

أثر القدرة الائتمانية المقدرة بنموذج شيروود في هامش الربح: الدور الوسيط لهيكل  
رأس المال دراسة تطبيقية على شركات قطاع إنتاج الأغذية المدرجة بسوق المال  
السعودي خلال الفترة (2018-2022)

**The Impact of Creditworthiness Estimated by the Shirod  
Model on Profit Margin: The Mediating Role of Capital  
Structure An Empirical Study on Companies in the Food  
Production Sector Listed on the Saudi Stock Market During  
the Period (2018-2022)**

رياض علي إبراهيم المقدم

باحث ماجستير كليات الشرق العربي- الرياض - المملكة العربية السعودية

r.almaghem@gmail.com

أ.د/مصطفى صلاح محمد المقدم

أستاذ إدارة الأعمال المساعد كليات الشرق العربي- الرياض - المملكة العربية السعودية

[mseilmokadem@arabeast.edu.sa](mailto:mseilmokadem@arabeast.edu.sa)

**المستخلص :-**

هدفت هذه الدراسة للتعرف على الدور الوسيط لهيكل رأس المال للعلاقة ما بين القدرة الائتمانية باستعمال نموذج شيروود، وهامش الربحية لشركات قطاع إنتاج الأغذية المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي، خلال الفترة ما بين (2018-2022). استخدم أسلوب الحصر الشامل لشركات قطاع إنتاج الأغذية في سوق الأوراق المالية السعودي. واستخدمت البيانات المجمعة عن كافة الشركات محل الدراسة. وتم استخدام أسلوب انحدار الوسيط لاختبار فروض الدراسة. وكانت أهم نتائج الدراسة؛ وجود أثر موجب للقدرة الائتمانية في هامش الربحية للشركات محل الدراسة محل الدراسة، ووجود أثر موجب لهيكل رأس المال

في هامش الربحية، بينما يوجد اثر سالب للقدرة الائتمانية في هيكل رأس مال الشركات محل الدراسة مقاس بإجمالي الالتزامات الى حقوق الملكية ، كما تم التوصل إلى أن هيكل رأس المال وسيط جزئي بين القدرة الائتمانية وهامش الربحية. وخلصت الدراسة للعديد من التوصيات ومنها، ضرورة وجود توازن في هيكل التمويل، مع ضبط التكاليف، للمساهمة في رفع الربحية وبالتالي زيادة القدرة الائتمانية، وتقليل أعباء التمويل.

**الكلمات المحورية:** القدرة الائتمانية – هيكل رأس المال – هامش الربح – نموذج شيروود

### **Abstract :**

The aim of this study was to identify the mediating role of capital structure in the relationship between creditworthiness, using the Shirod model, and the profit margin of companies in the food production sector listed on the Saudi Stock Exchange during the period from 2018 to 2022. A census was used for companies in the food production sector on the Saudi Stock Exchange, utilizing aggregated data from all companies under study. The mediation regression method was employed to test the study hypotheses.

The main findings of the study revealed a positive impact of creditworthiness on the profit margin of the companies under study, as well as a positive effect of capital structure on the profit margin. However, there was a negative effect of creditworthiness on the capital structure of the companies, measured by the total liabilities to equity ratio. Additionally, it was concluded that

capital structure partially mediates the relationship between creditworthiness and profit margin.

The study concluded with several recommendations, including the necessity of achieving a balance in the financing structure, controlling costs to enhance profitability, thereby increasing creditworthiness and reducing financing burdens.

**Keywords: Creditworthiness – Capital Structure – Profit Margin – Shirod Model**

#### ١- المقدمة:

تعتبر القدرة الائتمانية من الموضوعات الأساسية التي تنير اهتمام الباحثين الماليين، لما لها من تأثيرات عميقة على الاقتصاد الوطني واستدامة أعمال جهات التمويل. منذ أوائل الربع الثاني من القرن الماضي، سعى الباحثون إلى تطوير طرق وآليات لقياس القدرة الائتمانية للشركات طالبة التمويل، مما أفضى إلى ظهور نماذج رياضية مبتكرة تسهم في تصنيف هذه الجهات وتقليل مخاطر التعثر (الحسناوي، ٢٠١٤).

تركزت هذه النماذج التنبؤية على تقييم استمرارية الشركات في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة، وتحديد مراحل الفشل المالي بشكل مسبق. من بين النماذج الأكثر شهرة، نجد نموذج شيروود ونماذج ألتمان ونموذج كيدا (خريفي، ٢٠٢١).

تؤثر مؤشرات الربحية بشكل كبير على القدرة الائتمانية، حيث تساهم زيادة أرباح الشركات في جذب التمويل من جهات الإقراض. كما أن الربحية تتأثر بشكل كبير بهيكل رأس المال، مما يدفع الإدارات المالية إلى اتخاذ قرارات استراتيجية حول هذا الهيكل. يرتبط القرار بالرفع المالي بعدد من العوامل، منها الداخلية مثل قدرة الشركة على تحقيق الأرباح ومدى قدرتها الائتمانية، والعوامل الخارجية مثل ظروف سوق الصناعة ومستويات التضخم ومؤشرات الفائدة (إبراهيم، أحمد، ٢٠٢٠).

تسعى هذه الدراسة إلى قياس أثر القدرة الائتمانية وهيكل رأس المال كمتغير وسيط على هامش الربح في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي، وخاصة في قطاع إنتاج الأغذية، خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٢.

## ٢- مشكلة وتساؤلات البحث:

يعتبر قطاع إنتاج الأغذية في السعودية من القطاعات الحيوية التي تلعب دوراً أساسياً في تحقيق الأمن الغذائي والتنمية الاقتصادية. ومع التغيرات المستمرة في السوق، تواجه الشركات تحديات تتعلق بالقدرة على المنافسة واستدامة الربحية. لذا، يعد فهم العوامل المؤثرة على أداء هذا القطاع أمراً ضرورياً. تعد القدرة الائتمانية مؤشراً رئيسياً على مدى قدرة الشركات على الحصول على التمويل اللازم لتوسيع عملياتها واستثمارها في مشاريع جديدة. في ظل التنافسية العالية في قطاع الأغذية، فإن الشركات التي تتمتع بقدرة ائتمانية جيدة تكون أكثر قدرة على التكيف مع التغيرات السوقية وتلبية احتياجات العملاء (إبراهيم، ٢٠٢٠). وتشير الدراسات إلى أن هيكل رأس المال يلعب دوراً محورياً في تحديد كيفية تأثير القدرة الائتمانية على هامش الربح. الشركات التي تمتلك هيكل رأس مال متوازن بين الديون وحقوق الملكية قد تتمكن من تحقيق هامش ربح أعلى، حيث أن استخدام الديون المنخفضة التكلفة قد يزيد من العائدات إذا كانت العوائد من الاستثمارات تفوق تكلفة الاقتراض (الحاج، ٢٠١٨). ففهم العلاقة بين القدرة الائتمانية وهيكل رأس المال وهامش الربح يساعد الشركات على اتخاذ قرارات استراتيجية أكثر فعالية. من خلال تحليل هذه العلاقات، يمكن للشركات تحديد كيفية تحسين قدرتها الائتمانية وبالتالي زيادة ربحيتها، مما يساهم في استدامتها ونموها في السوق (شموط، ٢٠٢٢).

كما تعتبر القدرة الائتمانية من العوامل الأساسية التي تحدد قدرة الشركات على الحصول على التمويل اللازم لنموها وتوسعها. ومع ذلك، فإن العلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش الربح ليست واضحة، حيث تباينت الآراء حول مدى تأثيرها. تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين القدرة الائتمانية وهامش الربح، حيث

تساهم زيادة القدرة الائتمانية في تحسين ربحية الشركات من خلال تعزيز قدرتها على الاستثمار في مشاريع ذات عوائد مرتفعة (شموط، ٢٠٢٢؛ الحاج، ٢٠١٨). ومع ذلك، تظهر دراسات أخرى أن زيادة القدرة الائتمانية قد تؤدي إلى تكاليف إضافية، مثل زيادة السيولة غير المستثمرة، مما قد يؤثر سلبًا على الربحية (Raj، ٢٠٢٠؛ Dirman، ٢٠٢٠). (هذه التباينات تشير إلى أن القدرة الائتمانية ليست العامل الوحيد المؤثر في هامش الربح، بل قد تتداخل معها عوامل أخرى مثل هيكل رأس المال).

تتعلق العلاقة بين القدرة الائتمانية وهيكل رأس المال بتأثير القرارات التمويلية على الأداء المالي. حيث تشير بعض الأبحاث إلى أن الشركات ذات القدرة الائتمانية العالية تميل إلى اعتماد هياكل رأس مال أكثر مرونة، مما يمكنها من تحقيق أرباح أعلى (نجلاء، ٢٠٢٠؛ السبيعي، ٢٠١٢). من ناحية أخرى، تظهر دراسات أخرى أن هيكل رأس المال قد لا يؤثر بشكل مباشر على القدرة الائتمانية، مما يعكس التعقيدات الموجودة في هذا المجال.

أما بالنسبة للعلاقة بين هيكل رأس المال وهامش الربحية، فقد أظهرت بعض الأبحاث وجود علاقة إيجابية بين الاثنين، حيث أن زيادة الديون يمكن أن تؤدي إلى زيادة العوائد إذا كانت تكاليف الاقتراض أقل من العوائد المحققة من الاستثمار (الكليباي، ٢٠١٩؛ اسليم، ٢٠١٨). لكن هناك أيضًا دراسات تشير إلى عدم وجود تأثير ملحوظ بين هيكل رأس المال وهامش الربحية، مما يعكس تعقيد هذه العلاقات (Raj، ٢٠٢٠).

بناءً على ما سبق، يتضح أن هيكل رأس المال قد يلعب دورًا وسيطًا في العلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش الربح. لذا، تتمثل مشكلة البحث في دراسة كيفية تأثير هيكل رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش ربح الشركات. بالتالي، يطرح البحث التساؤل الرئيسي: هل يلعب هيكل رأس المال دور الوسيط في العلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش ربح الشركات.

فالإجابة على التساؤل الرئيس للبحث، والذي يعكس مشكلة البحث يتطلب الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- ما أثر القدرة الائتمانية في ربحية شركات قطاع الإنتاج المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين (٢٠١٨-٢٠٢٢)؟
- ما أثر القدرة الائتمانية في هيكل رأس المال لشركات قطاع الإنتاج المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين (٢٠١٨-٢٠٢٢)؟
- ما أثر هيكل رأس المال في ربحية شركات قطاع الإنتاج المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين (٢٠١٨-٢٠٢٢)؟
- هل هيكل رأس المال له دور الوسيط في العلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش ربح شركات قطاع الإنتاج المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين (٢٠١٨-٢٠٢٢)؟

### ٣- أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في أهمية عملية وأهمية علمية

### ٣-١ الأهمية العملية

تتمثل الأهمية العملية فيما يلي:

- يوفر البحث رؤى حول كيفية تأثير القدرة الائتمانية على هامش الربح من خلال هيكل رأس المال. يمكن أن تساعد هذه الرؤى الشركات في اتخاذ قرارات تمويلية أكثر كفاءة، مما يعزز قدرتها على جذب التمويل وتحقيق أرباح أعلى.
- تسهم نتائج البحث في توجيه صانعي القرار في الشركات نحو تطوير سياسات مالية متوازنة، تعتمد على فهم العلاقة بين القدرة الائتمانية وهيكل رأس المال. هذا قد يساعد في تخفيض المخاطر المالية وزيادة الربحية.
- من خلال فهم دور هيكل رأس المال كمتغير وسيط، يمكن للشركات تحقيق توازن أفضل بين المخاطر والعوائد، مما يعزز استدامتها المالية والنمو المستدام.

### ٢-٣ الأهمية الأكاديمية

تتمثل الأهمية العملية فيما يلي:

- يساهم البحث في إضافة معرفة جديدة حول العلاقات المعقدة بين القدرة الائتمانية، وهيكل رأس المال، وهامش الربح. هذا يساعد الأكاديميين والباحثين في فهم أعمق لهذه الديناميات.
- من خلال تقديم نتائج جديدة، يشجع البحث على إجراء المزيد من الدراسات التي تستكشف علاقات إضافية بين المتغيرات المالية، مما يساهم في تطوير نظرية التمويل.
- يساعد البحث في تحديد الفجوات الحالية في الأدبيات المالية ويشير إلى مجالات جديدة يمكن استكشافها، مما يعزز من أهمية البحث في هذا المجال.

### ٤- فروض الدراسة:-

- ١: يوجد أثر للقدرة الائتمانية في هامش الربح لشركات قطاع الأغذية المدرج بسوق المال السعودي
- ٢: يوجد أثر للقدرة الائتمانية في هيكل لشركات قطاع الأغذية المدرج بسوق المال السعودي
- ٣: يوجد أثر لهيكل رأس المال في هامش الربح لشركات قطاع الأغذية المدرج بسوق المال السعودي
- ٤: هيكل رأس المال متغير وسيط للعلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش الربح لشركات قطاع الأغذية المدرج بسوق المال السعودي

### ٥- أهداف الدراسة:

- على ضوء تحديد مشكلة الدراسة تهدف الدراسة إلى:
- التعرف على أثر القدرة الائتمانية في هامش ربحية الشركات محل الدراسة.
- التعرف على أثر القدرة الائتمانية على تركيبة هيكل رأس المال للشركات محل الدراسة.
- التعرف على أثر تركيبة هيكل رأس المال على هامش ربحية الشركات.

- التعرف على دور تركيبة هيكل راس المال في العلاقة بين القدرة الائتمانية و هامش ربحية الشركات.

## ٦- الإطار النظري والدراسات السابقة:-

### ٦-١- الإطار النظري:

يتعرض الاطار النظري الى المفاهيم الرئيسية للبحث من القدرة الائتمانية، وهيكل راس المال، هامش الربحية.

