الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المعهد العالي لإدارة الأعمال

HIGHER INSTITUTE OF BUSINESS ADMINISTRATION

أثر كفاءة رأس المال العامل في القيمة السوقية

(دراسة مقارنة)

The Impact of Working Capital Management Efficiency on Market Value (A Comparative Study)

بحث أعد لنيل درجة الإجازة في العلوم الإدارية اختصاص
إدارة مالية ومصرفية

إعداد الطالبة
سمر طارق الحفار الحبال

إشراف
د. ياسر كفا

2025-2026م

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر كفاءة رأس المال العامل في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، إضافة إلى إجراء مقارنة بين الشركات الصناعية السورية والأردنية بهدف تحديد مدى اختلاف هذا الأثر باختلاف البيئة الاقتصادية، ولتحقيق هذا الهدف تم توظيف متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة، ودورة التحويل النقدي، كمؤشرات لقياس كفاءة رأس المال العامل، في حين تم توظيف مؤشر Tobin's Q كمؤشر لقياس القيمة السوقية للشركات، وذلك خلال الفترة الممتدة من عام 2018 وحتى عام 2025، وتم اختيار عينة مكونة من أربع شركات صناعية شملت شركتين صناعيتين سوريتين هما شركة اسمنت البادية والشركة الأهلية للزيوت النباتية، وشركتين صناعيتين أردنيتين هما شركة اسمنت الشمالية ومصانع الزيوت النباتية الأردنية، وجمعت البيانات من خلال القوائم المالية الصادرة عن هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية وسوق عمان المالي، وتم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي بالإضافة إلى المنهج المقارن لاستخلاص الفروقات بين الشركات الصناعية السورية والأردنية، كما تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات، وتوصل البحث إلى مجموعة من النتائج، أهمها عدم وجود أثر لكفاءة رأس المال العامل في القيمة السوقية في الشركات الصناعية السورية والأردنية، إضافة إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان.

الكلمات المفتاحية: متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون (DIO)، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة (DSO)، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة (DPO)، دورة التحويل النقدي (CCC)، مؤشر Tobin's Q.

Abstract

This research aims to examine the impact of working capital efficiency on the market value of industrial companies listed on the Damascus Securities Exchange and the Amman Stock Exchange. It also seeks to conduct a comparative analysis between Syrian and Jordanian industrial companies in order to determine the extent to which this impact differs according to the economic environment. To achieve this objective, the study employs the Days Inventory Outstanding, Days Sales Outstanding, Days Payable Outstanding, and Cash Conversion Cycle as indicators for measuring working capital efficiency. Meanwhile, Tobin's Q ratio is used as an indicator for measuring the market value of companies during the period from 2018 to 2025.

A sample consisting of four industrial companies was selected, including two Syrian industrial companies: Al Badia Cement Company and Al-Ahlia Vegetable Oil Company, and two Jordanian industrial companies: Northern Cement Company and Jordan Vegetable Oil Industries, Data were collected from the financial statements issued by the Syrian Securities and Financial Markets Authority and the Amman Stock Exchange. The study adopted the descriptive analytical approach in addition to the comparative approach to identify differences between Syrian and Jordanian industrial companies. Furthermore, multiple regression analysis was employed to test the research hypotheses.

The research reached several findings, the most important of which is that working capital efficiency has no impact on the market value of Syrian and Jordanian industrial companies. In addition, there are no statistically significant differences in the impact of working capital efficiency on market value between industrial companies listed on the Damascus Securities Exchange and those listed on the Amman Stock Exchange.

Keywords: Days Inventory Outstanding (DIO), Days Sales Outstanding (DSO), Days Payable Outstanding (DPO), Cash Conversion Cycle (CCC), Tobin's Q Ratio.

الإهداء

بِسْمِ اللهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيمِ

﴿وَأَنْ لَيْسَ لِلْإِنسَانِ إِلَّا مَا سَعَى ۝ وَأَنَّ سَعْيَهُ سَوْفَ يُرَى ۝ ثُمَّ يُجْزَاهُ الْجَزَاءَ الْأَوْفَى﴾

صدق الله العظيم

الحمدُ لله حمداً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، الحمدُ لله الذي أتمّ عليّ نعمته، وبلّغني ما تمنّيت، ويسّر لي درباً ظننته يوماً بعيداً، فها أنا اليوم أقف على عتبة حلمٍ طال انتظاره، أحمل بين يدي ثمرة أعوامٍ من السعي والاجتهاد، فما كان لهذا النجاح أن يُكتب لولا فضل الله وتوفيقه، فله الحمد أولاً وآخراً ظاهراً وباطناً.

إلى والدي الغالي...

من علّمتني أن الطريق إلى النجاح يحتاج إلى صبرٍ وعزيمة . . .

خلف كل خطوةٍ خطوتها كان هناك دعمك، وخلف كل نجاحٍ وصلتُ إليه كانت دعواتك وفخرك بي.

شكرًا لكل تعبٍ بذلته من أجلي، ولكل جهدٍ قدمته لي.

إلى أمي الحبيبة...

إلى من كانت رفيقة دربي في كل خطوة، إلى القلب الذي حمل عني أثقال الطريق قبل أن أحملها أنا . .

يا من كان دعاؤكِ يسبق خطواتي دائماً، ويا من أحاطتني محبتكِ وطمأنينتكِ في كل لحظة. . .

أهديكِ فرحتي التي طالما انتظرتها، فهذه الشهادة تحمل بين حروفها أثر يديكِ قبل أن تحمل اسمي.

إلى أخي كرم...

إلى رفيق الطفولة، وشريك الذكريات، وسند الأيام الجميلة. . .

أهديك هذا النجاح تقديراً لكل لحظة وقفت فيها بجانبي، ولكل كلمة تشجيع منحتني إياها .

الشكر والتقدير

أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى جميع الدكاترة الأفاضل الذين أسهموا بعلمهم وتوجيههم في مسيرتي الجامعية، وكان لهم الأثر الكبير في تنمية معارفي وصقل مهاراتي، كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى الدكتور المشرف ياسر كفا على ما قدمه من دعم وإرشاد وتوجيه طوال فترة إعداد هذا المشروع، أسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء وأن يبارك في علمهم وعطائهم.

فهرس المحتويات

الفصل الأول: الإطار العام 9

المقدمة 9

أولاً: الدراسات السابقة 10

ثانياً: مشكلة البحث 13

ثالثاً: فرضيات البحث 14

رابعاً: أهداف البحث 15

خامساً: أهمية البحث 16

سادساً: حدود البحث 17

سابعاً: المنهج المستخدم في البحث 17

ثامناً: متغيرات البحث 18

تاسعاً: مصادر جمع البيانات 18

الفصل الثاني: الإطار النظري..... 19

تمهيد 19

المبحث الأول: كفاءة رأس المال العامل..... 20

أولاً: تعريف رأس المال العامل..... 20

ثانياً: أهمية رأس المال العامل 21

ثالثاً: أنواع رأس المال العامل 21

رابعاً: مكونات رأس المال العامل:..... 22

خامساً: المؤشرات المستخدمة في قياس كفاءة رأس المال العامل 22

المبحث الثاني: القيمة السوقية..... 24

أولاً: مفهوم القيمة السوقية 24
ثانياً: أهمية القيمة السوقية 24
ثالثاً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية 25
رابعاً: مؤشر قياس القيمة السوقية 27
الفصل الثالث: الإطار العملي 29
تمهيد 29
المبحث الأول: لمحة عن عينة البحث 30
أولا: مجتمع وعينة البحث 30
ثانياً: لمحة عن عينة البحث 30
المبحث الثاني: الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث 32
المبحث الثالث: الدراسة البيانية 36
المبحث الرابع: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج 44
أولاً: نتائج اختبار فرضيات الشركات الصناعية السورية 44
ثانياً: نتائج اختبار فرضيات الشركات الصناعية الأردنية 48
ثالثاً: نتائج اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة 52
النتائج والتوصيات 54
أولاً: النتائج 54
ثانياً: التوصيات 55
قائمة المراجع 56

فهرس الجداول

جدول 1:الإحصاء الوصفي لمؤشرات كفاءة رأس المال العامل والقيمة السوقية للشركات السورية 32
جدول 2:الإحصاء الوصفي لمؤشرات كفاءة رأس المال العامل والقيمة السوقية للشركات الأردنية 34
جدول 3: نتائج اختبار الفرضية الأولى وفقاً للنموذج الأول..... 44
جدول 4: تحليل التباين للفرضية الأولى وفق النموذج الأول..... 45
جدول 5: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الأولى وفق النموذج الأول 45
جدول 6: نتائج اختبار الفرضية الأولى وفقاً للنموذج الثاني 47
جدول 7: تحليل التباين للفرضية الأولى وفق النموذج الثاني 47
جدول 8: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الأولى وفق النموذج الثاني..... 47
جدول 9: نتائج اختبار الفرضية الثانية وفقاً للنموذج الأول 48
جدول 10: تحليل التباين للفرضية الثانية وفق النموذج الأول 49
جدول 11: : معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الثانية وفق النموذج الأول..... 49
جدول 12: نتائج اختبار الفرضية الثانية وفقاً للنموذج الثاني 50
جدول 13: تحليل التباين للفرضية الثانية وفق النموذج الثاني 51
جدول 14: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الثانية وفق النموذج الثاني..... 51
جدول 15: : مقارنة نتائج اختبار أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية السورية والأردنية..... 52

فهرس الرسوم البيانية

رسم توضيحي 1: تطور مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q لشركة اسمنت البادية 36
رسم توضيحي 2:تطور مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q لشركة الأهلية للزيوت النباتية.... 38
رسم توضيحي 3:تطور مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q لشركة اسمنت الشمالية..... 40
رسم توضيحي 4: مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q مصانع الزيوت النباتية 42

الفصل الأول: الإطار العام

المقدمة

يعد رأس المال العامل من العناصر الأساسية في النشاط التشغيلي للشركات الصناعية، إذ يرتبط بالأصول المتداولة اللازمة لاستمرار العمليات الإنتاجية، وتبرز أهمية كفاءة رأس المال العامل في قدرة الشركة على استثمار مواردها قصيرة الأجل بصورة تحقق التوازن بين السيولة والنشاط التشغيلي، مما ينعكس على نتائجها المالية وقدرتها على خلق القيمة.

وتقاس كفاءة رأس المال العامل من خلال مجموعة من المؤشرات التي تعكس سرعة دوران عناصره، ويعد كل من متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، وفترة تحصيل الذمم المدينة، وفترة سداد الذمم الدائنة من أبرز المؤشرات المستخدمة في هذا المجال، حيث تمثل هذه المؤشرات المكونات الأساسية لدورة التحويل النقدي وتعكس مدى كفاءة الشركة في استغلال مواردها التشغيلية قصيرة الأجل.

وفي المقابل، تمثل القيمة السوقية أحد أهم المؤشرات التي تعكس تقييم المستثمرين لأداء الشركة وقدرتها على تحقيق القيمة مستقبلاً، ويعد مؤشر توبينز كيو (Tobin's Q) من المقاييس الشائعة المستخدمة لقياس القيمة السوقية للشركات، كونه يربط بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الدفترية لأصولها، مما يجعله مؤشراً مهماً للحكم على قدرة الشركة على تعظيم قيمة المساهمين.

وفي هذا السياق تعد الشركات الصناعية من أهم القطاعات الاقتصادية لما تؤديه من دور في دعم النشاط الاقتصادي وتحقيق التنمية من خلال استغلال الموارد المتاحة وتحويلها إلى منتجات تلبي احتياجات الأسواق، ويعتمد نجاح هذه الشركات وقدرتها على الاستمرار على كفاءة استخدامها لمواردها المالية والتشغيلية، الأمر الذي ينعكس على أدائها ومكانتها في الأسواق المالية.

وانطلاقاً من أهمية كفاءة رأس المال العامل وأثرها المحتمل في تعزيز قيمة الشركات، تسعى هذه الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات كفاءة رأس المال العامل المتمثلة في متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون وفترة تحصيل الذمم

المدينة، وفترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية المقاسة بمؤشر توبين (Tobin's Q) في عدد من الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان والمقارنة بينهما.

