

أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام للشركات المدرجة في البورصة السعودية في ظل
جائحة كورونا (دراسة تطبيقية)

**The Impact of Financial Value on Sustainable Financial Growth
of Companies Listed on the Saudi Stock Exchange in Light of the
Corona Pandemic (Applied Study)**

دليل محمد^{1*}، عياد صالح²

¹ جامعة أحمد درايعية أدرار (أدرار)، Dalil.Mohamed@unv-adrar.edu.dz

² جامعة أحمد درايعية أدرار (أدرار)، sal.ayad@univ-adrar.edu.dz

تاريخ الاستلام: 2025/01/09 تاريخ القبول: 2025/05/21 تاريخ النشر: 2025/06/05

ملخص:

هدفت الدراسة إلى قياس أثر القيمة المالية على النمو المستدام في ظل جائحة كورونا للفترة (2018-2023) باستخدام نماذج بانل الساكن، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 11 شركة مدرجة في البورصة السعودية، حيث تم استخدام مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتعلقة في (قيمة الشركة، العائد على حقوق الملكية، حجم الشركة، متغير وهمي يعتبر عن جائحة كورونا)، في حين تم استخدام معدل النمو المستدام كمتغير تابع. خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج، من بينها: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم لبيانات عينة الدراسة في تحليل الأثر بين النماذج المقدره لبائل الساكن، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين المتغيرات (قيمة الشركة، العائد على حقوق الملكية، حجم الشركة) ومتغير معدل النمو المستدام، في حين وجود علاقة عكسية بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا ومتغير معدل النمو المستدام. كلمات مفتاحية: قيمة مالية؛ نمو مستدام؛ جائحة كورونا؛ بانل.

Abstract:

The study aimed to measure the impact of financial value on sustainable growth during the COVID-19 pandemic for the period (2018-2023) using static panel models, It was conducted on a sample of 11

companies listed on the Saudi stock exchange, A set of independent variables was used, including company value, return on equity, company size, and a dummy variable representing the COVID-19 pandemic, while the sustainable growth rate was used as the dependent variable.

The study concluded several results, including that the random effects model is the appropriate model for the study sample data in analyzing the impact among the estimated static panel models, Additionally, a significant positive relationship was found between the variables (company value, return on equity, company size) and the sustainable growth rate, while an inverse relationship was observed between the dummy variable representing the COVID-19 pandemic and the sustainable growth rate.

Keywords: Financial value; Sustainable growth; COVID-19 pandemic; Panel

I. مقدمة:

يعتبر النمو المالي المستدام أحد الأهداف الإستراتيجية الرئيسية للشركات في العصر الحديث، حيث يسعى إلى تحقيق توازن بين الأداء المالي والاعتبارات البيئية والاجتماعية، يتجاوز هذا المفهوم مجرد تحقيق الأرباح الفورية فهو يشمل القدرة على النمو المستدام على المدى الطويل من خلال الابتكار، وتحسين الكفاءة، والاستثمار في الموارد البشرية، في ظل بيئة الأعمال الحالية التي تتسم بالتغيرات السريعة والتحديات المتزايدة، يتعين على الشركات اعتماد استراتيجيات تضمن لها الاستمرارية والتكيف مع الظروف المتغيرة، وينطوي النمو المالي المستدام على تعزيز المسؤولية الاجتماعية والبيئية، مما يزيد من قيمة الشركة في نظر المستثمرين والمستهلكين على حد سواء من خلال التركيز على الاستدامة، الأمر الذي يمكن للشركات تحسين سمعتها، وزيادة ولاء العملاء، وجذب الاستثمارات، مما يعزز من قدرتها التنافسية في الأسواق، لذا يُعتبر النمو المالي المستدام ضرورة ملحة تساهم في تحقيق النجاح المستدام للشركات وتلبية احتياجات المجتمع والأجيال القادمة.

تُعد القيمة المالية عنصراً حيوياً لتحقيق النمو المالي المستدام في الشركات، حيث تلعب دوراً مركزياً في تخصيص الموارد وجذب الاستثمارات، فالشركات التي تتمتع بقيمة مالية قوية



تستطيع توجيه استثماراتها نحو الابتكار وتحسين الكفاءة التشغيلية مما يعزز قدرتها على التكيف مع التغيرات السوقية. فالاستثمار في التكنولوجيا الجديدة وتطوير المنتجات يسهم في تعزيز تنافسيتها وبالتالي تحقيق عوائد مستدامة، علاوة على ذلك تعكس القيمة المالية الجيدة التزام الشركة بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية مما يحسن سمعتها ويزيد من ثقة العملاء والمستثمرين، حيث تؤدي هذه الثقة إلى ولاء أكبر وزيادة في الطلب مما يسهم في استدامة النمو على المدى الطويل، ومن خلال هذا التفاعل الديناميكي بين القيمة المالية والنمو المستدام، يمكن للشركات تحقيق توازن بين الأداء المالي والممارسات المستدامة، مما يعزز من قدرتها على النجاح في بيئات الأعمال المعاصرة.

