنشر والتوزيع.

93- نورة قدوش. (2023). *أثر الإستثمار في رأس المال البشري على إنتاجية المؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة شركة الإسمنت تبسة-*. أطروحة دكتوراه، جامعة 8ماي 1945، قسم علوم التسيير، قالمة.

94- نورس كاظم عبيد العارضي. (2018). *استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للسهم-دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية*. رسالة ماجستير، جامعة القادسية، قسم المجاسبة، العراق.

95- هاني جودت السويركي. (2021). أثر اليات الحوكمة في القيمة السوقية دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة قلسطين. *مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، 29*(03)، 107-132.

96- هبة عامر عيسى الجعفري، فاضل سعد البطاط. (2022). أثر كفاءة سوث رأس المال في القيمة اليوقية للأوراق المالية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019. *مجلة العلوم الإقتصادية، 17*(95).

97- يوسف حسن يوسف. (2014). *الصكوك المالية وأنواعها*. مصر: دار التعليم الجامعي.

98- *موقع بورصة عمان*. (10 ,01 ,2025). تم الاسترداد من https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/mn-nhn

المراجع باللغة الأجنبية:

1- Angela Baron, M. A. (2007). *Human capital management: achieving added value through people*. USA: Kogan Page Publishers.

2- Angi Skhvediani, A. K. (2023). The Impact of Intellectual Capital on the Firm Performance of Russian Manufacturing Companies. *Risks*, *11*(76), 01-25.

3- Anik malikah, U. n. (2024). intellectual capital and value firm: a systematic literature review. *International Journal Of Humanities Education And Social Sciences, 03*(04).

4- archer, s. h. (1979). *financial management an introduction.* new york: Wiley Series in Finance.

5- armstrong, M. (2006). *a handbook of human resource management practice* (Vol. 10th edition). london: kogan page.

6- Ateej B, A. a. (2014). the extent to which human resources managers in knpc beleive in human investment. *international business research, 07*(04).

7- Azlina Rahim, R. A. (2017). Human Capital Efficiency and Firm Performance: An Empirical Study on Malaysian Technology Industry. *36,00026.* SHS Web of Conferences.

8- B.Horiyappa. (2008). *investment management securities and portfolio management.* New Age International Publisher.

9- bodie zvi, r. m. (2014). *finance* (éd. 3ed). paris: nouveaux horisons_ARS.

10- Budhathoki, P. B. (2020). The Impact of the Debt Ratio, Total Assets, and Earning Growth Rate on WACC: Evidence from Nepalese Commercial Banks. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 15*(02).

11- cesen, T. (2004). *human capital un human economics.* doctoral dissertation, univeersity of primorska, faculty of management, Slovania.

12- chapelle, P. d. (2007). *l'evaluation des entreprises.* paris: Economica.

13- Dhaoui, E. (2013). Human capital investment through education and training: an overview. *International journal of humanities ad social science invention, 02*(05).

14- Domenico Celenza, F. R. (2012, November). The Relationship Between Intellectual Capital (IC) and Stock Market Performance: Empirical Evidence From Italy. *Journal of Modern Accounting and Auditing, 08*(11), 1729-1741.

15- Elaine Hadley, A. J. (2019). *from political economy to economics through nineteeth centery literature reclaiming the social.* Switzerland.

16- Elita Jermolajeva, D. Z. (2013). Investments in the human capital for sustainable development of lativa. Latvia: daugavpils university presses.

17- Enas Mahmoud Sa'ed Alabood, M. Y. (2023). , THE IMPACT OF INTELLECTUAL CAPITAL ON THE FINANCIAL PERFORMANCE IN INSURANCE FIRMS LISTED IN AMMAN STOCK EXCHANGE: Using the (VAIC) Model. *International Journal of Professional Business Review, 08*(05), 01-17.

18- Federico Gagliolo, G. C. (2020). Value Stocks and Growth Stocks: A Study of the Italian Market. *International Journal of Economics and Financial Issues, 10*(03).

19- Flamholtz, E. (1999). *Human ressources accounting: Advences in concepts* (Vol. 3rd edition). USA: Cluwer Academic Publishers.

20- gilly, A. (2009). *the praeger handbook of human resource management.* USA: greenwood publishing group.