### ٦-١-١ القدرة الائتمانية

تشير القدرة الائتمانية للشركات إلى قدرتها على الحصول على التمويل من مصادر خارجية، مثل البنوك والمستثمرين، بناءً على تقييم المخاطر المرتبطة بها. تعكس هذه القدرة قدرة الشركة على سداد ديونها في المواعيد المحددة، وتعتبر مؤشراً مهماً على الاستقرار المالي والقدرة على تحقيق الأرباح. يتم تقييم القدرة الائتمانية عادةً من خلال تحليل مجموعة من المؤشرات المالية، مثل نسبة الدين إلى الأصول، ونسبة السيولة، ومؤشرات الربحية (إبراهيم، ٢٠٢٠؛ الحاج، ٢٠١٨).

### ٦-١-١-١ تعريف القدرة الائتمانية والعوامل المؤثرة فيها

عرف قاموس (Finance & Banking) القدرة الائتمانية بأنها "تقييم قدرة الأفراد أو منظمات الأعمال على الدفع لمشتريات البضائع أو الخدمات المستلمة"، أي انها دراسة شركة التمويل ، لطلب الشركة طالبة التمويل، من حيث تحديد مخاطر تعثر الشركة طالبة التمويل عن السداد، وذلك بعد دراسة متعمقة للقوائم المالية الخاصة بالشركة طالبة التمويل، والظروف المحيطة في نشاطها، وعن مدى قدرتها على توليد تدفق نقدي كافي لسداد التمويل وأعباءه، وبناء على هذه الدراسة؛ تستطيع شركة التمويل؛ تحديد الشركات المربحة والشركات الغير مربحة وتقدير حجم المخاطر وبالتالي تحديد نسبة الفائدة على التمويل وآجالها وشروط التعاقد (الجميل، نور، ٢٠٠٧).



وأكبر عائق يسبب تعثر الشركات عن دفع أصل التمويل وأعباءه هو الفشل المالي، حيث أن الفشل المالي، مشكلة تطارد الشركات الغافلة عن حقيقة وضعها المالي، فإذ حل بها يقودها تدريجياً إلى إشهار إفلاسها، ونظراً لقوة آثار الفشل الاقتصادية والاجتماعية على اقتصاديات الدول؛ أصبح من الملح ظهور وسائل وقائية تجابه هذه المخاطر، فغدى موضوع الفشل المالي محل اهتمام العديد من الباحثين، وذلك بسبب الجدل حول دور مكاتب المحاسبة القانونية في الإبلاغ عن الفشل المالي المحتمل للشركات، وعلى اثر ذلك الجدل؛ دعم كلا من المعهد الأميركي للمحاسبين القانونيين وهيئة البورصات الأميركية، عموم الباحثين بالقيام بدراسات تخصصية حول الفشل المالي (خريفي، محي الدين، ٢٠٢١). وقد أسهمت الأبحاث ظهور أدوات تساعد على تجنب وقوع هذه المخاطر أو تقلل من حدة آثارها حال وقوعها، وذلك من خلال إيجاد مؤشرات لتقييم الأداء المالي التي تساهم مبكراً باكتشافه واحتمال وقوعه (صفا، ٢٠١٧). وكان هنالك العديد من الإسهامات البحثية التي أجريت في هذا الصدد منذ القرن الماضي فكانت أول دراسة ل Smith and Winak) في ١٩٣٠م (الحسناوي، ٢٠١٤).

وارتبطت الدراسات الأولى المتعلقة بالفشل المالي بـ "Beaver" حيث استطاع إيجاد نموذج مالي جديد يستعمل كمنبه للكشف المبكر عن الفشل المالي قبل حدوثه، ثم تعددت الأبحاث بعده في العديد من الدول الغربية، وكان "Beaver" أول من استخدم المصطلح للتعبير عن ظاهرة توقف نشاط الشركة سنة ١٩٦٦م، وعرف الفشل المالي بأنه "عدم قدرة الشركة على دفع التزاماتها المالية"، بحيث تصنف الشركة على أنها فاشلة في حال عجزت عن تغطية تكاليفها، أو في حالة السحب على المكشوف، أو في حالة عدم قيامها بتوزيعات الأرباح (رحيش، شنوف، ٢٠١٩). وعزى (ديكن Deakin) تعبير الفشل على الشركات التي أفلست أو أعسرت أو التي تم تصفيتها لمصلحة الدائنين (منال، ٢٠٢٣). بينما حدد بوستن وآخرون (POSTAN Etal 1994) الفشل المالي بأنه مواجهة الشركة صعوبات مالية في حال تراكمت النتائج التشغيلية السالبة لسنوات مالية متتابة، أو عند عدم إيفاء الشركة

للحقوق والالتزامات المترتبة عليها، أو في حال حققت الشركة نسبة مالية سالبة أو أقل من متوسط صناعتها، أو حققت الشركة خسارة في حساب الأرباح المحتجزة في نهاية السنة الضريبية. (صفاة، ٢٠١٨)، بينما أوضح (Harrington, 1993) أن مسببات فشل الشركات تكون في الضعف العام في رأس المال، أو عدم الكفاءة في إدارة التكاليف، أو قلة استعمال أدوات الرقابة، أو عدم الاستعانة بالخبراء والكفاءات الاستشارية، أو ضعف التشريعات القانونية بالقطاع، أو في حال التقلبات الحادة في البيئة الخارجية، أو عند تعرضها لعمليات احتيال (الحسناوي، ٢٠١٤). واختلفت الدراسات في التفريق ما بين كلا من الفشل الاقتصادي الذي يحدث عندما تكون المطلوبات المتداولة أعلى من الموجودات المتداولة، وما بين التعثر المالي الذي يحدث عندما تتخلف الشركة في سداد التزاماتها في مواعيدها نتيجة انخفاض العائد المتحقق على أصولها بالنسبة للعائد المتوقع لأصولها، وما بين الفشل المالي الذي يحدث عندما تعجز الشركة كلياً عن دفع المستحقات المتأخرة، وما بين الإفلاس الذي عنده تكون الشركة مضطرة للتصفية (عزام، ٢٠١٩). والفشل المالي يمر عادة بعدة مراحل تبدأ بالنزوع للتسلط الإداري حيث تكون الأخطاء غير ظاهرة للمحلل المالي للقوائم المالية، وتتركز الأخطاء في الإدارة العليا للشركة، وتزداد حينها مركزية القرار وينخفض مستوى التفويض الإداري، وقد تصل إلى درجة ازدواج ما بين شاغل منصب الرئيس التنفيذي مع منصب رئيس مجلس الإدارة، وتصبح هذه المرحلة ضعف عام على مستوى الإدارة المالية للشركة، ثم تبدأ مرحلة الأخطاء النوعية التي تكون بسبب المرحلة السابقة وترتكب فيها الشركة لأخطاء مؤثرة وظاهرة، ثم تبدأ بعدها مظاهر الانهيار جلية وتسبق عادة مرحلة الإفلاس بسنتين، وتكون حينها مؤشرات بدء الانهيار للشركة ظاهرة، ثم تدخل الشركات عادة إلى مرحلة الانهيار الفعلي والتي بالوصول إليها؛ تبلغ الشركة عندها مرحلة العسر المالي الحقيقي (الحسناوي، ٢٠١٤).

أما مسببات الفشل المالي فتتقسم إلى أسباب داخلية وخارجية، أما الأسباب الخارجية فتكمن بالعوامل الاقتصادية المؤثرة على قطاع صناعة الشركة من حيث

السياسات النقدية والمالية للدولة، وحدة المنافسة السوقية بسبب قوة المنافسين وسياسات حرق الأسعار من قبلهم، كما أن القيود التشريعية والأنظمة المستجدة تؤثر اما سلبا أو إيجابا على الشركة، أما الأسباب الداخلية المفضية للفشل والتعثر المالي فتكمن بقلّة خبرة الإدارة التنفيذية، وضعف التخطيط الاستراتيجي، مع ضعف عام في الحوكمة وتطبيقاتها وقلّة الأجهزة الرقابية في الشركة، مع سوء لكفاءة القرارات المالية سواء كان في قرارات الاستثمار أو التمويل أو توزيع الأرباح (رحيش، شنوف، ٢٠١٩).

#### ٦-١-١-٢ نماذج حساب القدرة الائتمانية البسيطة:

بالإمكان حساب القدرة الائتمانية بنماذج مبسطة وذلك من خلال استعمال النسب المالية في التحليل المالي، وهو أسلوب يلخص كمية كبيرة من النتائج من خلال نسبة بند إلى بند من القوائم المالية، وغالبا ما تكون نتيجة النسب، هي نسب مئوية، ويشترط أن يكون للنسبتين دلالة ارتباط معينة، ويمكن الاستفادة من النسب من خلال مقارنتها بمتوسط صناعة الشركة أو مع نتائج الشركة التاريخية (بورنيسه، خنفري، ٢٠١٩). والحكم على القدرة الائتمانية يكون من خلال حساب نسب السيولة للديون قصيرة الأجل، ونسب الملاءة المالية للديون طويلة الأجل، بحيث يجب أن تقابل الشركة في حال استدانته ما بين الالتزامات قصيرة الأجل وما بين نسب السيولة، والالتزامات طويلة الأجل وما بين نسب الملاءة المالية، والشركة ذات الملاءة هي الشركة التي يكون إجمالي أصولها أكبر من إجمالي التزاماتها (السلمان، ٢٠١٦). ولا يلزم من كون الشركة سائلة؛ أن تكون ذات ملاءة ولا عكسه، في حين أن الشركة التي لا تتمتع بسيولة جيدة؛ من السهولة أن تتحول إلى شركة غير مليئة ماليا (الحاج، ٢٠١٩).

#### ١- مؤشرات السيولة:

تقيم نسبة التداول من خلال نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة بكافة بنودها، بما فيها بند المخزون، ولذلك الشركة التي تحقق نسبة تداول جيدة لا

يعني أنها تتمتع بسيولة نقدية جيدة، مالم تبع مخزونها وتحوله إلى نقد، ولذلك فإن النسبة المعيارية المفضلة لهذا المؤشر هي ٢ إلى ١ ، في حين لو تم استبعاد المخزون من الأصول المتداولة ، فإننا نحصل على مؤشر يقيس النقدية بشكل أدق ، لأنه يزيل مخاطر عدم البيع ، والنسبة المعيارية المفضلة هي ١ إلى ١، وإذا ما اردنا التشديد بشكل أكبر في حساب مدى متانة النقدية ، فإننا نستبعد كافة بنود الأصول المتداولة باستثناء النقدية وما في حكمها ، والنسبة المعيارية المفضلة هي ١ إلى ١ (بلحاج، بلضيف، ٢٠١٧). وتحسب النسب بالطريقة التالية:

$$أ- \text{نسبة التداول} = \frac{\text{إجمالي الأصول المتداولة}}{\text{إجمالي الالتزامات المتداولة}}$$

$$ب- \text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{إجمالي الأصول المتداولة - المخزون}}{\text{إجمالي الالتزامات المتداولة}}$$

$$ت- \text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية وما في حكمها + الاستثمارات قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الالتزامات المتداولة}}$$

## ٢- نسب الملاءة المالية:

هي قياس مدى قدرة الشركة على الالتزام بديونها طويلة الأجل، أي انها كلما قويت ملاءتها دل ذلك على استطاعتها مواجهة ديونها طويلة الأجل، وتقاس من خلال نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية، أو من خلال نسبة الديون إلى الأصول وذلك لتحديد نسبة الديون في الشركة، أو نسبة الأصول إلى حقوق الملكية وذلك لحساب نسبة الرفع المالي (أحمد، ٢٠٢٢). وتحسب بالطريقة الآتية:

$$أ- \text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$ب- \text{نسب الالتزامات إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

$$ت- \text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

### ٦-١-١-٣ نموذج شيرود بوصفه أحد نماذج حساب القدرة الائتمانية المركبة:

يستعمل نموذج شيرود على نطاق واسع من قبل شركات التمويل، بهدف تقدير نسبة الخطر (الفشل) المالي للشركات طالبة التمويل، ويستعمل أيضا للتأكد من قدرة الشركة طالبة التمويل على الاستمرارية (غربي، جبار، ٢٠٢٢). ويمتاز النموذج بإمكانية استعماله على مختلف أنواع الشركات سواء كانت صناعية أو غير صناعية، أو كانت مدرجة في أسواق المال أو غير مدرجة (رحيش، شنوف، ٢٠١٩). ولتحقيق أهداف الاستعمال الأول للنموذج (تقدير نسبة الخطر)؛ يتم تقسيم الشركات طالبة التمويل لخمسة أقسام على النحو الآتي (عزام، ٢٠١٩).

#### جدول (١) تصنيفات التمويلات وفق نموذج شيرود

نوع التمويل	مدى القيمة Z	المستوى
تمويلات عديمة المخاطر	أعلى ٢٥	الأول
تمويلات قليلة المخاطر	٢٥ إلى ٢٥	الثاني
تمويلات متوسطة المخاطر	١٩ إلى ٥	الثالث
تمويلات مرتفعة المخاطر	٥ إلى -٥	الرابع
تمويلات خطيرة جدا	أقل من -٥	الخامس

المصدر: من إعداد الباحث

ويمكن قياس النموذج رياضيا من خلال ضرب مجموعة نسب مالية في أوزان مقدرة لكل متغير في النموذج وذلك على النحو الآتي:

$$Z = 17X1 + 9X2 + 3.5X3 + 20X4 + 1.2X5 + 0.1X6$$

#### جدول (٢) مدلولات نموذج شيرود

الوزن	نوعها	النسبة	المتغيرات
١٧	مؤشر سيولة	رأس المال العامل / مجموع الأصول	X1
٩	مؤشر سيولة	الأصول النقدية / مجموع الأصول	X2
٣.٥	مؤشر ملاءة	حقوق الملكية / مجموع الأصول	X3
٢٠	مؤشر ربحية	صافي الربح قبل الضريبة / مجموع الأصول	X4
١.٢	مؤشر ملاءة	مجموع الأصول / مجموع الالتزامات	X5
٠.١	مؤشر ملاءة	حقوق الملكية / مجموع الأصول الثابتة	X6

المصدر: من إعداد الباحث

ويلاحظ بأن أكبر وزن يؤثر في النموذج هو إجمالي أوزان مؤشرات السيولة وذلك بنسبة ٥١.٢%، يليه مؤشر الربحية بنسبة ٣٩.٤% ويليه إجمالي مؤشرات الملاءة بنسبة ٩.٤% (غربي، جبار، ٢٠٢٢). ويعتبر نموذج شيرود واحد من أشهر النماذج المخصصة لقياس القدرة الائتمانية والتنبؤ بالفشل المالي، بجانب مجموعة من النماذج وذلك على النحو الآتي:

أشهر النماذج المالية المخصصة للقدرة الائتمانية والتنبؤ بالفشل المالي وسنوات إصدارها:

جدول (٣) أشهر النماذج المالية المخصصة للقدرة الائتمانية والتنبؤ بالفشل المالي وسنوات إصدارها.