وفي ظل جائحة كورونا التي تعد واحدة من أكثر الأزمات الصحية والاقتصادية تأثيراً في العصر الحديث، حيث أثرت بشكل عميق على جميع القطاعات الاقتصادية في مختلف أنحاء العالم، في ظل هذه الظروف الاستثنائية أصبح من الضروري دراسة كيفية تأثير القيمة المالية على النمو المالي المستدام، لذلك سنحاول من خلال هاته الدراسة تسليط الضوء على الشركات المدرجة في السوق السعودي من أجل فهم العلاقة بين الأداء المالي والقدرة على تحقيق النمو المستدام في بيئة تتسم بالتحديات والتغيرات السريعة، لذلك يتم تحليل كيف أثرت الجائحة على استراتيجيات هذه الشركات ومدى قدرتها على التكيف مع الظروف الجديدة، كما تُبرز الدراسة دور القيمة المالية كأحد المؤشرات الرئيسية التي تؤثر على خيارات الاستثمار والابتكار وتساهم في تحقيق النمو المستدام، مما يساهم في تقديم رؤية قيمة تساعد في فهم التحديات والفرص التي تواجهها الشركات في ظل الأزمات، والذي من شأنه أن يُعزز من قدرتها على تحقيق أهدافها المالية المستدامة.

أ- الإشكالية:

من خلال ما تم التطرق إليه سابقاً ونظراً للأهمية الكبيرة للقيمة المالية ودورها الكبير في المساهمة لتحقيق النمو المالي المستدام في الشركات المدرجة في البورصة السعودية، نسعى من خلال هذه الورقة البحثية إلى الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية:

إلى أي مدى تؤثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام للشركات السعودية في ظل

جائحة كورونا؟

ب- الفرضيات:

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

● يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة هو النمو الملائم لبيانات عينة الدراسة في تحليل الأثر بين النماذج المقدره لبائل الساكن؛

● وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين متغيري القيمة المالية والنمو المالي المستدام لبيانات عينة الدراسة؛

● وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين متغيري جائحة كورونا (متغير وهمي) والنمو المالي المستدام لبيانات عينة الدراسة.

ج- أهمية الدراسة:

تعتبر دراسة أثر القيمة المالية على النمو المستدام للشركات في ظل جائحة كورونا ذات أهمية كبيرة لأنها تسلط الضوء على كيفية تأثير العوامل المالية على أداء الشركات المدرجة في البورصة السعودية، من خلال تقديم رؤى دقيقة للمستثمرين تساعد الدراسة في تعزيز قدرتهم على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، كما تساهم في تحسين الأداء الاقتصادي العام للشركات مما يعزز الاستدامة والنمو في السوق المالية، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن توجه نتائج الدراسة السياسات الاقتصادية في السعودية نحو تعزيز الاستدامة.

د- أهداف الدراسة:

يتمحور هدف الدراسة بالأساس في محاولة معرفة أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام للشركات المدرجة في البورصة السعودية، كما تسعى إلى تقديم توصيات إستراتيجية تساعد الشركات على تحسين أدائها المالي والنمو المستدام بناءً على النتائج المستخلصة، بالإضافة إلى ذلك تستكشف الدراسة تأثير جائحة كورونا على النمو المستدام، مما يساعد الشركات في فهم التحديات التي تواجهها، وأخيراً تهدف الدراسة إلى وضع أساس لمزيد من الأبحاث حول العلاقة بين القيمة المالية والنمو المستدام مما يعزز الفهم الأكاديمي والعملي في هذا المجال.

هـ- منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة بالأساس على المنهجين الوصفي والتحليلي من خلال عرض الدراسات السابقة والعلاقة بين القيمة المالية والنمو المستدام، بالإضافة إلى استخدام الأسلوب الكمي والاستقرائي من أجل قياس أثر القيمة المالية على النمو المستدام في الشركات المدرجة في البورصة السعودية، وذلك بتقدير النموذج المعتمد في الدراسة وتفسير تلك النتائج المتوصل إليها.