أولاً: الدراسات السابقة

1. الدراسات العربية

- **إبراهيم، وائل. (2025). أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل على القيمة السوقية للمؤسسات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 16 (4).**

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل على القيمة السوقية من خلال الاعتماد على مكونات دورة التحويل النقدي والمتمثلة في معدل دوران الحسابات المدينة، معدل دوران المخزون، ومعدل دوران الحسابات الدائنة، كمؤشرات لكفاءة رأس المال العامل، حيث تم تطبيق الدراسة على 22 شركة مدرجة في البورصة المصرية، وذلك خلال الفترة الممتدة من عام 2019 وحتى عام 2023، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد، وأظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين معدل دوران الحسابات المدينة ومعدل دوران المخزون والقيمة السوقية للشركات المدرجة، في حين لم يظهر أي تأثير لمعدل دوران الحسابات الدائنة، كما تناولت الدراسة أثر المتغيرات الرقابية الاقتصادية مثل حجم الشركة والناتج المحلي الإجمالي والاستثمار والتضخم على القيمة السوقية، حيث وجد لها تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية للشركات.

- **بركان، عماد. معتوق، جمال. (2025). أثر إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي: دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة السعودية للفترة (2018-2022). (رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر).**

تناولت هذه الدراسة تحليل أثر إدارة رأس المال العامل المتمثل في (متوسط فترة التخزين، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، متوسط فترة تسديد الذمم الدائنة) على الأداء المالي المقاس بهامش صافي الربح، وطبقت الدراسة على 12 مؤسسة ضمن قطاع الأغذية مدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة الممتدة بين 2018 و2022، واعتمدت الدراسة على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام برنامج Eviews

13، وأظهرت النتائج أن زيادة فترة تحصيل الذمم المدينة ومتوسط فترة التخزين تؤدي إلى تحسين هامش صافي الربح، بينما تبين أن زيادة فترة تسديد الذمم الدائنة تؤثر سلباً على الربحية، كما أكدت الدراسة على ضرورة تحقيق توازن دقيق بين مكونات رأس المال العامل لتحققي الأداء المالي الأمثل.

- **عبد الله، حيدر. (2025). قياس استمرارية الأرباح وتأثيرها على قيمة المصرف السوقية وفق نموذج Tobin's Q: بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة الجامعة العراقية*، المجلد 73 (9).**

سعت الدراسة إلى قياس استمرارية الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وذلك باستخدام نموذج Tobin's Q، شملت عينة الدراسة على سبعة مصارف وتم تنفيذ الدراسة من عام 2009 إلى عام 2018، واعتمدت على البيانات المالية المنشورة واستخدمت أسلوب الانحدار الخطي البسيط ومعامل الارتباط بيرسون لاختبار الفرضيات، وأظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استمرارية الأرباح والقيمة السوقية وفق مؤشر Tobin's Q، وأوصت الدراسة الاهتمام بجودة الأرباح لتعظيم القيمة السوقية للمصارف.

2. الدراسات الأجنبية

- **Chuairuang, S. (2024). The Impact of Working Capital Management on Firm Value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 Index Group. Journal of Humanities and Social Sciences, University of the Thai Chamber of Commerce, Vol 44(4).**

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر إدارة رأس المال العامل على قيمة الشركات المدرجة في بورصة تايلاند، حيث اعتمدت على مؤشرات دورة التحويل النقدي المتمثلة في (متوسط فترة التخزين، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة) لقياس أثرها على القيمة السوقية للشركات باستخدام مؤشر Tobin's Q، وطبقت الدراسة على عينة مكونة من 51 شركة خلال الفترة من 2017 وحتى 2022، وتم استخدام الإحصاءات الوصفية، وتحليل الارتباط، ونماذج الانحدار المتعدد، وقد أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي لفترة

تحصيل الذمم المدينة على نسبة Tobin's Q، في حين لم يتم العثور على تأثير معنوي لفترة المخزون أو فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات المدرجة.

- **Akpadaka, S., & Edeh, P. (2024). Impact of Cash Conversion Cycle and Financial Stability on Firm Value. Journal of Accounting and Financial Management, Vol 10(8).**

سعت الدراسة إلى فحص أثر إدارة رأس المال العامل والاستقرار المالي على قيمة الشركات المدرجة في قطاعي السلع الاستهلاكية والسلع الصناعية في البورصة النيجيرية وذلك خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2023، واعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار بالمربعات الصغرى العادية (Robust ols) لتحليل أثر المكونات الأساسية لدورة تحويل النقد والتي تشمل (متوسط فترة التخزين، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة) على القيمة السوقية المقاسة باستخدام مؤشر Tobin's Q، ودراسة أثر الاستقرار المالي والذي تم قياسه باستخدام مؤشر ألتمان على قيمة الشركة، وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية لفترة سداد الذمم الدائنة على قيمة الشركة، في حين تبين وجود علاقة سلبية لكل من فترة تحصيل الذمم المدينة ودورة تحويل النقد على قيمة الشركة، كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية بين الاستقرار المالي و قيمة الشركة، مما يؤكد أهمية تعزيز الاستقرار المالي وتحسين إدارة رأس المال العامل في تعظيم قيمة الشركات.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تعتبر الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة، وتتميز بأنها تتناول أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية في إطار مقارن بين سوق دمشق للأوراق المالية وبين بورصة عمان، وهو ما لم تتطرق إليه الدراسات السابقة، مما يسمح باختبار مدى اختلاف تأثير كفاءة رأس المال العامل باختلاف البيئة السوقية.

ثانياً: مشكلة البحث

تسعى الشركات الصناعية إلى تحسين كفاءة رأس المال العامل لما له دور في دعم العمليات التشغيلية وتعزيز قدرتها على الوفاء بالتزاماتها واستغلال مواردها المتاحة بكفاءة، الأمر الذي قد ينعكس إيجابياً على أدائها وقدرتها على خلق القيمة السوقية، وتعزيز ثقة المستثمرين بها في الأسواق المالية، كما أن اختلاف البيئات الاقتصادية والتنظيمية بين سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، قد يؤدي إلى تباين في كيفية انعكاس كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية، الأمر الذي يعزز الحاجة إلى دراسة هذه العلاقة ضمن إطار مقارن بين السوقين، وفي ضوء ذلك تتلخص مشكلة البحث بالأسئلة الآتية:

السؤال الرئيس الاول: هل تؤثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ويتفرع عنه الأسئلة التالية:

1. هل تؤثر متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
2. هل تؤثر متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
3. هل تؤثر متوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
4. هل تؤثر دورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

السؤال الرئيس الثاني: هل تؤثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟

ويتفرع عنه الأسئلة التالية:

1. هل تؤثر متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟
2. هل تؤثر متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟
3. هل تؤثر متوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟
4. هل تؤثر دورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟

السؤال الرئيس الثالث: هل يوجد اختلاف في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان؟

ثالثاً: فرضيات البحث

بناءً على التساؤلات الواردة ضمن المشكلة تتلخص فرضيات البحث بما يلي:

الفرضية الرئيسية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويتفرع عنها الفرضيات التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
4. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لدورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الرئيسية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

ويتفرع عنها الفرضيات التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
4. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لدورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

الفرضية الرئيسية الثالثة: لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان.

رابعاً: أهداف البحث

بناء على التساؤلات الواردة ضمن المشكلة يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية:

الهدف الرئيس الأول: دراسة أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويتفرع عنه الأهداف التالية:

1. دراسة أثر متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2. دراسة أثر متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. دراسة أثر متوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
4. دراسة أثر دورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الهدف الرئيس الثاني: دراسة أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

ويتفرع عنه الأهداف التالية:

1. دراسة أثر متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
2. دراسة أثر متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
3. دراسة أثر متوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
4. دراسة أثر دورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

الهدف الرئيس الثالث: بيان ما إذا كان هناك اختلاف في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان.

خامساً: أهمية البحث:

الأهمية النظرية: تتجلى الأهمية النظرية لهذا البحث من تناوله أحد الموضوعات المالية الهامة وهي أثر كفاءة رأس المال العامل في القيمة السوقية للشركات الصناعية، إذ يسعى البحث إلى توضيح المفاهيم النظرية المتعلقة بكفاءة رأس المال العامل ومؤشراته المتمثلة في متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل

الذمم المدينة، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة ودورة التحويل نقدي، إلى جانب استعراض المفاهيم المتعلقة بالقيمة السوقية ومؤشرات قياسها، بما يسهم في إثراء الأدبيات العلمية، ويمكن أن يشكل مرجعاً متواضعاً للمهتمين في هذا المجال.

الأهمية العملية: تتجلى الأهمية العملية لهذا البحث من خلال اختبار أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية ومن ثم إجراء مقارنة بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، مما يسهم في توضيح مدى تشابه أو اختلاف أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية في بيئتين اقتصاديتين مختلفتين، وهو ما يساعد على فهم كيفية انعكاس هذه المكونات على أداء الشركات في الأسواق المالية.

سادساً: حدود البحث

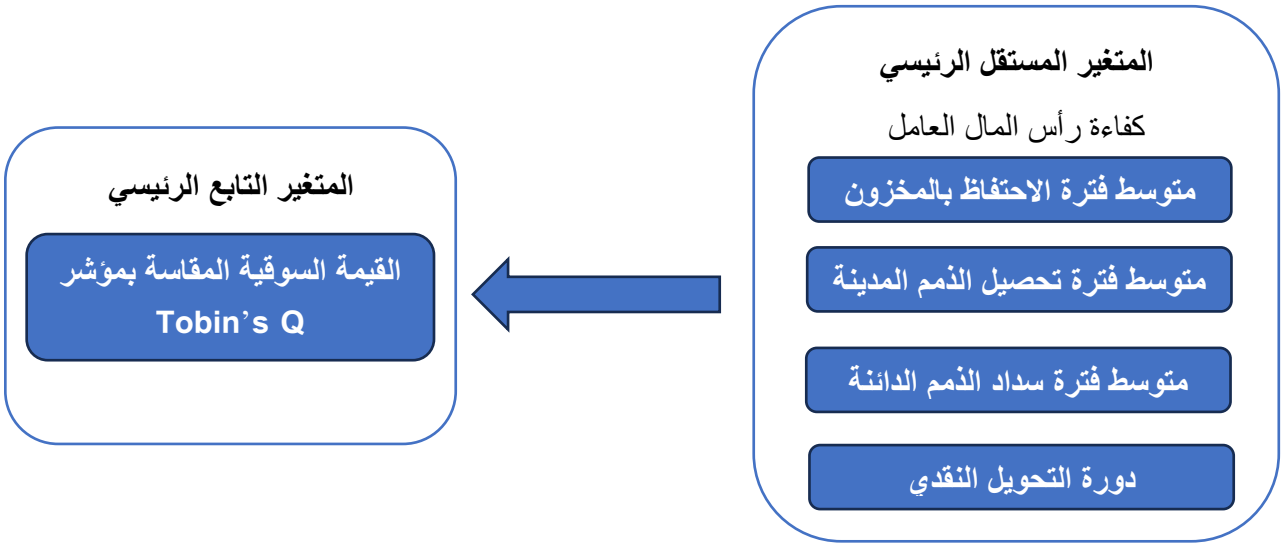
الحدود المكانية: تم تطبيق البحث على الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان.

الحدود الزمانية: تم تنفيذ هذا البحث خلال الفترة الممتدة من عام 2018 إلى عام 2025.

سابعاً: المنهج المستخدم في البحث

بهدف الوصول إلى نتائج البحث وتحقيق أهدافه، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال عرض مجموعة من المفاهيم النظرية المتعلقة بكفاءة رأس المال العامل والقيمة السوقية، وتحليل البيانات للشركات محل الدراسة وذلك من خلال استخدام اختبار الانحدار المتعدد بهدف اختبار فرضيات البحث، كما تم اعتماد المنهج المقارن بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، بهدف تحديد مدى الاختلاف أو التشابه في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين السوقين.

ثامناً: متغيرات البحث



تاسعاً: مصادر جمع البيانات

اعتمد البحث في عملية جمع البيانات على المصادر الرسمية الموثوقة والمتمثلة في التقارير المالية السنوية الصادرة عن هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية وبورصة عمان، إضافة إلى التقارير المالية السنوية المنشورة من قبل الشركات الصناعية عينة الدراسة والمتوفرة على المواقع الإلكترونية الرسمية لتلك الشركات.

الفصل الثاني: الإطار النظري

تمهيد

يمثل رأس المال العامل أحد المرتكزات الأساسية في النشاط التشغيلي للشركات، إلا أن فعاليته لا تقاس بحجم الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة فقط، بل بمدى قدرة الشركة على تحقيق الاستخدام الكفء لهذه الموارد من خلال سرعة دوران عناصره وتحويلها إلى تدفقات نقدية.