السنة	الباحث	السنة	الباحث
١٩٦٦م	BREWER	١٩٨٢م	TAFFLER
١٩٦٨م	ALTMAN	١٩٨٣م	BOOTH
١٩٧٠م	MAYER & PIFER	١٩٨٤م	FUIMER
١٩٧١م	WILCOX	١٩٨٤م	ZMIJEWSKI
١٩٧١م	LEV	١٩٨٥م	CAMPISI
١٩٧٢م	DEAKIN	١٩٨٥م	ZAVEGREN
١٩٧٤م	ALTMAN&MCGOUCH	١٩٨٦م	CASEY
١٩٧٤م	BLUM	١٩٨٧م	SHERROD
١٩٧٥م	LIBBY	١٩٩٠م	KOH
١٩٧٥م	SINKEY	١٩٩٢م	HART
١٩٧٦م	ARGENTI	١٩٩٢م	PAZ
١٩٧٧م	MOYER	١٩٩٣م	EDWARDS
١٩٧٧م	TAFLER AND TISSHOW	١٩٩٧م	WARD AND FOSTER
١٩٨٠م	OHLSON	١٩٩٩م	LENNOX
١٩٨١م	KIDA	١٩٩٩م	KOH AND TAN
١٩٨١م	VEAZY	٢٠٠٢م	SHIRATA

المصدر: خريفي، حسام ، ومحي الدين (٢٠٢١).

## ٦-١-٢ هيكل رأس المال:

### ٦-١-٢-١ التعريف بهيكل رأس المال

تمثل قرارات هيكل رأس المال واحدة من أهم وأعقد القرارات الاستراتيجية للشركات، حيث يتم تحديد مصادر تغطية الأصول وذلك من خلال مزيج تمويلي داخلي يمثل الملكية، وتمويل خارجي يمثل المديونية، ومن ثم يتم تحديد مقدار "نسبة"

كل من عناصر هيكل المديونية بحيث إما أن يكون دين قصير أجل، أو يكون دين طويل أجل، وتلعب الظروف الاقتصادية، لاسيما أسعار الفائدة في سوق النقد، دورا محوريا في تحديد هيكل رأس المال (الكليباي، ٢٠١٩). وتنقسم مصادر التمويلات بالديون من حيث نوع التمويل، إلى تمويل مصرفي وتمويل "ائتمان" تجاري، ومن حيث المدة الزمنية إلى طويل أجل وهو عادة ما يكون أطول من عشرة أعوام ويكون بشكل سندات، ومتوسط الأجل ويكون عادة بشكل تمويل مصرفي ولمدة تتراوح ما بين السنة إلى عشرة سنوات، وتمويل قصير أجل وعادة ما يكون بشكل ائتمان تجاري "دائنون" وذلك لمدة أقل من سنة، وأما من حيث نوع المصدر؛ فإما أن يكون تمويلا ذاتيا بشكل إصدار أسهم جديدة أو التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة، أو تمويل خارجي مثل الديون والسندات (اسليم، ٢٠١٨). وحاصل جمع العائد المطلوب من قبل المستثمرين، مضروبا في نسبته من هيكل رأس المال، مع إضافة تكلفة التمويل الخارجي مضروبا في نسبته من هيكل رأس المال، يمثلان التكلفة المرجحة لرأس المال، وهي أقل نسبة يجب أن تحققها الشركة كعائد (السبيعي، ٢٠١٢). أي أن التمويل الخارجي "بالمديونية" يحقق أثرا إيجابيا على ربحية الشركات؛ في حال كان عائد ربح الشركة أعلى من تكلفة التمويل "أعباء التمويل"، ويساهم من رفع العائد على حقوق الملكية، بسبب الاستفادة من تخفيض كلفة الضريبة على ربحية الشركة، كما يساهم التمويل بالمديونية من خلق قنوات اتصال فعالة مع السوق الائتماني، إلا أنه وفي حال كانت كلفة "أعباء التمويل" المديونية، أعلى من عائد ربحية الشركة؛ فإن التمويل بالمديونية، يعمق من خسارة الشركة، ويعرض الشركة لمخاطر الاستيلاء عليها من مقدمي التمويل الخارجي في حال تعثرت الشركة عن سداد أصل التمويل أو أعباءه (نجلاء، سماح، ٢٠٢٢). وتؤثر ظروف كلا من الربحية ونموها واستقرارها، والسيولة، وطبيعة الأصول، وحجم الشركة، والتشريعات الضريبية، ودرجة التركيز، وشهية المخاطرة؛ على هيكل رأس المال، بحيث انه كلما ارتفعت الربحية؛ أدى ذلك لتقليل المديونية، بسبب اختيار الشركة عادة التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة، وكلما تمكنت الشركة من بيع منتوجاتها وتحصيل النقدية، أدى ذلك لارتفاع السيولة، وبالتالي

عدم الاضطرار للاستدانة لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل، وكلما زادت أصول الشركة الثابتة، أدى لارتفاع الرفع التشغيلي بها، وبالتالي تزداد مخاطر تقلب العوائد بشكل أكبر في حالة تذبذب المبيعات، وهذا ما يجعل شركات التمويل، تحجم عن قرار التمويل من جهة، أو تزيد من قرار التمويل بسبب وجود ضمانات ملائمة، في حين يؤثر ارتفاع حجم الشركة إيجابيا على مقدرتها من إقناع شركات التمويل على قرار التمويل، ويؤثر التركيز سلبا على نسبة المديونية في هيكل رأس المال بسبب ارتفاع مخاطر الإفلاس نتيجة قلة التنوع بالمنتجات، وكلما ارتفعت شهية المخاطرة للشركة؛ أدى ذلك لزيادة الرغبة في التمويل الخارجي رغبة بزيادة عوائد الأرباح (السبيعي، ٢٠١٢).

#### ٦-١-٢-٢ نظريات هيكل رأس المال:

تعددت النظريات المتعلقة في أدبيات هيكل رأس المال، وتعددها عائد بسبب اختلاف الباحثين حول النقطة المثلى لرأس المال، أي طبيعة وشكل المزيج التمويلي الداخلي والخارجي، فكانت أولى النظريات؛ نظرية ( Modigliani and Miller 1958)، حيث افترضوا انه في ظل كفاءة السوق وعقلانية المستثمرين، وانعدام كل من الضرائب وكلفة الوكالة والتعاملات؛ فحينها لا يؤثر شكل الهيكل التمويلي على قيمة الشركات، وقد نوقشت النظرية بعدم واقعيتها مع ظروف الأسواق الطبيعية (الساعدي، ٢٠١٢). ونتيجة لاعتراضات المناقشين، قام ( Modigliani and Miller 1963) بالتعديل على النظرية، بإزالة اشتراط انعدام الضريبة، وذلك بسبب أن التمويل الخارجي يزيد من الوفورات الضريبية وبالتالي يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة مع انخفاض التكلفة الموزونة لرأس المال (WACC)، لكون العائد المطلوب على حقوق الملكية يكون أعلى من كلفة "أعباء" التمويل بالمديونية عادة، وفي عام ١٩٨٨م، عاد (Miller) ليؤكد أن الشركات الراغبة بزيادة الوفر الضريبي من خلال التمويل المديونية؛ فإنها وكلما قامت بالتمويل الخارجي، كلما أدى ذلك لزيادة مخاطر إفلاسها (عثمان، ٢٠١٤). ونتيجة للمناقشات المثارة على نظريات



(Modigliani and Miller) قدم كلا من (Myers&Majluf 1984)، نظرية اسموها ب"تسلسل التمويل" بحيث أن الشركات المتمتعة بهوامش ربح عالية؛ لا تقوم بالتمويل الخارجي، وتكتفي بالتمويل الداخلي، وذلك من خلال التمويل من الأرباح المحتجزة، وقالوا بأن الشركات المضطرة للتمويل الخارجي، تقوم أولاً بالتمويل بالديون قصيرة الأجل، ومن ثم بالديون طويلة الأجل، ومن ثم بإصدار أسهم جديدة، والسبب في كون إصدار الأسهم يأتي متأخراً؛ لوجود عدم تماثل ما بين المعلومات لدى إدارة الشركة، مع تلك المعلومات التي لدى المستثمرون، يؤدي ذلك لفهم المستثمرين بأن السهم مقيم بأعلى من قيمته الجوهرية، نتيجة معلومة داخلية تمتلكها إدارة الشركة عن التدفقات النقدية المستقبلية والتي لم تصدر بعد في القوائم المالية (طويرش، ٢٠١٥). ونتيجة لعدم تماثل المعلومات؛ ظهرت نظرية "الإشارة"، وهي فهم المستثمرين لقرار زيادة التمويل الخارجي للشركة، بأن إدارة الشركة تتوقع مستقبلاً مالياً جيداً للشركة، لكونها تبحث عن الوفورات الضريبية، لأنها إن كانت تعتقد بأن الشركة تتعرض لضبابية في مستقبلها؛ فإنها لن ترغب بزيادة مخاطر إفلاسها عن طريق التمويل الخارجي، لما قد يعرض الإدارة لمسائلات وملاحقات قانونية (ناصر، ٢٠١٤). وانطلاقاً من نظرية الإشارة، ظهرت نظرية "توقيت السوق" التي تفترض بأن الشركة تصدر أسهماً جديدة في حال حدث تفاوت في الكلفة ما بين التمويل بالمدىونية والتمويل بالملكية، وبالتالي يوجد علاقة ما بين أسعار السوق وما بين قرارات هيكل رأس المال، أما فيما يتعلق بكلفة الوكالة، فعرفت بأنها الكلفة الناشئة بسبب تضارب المصالح ما بين الأصيل (المستثمرين) وما بين الوكيل (إدارة الشركة)، بحيث ينخفض تضارب المصالح في حالة قام الأصيل بإعطاء ملكية للوكيل (اسليم، ٢٠١٨).

#### ٦-١-٢-٣ نماذج حساب هيكل رأس المال:

تختص نماذج "نسب" المدىونية المبسطة، في تقييم مدى اتساق كلا من هيكل رأس المال وهيكل المدىونية في الشركة، وذلك لمساعدة كلا من الشركة بوصفها طالبة للتمويل، وشركات التمويل؛ لاتخاذ قرارات التمويل من عدمه، فعند نسبة

إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الديون، فإننا نحدد نسبة التمويل الخارجي من إجمالي هيكل رأس المال، وكلما انخفضت هذه النسبة؛ انخفضت معها مخاطر الإفلاس، وبالتالي تحصل الشركة طالبة التمويل على نسب كلفة "أعباء" بالمدىونية بشكل أقل، وعند استبعاد الالتزامات قصيرة الأجل من البسط، يمكننا من معرفة نسبة المدىونية في الأجل الطويل من إجمالي الهيكل التمويلي، ويمكننا قسمة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية، لقياس مدى تجانس هيكل رأس المال، وكلما ارتفع هذا المؤشر، دل على اعتماد الشركة من تمويل هيكل رأس مالها بشكل تمويل خارجي، كما يمكننا استبعاد الديون قصيرة الأجل من البسط لمعرفة تجانس التمويل الخارجي طويل الأجل مع التمويل الداخلي (بلحاج، ٢٠١٧). وتحسب النسب بالشكل الآتي:

$$أ- \text{نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$ب- \text{نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$ت- \text{نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الملكية}}$$

$$ث- \text{نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الملكية}}$$

### ٦-١-٣ الربحية:

### ٦-١-٣-١ مفهوم الربحية

ينقسم مفهوم الربح لقسمين ، فإما أن يكون ربحا محاسبيا أو ربحا اقتصاديا ، فأما الربح الاقتصادي؛ فهي إجمالي الإيرادات الداخلة، ناقصا كلا من المصروفات الخارجة والتكلفة الضمنية ، والتكلفة الضمنية هي تكلفة عائد الفرصة البديلة، أما الربح بالمفهوم المحاسبي فهي بأن تكون الإيرادات الكلية أعلى من المصروفات الكلية في فترة زمنية محددة، والفرق ما بينهما؛ يمثل الربح ، فتلعب أسعار المبيعات وتقلباتها، مع تكاليفها المباشرة وغير المباشرة، دورا أساسيا في تحديد الربح المحاسبي، فزيادة نسبة التغير في المبيعات بنسبة تفوق أو تساوي التغير بالتكاليف؛

يعظم من الربح، كما أن زيادة حدة النقص في التكاليف على النقص في التغيير بالمبيعات، يعظم الربح أو يقلل من الخسارة (طه، ٢٠١٦). ويعد الربح انعكاساً لنتيجة كافة القرارات الإدارية والاستراتيجية للشركة، ويؤثر زيادة الربح على كلا من توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة، وقيمة الشركة السوقية، وزيادة الربح تؤدي لانخفاض مخاطر إفلاس الشركة، وزيادة قدرتها على التمويل الخارجي سواء برفع رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، أو من خلال التمويل بالمديونية بشقيه قصير الأجل وطويل الأجل، ويستفاد من الربح في كونه يدخل بالعديد من نسب التحليل المالي، والتي بدورها تساعد على تحليل أداء الشركة على المستوى التاريخي لها أو على مستوى الصناعة (تلجي، ٢٠١٩). وفرق بعضهم ما بين مصطلحي الربح والربحية، بحيث يكون الأول رقماً مطلقاً، والثاني يكون في حال نسبة الربح إلى أحد بنود القوائم المالية، لتقييم أداء الشركة (عثمان، ٢٠١٤).