II. الدراسات السابقة:

هناك مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، لذلك سنحاول التركيز على أهم تلك الدراسات وفقاً لتسلسلها الزمني، والتي من بينها ما يلي:

• دراسة (الخلو و الطويل، 2018، الصفحات 212-248):

هدفت هذه الدراسة إلى وضع إطار مقترح لمراجعة أنشطة محاسبة الاستدامة لمنشآت الأعمال الفلسطينية، مع التركيز على أثر هذا الإطار على قيمة هذه المنشآت بشكل عام، كما تسعى الدراسة إلى تحديد مسؤولية المراجع الخارجي تجاه مراجعة أنشطة محاسبة الاستدامة وتوضيح دوره في المحافظة المجتمعية وتحقيق هذا الهدف تم استخدام الاستبانة كأداة إحصائية رئيسة لتحليل نتائج الدراسة.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج رئيسية، من بينها: وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المراجعة على أنشطة محاسبة الاستدامة والإطار المقترح مع تعظيم قيمة المنشأة، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المراجعة عن أبعاد أنشطة محاسبة الاستدامة مجتمعة وتنظيم قيمة المنشأة، وقد أوصت الدراسة بضرورة إصدار تشريعات خاصة لاعتماد المراجعة على أنشطة محاسبة الاستدامة مجتمعة (البيئية والاقتصادية والاجتماعية) واعتماد الإطار المقترح من قبل الجهات العليا، مع التوصية بتطبيقه على مستوى منشآت الأعمال الفلسطينية وضرورة تضمينه في مناهج المراجعة المعتمدة من قبل الكليات الجامعية.

دراسة (زكي، 2022، الصفحات 547-587):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة التبادلية بين معدل النمو المستدام من جهة والأداء المالي والتشغيلي للشركات من جهة أخرى، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. تم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من 2017 إلى 2021.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، من أبرزها: وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمعدل النمو المستدام على الأداء المالي والتشغيلي للشركات، كما وجدت الدراسة تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للأداء المالي والتشغيلي على معدل النمو المستدام، تدعم هذه النتائج إمكانية القول بوجود تأثير إيجابي وتبادلي بين المتغيرات الرئيسية للدراسة في بيئة الممارسة المحاسبية والمهنية المصرية، مما يعزز من فهم العلاقة المعقدة بين هذه المتغيرات وأهمية تحقيق التوازن بينها.

دراسة (Naumoski, 2022, pp. 281-301):

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في السياسة المالية والنمو المستدام للشركات من خلال تحديد الخصائص الخاصة بكل شركة كمحدد لمعدل النمو المستدام. تم اختيار عينة من الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية المقدونية للفترة من 2010 إلى 2019، باستخدام نموذج بانل الديناميكي.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، من بينها: أن متوسط معدل النمو الفعلي خلال الفترة 2010-2019 هو 0.38٪ فقط، في حين كان معدل النمو المستدام 1.42٪، كما أظهرت النتائج أن معدل النمو المستدام يتأثر بشكل إيجابي بهامش الربح، ونسبة الاحتفاظ، ودوران الأصول، والرافعة المالية، والعائد على حقوق الملكية، على الجانب الآخر تأثر معدل النمو المستدام سلباً بالتدفق النقدي التشغيلي، وحجم الشركة، وفرص النمو.

دراسة (El Madbouly , 2022, pp. 20-40):

سعت هذه الدراسة إلى اختبار أثر معدل النمو المستدام على قيمة الشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث أجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية لمدة خمس سنوات، تبدأ من 2015 حتى 2019 باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد.



توصلت الدراسة إلى عدة نتائج رئيسية، من بينها: وجود علاقة إيجابية معنوية بين معدل النمو المستدام وكل من الرافعة المالية، والربحية، وكفاءة أصول الشركة، في المقابل وُجدت علاقة سلبية معنوية بين معدل النمو المستدام وحجم الشركة، كما أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية معنوية بين معدل النمو المستدام وقيمة الشركات المسجلة في البورصة المصرية، مما يعزز من أهمية النمو المستدام كعنصر رئيسي في زيادة قيمة الشركات.

دراسة (الجبوري و جاسم، 2024، الصفحات 269-298):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الرفع المالي والاستدامة المالية للشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تم استخدام التحليل التمييزي المقطعي لعينة مكونة من 12 شركة صناعية مساهمة خلال الفترة من 2010 إلى 2020، واعتمدت الدراسة على مؤشر نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات كمتغير مستقل يعبر عن الرفع المالي، بينما استخدمت صافي الدخل إلى الموجودات الكلية كمتغير تابع يعبر عن الاستدامة المالية.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، من بينها: أن الشركات في عينة البحث تتفاوت في ما بينها من حيث الرفع المالي نظراً لوجود سياسات وإجراءات خاصة بكل شركة في عملية الحصول على إيراداتها، كما أظهرت النتائج أن زيادة استخدام التمويل بالرفع المالي إلى إجمالي الموجودات في تمويل الاستثمارات يؤدي إلى زيادة القيمة الاقتصادية المضافة، مما يسهم في تحقيق الاستدامة المالية للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك أظهرت الدراسة أن الشركات تلجأ إلى تمويل استثماراتها عن طريق الرفع المالي نتيجة لعدم توفر موارد مالية كافية لتغطية استثماراتها، فضلاً عن عدم كفاية رأسمالها في السوق المالية.