وفي ظل اهتمام الأسواق المالية بتقييم أداء الشركات وقدرتها على تحقيق قيمة مستقبلية للمساهمين، أصبحت القيمة السوقية من المؤشرات المهمة التي تعكس نظرة المستثمرين إلى كفاءة الشركة.

ومن هذا المنطلق فإن دراسة كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية يسلط الضوء على مدى ارتباط كفاءة استخدام الموارد التشغيلية بقدرة الشركة على تعزيز قيمتها في السوق المالي، ولهذا الغرض سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الآتية:

المبحث الأول: كفاءة رأس المال العامل.

المبحث الثاني: القيمة السوقية.

المبحث الأول: كفاءة رأس المال العامل

أولاً: تعريف رأس المال العامل

يعرف رأس المال العامل بأنه "مقدار الأموال اللازمة والضرورية لتغطية تكاليف العمليات التشغيلية واليومية المستمرة في المؤسسة". (سويسي وتوامة، 2025، ص6)

كما يعرف بأنه "بأنه مجموع استثمارات الشركة في الموجودات المتداولة والمتمثلة تفصيلياً في: النقدية، الأوراق المالية القابلة للتداول، المدينين، وأوراق القبض، والمخزون السلعي". (داود وبيلي، 2023، ص37).

من خلال التعاريف السابقة يمكن التوصل إلى تعريف موحد لرأس المال العامل وهو عبارة عن حجم الاستثمار النقدي والمستمر في الأصول المتداولة (النقدية، المخزون، والذمم المدينة) والموجه أساساً لتغطية التكاليف التشغيلية للمؤسسة، وتتحدد كفاءة هذا الاستثمار بمدى سرعة دوران تلك الأصول وتحولها إلى تدفقات نقدية داخلة بأقصر فترة زمنية ممكنة.

وفي هذا السياق درج الباحثون على تناول رأس المال العامل من خلال منظورين أساسيين هما (الامامي، 2022، ص62-63):

1. **إجمالي رأس المال العامل:** ويقصد به إجمالي استثمارات الشركة في الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال سنة أو دورة تشغيلية (كالنقدية، المخزون، والذمم المدينة)؛ حيث يقوم هذا التعريف على تتبع الحركة الديناميكية للدورة التشغيلية التي تبدأ بالنقد وتنتهي به.
2. **صافي رأس المال العامل:** ويمثل الفرق بين الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، وتكمن الأهمية في هذا التعريف في تقديمه مقياساً كمياً واضحاً يعكس متانة المركز المالي للشركة ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المتداولة عند ميعاد الاستحقاق، وتعتبر الشركة قادرة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة عندما يكون صافي رأس المال العامل موجباً، أي عندما يزيد مقدار الأصول المتداولة عن الالتزامات المتداولة، أما إذا كان صافي أرس المال العامل سالباً أي عندما يزيد مقدار الالتزامات المتداولة عن الأصول المتداولة، فتعتبر الشركة غير قادرة على تغطية التزاماتها المتداولة باستخدام أصولها المتداولة في المدى القصير.

ثانياً: أهمية رأس المال العامل

يتمتع رأس المال العامل بأهمية كبيرة بالنسبة لأغلب منشآت الأعمال، يمكن بشكل عام إيجاز هذه الأهمية بالنقاط الآتية (سويسي وتوامة، 2025، ص7):

1. الارتباط الوثيق بين رأس المال العامل والعمليات التشغيلية اليومية للمنشأة، حيث يشكل رأس المال العامل نسبة كبيرة من مجموع أصول المنشأة وخاصة في المنشآت الصناعية.
2. وجود علاقة طردية بين كفاءة رأس المال العامل وكفاءة العمليات التشغيلية في المنشأة، حيث يسهم الاستخدام الأمثل له في تحسين الانسيابية التشغيلية وتقليل التعطيل في دورة الإنتاج.
3. ارتباط نمو المبيعات بزيادة الحاجة إلى الاستثمار في الأصول المتداولة مثل المخزون، مما يجعل رأس المال العامل عنصر داعم للتوسع والنمو.
4. تأثير رأس المال العامل على ربحية المنشأة وسيولتها ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها، فزيادة الاستثمار في رأس المال العامل أكثر من مستوى معين يُحوط المنشأة من مخاطر السيولة إلا أنه يعرضها لمخاطر الربحية.
5. تتميز الأصول المتداولة بدرجة عالية من المرونة مقارنة بالأصول الثابتة مما يمنح المنشأة قدرة أكبر على التحكم في حجم استثماراتها فيها وتكييفه وفقاً لظروف التشغيل ومتغيرات السوق.

ثالثاً: أنواع رأس المال العامل

تم تقسيم رأس المال العامل كالتالي (النابوت، 2019، ص 12-13):

1. رأس المال العامل الدائم (الثابت): هو الحد الأدنى من الأصول المتداولة اللازم وجودها في المؤسسة لمواصلة عملياتها التشغيلية اليومية.
2. رأس المال العامل المؤقت (المتغير): وهو الجزء الذي يزيد عن رأس المال العامل الدائم وتحتاج إليه المؤسسة بصورة مؤقتة لمواجهة الارتفاع في حجم النشاط، سواء كان نتيجة التقلبات الموسمية في الإنتاج والمبيعات أو بسبب ظروف طارئة وغير متوقعة، وبالتالي ينقسم رأس المال المؤقت إلى نوعين هما:

- رأس المال العامل الموسمي: وهو رأس المال اللازم لمواجهة الزيادة الموسمية في النشاط التشغيلي مثل ارتفاع الطلب خلال مواسم معينة من السنة.
- رأس المال العامل الطارئ: وهو رأس المال الذي تخصصه المؤسسة لمواجهة الظروف غير المتوقعة أو الحالات الاستثنائية مثل التقلبات الاقتصادية أو الارتفاع المفاجئ في الطلب أو اضطرابات التوريد.

رابعاً: مكونات رأس المال العامل:

يتكون رأس المال العامل من مجموعة من العناصر التي تمثل استثمارات الشركة في الأصول المتداولة وتتمثل بشكل رئيسي في النقد وشبه النقد، والمخزون، والحسابات المدينة، بالإضافة إلى بعض العناصر الأخرى مثل الإيرادات مستحقة القبض والمصاريف المدفوعة مقدماً (توامة وسويسي، 2025، ص8):

1. النقد وشبه النقد: ويتمثل النقد في الرصيد النقدي في الصندوق والبنوك، أما شبه النقد فيتمثل في الودائع لأجل والأوراق المالية القابلة للتسييل السريع.
2. المخزون: ويتكون من البضاعة تامة الصنع الجاهزة للبيع أو البضاعة النصف مصنعة، والمواد الخام.
3. الحسابات المدينة: وهي المبالغ المستحقة للشركة لدى العملاء نتيجة البيع أو تقديم الخدمات بالآجل.
4. الإيرادات مستحقة القبض: وهي الخدمات التي تقدمها المؤسسة خلال السنة المالية ولم يتم تحصيل المبالغ المتأتية منها.
5. المصاريف المدفوعة مقدماً: تتمثل في المبالغ التي تدفعها المؤسسة مقابل خدمات مستقبلية.

خامساً: المؤشرات المستخدمة في قياس كفاءة رأس المال العامل

1. دورة التحويل النقدي Cash Conversion Cycle (CCC) :

تعرف دورة التحول النقدي بالفترة الزمنية الممتدة من لحظة شراء المواد الخام حتى تحصيل قيمة المبيعات من الزبائن نقداً، وتعتمد بشكل أساسي على دورة رأس المال العامل التي تحكمها عدة عوامل، أهمها مستوى المبيعات، طول العملية الإنتاجية، سياسات البيع بالأجل، سياسات المخزون، وشروط الشراء من الموردين وتحسب وفقاً للمعادلة التالية (العامري، 2007، ص53):

دورة التحويل النقدي= متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون + متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة – متوسط فترة سداد الذمم الدائنة

2. متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون Days Inventory Outstanding (DIO):

تشير هذه النسبة إلى عدد الأيام التي يبقى فيها المخزون في المخازن قبل بيعه، وبشكل عام كلما قصرت هذه المدة كلما كانت درجة السيولة أعلى وعملية بيع المخزون أسرع، كما ويدل قصر الفترة بالأيام لهذه النسبة على كفاءة استخدام الموارد من قبل الشركة وخاصة المستثمرة منها في المخزون ويتم قياس هذه النسبة كما يلي (الكبيجي وأبو عواد، 2021، ص338):

متوسط فترة التخزين = 360/ معدل دوران المخزون

3. متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة Days Sales Outstanding (DSO):

يشير هذا المفهوم إلى عدد الأيام الممتدة من لحظة إرسال الفواتير إلى الزبائن حتى تحصيل قيمتها منهم، أو فترة الائتمان الممنوحة من الزبائن قبل قيامهم بدفع قيمة مشترياتهم، كما تعكس هذه الفترة مدى كفاءة الشركة في تحصيل ديونها، فكلما قصرت هذه الفترة كلما أشار ذلك إلى كفاءة الشركة في تحصيل قيمة مبيعاتها من الزبائن، كما أن طول هذه الفترة له دلالة على زيادة حجم الاستثمار في الذمم المدينة نتيجة قيام الشركة بالتساهل في منح الائتمان التجاري للزبائن، وتحسب وفقاً للمعادلة التالية (المصري، 2015، ص33):

متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة= 360/معدل دوران الذمم المدينة

4. متوسط فترة سداد الذمم الدائنة Days Payable Outstanding (DPO):

تعبر هذه الفترة عن متوسط الزمن المستغرق من قبل الشركة لسداد ما عليها من التزامات للموردين أو الفترة الزمنية الممتدة بين شراء المواد الخام ودفع قيمتها للموردين، وتشير هذه الفترة إلى مدى قدرة الشركة في الحصول على تسهيلات ائتمانية من الموردين مقابل المواد الخام التي يتم شراؤها، وبالتالي تمويل عملياتها التشغيلية بدون اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى، فإن طول هذه المدة يعد في مصلحة الشركة طالما كان بالاتفاق مع الموردين أنفسهم ولا يظهر الشركة في صورة الشركة المتعثرة في السداد، وتحسب وفق المعادلة التالية (راضي، 2009، ص27): متوسط فترة سداد الذمم الدائنة= 360/ معدل دوران الذمم الدائنة

المبحث الثاني: القيمة السوقية

أولاً: مفهوم القيمة السوقية

"تعد القيمة السوقية من المعايير والمؤشرات الأساسية التي يمكن استخدامها للتعبير عن قيمة الشركة، وتعرف بأنها معيار للأداء ومقياس من وجهة نظر المالكين، بالإضافة إلى أن قيمة الشركة تُستدل من خلال القيمة السوقية لأسهمها، فضلاً عن أن المستثمر في السوق المالية ينظر إلى هذه القيمة على أنها مؤشر لنجاح أو فشل الشركة" (الحديد، 2021، ص26).

ومن جهة أخرى تعرف القيمة السوقية على انها "القيمة التي تظهر في سوق الأسهم وتتحدد عن طريق التعاملات التي تحدث في سوق الأوراق المالية، وتعبر عن سعر تداول الأسهم في السوق حيث تكون بالعادة متقلبة نتيجة العوامل الاقتصادية الخارجية والداخلية ومقدار الأرباح المتحققة، والعرض والطلب على الاسهم والمركز المالي للشركة، وقد تختلف عن القيمة الدفترية إما بالزيادة او النقصان" (عيسى، 2019، ص34).

كما تعرف القيمة السوقية بأنها "مجموع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية في متوسط أسعار اغلاقها في نهاية الفترة، وبذلك تمثل مؤشراً هاماً لقياس كفاءة السوق ونموه" (السويركي، 2021، ص115).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن التوصل إلى تعريف موحد للقيمة السوقية بأنها القيمة التي يحددها سوق الأوراق المالية للشركة، والتي تتحدد من خلال أسعار أسهمها المتداولة، وتعكس تقييم المستثمرين لأدائها في ضوء الظروف المالية والاقتصادية السائدة.