21- Gitagia, F. K. (2020). *financial management decisions and firm value of selected firms listed at nairobi securities exchange.Kenya*. phd thesis, Kenyatta university, department of accounting and finance, kenya.

22- Gökhan Özer İlhan Çam .(2022) .intellectual capital and firm value: an investigation of turkish manufacturing companies .*Istanbul Business Research*.(01)*51* ،

23- Harmono Harmono) .October , 2023 .(relation between intellectual capital, firm performance and leverage with firm values: empirical evedent from Indonesia .*Journal of Economics, Finance and Management Studies* ، .(10)*06*

24- Idah naile, j. s. (2014). the role of leadership in employee motivation mediterranean. *journal of social sciences mcser publishing, 05*(03).

25- Ingram, R. W. (2003). *financial accounting: information for decisions* (2nd Edition ed.). Mc graw hill.

26- IVS1, i. v. (2005). Market value basis of valuation. *seventh edition*.

27- jarrige, H. (2001). *la bourse: comment gerer ou surveillela gestion d'une portefeuille.* france: edition de puits fleuri.

28- Jian Xu, F. L. (2020). The impact of intellectual capital on firm performance: a modified and extended VAIC model. *Journal of competitiveness, 12*(01), 161-167.

29- Joseph Antoine, m. c. (2010). *Dictionnaire des marchés financiers.* Belgique: eurl pages bleu internationales.

30- Josua Tarigan, S. L. (2019). The impacts of intellectual capital on financial performance: an evidence from Indonesian manufacturing industry. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship, 05*(01), 65-76.

31- Kehinde Adesina, U. U. (2017). Divended policy and share price valuation in nigerian banks . *Macroeconomics and monetary economics, 01*(36).

32- kenny, A. (2018). effect of intellectual capital, corporate sustainability disclosure, and corporate governance to the value of the company:empirical study on registered SOE in Indonesia stock exchange. *journal ilmu manajement and ekonomika, 10*(02).

33- Kohli, N. K. (2019, december). Performance analysis of blue chip companies through stock analysis. *Oorja, 17*(02).

34- L Yaping, J. J. (2007). human capital investment for firm: an analysis. *management science and engineering, 01*(02).

35- Le Hoang Vinh, N. H. (2024). Financial leverage, state ownership, and firm value: the case of non-financialfirms listed in veitnam. *Journal of International Economics and Management, 24*(01).

36- maditinos Dimitrios, D. c. (2011). The impact of intellectual capital on firms market value and the financial performance. *journal of intellectual capital, 12*(01).

37- Mahmoud odat, r. b. (2022). the role of intellectual capital in firms performance and market value:evidence from jordan. *International Journal of Management and sustainability, 11*(04).

38- Mohammad Pasban, S. H. (2016). A Review of the Role of Human Capital in the Organization. *3rd International Conference on New Challenges in Management and Organization: Organization and Leadership*. dubai: Procedia - Social and Behavioral Sciences.

39- Mohammad, H. S. (2021). The Interaction Effect of Human Capital Efficiency on the Nexus between Intellectual Capital and Profitability: Evidencefrom Malaysian SMEs. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences, 11*(01), 183-200.

40- Nemiraja Jadiyappa, Anto Joseph Garima Sisodia .(2021) .the relationship between human capital and firm value: evidence from indian firms .*Cogent Economics & Finance*.(01)*09* ،

41- Nia gusana, E. m. (2021). the effect of intellectual capital on financial performance financial sector listed on indonesian stock exchange. *Advances in Economics, Business and Management Research*(vol 179).

42- Nisha Kohli, G. C. (2008). corporate governance and valuation: evidence from selected indian companies. *International Journal of Disclosure and governance, 05*(03).

43- Nugi Mohammad Nugraha, M. R. (2019). The Effect of Cash Flows, Company size, and profit on stock prices in SOE companies listed on bei for the 2013-2017 period. *International Journal of Innovation, Creativity and Change, 06*(07).

44- Nur fazrina sijol, A. b. (2018). impact of dividend policy on shareholder's wealth:a study on manufacurting industry listed in NASDAQ america. *international journal accounting and business management, 04*(02).

45- oniojo, e. a. (2014). Strategic role of human resoource training and development on organizational effectiveness in nigerian banking industries. *Global journal of human resource management, 02*(04).