دراسة (غازي، 2024، الصفحات 161-173):

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر المرونة المالية على قيمة الشركة في عينة مكونة من ستة شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، باستخدام نموذج بانل الساكن للفترة من 2012 إلى 2022. تم استخدام متغيري السيولة والرافعة المالية كمتغيرين مستقلين للتعبير عن المرونة المالية، في حين تم الاعتماد على متغير القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع يعبر عن قيمة الشركة.

خلصت الدراسة إلى عدة نتائج رئيسية، من أبرزها: أن ارتفاع المرونة المالية سواء من خلال زيادة مؤشر السيولة أو انخفاض مؤشر الرافعة المالية، يرتبط عادةً بآثار إيجابية على مؤشر قيمة الشركة على المدى الطويل، يُعزى ذلك إلى الأثر الإيجابي الذي تتركه المرونة المالية في زيادة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة، وهذا يستدعي اهتمام الشركات بمؤشرات المرونة المالية وتبنيها كدليل إرشادي في عملها، لما لها من دور كبير وفعال في التحكم بمصادر تمويلها وحمايتها من خطر التعثر ودعم قدرتها على اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة، بالإضافة إلى مواجهة الأزمات المالية والتغلب عليها من خلال رفع حجم موجوداتها مقارنة بديونها وضمان توفر السيولة عند المستوى المقبول.

III. العلاقة بين القيمة المالية والنمو المستدام للشركات:

يعتبر النمو المستدام هو رأس المال الذي يتم تمويله باستخدام رأس المال الخاص بالشركة (التمويل الذاتي) بالإضافة إلى رأس المال المقترض دون تغيير الرافعة المالية أو معدل الدين، وتم تطوير مفهوم استدامة النمو كمقياس يحدد النسبة المئوية التي يمكن للشركة من خلالها زيادة المبيعات مع الحفاظ على مجموعة من السياسات المالية (Rădășanu, 2015, p. 63)، فيجب أن يكون نمو الشركة متوازنًا مع قدراتها الفعلية وظروف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل هذا النمو، مما يتطلب من الإدارة اتخاذ نظرة شاملة على الخيارات المتاحة لاختيار الحل الأمثل، حيث يكتسب النمو المستدام أهمية كبيرة من كونه وسيلة لزيادة قيمة الشركة، كونه يجمع بين الأداء التشغيلي والمالي مثل: هامش الربح، وكفاءة الأصول، وهيكل رأس المال، ومعدلات الاحتفاظ، والتي غالبًا ما ترتبط بالنمو المستدام، بالتالي يعد مفهوم النمو المستدام جوهريًا لأنه يبحث الإدارة على التحقق من توافق استراتيجية النمو مع قدرة الشركة على تحقيق هذا النمو (الزبيدي، الجنابي، و الشريفي، 2019، صفحة 501).

وتساهم زيادة هامش الربح في تعزيز قدرة الشركة على توليد الأموال داخليًا مما يدعم نموها المستدام، كما أن زيادة دوران الموجودات تعزز المبيعات الناتجة عن كل زيادة في الأصول مما يقلل الحاجة لموجودات إضافية مع زيادة المبيعات وبالتالي تعزز معدل النمو المستدام، من ناحية أخرى



تؤدي زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية إلى زيادة الرافعة المالية مما يجعل التمويل الإضافي متاحًا ويعزز من معدل النمو المستدام (السعيد و زهراء، 2022، الصفحات 242-243).

كما تعتبر السوق الكفؤة من الدعائم الأساسية التي يجب أن تعتمد عليها إدارة الشركات في تعظيم ثروة المنشأة، حيث تتحدد القيمة السوقية للمنشأة بناءً على محصلة القرارات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية فإذا كانت هذه القرارات سليمة ستتمتع المنشأة بمركز مالي قوي مما يؤدي إلى ارتفاع إيجابي في أسعار الأسهم ودعم ثروة المساهمين، وعلى العكس فإن القرارات الخاطئة أو السلبية تؤدي إلى تراجع الأداء المالي وانخفاض القيمة السوقية مما ينعكس سلبًا على ثروة المساهمين، ومن خلال المحاور المعززة لمفهوم تعظيم القيمة يمكن تغيير ثقافة الشركات التي غالبًا ما تركز على قياس الأداء بناءً على المؤشرات المالية والربحية بدلاً من التركيز على النتائج والأسباب، إذ أن زيادة الربحية تعكس سعي الشركة لتحقيق أعلى عائد مع تخفيض التكاليف، بينما يتطلب هدف تعظيم الثروة تحقيق توازن بين الحصول على عوائد مرتفعة وإدارة المخاطر المرتبطة بها (الحلو و الطويل، 2018، صفحة 226).