ثانياً: أهمية القيمة السوقية

تعد القيمة السوقية من المؤشرات المالية المهمة التي تحظى باهتمام كل من إدارة الشركة والمستثمرين، كونها تعكس التقييم الحقيقي للشركة في السوق المالي وتعطي صورة واضحة على آفاق الشركة المستقبلية، كما تستخدم كمؤشر يعكس مدى ثقة المستثمرين في الأداء الحالي والمستقبلي للشركة، وهو ما يجعلها أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وتبرز أهميتها في كونها تعكس الصورة الاقتصادية الحقيقية للشركة مقارنة بالقيمة الدفترية، حيث تشير الفجوة بينهما إلى كفاءة الأداء المالي والتشغيلي وهو ما يرتبط بشكل مباشر بقدرة الشركة على توليد الأرباح وتعظيم قيمة المساهمين (الانصاري، 2020، ص100).

ثالثاً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية

تتعدد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية ومن أهمها ما يأتي (إبراهيم، 2025، ص3024):

1. رأس المال العامل

يعد رأس المال العامل من العوامل المالية المؤثرة في القيمة السوقية للشركة، نظراً لارتباطه بقدرتها على المحافظة على استمرارية النشاط التشغيلي والوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، فارتفاع كفاءة استخدام رأس المال العامل يسهم في تحسين العمليات التشغيلية من خلال سرعة دوران المخزون وتحسين تحصيل الذمم المدينة والاستغلال الأمثل للسيولة المتاحة، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على ربحية الشركة وتدفقاتها النقدية، وبالتالي يعزز ثقة المستثمرين ويرفع من قيمتها السوقية.

وفي المقابل، فإن انخفاض رأس المال العامل إلى مستويات غير كافية قد يؤدي إلى ضعف قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل وتمويل عملياتها التشغيلية، مما قد يسبب صعوبات مالية تتمثل في تأخر السداد أو الاعتماد المتزايد على مصادر التمويل الخارجية وارتفاع مخاطر التعثر المالي، كما أن ضعف السيولة قد يحد من قدرة الشركة على استثمار الفرص المتاحة أو توزيع الأرباح على المساهمين، الأمر الذي قد يؤثر سلباً في توقعات المستثمرين وينعكس على انخفاض القيمة السوقية للشركة.

ومن جهة أخرى، لا ترتبط القيمة السوقية بزيادة حجم رأس المال العامل فقط، إذ إن الإفراط في الاستثمار في الأصول المتداولة قد يؤدي إلى تجميد الأموال وانخفاض كفاءة استخدامها، لذلك فإن الأثر الإيجابي لرأس المال العامل على القيمة السوقية يرتبط بدرجة كفاءة إدارته واستخدامه، وليس بمجرد ارتفاع حجمه.

2. سعر الفائدة

يعد سعر الفائدة من أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية، إذ يمثل تكلفة استخدام الأموال أو العائد على رأس المال، ويؤثر في قرارات المستثمرين من خلال تحديد تكلفة الفرصة البديلة فارتفاع سعر الفائدة يدفع المستثمرين

إلى تفضيل الودائع المصرفية على الاستثمار في الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وانخفاض قيمتها السوقية، أما انخفاض سعر الفائدة فيشجع على الاقتراض والاستثمار ويزيد من السيولة والاستثمارات في سوق الأوراق المالية الأمر الذي ينعكس إيجابًا على القيمة السوقية للشركات.

3. توزيعات الأرباح

تؤثر سياسة توزيع الأرباح بصورة مباشرة في القيمة السوقية للمنشأة، إذ تعد مؤشراً على الأداء المالي وآفاق النمو المستقبلية، فالتوزيعات المنتظمة تعزز ثقة المستثمرين وترفع جاذبية السهم، في حين يسهم احتجاز الأرباح في توفير مصدر تمويل داخلي منخفض التكلفة يمكن استثماره في مشاريع تحقق عوائد مستقبلية مما يدعم نمو الشركة وقيمتها السوقية.

4. هيكل رأس المال

يمثل هيكل رأس المال المزيج بين التمويل بالملكية والتمويل بالدين، ويؤثر هذا الهيكل في القيمة السوقية من خلال تكلفة التمويل والمخاطر والعائد المتوقع، كما أن استخدام الديون بشكل متوازن قد يحقق وفورات ضريبية نتيجة خصم فوائد القروض، الأمر الذي ينعكس إيجابًا على أرباح الشركة وقيمتها السوقية.

5. حجم المنشأة

يعد حجم المنشأة من العوامل المهمة في تحديد قيمتها السوقية، حيث تتمتع المنشآت الكبيرة بقدرة أكبر على الحصول على مصادر التمويل وجذب المستثمرين، فضلاً عن انخفاض مستوى المخاطر مقارنة بالمنشآت الصغيرة. ويقاس حجم المنشأة غالباً بإجمالي الموجودات أو حجم المبيعات أو القيمة السوقية لأسهمها.

6. سعر الصرف

يؤثر سعر الصرف في القيمة السوقية للشركات، خاصة تلك التي تعتمد على الاستيراد أو التصدير، إذ يؤدي تغير أسعار الصرف إلى التأثير في الإيرادات والتكاليف والأرباح، كما ترتبط تقلبات سعر الصرف بالتضخم وأسعار الفائدة، مما ينعكس على أسعار الأسهم وأداء الأسواق المالية.

7. العرض والطلب

تتحدد القيمة السوقية للأسهم وفقاً لقوى العرض والطلب في السوق، فزيادة الطلب على أسهم الشركة نتيجة تحسن أدائها المالي أو توقعات المستثمرين الإيجابية تؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، بينما يؤدي انخفاض الطلب أو زيادة المعروض من الأسهم إلى تراجع أسعارها.

8. النمو الاقتصادي

يسهم النمو الاقتصادي في زيادة الطلب على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى ارتفاع مبيعات الشركات وتدفقاتها النقدية وأرباحها، وبالتالي زيادة قيمتها السوقية، لذلك يراقب المستثمرون مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج المحلي الإجمالي ومستويات الدخل والإنفاق عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

رابعاً: مؤشر قياس القيمة السوقية

نسبة توبينز كيو (Tobin's Q) (روميل وحاب الله، 2024، ص142):

قام الاقتصادي الأمريكي جيمس توبين الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد من جامعة بيل سنة 1981، بتعريف نسبة Q التي اشتهرت باسمه "نسبة Tobin's Q" والتي تستخدم كأسلوب لقياس أداء الشركات وكذلك تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار، حيث افترض توبين في هذه النسبة أن إجمالي القيمة السوقية للشركات يجب أن يساوي إجمالي تكلفة استبدال أصولها وفقاً لنسبته فإن تكلفة الاستبدال تعني قيمة الأصول التي تم إنشاؤها لتشغيل العمل قبل الاستهلاك، وبما أن هذه النسبة تأخذ في الاعتبار الأصول قبل الاستهلاك، فإن تكلفة الاستبدال ستكون أكبر من القيمة الدفترية لأصول الشركة في أي وقت.

ولحساب نسبة توبين (Tobin's Q) تستخدم الصيغة التالية:

نسبة Tobin's Q = القيمة السوقية للشركة / تكلفة استبدال رأس المال

لكن من الناحية العملية، يصعب جداً قياس أو حساب تكلفة استبدال شركة كاملة، لذلك قام توبين بتعديل الصيغة أعلاه، وبدلاً من النظر في تكلفة استبدال الشركة، نظر في إجمالي قيمة الأصول، فأصبحت صيغة نسبة توبين (Tobin's Q) المعدلة على النحو التالي:

نسبة Tobin's Q = القيمة السوقية للشركة / إجمالي قيمة الأصول

وبتفسير لقيمة نسبة توبين (Tobin Q) نجد:

1. إذا كانت نسبة Tobin's Q أكبر من الواحد فهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة أكبر من القيمة الدفترية لأصولها، ويشير ذلك إلى أن السوق يقيم الشركة بأعلى من قيمة أصولها، وهو دليل على ارتفاع قيمة الشركة وتوقعات المستثمرين الإيجابية، مما قد يعكس وجود أصول غير ملموسة أو فرص نمو مستقبلية.
2. إذا كانت نسبة Tobin's Q أقل من الواحد فهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة أقل من القيمة الدفترية لأصولها، ويشير ذلك انخفاض تقييم السوق للشركة، وقد يعكس ضعف الأداء أو انخفاض الربحية أو توقعات مستقبلية سلبية من قبل المستثمرين.
3. إذا كانت نسبة Tobin's Q يساوي الواحد فهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة يساوي من القيمة الدفترية لأصولها، ويشير إلى أن السوق يقيم الشركة بالقيمة العادلة تقريباً.

الفصل الثالث: الإطار العملي

تمهيد

بعد استعراض المفاهيم المتعلقة برأس المال العامل والقيمة السوقية في الجانب النظري، يتجه هذا الفصل إلى الجانب التطبيقي من خلال توصيف متغيرات البحث إحصائياً وبيانياً ومن ثم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج، ولهذا الغرض سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الآتية:

المبحث الأول: لمحة عن عينة البحث.

المبحث الثاني: الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث.

المبحث الثالث: الدراسة البيانية.

المبحث الرابع: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

المبحث الأول: لمحة عن عينة البحث

أولا: مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها شركتين صناعيتين، بالإضافة إلى جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها (29) شركة صناعية، ونظراً لصغر حجم مجتمع البحث بالنسبة للشركات الصناعية السورية فقد تم اعتماد أسلوب الحصر الشامل حيث شملت عينة البحث جميع الشركات السورية المدرجة والمتمثلة في شركة اسمنت البادية وشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية، أما بالنسبة للشركات الصناعية الأردنية فقد تم اختيار عينة مكونة من شركتين هما اسمنت الشمالية ومصانع الزيوت النباتية الأردنية، مع الأخذ بعين الاعتبار الفترة الزمنية التي تطرقت إليها الدراسة والتي تمثلت من عام 2018 إلى عام 2025.

ثانياً: لمحة عن عينة البحث

1. شركة اسمنت البادية (ABC)

تأسست شركة اسمنت البادية في عام 2006 في الجمهورية العربية السورية كشركة مساهمة مغفلة عامة نتجت عن مشروع مشترك بين عدد من الشركات العالمية ومستثمرين محليين، حيث حصلت الشركة على امتياز إنتاج الاسمنت بطاقة إنتاجية 3,2 مليون طن، ورأس مال مصرح به 9.760 مليار ليرة سورية، باشرت الشركة عملياتها الإنتاجية مطلع الربع الثاني للعام 2011 من خلال خطها الإنتاجي الأول، كما قامت بتلبية حاجة سوق الاسمنت المحلية من خلال موقعها الاستراتيجي الهام الأقرب لأكبر أسواق الاسمنت في سوريا (دمشق وريفها والمنطقتين الوسطى والجنوبية)، بالإضافة لقربها للأسواق في الدول المجاورة.

2. شركة الأهلية للزيوت النباتية (AVOC)

تأسست في عام 1996 في مدينة حماة وبدأت الإنتاج التجاري في نوفمبر 2001 بهدف إنتاج الزيوت والسمون النباتية، برأس مال يبلغ نحو 1.5 مليار ليرة سورية مصرح به ومدفوع بالكامل، تعد الشركة ثمرة تعاون استثماري بارز حيث تساهم فيها الهيئة العربية للاستثمار والإنماء الزراعي، مما يمنحها بعداً استراتيجياً في تدعيم الأمن الغذائي العربي، وتمتلك طاقة تصميمية ضخمة تصل إلى30,000 طن من السمن النباتي بالإضافة إلى

20,000 طن من الزيوت النباتية، ويبلغ متوسط مبيعات الشركة السنوية نحو 76.2 مليار ليرة سورية، بالإضافة إلى تميزها بموقع استراتيجي يتوسط شبكة الطرق البرية السورية مما يسهل عمليات الإمداد والتوزيع.

3. شركة اسمنت الشمالية (NCCO)

شركة مساهمة عامة تأسست في مايو 2007 ويقع مقرها في عمان، يبلغ رأس مالها المصرح به والمدفوع بالكامل 55 مليون دينار أردني، كما ترتبط بشراكة استراتيجية مع شركة اسمنت الشمالية السعودية التي تمتلك استثمارات توسعية شملت الأردن والعراق، وتختص بإنتاج مواد البناء والكلنكر وصناعة مختلف أصناف الإسمنت وفق أعلى معايير الجودة، بقيمة سوقية تقدر بنحو 90 مليون دينار أردني.

4. مصانع الزيوت النباتية الأردنية (JVOI)

تعتبر من أقدم وأعرق شركات تصنيع الزيوت النباتية في الشرق الأوسط، حيث تأسست شركة مصانع الزيوت النباتية الأردنية في عام 1953 برأس مال مصرح به 500 ألف دينار أردني، وفي عام 1992 تم انشاء مصنعاً للشركة في مدينة الملك عبد الله الثاني ابن الحسين الصناعية لتغطية حاجة السوق الاردني والاسواق العربية والدولية، وبدأت الشركة بإنتاج كافة انواع الزيوت النباتية بأحدث اجهزة التكرير وبأعلى معايير الجودة لتصل الطاقة الانتاجية الى 100 طن يوميا من السمنة والزيوت، وذلك لتغطية كافة حاجات وأذواق المستهلكين.