46- organization for economic co operation and development, (OECD). (1998). human capital investment an international comparison. paris: centre for educational research and innovation.

47- ostroff, C. (1992). the relationship between satisfaction, attitudes and performance: an organizational level analysis. *journal of applied psychology, 77*(06).

48- parameswaran, S. (2011). *fundamentals of financial instrument: an introduction to stocks, bonds, foreign exchange, and derivatives.* singapore: John Wiley & Sons Singapore.

49- Paunović, M. (2021). The Impact of Human Capital on Financial Performance of Entrepreneurial Firms in Serbia. *Journal of Sustainable Business and Management Solutions in Emerging Economies, 26*(02), 29-46.

50- Pirjo stahle, S. S. (2011). value added intellectual coefficient VAIC: a critical analysis. *Journal of Intellectual Capital, 12*(04), 247-268.

51- pulic, A. (2008, june). the principles of intellectual capital efficiency. *abrief description*. Croatia: cetar za intelektualni capital.

52- Pulic, A. (2000, january). VAIC™ an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management, 20*(05).

53- Pulic, A. (2008). The Principles of Intellectual Capital Efficiency - A Brief Description. *Centar za intelektualni kapital*.

54- Rizwan ahmed, s. u. (2023). the implications od liquidity ratios evidence from pakistan stock exchange limited. *the quarterly review of economics and finance, 87*.

55- Robert Edwards, J. M. (2001). *technical analysis of stock trends* (8th ed ed.). New york: St lucie press.

56- Robert, m. z. (2011). *finance 3e edition.* paris: nouveaux horizon,pearson.

57- S. Kushwaha, S. C. (2023). Impact of GDP and Inflation on Stock Market in India: A Case Study of BSE Index. *BMC Journal of Scientific Research, 06*(01).

58- SAYILIR, Ö. (2020). Financial Markets & Institutions. *Copyright by Anadolu University*.

59- Schmidt, J. (2017). *corporate finance valuation*. Retrieved 05 05, 2024, from https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/valuation/

60- Shubita, M. F. (2019). Intellectual capital and market value: evidence from Jordan. *Investment Management and Financial Innovations, 16*(04), 37-45.

61- shubitah, m. f. (2019). Intellectual capital and market value:evidence from Jordan. *Investment Management and Financial Innovations, 16*(04), 37-45.

62- Sigit Hermawan, N. R. (2021, November). Intellectual Capital, Market Value, and Financial Performance: Indonesia and Malaysia's Banking Companies. *journal of accounting and strategic finance, 04*(02), 135-151.

63- taylor, M. a. (2014). *armstrong hand book of human recourse management practice.* UK: Britsh library cataloguing.

64- Veliota Drakopoulou .(2016) .A Review of Fundamental and Technical Stock Analysis Techniques .*Journal of Stock & Forex Trading*.(01)*05* ،

65- Vladimir Moiseev, Z. a. (2022). Human Capital as the Market Value of a Geomarketing and Transport System. In *Networked control systems for connected and automated vehicles* (Vol. volume2).

66- William, G. (2002). *econometric analysis* (5 ed ed.). New Jersey: Upper Saddle River.

67- Xu, J. &. (2020). The Impact of Intellectual Capital on Firm Performance: A Modified and extended vaic model. *Journal of Competitiveness, 12*(01), 161-176.

68- Yusuf, I. (2015). The relationship between human capital efficiency and financial performance: an empirical investigation of quoted nigerian banks. *Journal of Finance and Accounting, 04*(04), 147-155.

69- Zhongqiang, B. (2014). Study on the Impact of Inflation on the Stock Market in China. *International Journal of Business and Social Science, 05*(07).

70- ziarko, A. r. (2015). the infulance of profitability ratios and company size on profitability and investment risk in the capital market. *folia oeconomica stetinensia, 15*(01).