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من السياسات التمويلية الرئيسية في الشركات، نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وتأثيرها على سعر السهم في السوق. يتأثر سعر السهم بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة، كما يتأثر أيضًا بمعدل نمو الشركة، الذي يرتبط بشكل مباشر بمقدار الأرباح المحتجزة وإعادة استثمارها. لتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين من خلال رفع سعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن، يتطلب الأمر اختيار سياسة توزيع أرباح توازن بين مقدار العائد الموزع ومعدل نمو الأرباح (زهراء، 2011، الصفحات 38-39).

IV. الإطار القياسي:

سيتم في هذا الجزء التطرق إلى قياس أثر القيمة المالية على النمو المستدام لعينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية في ظل جائحة كورونا للفترة (2008-2023)، وعلى اعتبار أن بيانات الدراسة التي بحوزتنا هي عبارة عن بيانات لسلاسل زمنية مقطعية، فسيتم

الاعتماد على نماذج بانل الساكن كأحد أهم نماذج الاقتصادي القياسي التي تعنى بهذا نوع من البيانات.

1. عينة ومتغيرات الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من 11 شركة مدرجة في البورصة السعودية، وقد تم اختيارها طبقاً لتوفر البيانات للمتغيرات طوال الفترة محل الدراسة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2023 (أنظر الملحق 1)، كما تم استخدام المتغيرات التي لها علاقة كبيرة بموضوع الدراسة وبالاعتماد على العديد من الدراسات السابقة، ويمكن تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة على النحو الآتي:

- المتغير التابع (النمو المستدام): للتعبير على المتغير التابع المتمثل في النمو المستدام استخدمنا متغير معدل النمو المستدام SGR، والذي يحسب بالمعادلة التالية وفقاً لنموذج Rose:

$$SGR = \frac{B \times ROE}{1 - (B \times ROE)}$$

حيث: B: نسبة الاحتجاز وهي نسبة من صافي الربح؛ ROE: العائد على حقوق

الملكية وهي: $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$

- المتغيرات المستقلة:

تم استخدام مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في:

- قيمة الشركة؛ يعبر هذا المتغير عن القيمة السوقية للسهم وتم الترميز لهذا المتغير في الدراسة ب FV، والذي تم حسابه باستخدام مقياس Tobin's Q وفقاً للمعادلة التالية:

$$Tobin's Q = \frac{\text{الدفترية القيمة للالتزامات} + \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$$

- العائد على حقوق الملكية؛ يعبر هذا المتغير على النسبة المئوية لصافي الربح إلى حقوق الملكية، وتم الترميز لهذا المتغير في الدراسة ب ROE.



- **حجم الشركة**؛ يمثل هذا المتغير عن إجمالي قيمة الأصول نهاية العام وتم الترميز لهذا المتغير في الدراسة ب **Size**.

- **المتغير الوهمي**: يعبر هذا المتغير عن جائحة كورونا، حيث يأخذ القيمة 1 في حالة وجود الجائحة لسنة معينة والقيمة 0 في حالة غيابها، وقد تم الترميز لهذا المتغير ب **DUM**.
والجدول الموالي يوضح تعريف لجميع المتغيرات المستخدمة على النحو التالي:

جدول رقم 01: تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة

المتغيرات	تعريف المتغيرات	الرمز	الوحدة	المصدر
المتغير التابع المتغيرات المستقلة	النمو المستدام	SGR	نسبة مئوية (%)	التقارير السنوية للشركات محل الدراسة
	قيمة الشركة	FV	نسبة مئوية (%)	
	العائد على حقوق الملكية	ROE	نسبة مئوية (%)	
	حجم الشركة	Size	الريال السعودي	
	متغير وهمي يعبر عن جائحة كورونا	DUM	يأخذ القيمة 0 و 1	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للشركات محل الدراسة.

2. توصيف نموذج الدراسة:

اشتملت الدراسة على مجموعة من المتغيرات ذات العلاقة الكبيرة بموضوع الدراسة، وبناء على المتغيرات المدرجة في الدراسات السابقة التي تطرقت إلى ذات الموضوع مع اختلاف في أحد جوانبه حيث تم الحرص على أن تشمل الدراسة جل المتغيرات دون إهمال أي منها لتكون ذات ميزة خصوصية على باقي الدراسات، مع مراعاة طبيعة العينة المدروسة والمتمثلة في عينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية، بالإضافة إلى مدى توفر البيانات لتكون الصياغة الرياضية العامة لنموذج الدراسة على النحو التالي:

حيث: (β_{kj}) معلمات النموذج، و $(i; 1, \dots, n)$ تمثل المقاطع (الدول) و $(t : T) 1, \dots, T$ يمثل الزمن ε_{it} تمثل حد الخطأ العشوائي.