المبحث الثاني: الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث

بعد أن تم الحصول على البيانات المطلوبة من هيئة دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، تم إدخال هذه البيانات إلى برنامج Excel لإجراء تحليل وصفي لمؤشرات قياس كفاءة رأس المال العامل (متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة، دورة التحويل النقدي) بالإضافة إلى مؤشر قياس القيمة السوقية (مؤشر Tobin's Q) للشركات السورية وللشركات الأردنية، وتضمن هذا التحليل حساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، ومعامل الالتواء، والحد الأدنى والأعلى للقيم، وكانت النتائج وفق الآتي:

جدول 1:الإحصاء الوصفي لمؤشرات كفاءة رأس المال العامل والقيمة السوقية للشركات السورية

	DIO	DSO	DPO	CCC	Tobin's Q
Mean	234.42875	95.2575	12.774375	316.974375	1.706875
Standard Deviation	186.9419695	169.7438226	10.63013827	297.5395491	0.823923287
Kurtosis	1.43955468	7.365930143	-1.239060445	0.800445696	-0.10770886
Skewness	1.324813603	2.663348545	0.116906048	1.31003	-0.176801808
Minimum	27.44	0.11	0.28	33.52	0.13
Maximum	701.92	640.35	32.17	1013.75	3.27
Coefficient of Variation	79.74%	178.20%	83.22%	93.87%	48.27%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

من الجدول أعلاه يتبين ما يلي:

بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط فترة التخزين (234.42) يوم بانحراف معياري وقدره (186.94) يوم، أي أن قيمة الانحراف المعياري تقل عن المتوسط الحسابي إلا أنها تقترب منه نسبياً، كما بلغ معامل الاختلاف (79.74%) مما يشير إلى وجود تباين مرتفع في قيم فترة التخزين بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (701.92) يوم في شركة اسمنت البادية عام 2022، في حين بلغت أدنى قيمة (27.44) يوم في شركة

الأهلية للزيوت النباتية عام 2022، كما بلغ معامل التفلطح (1.43) ومعامل الالتواء (1.32) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليمين.

بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة (95.25) يوم بانحراف معياري وقدره (169.74) يوم وهو أكبر من المتوسط الحسابي، كما بلغ معامل الاختلاف (178.20%) مما يعكس ارتفاعاً كبيراً في درجة التشتت وعدم تجانس قيم المتغير بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (640.35) يوم في شركة اسمنت البادية عام 2024، في حين بلغت أدنى قيمة (0.11) يوم في شركة الأهلية للزيوت النباتية عام 2025، كما بلغ معامل التفلطح (7.36) ومعامل الالتواء (2.66) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مدبباً وملتوياً نحو اليمين.

بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط فترة سداد الحسابات الدائنة (12.77) يوم بانحراف معياري وقدره (10.63) يوم وهو أقل من المتوسط الحسابي، كما بلغ معامل الاختلاف (83.22%) مما يشير إلى وجود تشتت مرتفع نسبياً وعدم تجانس قيم المتغير بين الشركات، وبلغت أعلى قيمة (32.17) يوم في شركة اسمنت البادية عام 2023، في حين بلغت أدنى قيمة (0.28) يوم في شركة الأهلية للزيوت النباتية عام 2023، كما بلغ معامل التفلطح (1.23−) ومعامل الالتواء (0.11) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليمين.

بلغ المتوسط الحسابي لدورة التحويل النقدي (316.97) يوم بانحراف معياري وقدره (297.53) يوم وهو أقل من المتوسط الحسابي إلا أنه قريب منه نسبياً، كما بلغ معامل الاختلاف (93.87%) مما يعكس وجود تباين مرتفع في دورة التحويل النقدي بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (1013.75) يوم في شركة اسمنت البادية عام 2022، في حين بلغت أدنى قيمة (33.52) يوم في شركة الأهلية الزيوت النباتية عام 2022، في حين بلغ معامل التفلطح (0.80) ومعامل الالتواء (1.31) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليمين.

بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر Tobin's Q (1.70) بانحراف معياري وقدره (0.82)، وهو أقل من المتوسط الحسابي كما بلغ معامل الاختلاف (48.27%) مما يشير إلى أن قيم المؤشر تتسم بدرجة تشتت أقل مقارنة بمتغيرات كفاءة رأس المال العامل، وبلغت أعلى قيمة (3.27) في شركة الأهلية للزيوت النباتية عام 2024،

وبلغت أدنى قيمة (0.13) في شركة اسمنت البادية عام 2024، كما بلغ معامل التفلطح (0.10−) ومعامل الالتواء (0.17−) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليسار.

وفي ضوء النتائج السابقة تشير القيم الوصفية إلى اختلاف واضح بين طبيعة رأس المال العامل وفقاً لطبيعة النشاط الصناعي، حيث سجلت شركة الاسمنت قيماً مرتفعةً لمؤشرات كفاءة رأس المال العامل مقارنة بشركة الزيوت، وهو ما قد يرتبط بطبيعة الصناعة التي تتطلب الاحتفاظ بمستويات أعلى من المخزون نتيجة طول دورة الإنتاج إضافة إلى أن الطلب على منتجات الإسمنت من الممكن أن يتأثر بالظروف الاقتصادية ومستوى النشاط العمراني، وفي المقابل لم يتبع مؤشر Tobin's Q النمط ذاته، وقد يرجع السبب إلى أن القيمة السوقية للشركات لا تعتمد فقط على كفاءة رأس المال العامل، وإنما تتأثر بمجموعة من العوامل السوقية والتشغيلية الأخرى.

جدول 2:الإحصاء الوصفي لمؤشرات كفاءة رأس المال العامل والقيمة السوقية للشركات الأردنية

	DIO	DSO	DPO	CCC	Tobin's Q
Mean	291.25375	19.75875	14.918125	296.091875	1.4425
Standard Deviation	205.1705777	10.29813826	8.817710375	203.08906	0.23564097
Kurtosis	-2.008142707	-1.204491388	0.706255536	-2.030923884	-0.31851638
Skewness	0.141533365	-0.032694836	1.13428831	0.133156119	-0.212580992
Minimum	72.33	5.66	4.72	87.92	0.97
Maximum	588.71	36.83	34.74	590.8	1.81
Coefficient of Variation	70.41%	52.11%	59.09%	68.59%	16.34%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

من الجدول أعلاه يتبين ما يلي:

بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط فترة التخزين (291.25) يوم بانحراف معياري وقدره (205.17) يوم وهو أقل من المتوسط الحسابي، كما بلغ معامل الاختلاف (70.41%) مما يشير إلى وجود تباين في قيم فترة التخزين بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (588.71) يوم في شركة اسمنت الشمالية عام 2020، في

حين بلغت أدنى قيمة (72.33) يوم في مصانع الزيوت النباتية عام 2020، كما بلغ معامل التفلطح (2−) ومعامل الالتواء (0.14) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليمين.

بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة (19.75) يوم بانحراف معياري وقدره (10.29) يوم وهو أقل من المتوسط الحسابي كما بلغ معامل الاختلاف (52.11%) مما يعكس وجود تشتت في قيم فترة التحصيل بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (36.83) يوم في شركة اسمنت الشمالية عام 2020، في حين بلغت أدنى قيمة (5.66) في مصانع الزيوت النباتية عام 2022، كما بلغ معامل التفلطح (1.20−) ومعامل الالتواء (0.03−) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليسار.

بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط فترة سداد الحسابات الدائنة (14.91) يوم عند انحراف معياري وقدره (8.81) يوم، كما بلغ معامل الاختلاف (59.09%) مما يشير إلى وجود تباين في قيم فترة السداد بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (34.74) يوم في شركة اسمنت الشمالية عام 2020، في حين بلغت أدنى قيمة (4.72) يوم في مصانع الزيوت النباتية عام 2022، كما بلغ معامل التفلطح (0.70) ومعامل الالتواء (1.13) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليمين.

بلغ المتوسط الحسابي لدورة التحويل النقدي (296.09) يوم عند انحراف معياري وقدره (203.08) يوم وهو أقل من المتوسط الحسابي، كما بلغ معامل الاختلاف (68.59%) مما يعكس وجود تباين مرتفع في دورة التحويل النقدي بين الشركات وسنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (590.8) يوم في شركة اسمنت الشمالية عام 2020، في حين بلغت أدنى قيمة (87.92) يوم في مصانع الزيوت النباتية عام 2020، كما بلغ معامل التفلطح (2.03−) ومعامل الالتواء (0.13) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليمين.

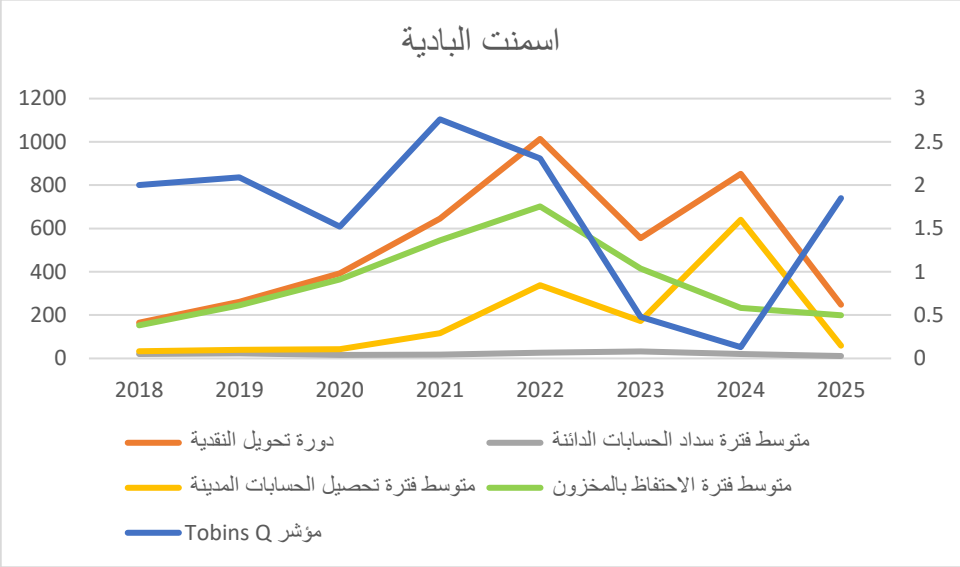
بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر Tobin's Q (1.44) عند انحراف معياري وقدره (0.23) وهو أقل من المتوسط الحسابي، كما بلغ معامل الاختلاف (16.34%) مما يشير إلى انخفاض مستوى التشتت النسبي في قيم المؤشر مقارنة بمؤشرات كفاءة رأس المال العامل، ووجود درجة أعلى من التجانس في القيمة السوقية للشركات الأردنية خلال فترة الدراسة، وبلغت أعلى قيمة (1.81) في شركة اسمنت الشمالية عام 2021، في حين بلغت أدنى قيمة (0.97) في مصانع الزيوت النباتية عام 2018، كما بلغ معامل التفلطح (0.31−) ومعامل الالتواء (0.21−) مما يعني أن توزع البيانات يأخذ شكلاً مفلطحاً وملتوياً نحو اليسار.

المبحث الثالث: الدراسة البيانية

يهدف هذا المبحث إلى تتبع الاتجاهات الزمنية لمؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر القيمة السوقية للشركات محل الدراسة، وذلك بهدف تقديم تصور أولي حول طبيعة حركة هذه المتغيرات ومدى وجود اتجاهات متشابهة أو مختلفة بينها خلال فترة الدراسة.