#### ٦-١-٣-٢ نماذج حساب الربحية:

يتم نسب الفرق ما بين الإيراد الكلي و التكلفة المباشرة للبضاعة؛ إلى الإيراد الكلي، وذلك للتعبير عن مجمل الربح لكل ريال، وفي حال تم خصم كلا من تكلفتي الإدارة والتسويق، ونسبة الناتج إلى إجمالي الإيراد الكلي؛ فإننا بهذا نحسب الربح بعد خصم التكلفة المباشرة والغير مباشرة، ولكن قبل دخول تأثير الإيرادات من غير النشاط وقبل خصم خدمة "أعباء" التمويل، وتكلفتي الزكاة والضرائب، وعند إضافة الإيرادات من غير النشاط "الغير متكررة"، وخصم تكاليف التمويل والزكاة والضريبة، ونسبة الرقم للإيراد الكلي، فإننا نحصل بها على هامش "نسبة" الربح في كل ريال متولد من الإيراد الكلي (عثمان، ٢٠١٤). وعند تقييم مدى كفاءة الأصول لتوليد الأرباح، يتم نسبة صافي الأرباح إلى إجمالي الأصول، وكلما ارتفعت هذه النسبة؛ دل ذلك على كفاءة الأصول، وكلما انخفضت؛ دل ذلك على زيادة حجم الأصول وبالتالي عدم كفاءتها (اسليم، ٢٠١٨). وتتساوى نسبة العائد على الأصول مع

العائد على حقوق الملكية، في حال كان هيكل رأس المال خالي من التمويل بالمديونية. (سماح، نجلاء، ٢٠٢٠). وتحسب النماذج بالشكل الآتي:

$$\begin{aligned} \text{أ- هامش مجمل الربح} &= \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \\ \text{ب- هامش الربح التشغيلي} &= \frac{\text{الربح قبل الفوائد والضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \\ \text{ت- هامش صافي الربح} &= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \\ \text{ث- العائد على الأصول} &= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الأصول}} \\ \text{ج- العائد على حقوق الملكية} &= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} \end{aligned}$$

## ٦-٢ الدراسات السابقة:

قامت دراسة شموط (٢٠٢٢) بدراسة أثر جائحة كورونا على مستوى السيولة والملاءة المالية والأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، والتي تتكون من ٣٣ شركة صناعية وذلك خلال الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٠، كما هدفت هذه الدراسة لقياس أثر السيولة والملاءة المالية على الأداء المالي من خلال مؤشرات الربحية للشركات، حيث تم استخدام نسبة التداول لمؤشر السيولة، واستخدام كل من نسبة المديونية ونسبة حقوق الملاك للأصول الثابتة لمؤشر الملاءة المالية وذلك لقياس المتغيرات المستقلة، كما تم اعتبار الحجم وجائحة كورونا كمتغيرات ضابطة، واعتمدت هذه الدراسة على الإحصاء الوصفي واختبار الفروقات t لعينتين وتحليل الانحدار المتعدد لتحقيق أهداف الدراسة وتم تحليل البيانات على برنامج E-Views، وظهرت النتائج أن هناك انخفاض لمستويات السيولة والملاءة والربحية تعزى لجائحة كورونا إلا أن هذه الفروقات لم تكن معنوية، كما أظهرت النتائج أثر معنوي لكل من السيولة والملاءة على نسبة العائد على الأصول، في حين لم تظهر أي أثر

لهما على العائد لحقوق الملكية، اما بالنسبة لربحية السهم فقد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي موجب فقط لنسبة التداول المتعلقة بالسيولة على ربحية السهم".

**بينما قامت دراسة Raj، Khan (٢٠٢٠)** بتحليل الوضع المالي لصناعة الاتصالات الهندية والتنبؤ بإفلاس شركات مختارة، هناك حوالي عشر شركات اتصالات في صناعة الاتصالات الهندية. تم اختيار أفضل ست شركات للدراسة على أساس القيمة السوقية. قامت الدراسة بتحليل تأثير السيولة والربحية على نموذج (Altman Z-score). الدراسة ذات طبيعة تجريبية ووصفية وكانت الفترة قيد الدراسة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٧. وتم استخراج البيانات من التقارير المالية لشركات الاتصالات. ووجدت الدراسة أن معظم شركات الاتصالات في الهند تقع في المنطقة "الرمادية" لنموذج Altman Z، وهو ليس علامة جيدة للصناعة، ولم يكن أداء معظم الشركات جيداً من حيث السيولة والربحية. وكان هناك تأثير كبير للسيولة في Z-score، ولكن تأثير الربحية على درجة Z ليس كبيراً. وخلصت الدراسة إلى أن شركات الاتصالات الهندية يجب أن تعمل على تحسين السيولة وأداء الربحية لديها بحيث يظهر القطاع علامات الاستقرار"

**كما قامت دراسة Angela Dirman (٢٠٢٠)** بالتحرف على أثر الربحية والسيولة والرافعة المالية وحجم الشركة والتدفق النقدي الحر على الضائقة المالية، والطريقة المستخدمة هي البحث الكمي مع البيانات الثانوية المأخوذة من البيانات المالية، وتم تحليل البيانات من خلال الانحدار الخطي المتعدد. والمجتمع في هذا البحث هو الشركات المصنعة لقطاعات الصناعة الأساسية والكيميائية المدرجة في بورصة إندونيسيا والتي يتم إجراؤها لمدة ٣ سنوات وذلك من ٢٠١٦ إلى ٢٠١٨. وعدد العينة ٩٠ شركة، وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن لمتغير الربحية تأثير إيجابي على الضائقة المالية، ولم يوجد أثر على الضائقة المالية من السيولة، والرافعة المالية، والتدفق النقدي، أما متغير حجم الشركة فله تأثير سلبي على الضائقة المالية".

بينما دراسة نجلاء، سماح، (٢٠٢٠)، هدفت إلى معرفة أثر الرفع المالي على ربحية الشركات المساهمة السعودية المدرجة في قطاع النقل، واستخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لقياس الرفع المالي تمثلت في إجمالي الموجودات إلى حقوق الملكية، وإجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات، والديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية كمتغيرات مستقلة، ومتغير تابع لقياس الربحية تمثل في معدل العائد على الأصول. وقد تكونت عينة الدراسة من شركات النقل البالغ عددها ٥ شركات، خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨، وقد استخدمت الدراسة التحليل المالي لدراسة وضع الشركات، إلى جانب تحليل الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة ذو دلالة إحصائية بين الرفع المالي والربحية في الشركات النقل السعودي، وبناء على هذه النتائج أوصت الدراسة الاهتمام باستخدام المؤشرات المالية لما لها من جدوى في تقييم وبيان موقف الشركة، وتوسيع نطاق الدراسة بحيث تشمل القطاعات الأخرى المدرجة في سوق الأسهم السعودي"

كما قامت دراسة ثلجي، (٢٠١٩) بالتعرف على أثر النسب المالية على ربحية السهم الواحد في بورصة عمان للأوراق المالية، وتكونت عينة الدراسة من (٥٦) شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٧)، ولتحقيق هدف الدراسة تم جمع بيانات سنوية وبناء نموذج لتحليل الانحدار المتعدد، وتم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية، لاختبار فرضيات الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لصافي هامش الربح على ربحية السهم الواحد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كما أظهرت الدراسة وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق المساهمين على ربحية السهم، بينما لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية لنسب النقدية على ربحية السهم الواحد، وبناء على ذلك، توصي الدراسة باستخدام صافي هامش الربح والعائد على الموجودات كأحد أهم النسب المالية التي تؤثر على ربحية السهم."

كما قامت دراسة الكليباي، (٢٠١٩) بالتعرف على أثر هيكل الدين على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٧، وتكون عينة الدراسة من ١٤ شركة، واستخدمت الدراسة الانحدار المتعدد وظهرت النتائج وجود أثر سلبي ومعنوي لنسبة المديونية قصيرة الأجل على الربحية، ووجود أثر سلبي ومعنوي لنسبة المديونية طويلة الأجل على الربحية، ووجود أثر إيجابي ومعنوي على لحجم الشركة مقاسا بحجم المبيعات على الربحية، وأوصت الدراسة إدارة الشركات الصناعية بتحليل مخاطر المديونية عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالرفع المالي"

بينما دراسة بوضياف، (٢٠١٨) قامت بتحديد مدى ارتباط مؤشرات تقييم الأداء المالي (النسب المالية) بحدوث ظاهرة الفشل المالي على مستوى ١٨ مؤسسة تنتج الحليب ومشتقاته بولاية بجاية؛ حيث توصلت الدراسة لوجود علاقة ارتباط متوسط بين مؤشرات السيولة، المديونية، النشاط وحدث الفشل المالي، وغيابها فيما يخص تغطية الديون والمردودية"

كما قامت دراسة الحاج، (٢٠١٨) بقياس أثر السيولة والملاءة المالية على ربحية المؤسسات الاقتصادية، ولتحقيق هذا الهدف تم اختيار عينة مكونة من ١٠ شركات مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة الممتدة ما بين ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧، حيث تم استخراج متغيرات الدراسة من القوائم الدالية لهذه الشركات والمتمثلة في نسب السيولة ونسب الملاءة المالية ونسب الربحية وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد؛ تم التوصل إلى أن هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين السيولة وربحية الشركات (ROA) و(ROE)، كما خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملاءة المالية وربحية الشركات المدرجة في بورصة قطر".

كما قامت دراسة اسليم، (٢٠١٨) ببيان العلاقة بين هيكل التمويل والربحية للشركات المدرجة في بورصتي فلسطين وعمان. استخدمت الدراسة مقياسين أساسيين لهيكل التمويل هما: إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية، وإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كمتغيرات تابعة، وثلاثة مقاييس أساسية للربحية وهي: معدل العائد

على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية وحجم الشركة كمتغيرات مستقلة، وتم اختيار عينة الدراسة ٣٢ شركة من أصل ٤٩ شركة مدرجة في بورصة فلسطين، ١٧٣ شركة مدرجة في بورصة عمان من أصل ٢٢٤ شركة، توافرت فيها شروط إجراء الدراسة لفترة ٨ سنوات للفترة المالية من ٢٠٠٩-٢٠١٦ م. وتم استخدام برنامج EViews 10 ولمنهج الوصفي التحليلي لاختبار فرضيات الدراسة وبيان العلاقة بين متغيرات التابعة والمستقلة. وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج منها: العلاقة عكسية بين متغير هيكل التمويل إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية مع متغير الربحية معدل العائد على حقوق الملكية، وأيضا العلاقة عكسية بين متغير هيكل التمويل إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول مع متغير الربحية معدل العائد على الأصول، وانه لا يوجد علاقة بين متغير هيكل التمويل إجمالي الديون إلى حقوق الملكية مع متغير الربحية معدل العائد على الأصول، وأيضا لا يوجد علاقة بين متغير هيكل التمويل إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول مع متغير الربحية معدل العائد على حقوق الملكية. وأن العلاقة طردية بين متغيري هيكل التمويل (إجمالي الديون) إلى حقوق الملكية وإجمالي الديون إلى الأصول مع متغير حجم الشركة. وقد أوصت الدراسة إلى العديد من التوصيات منها: أنه ينبغي على الشركات تطوير هيكلها التمويلية باستخدام استراتيجيات جديدة في تمويل استثماراتها تعمل على تقليل المديونية وزيادة الربحية. وأيضا ينبغي على الشركات الأخذ بعين الاعتبار الهيكل التمويلي الأمثل الذي يناسبها مشتملا على مزيج من الديون وحقوق الملكية عند تمويل الشركات قراراتها الاستثمارية محققة بذلك أقل تكلفة تمويلية لهيكلها المالي ومتجنبه مخاطر الإفلاس المالي المستقبلية.

بينما قامت دراسة بو ضياف، (٢٠١٧) بتحديد مدى ارتباط مؤشرات تقييم الأداء المالي (النسب المالية) بحدوث ظاهرة الفشل المالي على مستوى ٥١ مؤسسة تنتج الحليب ومشتقاته بولاية الجزائر العاصمة، حيث توصلت نتائج الدراسة لوجود علاقة ارتباط ضعيف بين مؤشرات السيولة، المردودية، المديونية، النشاط وحدوث الفشل المالي، وغيابها فيما يخص تغطية الديون".



كما قامت دراسة بلحاج، (٢٠١٧) التعرف على تأثير نسب السيولة ونسب الربحية على الرفع المالي، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من شركات المساهمة الجزائرية على مدى خمس سنوات من سنة ٢٠١١ إلى سنة ٢٠١٥، حيث وقع الاختيار على ١٦ شركة كعينة للدراسة، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للسيولة السريعة على الرفع المالي، في حين لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والرفع المالي في الشركات المساهمة الجزائرية عينة الدراسة وهذا في ظل التحليل الساكن لنماذج بانل."

بينما قامت دراسة طويرش، (٢٠١٥) بالتعرف إلى أهم محددات الهيكل المالي للشركات السعودية، المدرجة في السوق المالي السعودي؛ باستخدام بيانات متوازنة للفترة من عام ٢٠٠٤ م إلى ٢٠١٢ م، وعلى عينة مكونة من ٨٠ شركة، باستخدام تحليل البيانات الطويلة، وفق نموذج التأثيرات الثابتة. ولتحقيق هذا الهدف، تم تصميم واختبار سبع فرضيات، تتعلق بمحددات الهيكل المالي للشركات السعودية، وهذه الفرضيات ترتبط بالمتغيرات المستقلة الربحية، والأصول الملموسة، والسيولة، والحجم، والنمو، والخطر، والعمر، وأثرها في الرفع المالي؛ الذي تم قياسه بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: بلغ معدل الرفع المالي لدى الشركات السعودية (٢٤%)، ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية معنوية بين كل من ربحية الشركات، والسيولة، والرفع المالي، وأيضا وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية معنوية بين الأصول الملموسة، وحجم الشركة، والنمو والرفع المالي، بينما دلت نتائج الدراسة على عدم وجود علاقة بين متغيرات الخطر، وعمر الشركة، والرفع المالي. أوصت الدراسة إدارات الشركات في المملكة العربية السعودية، باستغلال مصادر التمويل المتوافرة قليلة التكلفة، كالقروض التي توفرها المصارف المحلية، والعمل على زيادة نسبة الرفع المالي لديها؛ نظرا لما تتمتع به من ارتفاع في مقدار الأصول الملموسة، وهو الأمر الذي يضمن نمو الشركات واستقرارها."