3. تقدير نموذج الدراسة:

بغية الوصول إلى النتائج وتفسيرها فقد تم الاعتماد على نماذج بانل الساكن والمتمثلة في (نموذج الانحدار التجميعي؛ نموذج التأثيرات العشوائية؛ نموذج التأثيرات الثابتة)، حيث يبين الجدول الموالي نتائج تقدير نماذج بانل الساكن لبيانات عينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية كما يلي:

جدول رقم 03: نتائج تقدير نماذج بانل الساكن

المتغيرات	النماذج المقدره		
	التأثيرات العشوائية	التأثيرات الثابتة	الانحدار التجميعي
الثابت	0.031951*	0.007814*	0.032852*
FV	0.000425*	0.000270*	0.000432*
ROE	0.210059*	0.286119*	0.207383*
Size	7.34E-11*	5.04E-12	7.61E-11
DUM	-0.026006*	-0.019591	-0.026233*
الاحصاء الكلية	30.52305	13.64313	30.74741
F-statistic	(0.0000)	(0.000000)	(0.000000)
معامل التحديد	0.451934	0.578793	0.452185
R-squared			
إحصاءة DW	1.207454	1.398911	1.219731

(*) معنوية المعلمة عند 5%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.



يتضح من خلال الجدول (03) أعلاه نتائج تقدير نماذج بانل الساكن الثلاثة لبيانات عينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية (نموذج الانحدار التجميعي؛ نموذج التأثيرات الثابتة؛ نموذج التأثيرات العشوائية)، حيث يتبين أن جميع المتغيرات ذات دلالة إحصائية (معنوية)، ماعدا متغيري حجم الشركة (Size) والمتغير الوهمي (DUM) في نموذج التأثيرات الثابتة، كما أظهرت النتائج أن النماذج الثلاثة ذات معنوية كلية، حيث أن قيمة احتمالية إحصاء فيشر أقل من 5% في جميع النماذج، وباعتماد على معامل التحديد R^2 لمعرفة مدى قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير تلك التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، فيتضح أن أكبر معامل تحديد كان في نموذج التأثيرات الثابتة، حيث بلغت قيمة R^2 في نموذج التأثيرات الثابتة 0.578793، أما قيمة R^2 في نموذجي التأثيرات العشوائية والانحدار التجميعي فقد بلغت 0.451934 و 0.452185 على التوالي.

4. اختبارات المفاضلة بين النماذج :

بعد التطرق إلى تقدير نماذج بانل الساكن الثلاثة يستوجب الانتقال الى الخطوة الموالية المتمثلة في المفاضلة بين هاته النماذج الثلاثة، وذلك من خلال استخدام أساليب المفاضلة بالاستعانة باختبار **Breusch-Pagan** واختبار هوسمان **Husman**، لاختيار النموذج الأنسب للدراسة بغية إجراء عملية التحليل والمناقشة وفقاً لهذا النموذج.

لغرض الاختبار بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة نستخدم اختبار **Breusch-Pagan** الذي يستند على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم

H_1 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم

جدول رقم 03: اختبار LM Breush-Pagan

Test Hypothesis			
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3.803258	0.169730	3.972988
Prob.	(0.00512)	(0.6804)	(0.0462)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.

يتضح من الجدول أعلاه رقم (03) أن $Prpb < 5\%$ ، مما يستوجب قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم، بالتالي يتم المرور إلى الخطوة الموالية للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة.

وللمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية سيتم إجراء اختبار هوسمان، وبالرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول، إلا أنه لا يمكن التأكد من ذلك إلا بعد استخدام اختبار **Husman** الذي تم شرحه مسبقاً وهذا لغرض معرفة أي من التأثيرات تعتبر أكثر ملائمة لتقدير النموذج، سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة أم نماذج التأثيرات العشوائية من أجل تحديد أي النموذجين ينبغي اختياره.

حيث نستخدم هذا الاختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية وذلك من خلال الفرضيات التي يستند عليها هذا الاختبار، فإذا كان الاحتمال أكبر من 0.05 فإننا نقبل الفرضية H_0 في حين إذا كان الاحتمال أقل من 0.05 فإننا نقبل الفرضية H_1 ، وتعطى فرضيات هذا الاختبار على النحو التالي:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم

ويوضح الجدول الموالي نتائج اختبار هوسمان:

جدول رقم 06: نتائج اختبار هوسمان (Husman Test)

Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sqdf	Prob
Cross-section random	0.000000	4	1.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 12.

من خلال الجدول (04) أعلاه والذي يوضح نتائج اختبار هوسمان بلغت القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار القيمة 1.0000 وهي أكبر من 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة ونقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لبيانات عينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية.