الملاحق

الملحق رقم 01: بيانات الدراسة

CO	DATE	∑ MV	HCE	CEE	SCE	حجم الشركة	الرافعة المالية
1	2013	3.260	1.4942	0.03830	0.3307	8.8495	86.991
1	2014	2.980	2.1577	0.05418	0.5365	8.9127	89.140
1	2015	2.650	3.0564	0.07528	0.6728	8.9561	87.893
1	2016	2.430	2.5830	0.06316	0.6128	8.9739	87.830
1	2017	1.770	2.3190	0.0544	0.5687	9.0294	88.940
1	2018	1.190	2.4238	0.0513	0.5874	9.0010	87.679
1	2019	1.220	2.7030	0.0620	0.6300	8.9833	87.201
1	2020	1.210	2.5598	0.0646	0.6093	9.003	87.519
1	2021	1.160	2.6503	0.0618	0.6226	9.0233	87.439
1	2022	2.200	3.0627	0.0707	0.6734	9.0123	86.381
2	2013	4.850	2.7873	0.0341	0.6411	9.2469	92.939
2	2014	4.450	2.2671	0.0379	0.6497	9.2549	91.718
2	2015	4.250	2.8708	0.0676	0.6516	9.1082	86.785
2	2016	3.420	3.1474	0.0713	0.6822	9.0945	84.149
2	2017	2.560	2.9895	0.0633	0.6655	9.1361	84.350
2	2018	2.270	3.2654	0.0664	0.6937	9.1584	84.037
2	2019	3.230	3.2148	0.0822	0.6889	9.1109	80.878
2	2020	2.500	1.1607	0.0321	0.7315	9.039	80.257
2	2021	3.430	3.7247	0.0789	0.7315	9.0946	78.879
2	2022	5.350	5.4658	0.1006	0.8170	9.1790	77.639
3	2013	4.100	5.328	0.2173	0.8123	8.9629	41.104
3	2014	3.510	5.339	0.2370	0.8127	8.7695	39.728
3	2015	3.510	3.594	0.1879	0.9721	8.7615	43.097
3	2016	2.310	3.233	0.2197	0.6906	8.7933	56.836
3	2017	2.140	4.1362	0.2381	0.7582	8.8148	57.999
3	2018	1.390	4.0856	0.2334	0.7552	8.7953	56.121
3	2019	1.440	3.4155	0.2022	0.7072	8.8395	60.721
3	2020	1.470	3.7301	0.1545	0.7319	8.8391	60.316
3	2021	2.140	4.2876	0.2206	0.7667	8.8453	59.832
3	2022	2.350	5.2390	0.1892	0.8091	8.8708	59.824

4	2013	2.240	-0.3599	-0.3313	3.7782	7.5045	89.895
4	2014	2.290	-0.5977	-0.7783	0.2240	7.4761	75.842
4	2015	0.420	0.0278	0.0029	- 34.9543	7.4788	80.258
4	2016	1.080	1.1740	0.0891	0.1482	7.4870	80.408
4	2017	1.450	0.4401	0.0369	- 1.2719	7.5293	55.251
4	2018	1.610	1.2152	0.1442	0.1771	7.4825	54.596
4	2019	1.420	1.1539	0.1401	133.0000	7.4881	55.144
4	2020	1.980	1.4645	0.1547	0.3171	7.5016	55.110
4	2021	1.200	1.5136	0.1919	0.3393	7.4973	52.393
4	2022	0.480	1.3426	0.2068	0.2552	7.4874	49.657
5	2013	1.530	2.5977	0.0838	0.6150	7.5600	39.817
5	2014	1.310	2.3731	0.0809	0.6170	7.5633	41.420
5	2015	1.320	3.1324	0.0975	0.6807	7.5545	36.008
5	2016	1.580	3.4692	0.1092	0.9695	7.5504	33.468
5	2017	2.020	4.6738	0.1501	0.7860	7.5609	31.930
5	2018	1.660	3.7646	0.1287	0.7343	7.5463	27.850
5	2019	1.800	4.3347	0.1529	0.7693	7.5582	24.901
5	2020	1.800	3.4110	0.1060	0.7068	7.5625	28.496
5	2021	2.150	3.5394	0.1232	0.7174	7.5780	27.359
5	2022	2.390	4.5475	0.1461	0.7801	7.5948	23.638
6	2013	1.730	2.0564	0.3622	0.5137	7.3859	21.516
6	2014	1.760	2.0153	0.3840	0.5038	7.3783	17.198
6	2015	1.410	1.5252	0.4620	0.3443	7.3379	13.909
6	2016	1.570	1.7682	0.3976	0.4344	0.7336	13.998
6	2017	1.880	1.7939	0.4148	0.4425	7.3864	19.455
6	2018	2.030	1.7888	0.4256	0.4409	7.3069	18.073
6	2019	2.160	1.9084	0.4282	0.4760	7.3313	20.842
6	2020	1.730	0.4944	0.0842	- 1.0220	7.2178	32.875
6	2021	1.800	1.4981	0.1727	0.3325	7.1877	37.822
6	2022	1.750	1.9509	0.3106	0.4874	7.2437	35.454