كما نجد دراسة عثمان، (٢٠١٤) قامت بدراسة لتبين كيف يتخذ المدراء قراراتهم المتعلقة بتركيبية رأس المال، وذلك للشركات الصناعية المساهمة، للفترة ما بين ٢٠١٠ إلى ٢٠١٢، ولتحقيق أهداف الدراسة تم بناء نموذج لفحص العلاقة بين ربحية الشركة وتركيبية رأس المال، وتوصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وتركيبية رأس المال".

ودراسة ناصح، (٢٠١٤) هدفت إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل لشركات القطاع الصناعي وهي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والربحية الممثلة وتقاس بالعائد على الموجودات، ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة للشركات لعينة مكونة من (١٤) شركة، وكانت سنوات الدراسة للمدة الواقعة بين ٢٠٠٤ إلى ٢٠١١، واستخدم الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط فضلا عن استخدام بعض أساليب الوصف الإحصائي مثل (الوسط الحسابي والانحراف المعياري) وبعد إجراء عملية تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضيتها، توصل البحث إلى عدة نتائج أهمها أنه لا توجد علاقة بين المتغير المستقل ممثلاً بنسبة المديونية والمتغير التابع الربحية الممثل بالعائد على الموجودات".

كما ان دراسة الحسنوي، (٢٠١٤) هدفت إلى استعمال النسب المالية لنموذج Kida للتنبؤ بالتعثر المالي لشركات الاستثمار المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إضافة إلى التعرف على مدى العلاقة الإحصائية لتلك النسب على ربحية السهم الواحد EPS لتلك الشركات، استعملت الدراسة الأساليب الإحصائية الوصفية، بالإضافة إلى نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، شمل النموذج على عدد من المتغيرات المستقلة والتي تمثلت في نسب الربحية والرافعة والسيولة والنشاط، وبناء على بيانات (٨) شركات مساهمة ولثلاث سنوات، دلت نتائج هذه الدراسة على قدرة الشركات على الاستمرار وابتعادها عن التعثر المالي، كما أكدت الدراسة على أن نسبي الربحية (العائد على الاستثمار) والنشاط (معدل دوران الموجودات)

تؤثران بشكل هام إحصائياً على ربحية السهم لتلك الشركات، كما دلت الدراسة على العلاقة الإيجابية والقوية جدا بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع."

بينما دراسة السببي، (٢٠١٢) هدفت إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسية للاقتصاد الكويتي (المالي، الصناعي، الخدمي)، ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات فإن الباحث تعامل مع نوعين من البيانات وهما البيانات الثانوية والبيانات الأولية، وتم تحليل بيانات لعينة عددها ٥٤ شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك على مدار الفترة الزمنية ٢٠٠٩ إلى ٢٠١١، ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار، وأن العلاقة كانت أقوى في القطاع الصناعي ثم الخدمي ثم المالي، وأوصت الدراسة بمراعاة الشركات عند اتخاذ قراراتها فيما يتعلق بهيكل رأس المال"

كما ان دراسة الساعدي، (٢٠١٢) هدفت إلى التحقق من مستويات هيكل رأس المال (الرفع المالي) وأثر طبيعة النشاط الاقتصادي وبعض المتغيرات على تلك المستويات، حيث استخدمت أسلوب ال Panel Data لعينة مؤلفة من ٣٥ شركة مدرجة في سوق أبو ظبي ودبي للأوراق المالية لمدة ست سنوات للمدة من ٢٠٠٥ ولغاية ٢٠١٠ باتباع نموذج fixed - effect (within) regression لاختبار تلك العينة. لقد توصلت الدراسة إلى أن هناك أثراً لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة على مستويات هيكل رأس المال، وأن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الموجودات الثابتة وحجم الشركة مع الرفع المالي، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية ربحية الشركة والرفع المالي مما يعني أن الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة تسعى إلى الرفع المالي من أجل زيادة نشاطها التشغيلي، ولكن في نفس الوقت تلجأ إلى الاقتراض كخيار ثان بعد أن تستخدم أموال الملكية كخيار أول"

## ٧- منهجية الدراسة وإجراءاتها:-

## ١-٧ منهج الدراسة:

تتبع هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، بغرض تحقيق أهداف الدراسة وحل مشكلاتها، بحيث يقوم هذا المنهج على دراسة الواقع، ويصفه وصفا ودقيقا ويعبر عنه كميا وكيفيا، فيصف لنا التعبير الكيفي للظاهرة، مع توضيح خصائص هذه الظاهرة، أما التعبير الكمي؛ فيعطينا وصفا رقميا يوضح مستوى الظاهرة وعلاقتها التفسيرية مع الظواهر الأخرى (سماح، نجلاء، ٢٠٢٠).

## ٢-٧ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كافة شركات قطاع إنتاج الأغذية في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين (٢٠١٨م) وحتى (٢٠٢٢م)، باستثناء شركة واحدة، وهي شركة الشرقية للتنمية، وذلك بسبب عدم تحقيقها لأي إيرادات للأعوام من ٢٠١٩م وحتى ٢٠٢٢م، ويوضح الجدول رقم (٤) كافة مجتمع الدراسة.

### جدول (٤) كافة مجتمع الدراسة لقطاع إنتاج الأغذية في سوق الأوراق المالية في الفترة ما بين ٢٠١٨م وحتى ٢٠٢٢م

رقم	اسم الشركة	رمز التداول
١	شركة القصيم القابضة للاستثمار	٦٠٢٠
٢	شركة الجوف الزراعية	٦٠٧٠
٣	شركة المراعي	٢٢٨٠
٤	شركة المطاحن الأولى	٢٢٨٣
٥	شركة حلواني إخوان	٦٠٠١
٦	شركة جازان للتنمية والاستثمار	٦٠٩٠
٧	شركة المطاحن الحديثة للمنتجات الغذائية	٢٢٨٤
٨	شركة نقي للمياه	٢٢٨٢
٩	الشركة الوطنية للتنمية الزراعية (نادك)	٦٠١٠
١٠	الشركة السعودية للأسمك	٦٠٥٠
١١	الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية (سدافكو)	٢٢٧٠
١٢	مجموعة صافولا	٢٠٥٠
١٣	شركة سناد القابضة	٤٠٨٠
١٤	شركة تبوك للتنمية الزراعية	٦٠٤٠
١٥	شركة تنمية الغذائية	٢٢٨١
١٦	شركة وفرة للصناعة والتنمية	٢١٠٠

المصدر: هيئة سوق المال - موقع تداول

## ٣-٧ عينة الدراسة

تم استخدام أسلوب الحصر الشامل لشركات قطاع إنتاج الأغذية في سوق الأوراق المالية السعودي، باستثناء شركة الشرقية للتنمية، حيث تم استخدام البيانات المجمعة للقطاع محل الدراسة، كما هو موضح في الجدول (٤) حيث كان عدد الشركات؛ ستة عشر شركة للفترة ما بين ٢٠١٨م وحتى ٢٠٢٢م.

#### ٧-٤ قياس المتغيرات

تشتمل متغيرات الدراسة على ثلاث متغيرات وهي "القدرة الائتمانية" كمتغير مستقل، و"هيكل رأس المال" كمتغير وسيط، و"هامش الربحية" كمتغير تابع.

#### ٧-٤-١ قياس "القدرة الائتمانية"

تم قياس القدرة الائتمانية باستخدام نموذج شيرود، وهو حاصل جمع لنموذج مالي، مكون من ست نسب مالية مرجحة بستة أوزان، وتشكل كل نسبة مالية بالنموذج مقياس للربحية أو السيولة أو الملاءة المالية، وتصنف الشركات على خمس نتائج، فالشركة التي تحقق ٢٥ فأعلى تصنف كشركة ذات تمويلات عديمة المخاطر، والشركات التي تحقق ما بين ٢٠ حتى ٢٤ تكون من ضمن فئة الشركات ذات التمويل قليل المخاطر، في حين تصنف الشركات الواقعة ما بين ٥ إلى ١٩ كشركات ذات تمويل متوسط المخاطر، أما الشركات التي تحقق درجة أعلى من ٥- وإلى ٤؛ فتصنف كشركات ذات مخاطر تمويل مرتفعة، والشركات التي تحقق أقل من ٥- فتكون من ضمن الشركات ذات مخاطر تمويل مرتفعة جدا (رحيش، شنوف، ٢٠١٩) ويكون شكل النموذج على النحو الآتي:

$$Z = 17X1+9X2+3.5X3+20X4+1.2X5+0.1X6$$

حيث إن:

X1 = رأس المال العامل / مجموع الأصول.

X2 = الأصول النقدية / مجموع الأصول.

X3 = حقوق الملكية / مجموع الأصول.

$$X4 = \text{صافي الربح قبل الضريبة} / \text{مجموع الأصول.}$$

$$X5 = \text{مجموع الأصول} / \text{مجموع الالتزامات.}$$

$$X6 = \text{حقوق الملكية} / \text{مجموع الأصول الثابتة.}$$

وقد تم احتساب القدرة الائتمانية للشركات محل الدراسة خلال الفترة ما بين ٢٠١٨م وحتى ٢٠٢٢م باستخدام هذه المعادلة (انظر للملحق رقم (١) لكيفية احتساب ناتج النموذج (Z-Score)، وهدفت هذه الدراسة استعمال نموذج شيرود، بسبب كونه يتمتع بعدد مؤشرات ونسب مالية أكثر من بقية النماذج المالية، ويقسم الشركات لخمسة أصناف، كما انه يمكن استعمال النموذج بمختلف القطاعات ولمختلف الشركات سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة.

#### ٢-٤-٧ قياس متغير " هيكل رأس المال "

يتم قياس هيكل رأس المال بعدة طرق، ولكل طريقة مدلول مختلف عن الطريقة الأخرى، وهذه الدراسة اعتمدت لحساب هيكل رأس المال؛ نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية، حيث تبين هذه النسبة مدى توازن نوع التمويل، لتغطية الاستثمار "الأصول" (اسليم، ٢٠١٨).

#### ٣-٤-٧ قياس متغير " هامش الربحية "

لقياس ربحية الشركات، يمكن أن نستعمل نسب مالية متعددة، بحيث تختلف كل نسبة في مدلولها عن النسبة الأخرى، وهذه الدراسة اعتمدت على حساب الربحية بنسبة هامش الربح، وهي نسبة صافي الربح المتاح للتوزيع للأسهم العادية إلى إجمالي صافي المبيعات، ولهذه النسبة أهمية كبيرة تتمثل بكونها تبين النتائج النهائية لكافة قرارات الشركة الاستثمارية والتمويلية بعد احتساب كافة التكاليف المباشرة وغير مباشرة والإيرادات ذات العلاقة بالنشاط الرئيسي والإيرادات من خارج الأنشطة الرئيسية (طه، ٢٠١٦).

#### ٥-٧ مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت هذه الدراسة في الحصول على البيانات من المصادر الآتية:  
- المصادر الثانوية:

تم الاعتماد على الدوريات والدراسات والبحوث المنشورة والرسائل الجامعية التي تناولت موضوع الدراسة، وذلك لبناء الإطار النظري للدراسة. كما تم الاعتماد على القوائم المالية المنشورة من خلال موقع (تداول) وذلك لشركات قطاع إنتاج الأغذية في سوق الأوراق المالية السعودي.

### ٨- نتائج تحليل البيانات

#### ٨-١ توصيف متغيرات الدراسة

لتوصيف متغيرات الدراسة الثلاثة تم استخدام أساليب التحليل الاحصائي الوصفي من الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف باستخدام برنامج EViews – 13، حيث تم استخدام الوسط الحسابي للتعرف على أي من الشركات محل الدراسة أكثر مقدرة ائتمانية مقارنة بمتوسط هامش الربح في ظل مستوى معين من هيكل رأس المال مقاسا بنسبة الديون إلى إجمالي حقوق الملكية، واستخدم معامل الاختلاف لترتيب الشركات وفقا للوسط الحسابي منسوبا للانحراف المعياري. ويوضح جدول رقم (٥) نتائج توصيف متغيرات الدراسة

#### جدول (٥) نتائج توصيف متغيرات الدراسة

الترتيب	هيكل رأس المال			هامش الربح			القدرة الائتمانية			الشركة		
	الترتيب	الانحراف المعياري	المتوسط	الترتيب	الانحراف المعياري	المتوسط	الترتيب	الانحراف المعياري	المتوسط			
5	متوسط	0.0407	0.5024	14	خسار	0.7127	-0.292	12	متوسط	1.4432	5.9192	شركة القسيم للاستثمار القابضة
3	منخفض	0.0677	0.2434	6	ربح منخفض	0.0923	0.0615	4	متوسط	1.4271	14.951	شركة العوف للتعمير والزراعة
11	مرتفع	0.1534	1.0381	4	ربح متوسط	0.0211	0.1185	10	متوسط	0.657	6.7967	شركة المراعي
8	متوسط	0.7943	0.8349	1	ربح مرتفع	0.0369	0.2281	5	متوسط	4.1207	12.340	شركة المطاحن الأولى
9	مرتفع	0.2433	1.0119	9	ربح منخفض	0.0424	0.0456	8	متوسط	2.5458	7.5017	شركة حوافي الخولن
1	منخفض	0.0223	0.1437	7	ربح منخفض	0.1401	0.0599	3	متوسط	1.4836	14.116	شركة جزران للطاقة وللتعمير
16	مرتفع للغاية	4.0089	3.0167	3	ربح متوسط	0.0570	0.1456	6	متوسط	5.603	12.66	شركة المطاحن الحديثة للملحقات الغذائية
2	منخفض	0.0563	0.2281	2	ربح مرتفع	0.0630	0.2182	1	متوسط	5.5777	16.816	شركة نقي المعية
13	مرتفع للغاية	0.2493	1.9506	12	خسار	0.0645	-0.0159	9	متوسط	9.5687	7.4994	الشركة الوطنية للتعمير الزراعية
10	مرتفع	1.0391	1.0254	16	خسار	0.3778	-1.225	7	متوسط	8.9492	9.3354	شركة التروة السكنية السعودية
4	متوسط	0.0291	0.4510	5	ربح متوسط	0.0124	0.1171	2	متوسط	5.9602	14.887	شركة السافل للألبان والمواد الغذائية
14	مرتفع للغاية	0.1677	2.0323	10	ربح منخفض	0.0256	0.0295	14	متوسط	5.9014	5.3592	مجموعة سابلا
7	متوسط	0.0887	0.6572	11	خسار	0.0184	-0.014	13	متوسط	2.3830	5.6667	شركة مند القابضة
6	منخفض	0.2436	0.5470	15	خسار	0.7464	-0.321	16	منخفضة	4.2414	4.6248	شركة تروك الائتمانية للزراعية
15	مرتفع للغاية	0.6948	2.6564	8	ربح منخفض	0.0242	0.0488	11	متوسط	2.2656	5.9227	شركة نعمة الطبيعية للأغذية
12	مرتفع	0.3580	1.1100	13	خسار	0.1860	-0.160	15	متوسط	8.2088	5.3276	شركة وقرة المساحة والتعمير