أولاً: تطور مؤشرات إدارة رأس المال العامل ومؤشر القيمة السوقية (Tobin's Q) لشركة اسمنت البادية خلال الفترة (2018-2025)

رسم توضيحي 1: تطور مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q لشركة اسمنت البادية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يتضح من الرسم البياني السابق ما يلي:

أن متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون لشركة اسمنت البادية يتبين ارتفاعها بشكل مستمر خلال الفترة (2018-2022)، حيث انتقلت من (152.72) يوم عام 2018 إلى (701.92) يوم عام 2022، ويشير ارتفاع فترة الاحتفاظ بالمخزون إلى أن الشركة احتاجت إلى فترة زمنية أطول لتحويل المخزون إلى مبيعات، وقد يرتبط ذلك بطبيعة صناعة الاسمنت التي تتطلب الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من المواد الأولية والمنتجات النهائية بسبب طول دورة الإنتاج، إلا أن استمرار ارتفاع فترة التخزين لفترات طويلة قد يؤدي إلى تجميد جزء كبير من

الأموال في المخزون ويزيد من مخاطر انخفاض قيمة المخزون، وفي عام 2023 بدأت بالانخفاض التدريجي بشكل واضح لتصل إلى (199.45) يوم عام 2025، وهو ما قد يعكس تحسن في تصريف المخزون مقارنة بالسنوات السابقة، الأمر الذي قد يساهم في تحرير جزء من السيولة المحتجزة في المخزون.

أما متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة فقد اتخذت اتجاهاً أكثر تذبذباً، حيث حافظت الشركة خلال الفترة (2018–2020) على فترة تحصيل قصيرة نسبيًا تراوحت بين (33.09) يوم إلى (43.2) يوم، ولكن ارتفعت بصورة كبيرة عام 2022 لتبلغ (337.96) يوم، ثم وصلت إلى أعلى قيمة لها عام 2024 عند (640.35) يوم، ويشير هذا الارتفاع إلى أن الشركة كانت تحتاج إلى فترة طويلة لتحصيل ديونها من الزبائن، وهذا من الممكن أن يؤثر على السيولة المتاحة لديها ويزيد الحاجة إلى مصادر تمويل إضافية لتغطية العمليات التشغيلية، وعادت فترة التحصيل لتنخفض في عام 2025 انخفاضًا كبيراً لتصل إلى (59.35) يوم، مما قد يشير إلى تحسن سياسة التحصيل، وبالتالي تحسن قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية من عملياتها التشغيلية.

وفيما يتعلق بمتوسط فترة سداد الحسابات الدائنة فقد كانت أكثر استقرارًا، حيث تراوحت قيمتها بين (11.02) يوم عام 2025 و(32.17) يوم عام 2023 مما يشير إلى استفادة الشركة من الائتمان التجاري الممنوح من الموردين، وهو ما يساعد على الاحتفاظ بالنقد لفترة أطول وتقليل الضغط على السيولة، إلا أن انخفاض فترة السداد في بعض السنوات قد يعني انخفاض الاعتماد على تمويل الموردين أو تغير شروط الائتمان التجاري.

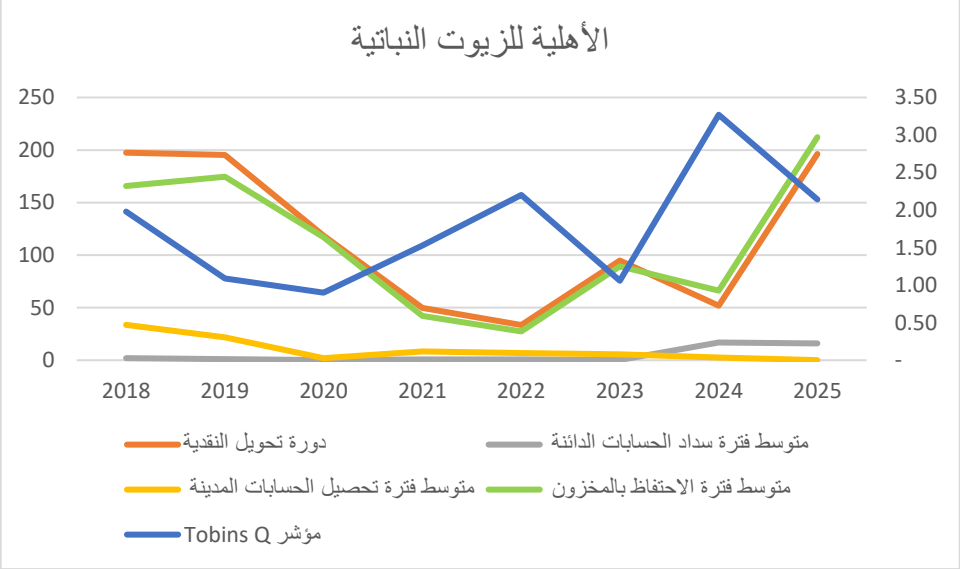
وبالنظر إلى دورة التحويل النقدي يلاحظ أنها اتبعت اتجاهاً مشابهاً لمؤشرات المخزون والتحصيل، حيث ارتفعت من (165.02) يوم عام 2018 إلى أعلى قيمة لها بلغت (1013.75) يوم عام 2022، ويعني ذلك أن الشركة كانت تحتاج إلى أكثر من ألف يوم تقريباً لتحويل الإنفاق على العمليات التشغيلية إلى تدفقات نقدية، وقد يؤدي طول دورة التحويل النقدي إلى زيادة الاحتياجات التمويلية للشركة إلا أن انخفاض الدورة النقدية في عام 2025 إلى (247.78) يوم يشير إلى تحسن نسبي نتيجة انخفاض فترة التخزين والتحصيل مقارنة بالسنوات السابقة.

أما بالنسبة إلى مؤشر Tobin's Q فقد أظهر تغيرات ملحوظة خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع من (2) عام 2018 إلى (2.76) عام 2021 مما يشير إلى أن السوق كان يقيم الشركة بأعلى من قيمة أصولها، وهو ما يعكس تقييمًا إيجابيًا من قبل المستثمرين، ثم انخفض بشكل واضح خلال عامي 2023 و2024 ليبلغ (0.48) و(0.13) على التوالي وهو ما يشير إلى تراجع تقييم السوق للشركة، وجاء هذا الانخفاض رغم التحسن النسبي

في بعض مؤشرات رأس المال العامل، قبل أن يرتفع مجددًا إلى (1.85) عام 2025، ومن خلال مقارنة اتجاه مؤشر Tobin's Q مع مؤشرات كفاءة رأس المال العامل، يلاحظ عدم وجود اتجاه منتظم بين تحسن أو تراجع مؤشرات رأس المال العامل وبين القيمة السوقية للشركة.

ثانياً: تطور مؤشرات إدارة رأس المال العامل ومؤشر القيمة السوقية (Tobin's Q) لشركة الأهلية للزيوت النباتية خلال الفترة (2018–2025)

رسم توضيحي 2:تطور مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q لشركة الأهلية للزيوت النباتية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يتضح من الرسم البياني السابق ما يلي:

شهدت فترة الاحتفاظ بالمخزون انخفاضاً تدريجياً خلال الفترة (2018–2022)، حيث تراجعت من (165.91) يوم عام 2018 إلى أدنى قيمة لها بلغت (27.44) يوم عام 2022، ويشير ذلك إلى سرعة تصريف المخزون، مما قد يساهم في تخفيض الأموال المجمدة في المخزون، ولكن ارتفعت فترة التخزين مجدداً عام 2025 لتصل إلى (212.21) يوم مما قد يعكس زيادة مستويات المخزون أو تباطؤ حركة المبيعات الأمر الذي قد يؤدي إلى زيادة تكاليف التخزين والحاجة إلى تمويل إضافي لرأس المال العامل.

أما فترة تحصيل الحسابات المدينة فقد سجلت انخفاضاً واضحاً خلال معظم سنوات الدراسة، حيث تراجعت من (33.67) يوم عام 2018 إلى (0.11) يوم عام 2025، ويشير هذا الانخفاض إلى تحسن قدرة الشركة على تحويل مبيعاتها إلى تدفقات نقدية خلال فترة قصيرة، مما يعزز السيولة ويقلل من مخاطر تعثر العملاء، كما قد يعكس انخفاض الاعتماد على البيع الآجل أو اتباع سياسة أكثر تحفظًا في منح الائتمان للعملاء.

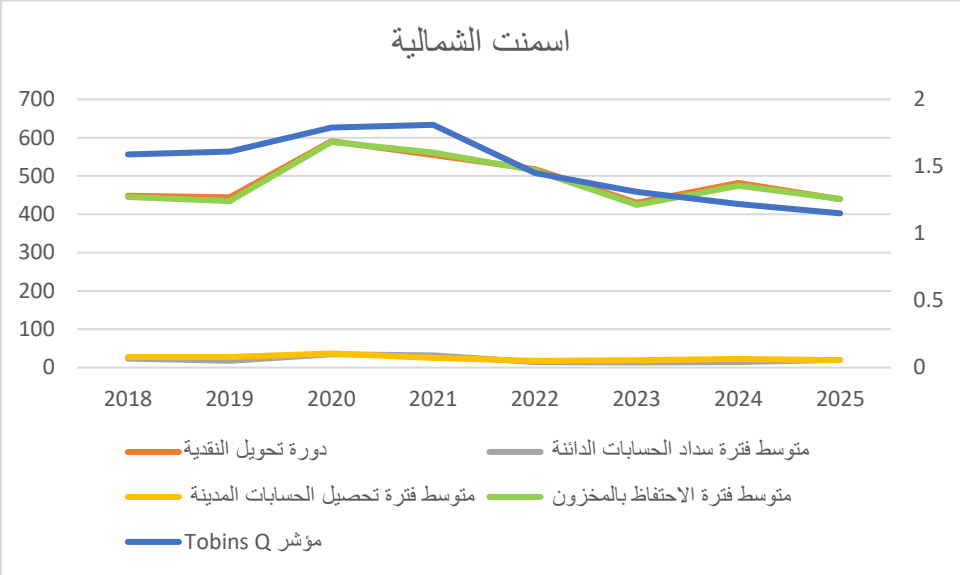
وفيما يتعلق بفترة سداد الحسابات الدائنة فقد اتسمت بانخفاض نسبي خلال الفترة (2018–2023)، حيث انخفضت الفترة من (2.1) يوم إلى (0.28) يوم، مما يشير إلى قيام الشركة بسداد التزاماتها للموردين خلال فترة أقصر، وهو ما قد يؤدي إلى خروج النقدية بصورة أسرع ويزيد من احتياجاتها التمويلية إذا لم يقابله تحسن في التدفقات النقدية الداخلة، وبعد ذلك ارتفعت بشكل ملحوظ في عامي 2024 و2025 لتصل إلى (16.89) و(15.99) يوم على التوالي وقد يشير ارتفاع فترة السداد إلى استفادة الشركة من الائتمان التجاري الممنوح من الموردين، مما يسمح لها بالاحتفاظ بالنقد لفترة أطول وتقليل الضغط على السيولة.

وبالنسبة إلى دورة التحويل النقدي فقد اتبعت اتجاهاً مشابهاً لفترة الاحتفاظ بالمخزون والتحصيل، حيث انخفضت من (197.48) يوم عام 2018 إلى أدنى مستوى لها عام 2022 عند (33.52) يوم، مما يعكس تحسن في سرعة تحويل الاستثمارات التشغيلية إلى نقدية، إلا أنها ارتفعت مرة أخرى عام 2025 لتصل إلى (196.33) يوم نتيجة ارتفاع فترة الاحتفاظ بالمخزون، مما يشير إلى زيادة الفترة اللازمة لاسترداد الأموال المستثمرة في العمليات التشغيلية.

أما مؤشر Tobin's Q فقد شهد تذبذب خلال فترة الدراسة، حيث انخفض من (1.98) عام 2018 إلى (0.90) عام 2020 وهذا يشير إلى انخفاض تقييم السوق للشركة خلال هذا العام، ثم ارتفع تدريجياً ليصل إلى أعلى قيمة له بلغت (3.27) عام 2024 قبل أن يعود لينخفض إلى (2.14) عام 2025، ويعكس هذا التغير اختلاف تقييم السوق للشركة خلال سنوات الدراسة، والذي قد يرتبط بعوامل متعددة مثل الأداء المالي، توقعات المستثمرين، والظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة، ومن خلال مقارنة اتجاه مؤشر Tobin's Q مع مؤشرات كفاءة رأس المال العامل، يلاحظ عدم وجود اتجاه ثابت يربط بين تحسن مؤشرات كفاءة رأس المال العامل وارتفاع القيمة السوقية فعلى الرغم من تحسن دورة التحويل النقدي وانخفاض فترات التخزين والتحصيل خلال بعض السنوات، لم يتحرك مؤشر Tobin's Q دائمًا بالاتجاه نفسه.