7	2013	1.220	0.9768	0.0929	-0.0236	6.8562	36.239
7	2014	1.240	1.0564	0.1085	0.0534	6.8180	30.845
7	2015	0.910	1.4688	0.1633	0.3191	6.7918	25.787
7	2016	0.920	1.4296	0.2134	0.3005	6.7388	14.438
7	2017	0.990	4.5131	0.1494	0.7784	6.9761	46.769
7	2018	1.650	4.0850	0.1075	0.9755	7.0935	56.145
7	2019	1.680	2.4995	0.2131	0.5999	7.2277	63.523
7	2020	1.880	- 0.1154	-0.0064	0.1035	7.1704	72.644
7	2021	1.710	0.1528	0.0047	-0.1804	7.1525	82.792
7	2022	1.520	3.0129	0.1071	0.6681	7.1471	83.249
8	2013	0.790	4.6756	0.0427	0.7861	7.2256	17.844
8	2014	1.120	17.7435	0.1388	0.9436	7.3607	24.663
8	2015	0.820	16.2126	0.1273	0.9383	7.3370	25.628
8	2016	0.810	7.3950	0.0520	0.8647	7.3462	25.783
8	2017	0.730	18.5327	0.0782	0.9460	7.4852	22.358
8	2018	0.590	8.3787	0.0486	0.8806	7.4610	22.147
8	2019	0.490	7.7559	0.0353	0.8710	7.4989	28.482
8	2020	0.410	- 3.9781	-0.1720	1.2513	7.4595	28.800
8	2021	0.310	- 5.3663	-0.0181	1.1863	7.4204	36.631
8	2022	0.150	-50.3905	-0.2527	0.2169	7.1697	73.480
9	2013	2.900	1.7008	0.3749	0.4120	7.6020	34.272
9	2014	3.100	1.5692	0.3458	0.3627	7.6499	37.132
9	2015	2.990	1.5136	0.3243	0.3393	7.6923	39.438
9	2016	2.660	1.4333	0.2958	0.3023	7.7095	41.154
9	2017	1.980	1.4136	0.2920	0.2926	7.7104	39.668
9	2018	1.450	1.3809	0.2950	0.2758	7.7054	37.669
9	2019	1.180	1.3534	0.3060	0.2611	7.6919	36.027
9	2020	1.690	1.4521	0.2855	0.3113	7.7045	37.754
9	2021	2.120	1.4744	0.2970	0.3217	7.6875	36.176
9	2022	2.250	1.5001	0.2684	0.3334	7.7954	51.816

10	2013	4.500	2.3227	0.3106	0.5694	7.6225	16.444
10	2014	4.700	2.0552	0.2960	0.5134	7.6445	17.332
10	2015	4.600	1.7922	0.2496	0.4420	7.6668	20.848
10	2016	4.560	1.8435	0.2310	0.4575	7.6591	21.541
10	2017	4.460	1.7708	0.2239	0.4352	7.6475	19.630
10	2018	3.980	2.1088	0.2774	0.5258	7.6381	19.224
10	2019	2.950	1.8034	0.2658	0.4455	7.6163	16.232
10	2020	2.840	1.5414	0.2343	0.3530	7.6004	16.499
10	2021	3.310	1.7470	0.2655	0.4275	7.6152	16.990
10	2022	3.700	1.9176	0.2936	0.4785	7.6189	14.726
11	2013	5.520	1.9191	0.4245	0.4789	7.5651	22.597
11	2014	5.990	1.9727	0.4106	0.4931	7.6158	24.310
11	2015	6.260	1.8009	0.3764	0.4447	7.6394	25.527
11	2016	5.850	1.9455	0.3839	0.4859	7.6702	25.569
11	2017	6.020	1.9382	0.3685	0.4840	7.6839	24.867
11	2018	5.790	1.9064	0.3661	0.4775	7.6989	24.544
11	2019	4.600	1.9033	0.3473	0.4746	7.7140	22.119
11	2020	4.510	1.7096	0.3135	0.4150	0.7097	17.028
11	2021	4.100	1.7379	0.3103	0.4245	7.7155	15.387
11	2022	4.000	1.6217	0.2813	0.3833	7.7240	14.491
12	2013	3.470	1.6105	0.4142	0.3790	7.4338	20.268
12	2014	4.130	1.7190	0.4381	0.4184	7.4746	21.829
12	2015	4.900	1.6611	0.4144	0.3980	7.5217	28.934
12	2016	4.400	1.6203	0.4338	0.3828	7.5142	27.925
12	2017	4.140	1.5953	0.4414	0.3731	7.4892	25.104
12	2018	3.200	1.4227	0.3645	0.2971	7.4924	30.702
12	2019	1.550	1.3365	0.3247	0.2517	7.4836	32.423
12	2020	1.500	1.3009	0.2869	0.2313	7.4797	30.946
12	2021	1.840	1.1538	0.2447	1.333	7.4592	29.548
12	2022	1.760	1.1185	0.2361	0.1060	7.4565	28.839