المصدر: من اعداد الباحث، بناءً على تحليل بيانات الدراسة

اتضح من جدول (٥) أن الشركات محل الدراسة تختلف من حيث مستوى القدرة الائتمانية، ومستوى الربحية، ومستوى هيكل رأس المال حيث يتضح:

١- فيما يتعلق بالقدرة الائتمانية، يوضح معامل شيرود (تم تقديم آلية حساب النموذج في الفصل الثالث والنتائج في الفصل الخامس) ان هناك تفاوت بين الشركات محل الدراسة في قدرتهم الائتمانية، ومدى احتمالية الإفلاس لهم، حيث وفقا لمعامل شيرود، فإن الشركة تكون معرضة للإفلاس بشكل كبير إذا كان معامل  $z$  أقل من (5-) وهذا يعكس الانخفاض الشديد في القدرة الائتمانية للشركات التي تحصل على معامل  $z$  (-5-) فأقل، بينما الشركات التي تحصل على معامل يتراوح ما بين (5-) إلى أقل من (٥) فإن هذه الشركات تكون معرضة للإفلاس، وهي بذلك تكون ذات قدرة ائتمانية منخفضة، بينما الشركات التي تحصل على معامل  $z$  يتراوح ما بين (٥) إلى أقل من (٢٠)، فإن هذه الشركات يصعب التنبؤ باحتمالية إفلاسها، ولذلك تكون هذه الشركات ذات مقدرة ائتمانية متوسطة بينما الشركات التي تحصل على معامل  $z$  يتراوح ما بين (٢٠) إلى أقل من (٢٥)، فإن هذه الشركات احتمال إفلاسها منخفض وهذا يعكس قدرة ائتمانية عالية لهذه الشركات، بينما اذا حصلت الشركة على معامل  $z$  (٢٥) فأكثر فهذا يشير إلى أن الشركة غير معرضة للإفلاس في الوقت الحالي، مما يعكس قدرة ائتمانية عالية.

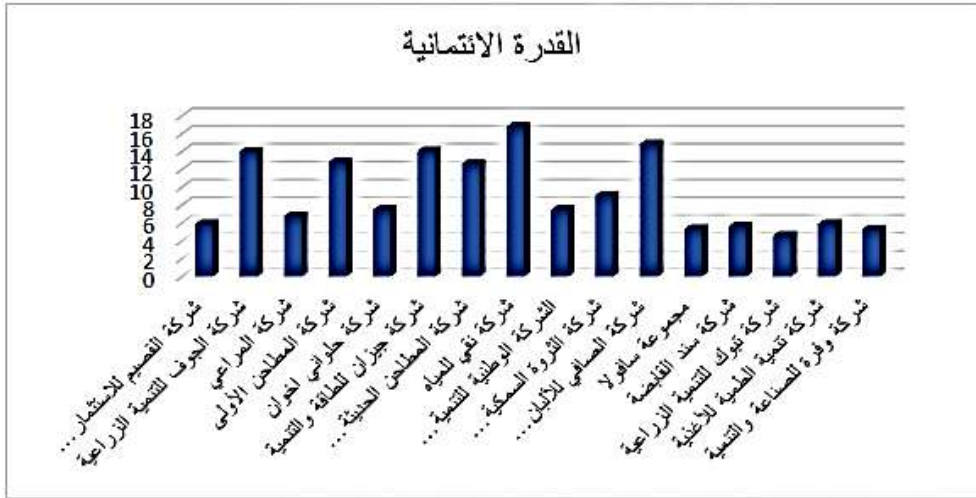
وبمراجعة القدرة الائتمانية للشركات محل الدراسة بالجدول (٥) نجد ان لهذه الشركات قيمة  $z$  لها تتراوح ما بين ٤.٦٢٤٨ إلى ١٦.٨١٦١، وهنا يمكن القول ان المقدرة الائتمانية لهذه الشركات تتراوح ما بين منخفضة إلى متوسطة خلال سنوات الدراسة، فنجد شركة تبوك للتنمية الزراعية قيمة  $z$  لها ٤.٦٢٤ وهي أقل من ٥ وهذا يشير إلى أن شركة تبوك للتنمية الزراعية معرضة للإفلاس مما يشير إلى الانخفاض في المقدرة الائتمانية، فإنه يصعب عليها الحصول على تمويل بتكلفة ملائمة، مما يعكس ارتفاع تكلفة التمويل لديها.



أما باقي الشركات محل الدراسة فإن قيمة  $z$  لها تتراوح ما بين ٥.٣٢ إلى ١٦.٨١ وهي جميعها تقع في الفئة من ٥ إلى ٢٠ والتي تعكس ان هذه الشركات يوجد صعوبة في التنبؤ بإفلاسها وهذا يعكس المقدرة الائتمانية المتوسطة لهذه الشركات. وعلى الرغم من باقي هذه الشركات قدرتها متوسطة الا أنه يوجد تفاوت بين مقدرتهم الائتمانية، فكلما ارتفعت قيمة  $z$  زادت المقدرة الائتمانية لهم.

ويتضح ان أفضل الشركات من حيث القدرة الائتمانية لحصولها على قيمة  $z$  مرتفعة بالترتيب من الأفضل إلى الأقل تفضيلاً شركة نقي، ثم تليها شركة الصافي ثم جيزان، ثم الجوف، ثم المطاحن الأولى، ثم المطاحن الحديثة، ثم الأسماك السعودية، ثم حلواني اخوان، بينما أسوأ هذه الشركات هي شركة تبوك للتنمية الزراعية.

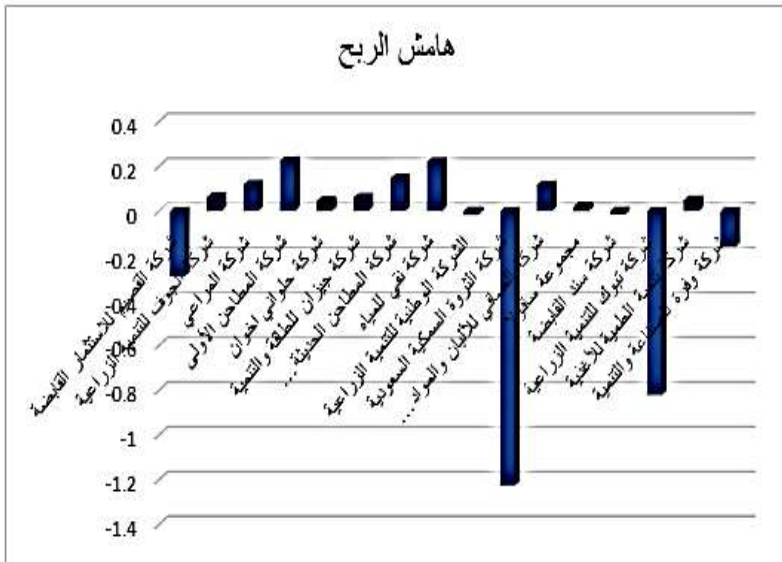
ويمكن توضيح ذلك من خلال شكل (١).



شكل (١) مستوى القدرة الائتمانية للشركات محل الدراسة

٢- وفيما يتعلق بهامش الربح يتضح من جدول (٥) أن متوسط هامش الربح للشركات محل الدراسة تراوح ما بين 122.5% - إلى 22.5% وبالتالي تراوحت الشركات ما بين خاسرة إلى شركات رابحة، وتتمثل أفضل الشركات الرابحة كما يظهر بجدول

(٥) شركة المطاحن الأولى ثم شركة نقي للمياه، ثم شركة المطاحن الحديثة ثم شركة المراعي، ثم شركة الصافي. بينما أسوأ الشركات المحققة خسارة بالترتيب من الأسوأ إلى أقل سوءاً، هي: شركة الأسماك السعودية ثم تبوك للتنمية الزراعية ثم القصيم القابضة ثم وفرة للصناعة والتنمية. ويمكن توضيح ذلك من خلال شكل (٢).



شكل (٢-٤) مستوى هامش الربح للشركات محل الدراسة

ويوضح جدول (٦) مصفوفة الارتباط بين مستوى القدرة الائتمانية، ومتوسط هامش الربح محل الدراسة.

جدول (٦) مصفوفة الارتباط بين مستوى القدرة الائتمانية، ومتوسط هامش الربح للشركات محل الدراسة

هامش الربح	القدرة الائتمانية	المتغير المتغير
	١	القدرة الائتمانية
1	٠,٣٨ Sig = (0.146)	هامش الربح

## - العلاقات غير معنوية

المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات

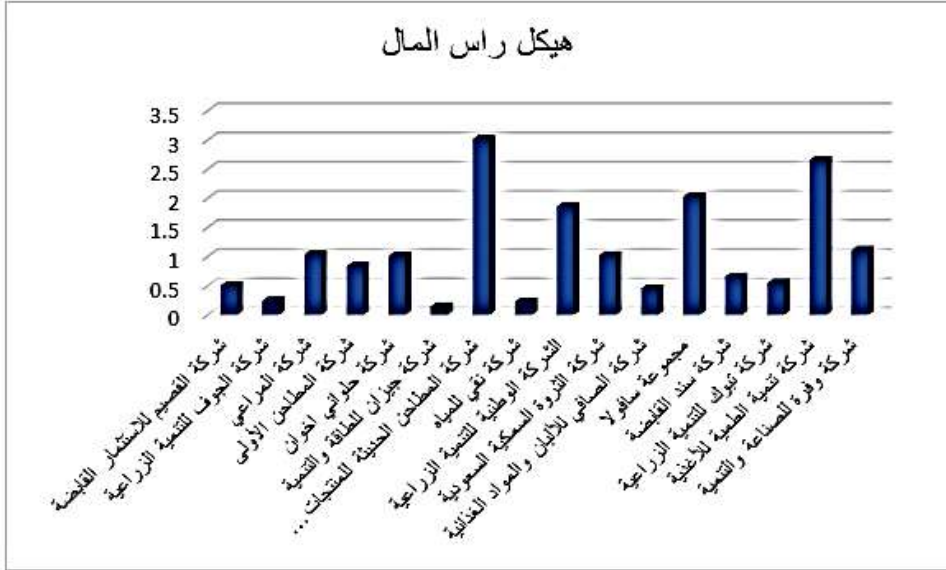
وبذلك نجد من خلال جدول (٦) أن العلاقة موجبة بين القدرة الائتمانية وهامش الربح للشركات محل الدراسة بصفة عامة، ولكن هذه العلاقة بين الشركات محل الدراسة فقط ولا تستطيع تعميمها على الشركات الأخرى المدرجة بسوق المال أو غيرها نظرا لعدم معنوية العلاقات.

يلاحظ انه ليس بالضروري ارتفاع القدرة الائتمانية للشركات ان يكون هامش الربح لها مرتفع حيث توجد شركات رابحة وقدرتها الائتمانية اقل من شركات خاسرة، فعلى سبيل المثال كما يتضح من جدول (٥) أن شركة الأسماك السعودية القدرة الائتمانية لها والمعبر عنها بالقيمة  $z = 9.135$  وتحقق خسائر كبيرة جدا  $122.5\%$  بينما شركة صافولا نجد أن القدرة الائتمانية لها  $0.3$  وتحقق ربح منخفض يقدر بـ  $2\%$ .

ولكن نجد أن الشركات ذات الربح مرتفع ومتوسط هي الشركات ذات القدرة الائتمانية عالية أما العلاقة غير واضحة مع الشركات التي ترباح بمعدلات منخفضة. ويمكن إيجاد العلاقة العامة بين القدرة الائتمانية ومستوى الربح من خلال مصفوفة الارتباط بينهم، بالتالي التغير في أي منها يؤدي إلى تغير الآخر بـ  $38\%$ .

٣- أما فيما يتعلق بهيكل رأس المال، والمقاس بالمديونية إلى حقوق الملكية نجد ان مستوى نسبة المديونية لحقوق الملكية تتراوح ما بين  $0.14$  إلى  $3.016$ ، وهذا يعني أن هناك شركات محل الدراسة تنخفض فيها المديونية في نسبة هيكل رأس المال، هناك شركات ترتفع بها نسبة المديونية، فعلى سبيل المثال نجد شركة جيزان تنخفض بها نسبة المديونية حيث تمثل  $0.14$ ، وشركة الجوف  $0.24$ ، كما نجد أن المديونية مرتفعة في شركات أخرى مثل شركة المطاحن الحديثة، وشركة تنمية الغذائية حيث بلغت نسبة المديونية لهما على التوالي  $3.016$ ،  $2.6$  أي أن المديونية تمثل ثلاثة أضعاف حقوق الملكية في شركة المطاحن،  $2.6$  مرة في شركة تنمية الغذائية.

### ويمكن توضيح ذلك من خلال شكل (٣)



### شكل (٣) مستوى هيكل رأس المال للشركات محل الدراسة

وللتعرف على العلاقة بين مستوى المديونية إلى حقوق الملكية الذي يمثل هيكل رأس المال وهامش الربح والقدرة الائتمانية ثم إيجاد معاملات الارتباط بينهم. ويظهر جدول (٣) معاملات الارتباط بين المتغيرات الثلاثة.