ثالثاً: تطور مؤشرات إدارة رأس المال العامل ومؤشر القيمة السوقية (Tobin's Q) لشركة اسمنت الشمالية خلال الفترة (2018-2025)

رسم توضيحي 3:تطور مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q لشركة اسمنت الشمالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يتضح من الرسم البياني السابق ما يلي:

حافظت فترة الاحتفاظ بالمخزون على مستويات مرتفعة خلال كامل فترة الدراسة، حيث تراوحت بين (424.42) يوم و(588.71) يوم، ويشير ارتفاع فترة التخزين إلى أن الشركة تحتاج إلى فترة زمنية طويلة لتحويل المخزون إلى مبيعات، وقد يرتبط هذا الأمر بطبيعة صناعة الاسمنت التي تتطلب الاحتفاظ بكميات كبيرة من المواد الأولية والمنتجات النهائية، ولكن استمرار ارتفاع المخزون لفترات طويلة قد يؤدي إلى تجميد جزء من السيولة وارتفاع تكاليف التخزين.

أما فترة تحصيل الحسابات المدينة فقد شهدت تغيرات محدودة مقارنة بفترة التخزين، حيث بلغت أعلى قيمة لها عام 2020 عند (36.83) يوم، ثم انخفضت في السنوات اللاحقة لتصل إلى (17.62) يوم عام 2022، ويشير ذلك إلى أن الشركة تمكنت نسبياً من المحافظة على فترة تحصيل مستقرة، مما قد يساعد على دعم التدفقات النقدية وتقليل مخاطر الائتمان المرتبطة بالعملاء.

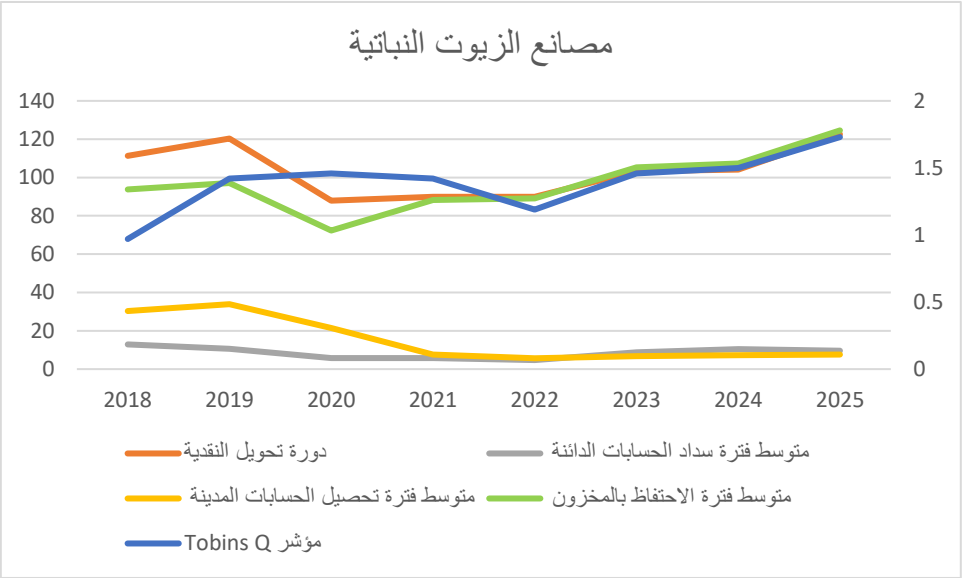
وفيما يتعلق بفترة سداد الحسابات الدائنة فقد سلكت سلوكاً مشابهاً لفترة تحصيل الحسابات المدينة خلال سنوات الدراسة، حيث ارتفعت إلى أعلى قيمة لها عام 2020 عند (34.74) يوم، ثم انخفضت في السنوات التالية قبل أن تتحسن نسبيًا عام 2025 لتصل إلى (20.21) يوم، وقد يعكس ارتفاع فترة السداد اعتماد الشركة بدرجة أكبر على الائتمان التجاري من الموردين، مما يساهم في تأجيل خروج النقدية والمحافظة على السيولة.

وبالنسبة إلى دورة التحويل النقدي فقد اتخذت اتجاهاً مشابهًا لفترة الاحتفاظ بالمخزون، حيث سجلت أعلى قيمة لها عام 2020 عند (590.80) يومًا، ثم انخفضت تدريجياً خلال السنوات اللاحقة لتصل إلى (438.98) يوم عام 2025، ويشير ذلك إلى تحسن نسبي، إلا أن استمرار ارتفاع الدورة النقدية يشير إلى زيادة الفترة اللازمة لاسترداد الأموال المستثمرة في العمليات التشغيلية.

أما مؤشر Tobin's Q فقد اتخذ اتجاهاً مختلفاً نسبياً، حيث ارتفع بصورة تدريجية من (1.59) عام 2018 إلى أعلى قيمة له عام 2021 عند (1.81)، ثم بدأ بالانخفاض ليصل إلى (1.15) عام 2025، ويعكس هذا الانخفاض تراجع في تقييم السوق للشركة خلال السنوات الأخيرة، ومن خلال مقارنة اتجاه مؤشر Tobin's Q مع مؤشرات كفاءة رأس المال العامل، يلاحظ وجود اختلاف بين حركة المؤشرات التشغيلية والقيمة السوقية، فعلى الرغم من انخفاض دورة التحويل النقدي وفترة التخزين بعد عام 2020، استمر مؤشر Tobin's Q في الانخفاض خلال الفترة اللاحقة، كما أن ارتفاع مؤشرات كفاءة رأس المال العامل عام 2020 تزامن مع ارتفاع مؤشر القيمة السوقية، مما يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرات ليست مستقرة أو مباشرة.

رابعاً: تطور مؤشرات إدارة رأس المال العامل ومؤشر القيمة السوقية (Tobin's Q) لمصانع الزيوت النباتية خلال الفترة (2018-2025)

رسم توضيحي 4: مؤشرات كفاءة رأس المال العامل ومؤشر Tobin's Q مصانع الزيوت النباتية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

شهدت متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون تذبذباً محدوداً، حيث انخفضت من (93.86) يوم عام 2018 إلى أدنى قيمة له بلغت (72.33) يوم عام 2020، ثم ارتفع تدريجياً ليصل إلى (124.58) يوم عام 2025، ويشير ذلك إلى أن الشركة تمكنت خلال معظم سنوات الدراسة من الحفاظ على فترة تخزين معتدلة نسبياً، وهو ما قد يعود إلى سرعة دوران منتجات الزيوت مقارنة بصناعة الإسمنت، إلا أن الارتفاع التدريجي في السنوات الأخيرة قد يعكس زيادة مستويات المخزون أو تباطؤ نسبي في تصريف المنتجات، الأمر الذي قد يؤدي إلى زيادة الأموال المستثمرة في المخزون.

أما متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة فقد انخفضت بصورة واضحة خلال فترة الدراسة، حيث تراجعت من (30.32) يوم عام 2018 إلى نحو أسبوع فقط خلال السنوات الأخيرة لتستقر عند (7.63) يوم عام 2025، ويشير هذا الانخفاض إلى تحسن كفاءة الشركة في تحصيل مستحقاتها من العملاء، مما يعزز السيولة التشغيلية ويحد من الأموال المرتبطة بالذمم المدينة.

وفيما يتعلق بمتوسط فترة سداد الحسابات الدائنة فقد انخفضت من (12.88) يوم عام 2018 إلى (4.72) يوم عام 2022، قبل أن يرتفع تدريجياً إلى (9.62) يوم عام 2025، وقد يعكس انخفاض فترة السداد التزام الشركة بسداد مستحقات الموردين خلال فترة قصيرة، في حين يشير الارتفاع النسبي في السنوات الأخيرة إلى زيادة الاستفادة من الائتمان التجاري، وهذا يسهم في تخفيف الضغط على السيولة.

أما دورة التحويل النقدي فقد اتسمت باستقرار نسبي حيث تراوحت بين (87.92) يوم و(122.59) يوم خلال فترة الدراسة، وهو ما يعكس قدرة الشركة على تحويل استثماراتها في رأس المال العامل إلى تدفقات نقدية خلال فترة أقصر مقارنة بشركات الإسمنت، الأمر الذي يعزز كفاءة رأس المال العامل ويقلل الحاجة إلى تمويل إضافي للعمليات التشغيلية.

أما بالنسبة إلى مؤشر Tobin's Q فقد ارتفع بصورة تدريجية من (0.97) عام 2018 إلى (1.73) عام 2025، مما يشير إلى تحسن تقييم السوق للشركة وزيادة ثقة المستثمرين بأدائها خلال السنوات الأخيرة، كما تزامن هذا الارتفاع مع تحسن بعض مؤشرات كفاءة رأس المال العامل، ولا سيما انخفاض فترة تحصيل الحسابات المدينة واستقرار دورة التحويل النقدي، ومن خلال مقارنة اتجاه مؤشر Tobin's Q مع مؤشرات كفاءة رأس المال العامل، يلاحظ وجود تقارب نسبي في اتجاه بعض المتغيرات خلال عدد من سنوات الدراسة، إلا أن هذا التقارب لا يكفي للاستدلال على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات.

المبحث الرابع: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

يهدف هذا المبحث إلى تفسير نتائج الانحدار الذي تم تطبيقه لتحليل أثر المتغيرات المستقلة (متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة، دورة تحويل النقدية) في المتغير التابع (مؤشر Tobin's Q).

أولاً: نتائج اختبار فرضيات الشركات الصناعية السورية

لاختبار الفرضية الرئيسية الأولى والفرضيات الفرعية المنبثقة عنها، تم تقسيم الانحدار إلى نموذجين منفصلين لتفادي مشكلة التداخل الخطي التام بين دورة التحويل النقدي ومكوناتها:

النموذج الأول: اختبار أثر متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وجاءت النتائج وفق الآتي:

جدول 3: نتائج اختبار الفرضية الأولى وفقاً للنموذج الأول

Regression Statistics	
Multiple R	0.544578211
R Square	0.296565428
Adjusted R Square	0.120706785
Standard Error	0.772598106
Observations	16

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 4: تحليل التباين للفرضية الأولى وفق النموذج الأول

ANOVA	
	Significance F
Regression	0.222662066

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 5: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الأولى وفق النموذج الأول

	Coefficients	***P-value***
Intercept	1.54201732	0.000569721
DPO	0.01689023	0.526933804
DSO	-0.003026291	0.046729129
DIO	0.001012557	0.50134808

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- تشير نتائج الانحدار الخطي المتعدد إلى أن قيمة معامل الارتباط المتعدد (Multiple R) بلغت (0.54) وهذا يدل على وجود علاقة متوسطة بين المتغيرات، كما بلغت قيمة معامل التحديد (R Square) نحو (0.29) وهذا يشير إلى أن نسبة تأثير المتغيرات المستقلة (متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة) في المتغير التابع (Tobin's Q) للشركات الصناعية السورية هي (29%)، في حين تعزى النسبة المتبقية (71%) إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.
- أظهرت نتائج اختبار تحليل التباين (ANOVA) أن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Sig) للنموذج (0.22) وهو أكبر من مستوى الدلالة المفترض (0.05)، وهذا يدل على أن نموذج الانحدار ككل غير معنوي إحصائياً، مما يعني قبول **الفرضية الرئيسية الأولى** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة

إحصائية لكفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

- وبتحليل معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة بصورة منفردة، تبين أن متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون ليس لها أثر معنوي على القيمة السوقية حيث بلغت قيمة P–Value (0.50) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي نقبل فرضية العدم **(الفرضية الفرعية الأولى)** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- وفي المقابل أظهرت النتائج وجود أثر معنوي وعكسي لمتوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة على القيمة السوقية حيث بلغت قيمة P–Value (0.0467) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، بالإضافة إلى أن معامل الأثر سالب بقيمة (0.003–) مما يعني أنه كلما انخفضت فترة التحصيل ارتفعت قيمتها السوقية، وبالتالي نرفض فرضية العدم **(الفرضية الفرعية الثانية)** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر لمتوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ونقبل الفرضية البديلة.
- كما تبين أن متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة ليس لها أثر معنوي حيث أن P–Value بلغت (0.52) وهي أكبر من (0.05)، وبالتالي نقبل فرضية العدم **(الفرضية الفرعية الثالثة)** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويلاحظ أنه على الرغم من عدم معنوية نموذج الانحدار ككل، فقد ظهر متغير متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة مؤثراً بصورة معنوية، وهو ما قد يُعزى إلى محدودية حجم العينة أو إلى انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج.