13	2013	5.610	39.7251	0.1361	0.9748	7.5908	27.598
13	2014	5.510	77.2883	0.1931	0.9870	7.5607	17.917
13	2015	4.470	51.2689	0.1735	0.9804	7.5431	12.291
13	2016	3.570	45.4719	0.1700	0.9780	7.5397	9.829
13	2017	4.590	42.6270	0.1519	0.9765	7.5431	9.719
13	2018	3.950	31.3354	0.1149	0.9681	7.5318	8.803
13	2019	3.160	23.0253	0.0952	0.9565	7.5284	13.766
13	2020	2.280	4.4023	0.0146	0.7728	7.4642	10.468
13	2021	2.020	1.9288	0.0064	0.4815	7.5041	23.974
13	2022	2.660	8.6310	0.0452	0.8841	7.5198	28.547
14	2013	1.900	10.6027	0.0424	0.9056	7.8845	19.726
14	2014	1.670	12.5942	0.0509	0.9205	7.8910	19.863
14	2015	1.310	3.7693	0.0455	0.8981	7.8759	18.340
14	2016	1.350	12.0388	0.0585	0.9169	7.8842	20.223
14	2017	1.180	7.5837	0.0341	0.8681	7.9050	26.913
14	2018	0.950	5.5014	0.0270	0.8182	7.8813	26.585
14	2019	0.840	14.7474	0.0767	0.6206	7.8918	27.724
14	2020	0.870	-14.7474	-0.0680	1.0678	7.8348	32.396
14	2021	0.890	4.5360	0.0221	0.7795	7.8666	31.702
14	2022	0.830	4.1168	0.0274	0.7570	7.8119	24.179
15	2013	2.240	2.0809	0.1821	0.5194	7.7320	5.653
15	2014	2.220	2.0328	0.1873	0.5080	7.7340	5.352
15	2015	2.320	1.9635	0.1824	0.4907	7.7366	5.736
15	2016	2.390	1.9465	0.1762	0.4862	7.7442	6.159
15	2017	2.410	1.8586	0.1701	0.4619	7.7399	5.389
15	2018	2.420	1.6326	0.1560	0.3875	7.7304	5.106
15	2019	2.430	1.3831	0.1177	0.2770	7.7702	13.202
15	2020	2.030	0.2821	0.0120	-2.5438	7.7751	20.271
15	2021	1.900	1.2731	0.0526	0.2145	7.8003	26.771
15	2022	2.010	1.8417	2.1880	0.4570	7.8072	25.216