5. مناقشة النتائج والاستنتاجات للنموذج الملائم (نموذج التأثيرات العشوائية):

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية لبيانات عينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية هو النموذج الأمثل والمناسب في تحليل الأثر بين النماذج المقدر، وعليه بناءً على نتائج التقدير يمكن كتابة الصيغة المقدر لهذا النموذج على النحو التالي:

$$SGR_{it} = 0.031951 + 0.000425FV + 0.210059ROE + 7.34E - 11Size - 0.026006DUM + \varepsilon_{it}$$

بناءً على ما تقدم فقد تم التوصل إلى أن النموذج الملائم لهاته الدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية، وبالتالي سيتم مناقشة النتائج والاستنتاجات وفقاً لهذا النموذج، والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:

- قيمة المعلمة المقدرة للحد الثابت تشير إلى أنه عندما تكون قيمة المتغيرات المستقلة منعومة فإن القيمة تكون في حدود 0.031951، وهي ذات معنوية لأن $P < 0,05$ ؛
- وجود علاقة طردية معنوية بين متغير قيمة الشركة ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل قيمة الشركة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0,05$ ، مما يعني أن الشركات ذات القيمة السوقية الأعلى تميل إلى تحقيق معدلات نمو مستدامة أفضل، تعكس هذه العلاقة أهمية استراتيجيات النمو المستدام في تعزيز قيمة الشركات، وهو ما يمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، وكذلك للشركات في تحسين أدائها من خلال التركيز على الابتكار والكفاءة.
- وجود علاقة طردية معنوية بين متغير العائد على حقوق الملكية ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل قيمة الشركة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0,05$ ، مما يعني أن الشركات التي تحقق عائداً أعلى على حقوق الملكية تميل إلى تحقيق معدلات نمو مستدامة أفضل، تعكس هذه العلاقة أهمية الأداء المالي في تعزيز القدرة على النمو المستدام، مما يمكن أن يساعد المستثمرين في تحديد الشركات الواعدة ويشجع الشركات على تحسين استراتيجياتها لتحقيق عوائد أعلى.
- وجود علاقة طردية معنوية بين متغير حجم الشركة ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل قيمة الشركة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0,05$ ، مما يدل أن الشركات الأكبر حجماً تميل إلى تحقيق معدلات نمو مستدامة أفضل، تعكس هذه العلاقة قدرة الشركات الكبيرة على الاستفادة من مواردها وميزاتها التنافسية، مما يسهم في تعزيز استدامة نموها، وبالتالي يمكن أن يساعد ذلك المستثمرين في تقييم الفرص الاستثمارية، وللشركات في تطوير استراتيجيات نمو فعالة.
- وجود علاقة عكسية معنوية بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل المتغير الوهمي سالبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P > 0,05$ ، مما يعني أن تأثير الجائحة ساهم في تقليل معدل النمو المستدام لهذه الشركات، تعكس هذه العلاقة التحديات التي واجهتها الشركات نتيجة للاضطرابات الاقتصادية والاجتماعية الناجمة عن الجائحة مما أدى إلى تراجع الأداء والنمو، بالإضافة إلى فهم الآثار السلبية للأزمات العالمية على الأسواق المالية، وتساعد الشركات والمستثمرين في وضع استراتيجيات للتكيف مع الظروف المستقبلية.

V. خاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة قياس أثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام لعينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية في ظل جائحة كورونا خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2023، وذلك بغية الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة في "إلى أي مدى تؤثر القيمة المالية على النمو المالي المستدام للشركات السعودية في ظل جائحة كورونا؟"، وذلك من خلال تناول عدد من الدراسات السابقة، بالإضافة إلى العلاقة بين القيمة المالية والنمو المستدام، كما تم الاستعانة بنماذج بانل الساكن على اعتبارها النماذج الملائمة لهاته الدراسة لكون البيانات عبارة عن سلاسل زمنية مقطعية، حيث توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج والتي جاءت أهمها كما يلي:

- يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية هو النمو الملائم لبيانات عينة الدراسة في تحليل الأثر بين النماذج المقطرة لبائل الساكن؛
- وجود علاقة طردية معنوية بين متغير قيمة الشركة ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل قيمة الشركة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0,05$ ؛
- وجود علاقة طردية معنوية بين متغير العائد على حقوق الملكية ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل قيمة الشركة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0,05$ ؛
- وجود علاقة طردية معنوية بين متغير حجم الشركة ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل قيمة الشركة موجبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P < 0,05$ ؛
- وجود علاقة عكسية معنوية بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن جائحة كورونا ومتغير معدل النمو المستدام، لأن إشارة معامل المتغير الوهمي سالبة، بالإضافة إلى أن قيمة $P > 0,05$

التوصيات:

بناء على النتائج المتوصل إليها يمكن اقتراح بعض التوصيات التالية:

- يجب على الشركات المدرجة في البورصة السعودية التركيز على تحسين قيمتها المالية من خلال استراتيجيات فعالة مثل الابتكار، وتطوير المنتجات، وزيادة الكفاءة التشغيلية لتعزيز النمو المستدام.
- من الضروري أن تعمل الشركات المدرجة في البورصة السعودية على زيادة العائد على حقوق الملكية من خلال تحسين إدارة الموارد المالية وزيادة الربحية، مما يساهم في دعم النمو المستدام.
- ينبغي على الشركات المدرجة في البورصة السعودية الاستثمار في تدريب وتطوير الموظفين لتعزيز الكفاءات والابتكار، مما يساعد في تحقيق نمو مستدام.