النموذج الثاني: اختبار أثر دورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول 6: نتائج اختبار الفرضية الأولى وفقاً للنموذج الثاني

Regression Statistics	
Multiple R	0.183269191
R Square	0.033587596
Adjusted R Square	−0.035441861
Standard Error	0.838396849
Observations	16

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 7: تحليل التباين للفرضية الأولى وفق النموذج الثاني

ANOVA	
	Significance F
Regression	0.496883586

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 8: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الأولى وفق النموذج الثاني

	Coefficients	***P−value***
Intercept	1.867737826	0.00003291
CCC	−0.000507495	0.496883586

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من الجداول السابقة ما يلي:

- تشير نتائج الانحدار الخطي المتعدد إلى أن قيمة معامل الارتباط المتعدد (Multiple R) بلغت (0.18) وهذا يدل على وجود علاقة ضعيفة بين المتغيرات، كما بلغت قيمة معامل التحديد (R Square) نحو (0.03) وهذا يشير إلى أن نسبة تأثير المتغير المستقل (دورة التحويل النقدي) في المتغير التابع (Tobin's Q) هي (3%)، في حين تعزى النسبة المتبقية (97%) إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.
- وبتحليل معاملات الانحدار، تبين أن دورة التحويل النقدي لا يوجد لها أثر معنوي حيث بلغت قيمة P–Value (0.49) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي نقبل فرضية العدم (**الفرضية الفرعية الرابعة**) والتي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لدورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ثانياً: نتائج اختبار فرضيات الشركات الصناعية الأردنية

لاختبار الفرضية الرئيسية الثانية والفرضيات الفرعية المنبثقة عنها، تم تقسيم الانحدار إلى نموذجين منفصلين لتفادي مشكلة التداخل الخطي التام بين دورة التحويل النقدي ومكوناتها:

النموذج الأول: اختبار أثر متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

جدول 9: نتائج اختبار الفرضية الثانية وفقاً للنموذج الأول

Regression Statistics	
Multiple R	0.584205496
R Square	0.341296062
Adjusted R Square	0.176620077
Standard Error	0.213821286
Observations	16

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 10: تحليل التباين للفرضية الثانية وفق النموذج الأول

ANOVA	
	Significance F
Regression	0.157431231

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 11: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الثانية وفق النموذج الأول

	Coefficients	***P-value***
Intercept	1.319964031	1.72545210
DPO	0.026135366	0.06263564
DSO	−0.008407624	0.253830424
DIO	−0.000347568	0.485156736

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- تشير نتائج الانحدار الخطي المتعدد إلى أن قيمة معامل الارتباط المتعدد (Multiple R) بلغت (0.58) وهذا يدل على وجود علاقة متوسطة بين المتغيرات، كما بلغت قيمة معامل التحديد (R Square) نحو (0.34) وهذا يشير إلى أن نسبة تأثير المتغيرات المستقلة (متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة) في المتغير التابع (Tobin's Q) للشركات الصناعية الأردنية هي (34%)، في حين تعزى النسبة المتبقية (66%) إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.
- أظهرت نتائج اختبار تحليل التباين (ANOVA) أن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Sig) للنموذج (0.15) وهو أكبر من مستوى الدلالة المفترض (0.05)، وهذا يدل على أن نموذج الانحدار ككل غير

معنوي إحصائياً، مما يعني قبول **الفرضية الرئيسية الثانية** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

- وبتحليل معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة بصورة منفردة، تبين أن متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون ليس لها أثر معنوي حيث بلغت قيمة P–Value (0.48) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي نقبل فرضية العدم **(الفرضية الفرعية الأولى)** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
- وأظهرت النتائج أن متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة ليس لها أثر معنوي حيث بلغت قيمة P–Value (0.25) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي نقبل فرضية العدم **(الفرضية الفرعية الثانية)** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر لمتوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
- كما تبين أن متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة ليس لها أثر معنوي حيث أن P–Value بلغت (0.06) وهي أكبر من (0.05)، وبالتالي نقبل فرضية العدم **(الفرضية الفرعية الثالثة)** والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتوسط فترة سداد الذمم الدائنة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

النموذج الثاني: اختبار أثر دورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

جدول 12: نتائج اختبار الفرضية الثانية وفقاً للنموذج الثاني

Regression Statistics	
Multiple R	0.31443224
R Square	0.098867633
Adjusted R Square	0.034501036
Standard Error	0.231540362
Observations	16

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 13: تحليل التباين للفرضية الثانية وفق النموذج الثاني

ANOVA	
	Significance F
Regression	0.235587778

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

جدول 14: معاملات الانحدار لنتائج الفرضية الثانية وفق النموذج الثاني

	Coefficients	***P-value***
Intercept	1.334476603	4.26140100
CCC	0.000364831	0.235587778

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من الجداول السابقة ما يلي:

- تشير نتائج الانحدار الخطي المتعدد إلى أن قيمة معامل الارتباط المتعدد (Multiple R) بلغت (0.31) وهذا يدل على وجود علاقة متوسطة بين المتغيرات، كما بلغت قيمة معامل التحديد (R Square) نحو (0.09)، وهذا يشير إلى أن نسبة تأثير المتغير المستقل (دورة التحويل النقدي) في المتغير التابع (Tobin's Q) هي (9%)، في حين تعزى النسبة المتبقية (91%) إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.
- وبتحليل معاملات الانحدار، تبين أن دورة التحويل النقدي لا يوجد لها أثر معنوي حيث بلغت قيمة (P-Value) (0.23) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي نقبل فرضية العدم (**الفرضية الفرعية الرابعة**) والتي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لدورة التحويل النقدي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ثالثاً: اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة

تنص الفرضية الرئيسية الثالثة "لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان".

وللتحقق من هذه الفرضية تم إجراء مقارنة وصفية بين نتائج نماذج اختبار الانحدار الخاصة بكل سوق، بهدف بيان أوجه التشابه أو الاختلاف في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية في البلدين.

جدول 15: مقارنة نتائج اختبار أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية السورية والأردنية

المتغير	الشركات السورية	الشركات الأردنية	المقارنة
متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون	لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد اختلاف
متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة	يوجد أثر سلبي معنوي	لا يوجد أثر معنوي	يوجد اختلاف
متوسط فترة سداد الذمم الدائنة	لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد اختلاف
دورة التحويل النقدي	لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد اختلاف
نموذج الانحدار الكلي	غير معنوي	غير معنوي	لا يوجد اختلاف

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الانحدار

من الجدول السابق يمكن استخلاص النتيجة الآتية:

تبين نتائج المقارنة أن معظم مؤشرات كفاءة رأس المال العامل لم تظهر أثراً ذا دلالة إحصائية على القيمة السوقية في كلا السوقين، حيث لم يظهر لكل من متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الذمم الدائنة، دورة التحويل النقدي أثر معنوي، وفي المقابل ظهر اختلاف في متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، فأظهرت النتائج وجود أثر معنوي وعكسي على القيمة السوقية في الشركات الصناعية السورية، بينما لم يظهر هذا الأثر في الشركات الصناعية الأردنية، في حين كان نموذج الانحدار الكلي غير معنوي في كلا البلدين،

وبالتالي الاختلاف اقتصر على متغير متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، في حين تشابهت النتائج بالنسبة لبقية المؤشرات، مما يدعم عدم رفض **الفرضية الرئيسية الثالثة** التي تنص على أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان.

النتائج والتوصيات

خلص هذا البحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها ما يلي:

أولاً: النتائج

1. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث لم تظهر معظم مؤشرات كفاءة رأس المال العامل (متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة، دورة التحويل النقدي) أثر معنوي على مؤشر Tobin's Q باستثناء متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة التي أظهرت أثر معنوي عكسي.
2. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث لم يظهر أي من مؤشرات كفاءة رأس المال العامل (متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة، دورة التحويل النقدي) أثر معنوي على مؤشر Tobin's Q.
3. عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في أثر كفاءة رأس المال العامل على القيمة السوقية بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان.
4. تبين وجود اختلاف في مستويات مؤشرات كفاءة رأس المال العامل بين شركات الاسمنت وشركات الزيوت النباتية، حيث سجلت شركات الاسمنت فترات احتفاظ بالمخزون ودورات تحويل نقدي أطول، وهو ما يرتبط بطبيعة النشاط الصناعي.
5. تبين أن شركة اسمنت البادية سجلت ارتفاع ملحوظ في متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة، وهذا يشير إلى بطء تحويل المبيعات الآجلة إلى نقدية مما قد يؤثر على السيولة.
6. تبين أن الشركات الصناعية الأردنية تتمتع بفترات تحصيل ذمم مدينة منخفضة نسبياً، مما قد يساعد على دعم التدفقات النقدية وتقليل مخاطر الائتمان المرتبطة بالعملاء.
7. تشير النتائج إلى أن القيمة السوقية للشركات الصناعية لا تعتمد فقط على كفاءة رأس المال العامل، وقد يرجع السبب إلى وجود عوامل أخرى مؤثرة في تقييم السوق للشركات مثل الأداء المالي، توقعات المستثمرين، الظروف الاقتصادية.

ثانياً: التوصيات

وفي ضوء النتائج السابقة تتلخص توصيات البحث بما يلي:

1. العمل على تخفيض متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، ولاسيما في شركتي اسمنت البادية واسمنت الشمالية، من خلال ربط مستويات المخزون بحجم الطلب الفعلي، بما يسهم في تسريع دوران المخزون والتخفيف من السيولة المجمدة فيه.
2. الاهتمام بتطوير سياسات الائتمان والتحصيل، ولا سيما شركة اسمنت البادية، بما يضمن تسريع تحصيل المستحقات وتعزيز التدفقات النقدية.
3. العمل على تقليص دورة التحويل النقدي من خلال تحقيق لتوازن بين فترات التخزين والتحصيل والسداد، بما يسهم في رفع كفاءة رأس المال العامل للشركات الصناعية.

قائمة المراجع

المراجع العربية

- إبراهيم، وائل. (2025). أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل على القيمة السوقية للمؤسسات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EXG 30 في البورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 16 (4).
- الامامي، ابتهال، (2022)، أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية في بورصة عمان، المجلة العربية للنشر العلمي، المجلد 5 (47).
- الحديد، محمود. (2021)، دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم التداول عليه وقيمته السوقية بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، (بحث تخرج، جامعة المنارة، سوريا).
- السويركي، هاني. (2021)، أثر آليات الحوكمة في القيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29(3).
- الانصاري، استبرق. (2020)، تحليل الكفاءة التشغيلية في ظل نموذج حد التكلفة العشوائي ودورها الوسيط في القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية المساهمة، (أطروحة دكتوراة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان).
- العامري، محمد. (2009)، الإدارة المالية الحديثة، "الطبعة الأولى، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- الكبيجي، مجدي. أبو عواد، بهاء. (2021)، كفاءة إدارة رأس المال العامل والأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الفلسطينية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 14(1).
- المصري، محمد. (2015)، العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، (رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين).
- النابوت، مجاهد، (2019)، أثر استراتيجيات إدارة رأس المال العامل على ربحية شركات الأغذية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، (رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن).

- بركان، عماد. معتوق، جمال. (2025). أثر إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي: دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة السعودية للفترة (2018–2022). (رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر).
- بيلي، آدم. داود، سناء. (2023). أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل في رفع الكفاءة التشغيلية دراسة تطبيقية على شركات المواد الأساسية المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي، مجلة امارابك العلمية المحكمة، المجلد 13 (45).
- توامة، آية. سويسي، مريم. (2025)، أثر رأس المال العامل على ربحية المؤسسة: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة قطر للفترة 2015–2024، (رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر).
- راضي، حمد. (2009)، العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات: دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية للمدة من 1995–2002، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11(4).
- روميل، حياة. حاب الله، الشريف. (2024)، استخدام المؤشرات الحديثة (السوقية) لقياس قدرة للشركات الجزائرية على خلق القيمة للفترة 2016–2022، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 8(4).
- عبد الله، حيدر. (2025). قياس استمرارية الأرباح وتأثيرها على قيمة المصرف السوقية وفق نموذج Tobin's Q: بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الجامعة العراقية، المجلد 73 (9).
- عيسى، محمد. (2019)، أثر الافصاح عن الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، (رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن).

المراجع الأجنبية

- Chuairuang, S. (2024). The Impact of Working Capital Management on Firm Value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 Index Group. Journal of Humanities and Social Sciences, University of the Thai Chamber of Commerce, Vol 44(4).
- Akpadaka, S., & Edeh, P. (2024). Impact of Cash Conversion Cycle and Financial Stability on Firm Value. Journal of Accounting and Financial Management, Vol 10(8).