16	2013	1.740	5.8790	0.1604	0.8290	7.3457	5.685
16	2014	1.830	5.8790	0.1650	0.8299	7.3374	4.564
16	2015	2.990	4.2395	0.1264	0.7641	7.3186	3.087
16	2016	2.000	2.9384	0.0867	0.6596	7.3112	3.260
16	2017	1.590	3.1236	0.1091	0.6798	7.3328	3.816
16	2018	2.260	3.3093	0.1150	0.6978	7.3383	4.341
16	2019	2.480	2.5544	0.7997	0.6085	7.3365	6.236
16	2020	2.500	0.5852	0.0158	-0.7087	7.2978	4.263
16	2021	1.930	2.4559	0.0644	0.5928	7.3124	5.977
16	2022	1.840	2.9184	0.1235	0.6573	7.3407	6.828
17	2013	0.540	12.6544	0.0590	0.9210	8.4066	26.493
17	2014	0.640	14.6644	0.0741	0.9318	8.3719	21.984
17	2015	0.500	10.7239	0.6130	0.9067	8.3436	18.149
17	2016	0.430	13.3223	0.0717	0.9249	8.3312	14.856
17	2017	0.440	16.4390	0.0784	0.9391	8.3292	11.760
17	2018	0.720	13.6798	0.0693	0.9268	8.3137	9.294
17	2019	0.610	14.4206	0.0750	0.9306	8.3246	10.557
17	2020	0.410	- 7.9506	-0.0363	0.8882	8.2800	12.584
17	2021	0.420	2.8783	0.0103	0.6525	8.2973	19.510
17	2022	0.450	16.1650	0.0628	0.9240	8.3141	21.312

الملحق رقم 02 : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

```
summarize mv mvbv hce cee sce size lev
```

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
mv	170	2.317529	1.413496	.15	6.26
mvbv	170	1.460944	.7716086	.35	5.067
hce	170	4.756804	10.62171	-50.3905	77.2883
cee	170	.1743498	.2268444	-.7783	2.188
sce	170	-19.20408	268.3515	-3495	133
size	170	7.742894	.9791759	.7097	9.2549
lev	170	35.73268	25.54347	3.087	92.939

الملحق رقم 03 : مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة

```
. correlate mv mvbv hce cee sce size lev
(obs=170)
```

	mv	mvbv	hce	cee	sce	size	lev
mv	1.0000						
mvbv	0.6306	1.0000					
hce	0.2184	-0.0885	1.0000				
cee	0.2650	0.0661	0.0243	1.0000			
sce	0.1015	0.0336	0.0338	0.0576	1.0000		
size	0.0219	-0.0421	0.0343	-0.1377	0.0203	1.0000	
lev	-0.0432	0.1433	-0.2405	-0.2782	-0.1321	0.4254	1.0000

الملحق رقم 04: نتائج تقدير نموذج الإنحدار التجميعي

```
. regress mv hce cee sce size lev
```

Source	SS	df	MS		
Model	44.1609308	5	8.83218616	Number of obs	= 170
Residual	293.496231	164	1.78961116	F(5, 164)	= 4.94
				Prob > F	= 0.0003
Total	337.657161	169	1.99797137	R-squared	= 0.1308
				Adj R-squared	= 0.1043
				Root MSE	= 1.3378

mv	Coefficient	Std. err.	t	P>|t|	[95% conf.	interval]
hce	.030889	.0101138	3.05	0.003	.0109191	.050859
cee	1.764063	.472966	3.73	0.000	.8301748	2.69795
sce	.000476	.0003884	1.23	0.222	-.0002909	.001243
size	.0125229	.1180057	0.11	0.916	-.2204835	.2455293
lev	.0055138	.0048371	1.14	0.256	-.0040373	.0150649
_cons	1.578189	.8651872	1.82	0.070	-.1301533	3.286531

الملحق رقم 05: نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

```
. xtreg mv hce cee sce size lev, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       170
Group variable: companies                       Number of groups   =        17

R-squared:                                      Obs per group:
     Within  = 0.1437                                         min =        10
     Between = 0.0134                                         avg =      10.0
     Overall = 0.0397                                         max =        10

                                                F(5,148)           =      4.97
corr(u_i, Xb) = -0.0861                         Prob > F           =    0.0003

------------------------------------------------------------------------------
          mv | Coefficient  Std. err.      t    P>|t|     [95% conf. interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         hce |   .0328905   .0072486     4.54   0.000     .0185663    .0472147
         cee |  -.0326632   .2859145    -0.11   0.909    -.5976654    .5323389
         sce |    .000342   .0002068     1.65   0.100    -.0000667    .0007508
        size |    .073207   .0754166     0.97   0.333    -.0758254    .2222394
         lev |   .0072331     .00619     1.17   0.244    -.0049992    .0194654
       _cons |   1.348048   .6044247     2.23   0.027     .1536307    2.542465
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.2683322
     sigma_e |   .6817442
         rho |  .77584364   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u i=0: F(16, 148) = 30.22                     Prob > F = 0.0000
```