### جدول (٧) معاملات الارتباط بين هيكل رأس المال، هامش الربح والقدرة الائتمانية

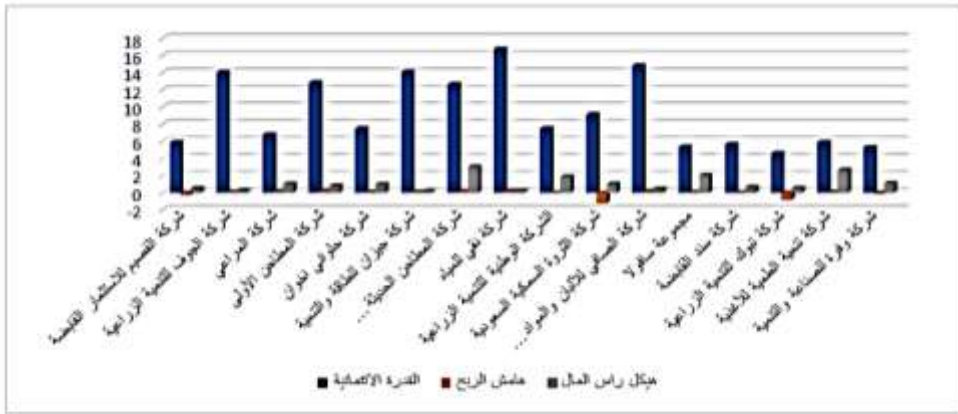
المتغير	المتغير	القدرة الائتمانية	هامش الربح	هيكل رأس المال
القدرة الائتمانية	١			
هامش الربح	٠.٣٨	١		
هيكل رأس المال	-0.317	٠.١٢١	١	

المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

يتضح من جدول (٧) ان هناك علاقة موجبة بين هيكل رأس المال، وهامش الربح للشركات محل الدراسة حيث بلغ معامل الارتباط  $+0.121$  وهذا يشير إلى أن أي تغيير في هيكل رأس المال يؤدي إلى تغيير في هامش الربح بمقدار  $١٢.١\%$ ، أي

بزيادة نسبة المديونية إلى حقوق الملكية يؤدي إلى زيادة الربحية، وهذا يرجع إلى مفهوم الرفع المالي، وللتأكد من هذه العلاقة يجب التعرف على مستوى هامش الربح لهذه الشركات، حيث أنه إذا كان هامش الربح لهذه الشركات أكبر من عائد التوازن فإن التمويل بالمديونية يكون أفضل من التمويل بالملكية، ويساعد الرفع المالي من تعظيم هامش الربح في هذه الحالة. كما نجد أن هناك علاقة عكسية بين القدرة الائتمانية وهيكل رأس المال حيث تقدر بـ  $-0.317$  وهي علاقة منطقية حيث كلما انخفضت المديونية لحقوق الملكية زادت القدرة الائتمانية للشركة.

ويوضح الشكل (٤) مقارنة المتغيرات الثلاثة وعلاقة بعضهما البعض للشركات محل الدراسة.



شكل (٤) مقارنة المتغيرات الثلاثة عبر الشركات محل الدراسة

المصدر: اعداد الباحث، بناء على نتائج تحليل البيانات

يتضح من الشكل ان الشركات التي تحقق خسائر مثل شركة الأسماك السعودية، وشركة تبوك للتنمية الزراعية، وشركة القصيم، نسبة الديون إلى حقوق الملكية بهيكل رأس المال منخفضة، وأن القدرة الائتمانية منخفضة، كما ان الشركات المرحة تتمتع بقدرة ائتمانية عالية، وان نسبة المديونية لهيكل رأس المال مرتفعة، مما يعكس أثر الرفع المالي على هامش الربح.

## ٢-٨ اختبار فروض الدراسة

لاختبار دور هيكل رأس المال كمتغير وسيط للعلاقة بين القدرة الائتمانية للشركة وهامش الربح، هذا يتطلب الأمر؛ تم استخدام أسلوب انحدار الوسيط Mediated Regression

### ١-٢-٨: الشروط الأساسية لاستخدام أسلوب الانحدار – الوسيط (Mediated Regression)

يتمثل اهم شرطين للبيانات الخاصة بالمتغيرات التي سيتم استخدام من خلال أسلوب الانحدار الخطي في مدى توزع البيانات لمتغيرات الدراسة توزع طبيعي ومدى خطية البيانات. وللتحقق من مدى توزع البيانات توزيع طبيعي تم استخدام إحصائية جاركو – بيررا (Jarque-Bera). ويوضح جدول رقم (٨) مدى اعتدالية بيانات متغيرات الدراسة باستخدام إحصائية جاركو بيررا.

#### جدول (٨) من إحصائية جاركو بيررا لمدى توزع البيانات للتوزيع الطبيعي

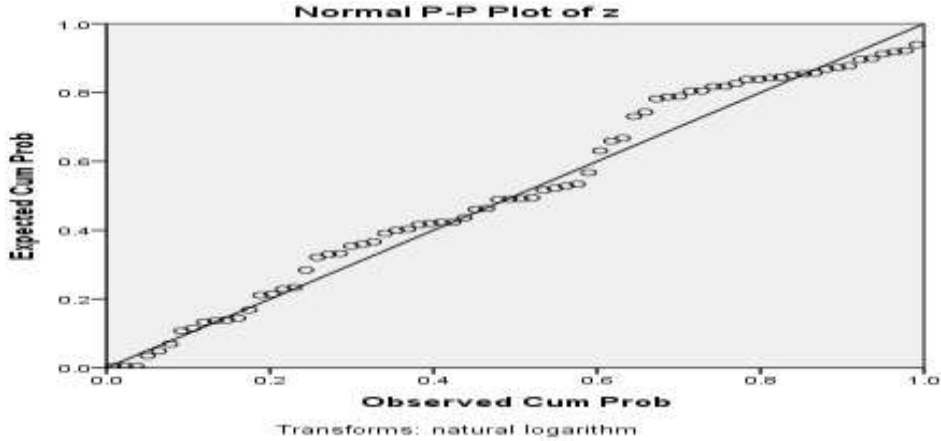
المتغير	الإحصائية	مستوى المعنوية
القدرة الائتمانية	٥.٥٤	٠.٠٦
هيكل رأس المال	١٦.٩٤٥	٠.٠٠٠
هامش الربح	١٦٧.٥	٠.٠٠٠

المصدر: من اعداد الباحث، بناء على نتائج تحليل البيانات

ينضح من جدول (٨) ان إحصائية جاركو-بيررا لمتغير القدرة الائتمانية تقدر بـ ٥.٥٤ عند مستوى معنوية ٠.٠٦ وهي غير معنوية عند مستوى ثقة ٠.٩٥، وهذا يشير إلى توزع بيانات متغير القدرة الائتمانية توزع طبيعي. بينما نجد بيانات كل من متغير هيكل رأس المال، وهامش الربح لا يتوزع طبيعياً نظراً لمعنوية إحصائية جاركو-بيررا لكلا المتغيرين. حيث نجد إحصائية جاركو-بيررا لبيانات متغير هيكل رأس المال ١٦.٩٤٥ بمستوى معنوية ٠.٠٠٠، وبيانات متغير هامش الربح ١٦٧.٥ مستوى معنوية ٠.٠٠٠ مما يجعلنا استخدام اللوغاريتم الطبيعي لبيانات كل من هذين المتغيرين عند القيام بالتحليل باستخدام أسلوب الانحدار.

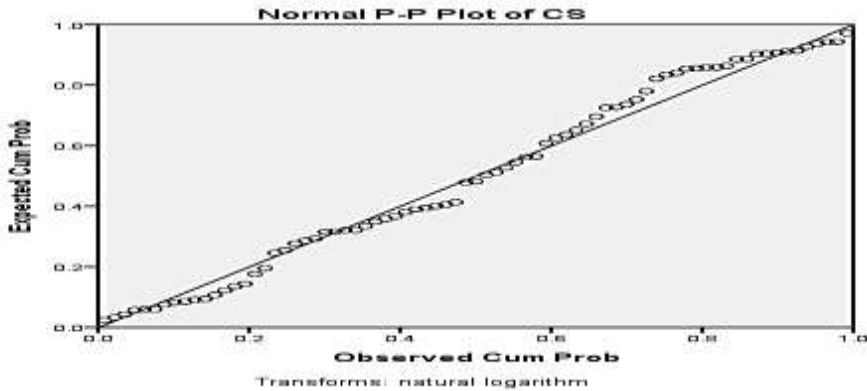
اما فيما يتعلق بخطية البيانات، يوضح شكل (٥) خطية بيانات متغير القدرة الائتمانية نظرا لتوزيع المشاهدات حول القطر الرئيسي وتأخذ شكل اتجاه الخط المستقيم.

شكل (٥) خطية بيانات متغير القدرة الائتمانية



المصدر: اعداد الباحث، بناءا على نتائج تحليل البيانات

ما يظهر بشكل (٤-٦) خطية بيانات متغير هيكل رأس المال، حيث نجد البيانات تتوزع حول القطر الرئيسي وتأخذ اتجاه الخط المستقيم.



شكل (٦) خطية بيانات متغير هيكل رأس المال

المصدر: اعداد الباحث بناءا على نتائج تحليل البيانات

كما يظهر شكل (٧) خطية بيانات متغير هامش الربح، حيث وجد البيانات تتوزع حول القطر الرئيسي، وتأخذ اتجاه الخط المستقيم.



شكل (٧) خطية بيانات متغير هامش الربح  
المصدر: اعداد الباحث بناءً على نتائج تحليل البيانات

٢-٢-٨- نتائج اختبار فروض الدراسة

يعرض الجدول التالي نتائج اختبار فروض الدراسة باستخدام انحدار الوسيط  
جدول (٩) نتائج اختبار هيكل رأس المال كمتغير وسيط بين المقدرية

الائتمانية للشركات و هامش الربح

معاملات الانحدار			معاملات النموذج			العلاقة	الفرض
sig	$\tau$	$\square$	sig	F	R <sup>2</sup>		
٠.٠٠٩	2.68	٠.٢٣	٠.٠٠٩	٧.٢	٠.٠٩	القدرة الائتمانية <----- هامش الربح	١
٠.٠٠٠	-6.59	-0.08	٠.٠٠٠	٤٣.٥	٠.٣٧	القدرة الائتمانية <----- هيكل رأس المال	٢
٠.٠٠١	٣.٤	٠.٠٤	٠.٠٠٤	٥.٩	٠.١٤	القدرة الائتمانية <----- هامش الربح ----- رأس المال	٣
٠.٠٤٣	٢.١	٠.١٧					
Sig = 0.009 0.023						الأثر الإجمالي	الرابع
Sig = 0.001 0.036						الأثر المباشر	
Sobel test = 1.96 (sig = -0.05) -0.013						الأثر غير المباشر	

المصدر اعداد الباحث بناءً على مخرجات تحليل البيانات باستخدام برنامج SPSS-process 13  
ف١: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للقدرة الائتمانية للشركات في هامش الربح.



يتضح من جدول (٩) وفقا لنتائج اختبار الفرض الأول نجد ان معامل انحدار القدرة الائتمانية على هامش الربح يقدر بـ ٠.٠٢٣ واحصائية (ت) لها ٢.٦٨ عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، وهذا يشير إلى ان التغير في القدرة الائتمانية بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة هامش الربح بـ ٢٣% كما نجد أن القدرة الائتمانية تفسر ٩% من التغير الحادث في هامش الربح حيث ان  $R^2 = ٠.٠٩$  بمعامل  $F = ٧.١٩$  ومستوى معنوية ٠.٠٠٩، وهذا يشير إلى قبول الفرض الأول.

#### ٢: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للقدرة الائتمانية في هيكل راس المال.

يتضح من جدول (٩) ووفقا لنتائج اختبار الفرض الثاني، ان معامل انحدار القدرة الائتمانية على هيكل راس المال يبلغ - ٠.٠٨ بقيمة ت تساوي -٦.٥٩ عند مستوى معنوية ٠.٠٠٠، وهذا يعني انه بزيادة القدرة الائتمانية للشركة نجد ان نسبة المديونية بهيكل راس المال تنخفض. أي وجود اثر سلبي ذو دلالة احصائية للقدرة الائتمانية في هيكل راس المال، كما أن متغير القدرة الائتمانية يفسر ٣٧% من التغير الحادث في هيكل راس المال. حيث بلغت قيمة  $R^2 = ٠.٣٧$  عند قيمة  $F = ٤٦.٥$  بمستوى معنوية ٠.٠٠٠، وهذا يشير الى قبول الفرض الثاني.

#### ٣: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل راس المال في هامش الربح.

يتضح من جدول (٩) ان هيكل راس المال له اثر موجب في هامش الربح حيث نجد معامل انحدار هيكل راس المال على هامش الربح يبلغ ٠.١٧، بقيمة ت = ٢.١ عند مستوى معنوية ٠.٠٤٣، وهذا يعكس وجود اثر موجب ذو دلالة إحصائية لهيكل راس المال في هامش الربح. كما نجد ان هيكل راس المال والقدرة الائتمانية يفسران معاً ١٤% من التغير الحادث في هامش الربح، حيث معامل التفسير بلغ ٠.١٤ عند قيمة  $F$  تساوي ٥.٩ بمستوى معنوية ٠.٠٠٤. وبذلك يتم قبول الفرض الثالث.

#### ٤: متغير هيكل رأس المال متغير وسيط بين القدرة الائتمانية للشركات وهامش الربح.

يتضح من جدول (٩) انه يؤثر أثر موجب ذو دلالة إحصائية للقدرة الائتمانية في هامش الربح حيث نجد ان معامل انحدار القدرة الائتمانية على هامش الربح يقدر

بـ 0.023 بمستوى معنوية 0.009، كما ان مستوى التفسير R2 لمتغير القدرة الائتمانية يقدر بـ 0.09، أي يفسر 9.0% من التغير الحادث في هامش الربح، وهذا يعكس الأثر الإجمالي للقدرة الائتمانية في هامش الربح وتقدر بـ 0.023. كما نجد وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الائتمانية، وهيكل رأس المال حيث كلما زادت القدرة الائتمانية للشركة قلت المديونية إلى حقوق الملكية بمعامل -0.08، كما نجد ان أثر هيكل رأس المال في هامش الربح ذو أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بمعامل 0.17. مما يعكس ان الأثر غير مباشر للمقدرة الائتمانية في هامش الربح تقدر بـ  $(-0.08 * 0.17) = 0.013$  ومعنوية. كما نجد أن أثر القدرة الائتمانية في ظل هيكل رأس المال "أي الأثر المباشر" في هامش الربح يقدر بـ 0.04 ومعنوي حيث مستوى المعنوية = 0.001.