إسم الشركة	التداول	القطاع
الشركة السعودية للصناعات الأساسية	سابك	المواد الأساسية
الشركة المتحدة للإلكترونيات	إكسترا	تجزئة السلع الكمالية
الشركة السعودية للكهرباء	كهرباء السعودية	المرافق العامة
الشركة المتحدة الولية للمواصلات	بدجت السعودية	النقل
شركة جازان للطاقة والتنمية	جازادكو	الطاقة
شركة رابغ للتكرير والبتروكيماويات	بترو رابغ	الطاقة
الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات	ساسكو	تجزئة السلع الكمالية
الشركة السعودية للتنمية الصناعية	صدق	السلع طويلة الأجل
مجموعة فتيحي القابضة	فتيحي	السلع طويلة الأجل
شركة المراعي	المراعي	إنتاج الأغذية
شركة مكة للإنشاء والتعمير	مكة	إدارة وتطوير العقارات

- من المهم للشركات المدرجة في البورصة السعودية أن تقوم بتقييم المخاطر المرتبطة بالجائحة أو الأزمات الاقتصادية الأخرى، وتطوير خطط للطوارئ تضمن استمرارية الأعمال والنمو.
- يجب على الشركات المدرجة في البورصة السعودية تعزيز الشفافية في الإفصاح المالي والإفصاح عن استراتيجيات النمو، مما يزيد من ثقة المستثمرين ويساعد في جذب الاستثمارات.



ينبغي على الشركات المدرجة في البورصة السعودية بناء علاقات قوية مع المستثمرين من خلال التواصل المستمر وتقديم معلومات دقيقة حول الأداء والنمو، مما يعزز دعمهم.

قائمة المراجع بالعربية:

1. شاكر ثائر زهراء، (2011) (. تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في تعزيز المرونة المالية دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2011-2018). رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم إدارة الأعمال. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق.
2. اعتدال سعيد محمد الحلو، و محمد عبد الهادي عصام الطويل (2018) إطار مقترح لمراجعة أنشطة محاسبة الاستدامة و أثرها على قيمة المنشأة دراسة ميدانية على م راجعي الحسابات المزاويلين. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، 3(1).
3. حارث غازي غازي (2024) المرونة المالية وأثرها في قيمة الشركة: دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الريادة للمال والأعمال، 5(1).
4. حيدر جاسم عبيد الجبوري، وعلاوي حسين جاسم. (2024). اختبار العلاقة بين الرفع المالي والاستدامة المالية للشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-2020). مجلة مركز دراسات الكوفة، 72(1).
5. حيدر حمودي علي الزبيدي، سجاد محمد عطية الجنابي، وزينب هادي معيوف الشريف. (2019). دور الإدارة القائمة على القيمة في النمو المستدام للشركات - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. Global Journal of Economics and Business، 6(3).
6. رشا علي إبراهيم الفقي (2020)، انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية. الفكر المحاسبي، 24(2).

7. عبد الله كاظم السعيد، وشاكر ثائر زهراء. (2022) المرونة وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.1(65).

8. محمد نهي زكي(2022) دراسة واختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والأداء المالي والتشغيلي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية- من منظور محاسبي. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 6(3).

9. قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

10. El Madbouly, D. M. (2022). Factors affecting the Sustainable Growth Rate and its impact on Firm Value: Empirical Evidence from the Egyptian Stock Exchange. Journal of Accounting and Auditing of the Association of Arab Universities(1).
11. Naumoski, A. (2022). FINANCIAL POLICY AND COMPANIES' SUSTAINABLE GROWTH. ECONOMIC THEMES, 60(3).
12. Rădășanu, A. (2015). Cash-Flow Sustainable Growth Rate Models, Journal of Public Administration. Finance and Law(7)

VI. الملاحق:

ملحق رقم (01): عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (www.saudiexchange.sa).

ملحق رقم (02): اختبار Breush-Pagan

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	3.803258 (0.0512)	0.169730 (0.6804)	3.972988 (0.0462)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 12.

ملحق رقم (03): اختبار هوسمان (Husman)

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	4	1.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 12.