الملحق رقم 06: نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية

```
. xtreg mv hce cee sce size lev, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs      =       170
Group variable: companies                       Number of groups   =        17

R-squared:                                      Obs per group:
     Within  = 0.1426                                         min =        10
     Between = 0.0237                                         avg =      10.0
     Overall = 0.0507                                         max =        10

                                                Wald chi2(5)       =     24.50
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                      Prob > chi2        =    0.0002
```

mv	Coefficient	Std. err.	z	P>|z|	[95% conf.	interval]
hce	.0319546	.0071695	4.46	0.000	.0179026	.0460066
cee	.0604048	.2866602	0.21	0.833	-.5014388	.6222484
sce	.0003438	.0002086	1.65	0.099	-.000065	.0007526
size	.0674547	.075404	0.89	0.371	-.0803344	.2152437
lev	.0057218	.005607	1.02	0.308	-.0052677	.0167113
_cons	1.434849	.6523391	2.20	0.028	.1562874	2.71341
sigma_u	1.1164529					
sigma_e	.6817442					
rho	.72839897	(fraction of variance due to u_i)				

الملحق رقم 07: نتائج اختبار Lagrange Multiplier

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        mv[companies,t] = Xb + u[companies] + e[companies,t]

        Estimated results:
                         |       Var     SD = sqrt(Var)
                ---------+-----------------------------
                      mv |   1.997971        1.413496
                       e |   .4647752        .6817442
                       u |   1.246467        1.116453

        Test: Var(u) = 0
                                  chibar2(01) =   338.63
                              Prob > chibar2 =   0.0000
```

الملحق رقم 08: نتائج اختبار hausman لنموذج الدراسة

	Coefficients (b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
hce	.0328905	.0319546	.0009359	.0015236
cee	-.0326632	.0604048	-.093068	.0375555
sce	.000342	.0003438	-1.75e-06	.0000156
size	.073207	.0674547	.0057523	.0113903
lev	.0072331	.0057218	.0015113	.002782

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from **xtreg**.
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from **xtreg**.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(**5**) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= **8.50**
Prob > chi2 = **0.1310**

الملحق رقم 09: اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج الدراسة

```
. sktest resid
```

Skewness and kurtosis tests for normality

Variable	Obs	Pr(skewness)	Pr(kurtosis)	Joint test Adj chi2(2)	Prob>chi2
resid	**170**	**0.1924**	**0.3406**	**2.64**	**0.2667**

الملحق رقم 10: نتائج اختبار الإرتباط الذاتي للأخطاء (Serial Correlation):

```
. xtserial mv hce cee sce sce size lev

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first order autocorrelation
    F(  1,      16) =     94.174
          Prob > F =      0.0000
```

الملحق رقم 11: نتائج إختبار عدم ثبات التباين لنموذج الدراسة Heteroskedasticity

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (17)  =    1579.70
Prob>chi2 =      0.0000
```

الملحق رقم 12: نتائج تقدير نموذج الدراسة بإستخدام طريقة Robust Standard Error

```
. xtreg mv hce cee sce  size lev, re robust

Random-effects GLS regression                   Number of obs     =       170
Group variable: companies                       Number of groups  =        17

R-squared:                                      Obs per group:
     Within  = 0.1426                                         min =        10
     Between = 0.0237                                         avg =      10.0
     Overall = 0.0507                                         max =        10

                                                Wald chi2(5)      =  16458.79
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                      Prob > chi2       =    0.0000

                                  (Std. err. adjusted for 17 clusters in companies)
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
          mv |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         hce |   .0319546   .0114026     2.80   0.005     .0096059    .0543033
         cee |   .0604048   .2956229     0.20   0.838    -.5190055     .639815
         sce |   .0003438   .0000358     9.61   0.000     .0002737    .0004139
        size |   .0674547    .027049     2.49   0.013     .0144396    .1204698
         lev |   .0057218   .0069412     0.82   0.410    -.0078826    .0193263
       _cons |   1.434849   .3086575     4.65   0.000     .8298911    2.039806
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.1164529
     sigma_e |   .6817442
         rho |   .72839897   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
```