ووفقا لـ Baron & Keny (1986) أنه إذا كان الأثر الإجمالي معنوي، والأثر المباشر معنوي والأثر غير المباشر أيضا معنوي فان المتغير الوسيط يكون وسيط جزئي، اما إذا كان الأثر الإجمالي معنوي، والأثر المباشر غير معنوي يكون المتغير الوسيط، وسيط تام. ونجد وفقا لجدول (4-6) ان الأثر الإجمالي لمتغير القدرة الائتمانية في هامش الربح يقدر بـ 0.023 معنوي بـ 0.009، الأثر المباشر يقدر بـ 0.036 معنوي عند مستوى 0.001، وأيضا نجد الأثر غير المباشر أيضا معنوي واحصائية سوبل تقدر بـ -1.96. بالتالي يمكن القول بأن هيكل رأس المال متغير وسيط جزئي للعلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش الربح.

#### 9- مناقشة وتفسير النتائج :-

توضح نتائج الدراسة الحالية أن مستوى القدرة الائتمانية للشركات محل الدراسة يتراوح من متوسط إلى منخفض، حيث تتراوح قيم Z-score بين 6288.4 و 16.8، وهي تقع ضمن النطاق المتوسط والمنخفض. كما أن 15 شركة من أصل 16 تقع في الفئة المتوسطة من حيث القدرة الائتمانية. وتتفق هذه النتائج مع دراسة Khan و Raj (2020) التي وجدت أن معظم شركات الاتصالات الهندية تقع في "المنطقة الرمادية" حسب نموذج Altman Z، مما يعكس ضعفاً عامًا في القدرة

الائتمانية. دراسة شموط (2022) توصلت كذلك إلى تأثير ضعف في الملاءة المالية على الأداء المالي للشركات الصناعية في بورصة عمان خلال فترة جائحة كورونا، مما يشير إلى أن الشركات الصناعية قد تواجه مشاكل مشابهة في القدرة الائتمانية. بينما تتمثل أوجه الاختلاف فهذه النقطة في: انه على الرغم من تشابه النتائج مع دراسة **RajوKhan**، فإن نتائج هذه الدراسة تشير إلى أن معظم الشركات السعودية في الفئة المتوسطة، بينما في الهند، أغلب الشركات تقع في منطقة الخطر. يمكن تفسير هذا الاختلاف باختلاف القطاعات الاقتصادية بين السعودية والهند، حيث أن قطاع الأغذية قد يكون أكثر استقرارًا نسبيًا مقارنة بقطاع الاتصالات. وقد ترجع أسباب الاختلاف الى الاختلاف في البيئة الاقتصادية بين السعودية والهند، وأيضاً تأثيرات مختلفة للأزمات الاقتصادية مثل جائحة كورونا على القطاعات المختلفة.

كما ان نتائج الدراسة تشير إلى أن 6 شركات من أصل 16 تحقق خسائر، بينما 5 شركات لديها هامش ربح أقل من 10%. هناك شركتان فقط تحققان ربحاً أكبر من 20%. وهذا يتفق مع دراسة **الحاج (2018)** التي بينت وجود علاقة إيجابية بين السيولة والربحية، حيث أن الشركات ذات الأداء المالي الأفضل (مثل شركة نقي) تظهر مستويات أعلى من الربحية. وايضا يتفق مع دراسة **ثلجي (2019)** حيث أظهرت أيضاً تأثيراً إيجابياً لهامش الربح على ربحية السهم، وهو ما يتوافق مع النتائج التي تشير إلى أن الشركات ذات هامش الربح الأعلى هي الأكثر ربحية. وتمثلت أهم أوجه الاختلاف مع دراسة **Raj (2020)** حيث انها وجدت أن تأثير الربحية على Z-score ليس كبيراً، بينما تشير نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين القدرة الائتمانية والربحية. وقد يرجع هذا الاختلاف الى الاختلاف في القطاعات المدروسة (الاتصالات مقابل الأغذية). وايضاً الفترات الزمنية المختلفة التي قد تؤثر على الأداء المالي للشركات.

كما تشير النتائج إلى أن 4 شركات لديها نسب مديونية إلى حقوق الملكية مرتفعة، مما يعرضها لمخاطر مالية أعلى، بينما 3 شركات حافظت على نسب مديونية منخفضة. وتتمثل أوجه الاتفاق مع نتائج الدراسات السابقة في أن هذه النتائج

تتفق مع نتائج دراسة الكليباي (2019) التي أظهرت أن المديونية العالية تؤثر سلباً على ربحية الشركات، وهو ما يظهر في نتائج الشركات ذات المديونية المرتفعة في هذه الدراسة. وأيضاً تتفق مع دراسة نجلاء، سماح (2020) ، التي تناولت أثر الرفع المالي على الربحية، توصلت أيضاً إلى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي المرتفع والربحية، مما يتماشى مع نتائج الشركات ذات المديونية العالية في هذه الدراسة. وتتمثل أوجه الاختلاف مع نتائج الدراسات السابقة في انه بالمقارنة بدراسة اسليم (2018) التي وجدت أن العلاقة بين هيكل التمويل والربحية قد تكون عكسية في بعض الحالات، فإن هذه الدراسة تشير إلى وجود أثر موجب لهياكل رأس المال المنخفضة على الربحية. وقد يرجع أسباب الاختلاف الى اختلاف الأساليب المستخدمة لقياس هيكل رأس المال (نسبة الديون إلى حقوق الملكية مقابل إجمالي الديون إلى الأصول). وايضاً الى اختلاف الأسواق المالية والقطاعات المدروسة بين الدراسة الحالية والدراسات المقارنة.

كما نجد ان نتائج الدراسة الحالية تشير إلى وجود علاقة إيجابية بين القدرة الائتمانية وهامش الربح، وكذلك بين هيكل رأس المال والربحية عند وجود القدرة الائتمانية. وهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة عثمان (2014) التي وجدت علاقة سالبة بين تركيبة رأس المال والربحية، حيث أن الشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة (أي قدرة ائتمانية أعلى) كانت أكثر ربحية. وايضاً تتفق مع نتائج دراسة الحساوي (2014) أشارت إلى تأثير هام لنسب الربحية على الأداء المالي، وهو ما تم إثباته في هذه الدراسة من خلال العلاقة الإيجابية بين القدرة الائتمانية والربحية بينما تختلف مع نتائج دراسة بو ضياف (2018) حيث وجدت دراسة بو ضياف أن تأثير السيولة على الأداء المالي ليس كبيراً، بينما تشير هذه الدراسة إلى أثر واضح للقدرة الائتمانية على الأداء المالي. وقد يرجع أسباب الاختلاف الى الاختلاف في الفترات الزمنية المختلفة التي تم تحليلها في كل دراسة. وايضاً اختلاف الأسواق المدروسة قد يؤدي إلى تفاوت في نتائج العلاقات بين المتغيرات المالية.

بالتالي نجد أنه بالمقارنة مع الدراسات السابقة، تظهر نتائج هذه الدراسة اتساقاً مع العديد من الأبحاث التي تناولت أثر القدرة الائتمانية، هيكل رأس المال، والربحية على الأداء المالي. ومع ذلك، توجد بعض الاختلافات التي يمكن تفسيرها بالعوامل القطاعية والاقتصادية، مثل تأثيرات الأزمات الاقتصادية والفروقات بين الأسواق المالية المختلفة.

### ٢-١٠ المقترحات البحثية

- أ- نظراً إلى أن هيكل رأس المال هو وسيط جزئي للعلاقة بين القدرة الائتمانية وهامش الربحية فعلى الباحثين دراسة وتحديد المتغيرات الأخرى التي قد تتوسط في العلاقة بينهما.
- ب- على الباحثين محاولة التعرف على المتغيرات المعدلة للعلاقة بين القدرة الائتمانية، وهامش الربح.
- ج- على الباحثين اختبار النماذج الأخرى غير نموذج شيرود، مثل نموذج التمان، ونموذج كيدا، للتعرف على أي من هذه النماذج أفضل في تحديد القدرة الائتمانية لقطاع إنتاج الأغذية

### المراجع العربية:

- إبراهيم نجلاء، أحمد سماح، (٢٠٢٠). أثر الرفع المالي على الربحية: دراسة تطبيقية على قطاع النقل السعودي. مجلة رماح للبحوث والدراسات، العدد ٤٣.
- أحمد بخيت أحمد، (٢٠٢٢). استمرارية الشركات المقيدة بالبورصة المصرية فيما بين السيولة والملاءة المالية خلال أزمة فيروس كورونا. مجلة البحوث المالية والتجارية، العدد ٣٠٣.
- اسليم أحمد، (٢٠١٨). العلاقة بين هيكل التمويل والربحية للشركات المدرجة في بورصتي فلسطين وعمان: دراسة تحليلية مقارنة. رسالة ماجستير من كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
- بلحاج نسيمة، (٢٠١٧). أثر مؤشرات السيولة والربحية على الرفع المالي: دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة في ولاية ورقلة للفترة. رسالة ماجستير من كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
- بورنيسة مريم، خفري خيضر، (٢٠١٩). تشخيص الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية وفق نموذج أتمان للتنبؤ بالفشل المالي. مجلة العلوم التجارية، المجلد ١٨، العدد ٠١.

- بوضياف صفاء، (٢٠١٧). ارتباط مؤشرات تقييم الأداء المالي بالفشل المالي: دراسة تطبيقية على مؤسسات إنتاج الحليب ومشتقاته بولاية الجزائر العاصمة. مجلة الإبداع، العدد ٠٧.
- بوضياف صفاء، (٢٠١٨). ارتباط مؤشرات تقييم الأداء المالي بالفشل المالي: دراسة تطبيقية على مؤسسات إنتاج الحليب ومشتقاته بولاية بجاية. مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد ١٨.
- ثلجي عامر، (٢٠١٩) أثر النسب المالية على ربحية السهم الواحد: دليل بورصة عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير من كل الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن.
- الحاج خليفة، (٢٠١٩). قياس أثر السيولة والملاءة المالية على ربحية المؤسسات الاقتصادية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة قطر الفترة ٢٠١٣ - ٢٠١٧. مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد ٠٧، العدد ١٣.
- الحسناوي سالم، (٢٠١٤). التنبؤ بالتعثر المالي لشركات الاستثمار باستعمال النسب المالية لنموذج *Kida* وأثرها على *EPS*. مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد ١، العدد ٠١.
- خريفي حسام، عمر محي الدين، (٢٠٢١). أهمية نماذج الفشل المالي كآلية للحكم على مدى قدرة المؤسسة على الاستمرارية باستخدام نموذجي ولتمان وكيدا: دراسة حالة مؤسسة اسمنت القصيم السعودية. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد ٠٦، العدد ٠٢.
- خلخال منال، (٢٠٢٣). اختبار القدرة التصنيفية لنموذج كيدا " *Kida*، ١٩٨٠ " في بيئة رحيش سعيدة، وشنوف شعيب، (٢٠١٩). التنبؤ بالفشل المالي في شركات التأمين باستخدام نموذجي *Sherrod* و *Kida* دراسة عينة من الشركات الجزائرية. مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد ٠٥، العدد ٠١.
- الساعدي علاء، (٢٠١٢) هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه. مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد ٢٣.
- السبيعي بداح، (٢٠١٢) العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية: دراسة اختبارية. رسالة ماجستير من كلية إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- سرمد الجميل، أحمد نور، (٢٠٠٥). قياس القدرة الائتمانية في منظمات الأعمال في الأردن. رسالة ماجستير من كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- السلمان أحمد، (٢٠١٦) تحليل القوائم المالية: المدخل إلى كيفية تقييم الأداء المالي للشركات. جامعة القصيم للنشر العلمي والترجمة.
- شموط أماني، (٢٠٢٢). أثر السيولة والملاءة المالية على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال جائحة كورونا. رسالة ماجستير من كلية الدراسات العليا، جامعة عمان الأهلية، الأردن.

- طه محمد، (٢٠١٦) *أثر الدورة النقدية على ربحية الشركات الصناعية في الأردن*. رسالة ماجستير من كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.
- طويرش عبد الله، (٢٠١٥). *محددات الهيكل المالي: دليل من المملكة العربية السعودية*. المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد ٢٢، العدد ٢٠٤.
- عثمان سايح، (٢٠١٤). *قياس تأثير تركيبية رأس المال على ربحية الشركات، دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان*. رسالة ماجستير من كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
- العرمان خلف، (٢٠٢٢). *أثر الجدارة الائتمانية على ممارسة إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية*. رسالة ماجستير من كلية إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- عزام محسن، (٢٠١٩). *استخدام النظم الخبيرة في الكشف عن مدى تعرض شركات الصناعات المعدنية المصرية لمخاطر الإفلاس ومخاطر الائتمان: دراسة تطبيقية*. المجلة العلمية للبحوث التجارية، العدد ٤٠٤.
- العمار رضوان، قصيري حسين، (٢٠١٥). *دراسة مقارنة لنماذج الجدارة الائتمانية*. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٣٧، العدد ٢٠٢.
- غربي خليل، جبار محفوظ، (٢٠٢٢). *إدارة المخاطر المالية ودورها في التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذج Sherrod للبنك الوطني الجزائري ٢٠١٦-٢٠١٩*. مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد ٥٥، العدد ١٠١.
- الكليباي نسيم، (٢٠١٩). *أثر هيكل الدين على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان*. رسالة ماجستير من كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
- المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الصناعية*. مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد ١٣، العدد ١٠١.
- ناصر عادل، (٢٠١٤) *علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية*. مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ١٠، العدد ٣٧.

### المراجع الأجنبية:

Angela Dirman (٢٠٢٢) ،FINANCIAL DISTRESS: THE IMPACTS OF PROFITABILITY، LIQUIDITY، LEVERAGE، FIRM SIZE، AND FREE CASH FLOW

Mohmad ,Mushtaq Khan. (2020)؛ Dr. K. Bhavana Raj ،LIQUIDITY PROFITABILITY ANALYSIS & PREDICTION OF BANKRUPTCY- A STUDY OF SELECT TELECOM COMPANIES.

Raj ،S. (2020). Creditworthiness and profitability: A review of literature. Journal of Finance and Accounting, 8(4), 45-60.

Dirman ،A. (2020). The impact of credit indicators on corporate profitability. International Journal of Business and Management, 15(2) ٣٥-٢٢.