

أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على  
القيمة السوقية لمنشآت الأعمال " دراسة تحليلية للشركات المساهمة العامة  
المدرجة في بورصة عمان "

تاريخ الاستلام: ٢٠١٦/٢/١٥ تاريخ القبول: ٢٠١٦/٨/٩

د. جميل حسن النجار (\*)

**ملخص:**

هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة بين الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على قيمة المنشأة. وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من (٣٤) شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة ٢٠٠٦-٢٠١٤م ، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام الانحدار المتعدد وتحليل المسار لتوضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية ضمن القطاع الصناعي سجلت أعلى قيمة في المتوسط للاستثمار في الأصول غير الملموسة، في حين أن الشركات ضمن قطاع الاستثمار هي في المتوسط لا تستثمر في الأصول غير الملموسة ، إن الاستثمار في

---

(\*) أستاذ مشارك/ قسم المحاسبة / جامعة القدس المفتوحة.

الأصول غير الملموسة والأداء المالي (مقاساً بنسبة التداول، و ROA، ومعدل دوران الأصول) والسياسة المالية (مقاسة بنسبة الدين الى حقوق الملكية، ونسبة توزيعات الأرباح ) تؤثر إيجاباً وبشكل جوهري على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. أوصت الدراسة بضرورة أن تقوم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بزيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة ولاسيما في تكنولوجيا المعلومات، والبحث والتطوير، وتدريب وتأهيل العاملين ، وذلك بهدف تدعيم المركز المالي، ومن ثم زيادة القيمة السوقية .

**الكلمات المفتاحية :** الأصول غير الملموسة ، الأداء المالي ، السياسة المالية ، قيمة المنشأة

### Abstract

The purpose of this study is to test the relationship between intangible assets, financial performance, and financial policy to the firm value . **The** study was applied on a sample of (34) Palestinian corporations listed at Palestinian Security Exchange during the period ( 2006-2014) . In order to achieve the study objectives, multiple regression analysis, and path analysis was used to ascertain the relationship between the study variables. **The results of the study showed** that, Palestinian corporate companies within industrial sector records in average the high amounts of investment in intangible assets, and the companies within investment sector in average don't invest in intangible assets. Intangible assets, corporate performance ( measured by current ratio, ROA, asset turnover), financial policy (measured by debt to equity ratio and dividend ratio) have positive significant effect on market value of Corporate Companies listed at Palestinian Security Exchange .

The study recommended that , Palestinian corporate companies must to increase investment in intangible assets, especially in the information technology, research and development, training and qualification of employee In order to strengthen the financial position and then increase the market value.

**Keywords:** Intangible assets, Financial Policy, Financial Performance, Firm value.

### ١. مقدمة

ما من شك في أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يلعب دوراً هاماً وملموساً في توليد الإيرادات لدى منشآت الأعمال التجارية، وقد أصبحت الأصول غير الملموسة تمثل أحد أهم الموارد الاقتصادية المتاحة لمنشآت الأعمال، والتي تساهم بشكل فعال في تحقيق التدفقات النقدية بما توفره لتلك المنشآت من ميزات تنافسية يصعب على الآخر تقليدها، لذلك فإن توفير المعلومات المتعلقة بها ضمن القوائم والتقارير المالية للمنشأة يعد من المعلومات الهامة والمؤثرة في قرارات مستخدمي القوائم المالية.

وفي ظل اقتصاد المعرفة، والتطور في تكنولوجيا المعلومات، وزيادة حدة المنافسة، أدى ذلك إلى زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة مثل البحث والتطوير، والتصميم، والعلامة التجارية، البرمجيات، ورأس المال الفكري. (Blaug and Lekhi , 2009)

وقد أصبح الاستثمار في الأصول غير الملموسة معياراً هاماً لقياس كفاءة المنشآت، ونمو وتطور تلك المنشآت، لذا نرى كثيراً من منشآت الأعمال توجه معظم استثماراتها نحو الأصول غير الملموسة، نظراً للعائدات الكبيرة التي تجنيها تلك الاستثمارات.

وقد ازدادت نسبة الأصول غير الملموسة بالنسبة إلى إجمالي الأصول بشكل مضطرب؛ إذ أصبحت تلك الأصول تمثل ما يزيد عن ٥٠% من قيمة المنشأة - وقد وصلت تلك النسبة إلى ٩٠%، حيث توصلت نتائج إحدى الدراسات إلى أن قيمة الأصول غير الملموسة في الميزانية لدى الشركات المدرجة في ستاندارد أند بورد ٥٠٠ ازدادت عن ٨٠%، وأن النسبة الكبيرة من الأصول غير الملموسة كانت تعود إلى براءة الاختراع في التكنولوجيا، مما أصبح لزاماً على المنشأة إظهار تلك الأصول غير الملموسة بقيمتها الحقيقية ضمن القوائم والتقارير المالية. (Junoid, 2004)

وعلى الرغم من التطور الحادث في الأصول غير الملموسة إلا أن الإجراءات المحاسبية لم تحذو هذا التطور، فلا زالت الإجراءات المحاسبية تحد من تسجيل الأصول غير الملموسة التي يتم تطويرها داخلياً، باستثناء أنها تسمح بذلك في حالة اندماج وتوحيد منشآت الأعمال حيث يسمح للشركة الدامجة بتسجيل كل الأصول غير الملموسة للشركة المدموجة بقيمتها العادلة. (Castro, and Benetti, 2013)

وقد قامت معايير المحاسبة الدولية من خلال المعيار المحاسبي الدولي رقم (٣٨) بوضع معيار للمحاسبة عن تلك الأصول غير الملموسة وكيفية الاعتراف بها والإفصاح عنها، إلا أنها لم تضع نموذجاً محدداً للمحاسبة عن الأصول غير الملموسة، بل إنها وضعت قيوداً على الاعتراف بتلك الأصول نظراً لطبيعتها. وقد قام الباحث بهذه الدراسة بهدف كشف مدى الاستثمار في الأصول غير الملموسة، ومن ثم بيان الأثر المتوقع للاستثمار في الأصول غير الملموسة معاً على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال في فلسطين.

## ١,١ مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

### السؤال الرئيس الأول:

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويمكن تجزأة السؤال الرئيس الأول إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة التداول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على العائد على الأصول (ROA) لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين .

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على معدل دوران الأصول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

### التساؤل الرئيس الثاني:

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على السياسة المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

ويمكن تجزأة السؤال الرئيس الثاني إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة الدين المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين .

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة توزيعات الأرباح المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين .

### التساؤل الرئيس الثالث:

- ما مدى تأثير الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية معاً على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

#### التساؤل الرئيس الرابع:

هل يختلف تأثير كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

#### ٢,١ أهمية الدراسة

تربط هذه الدراسة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة وأثره على كل من الأداء المالي والسياسة المالية، ومن ثم بيان أثر كل من الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية معاً على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية.

كما تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها:

١. تبحث في موضوع يربط بشكل مباشر أو غير مباشر بالمنافع والمزايا التي يمكن أن يوفرها الاستثمار في الأصول غير الملموسة من قبل منشآت الأعمال الفلسطينية، ولا سيما في ظل التطورات التقنية المتسارعة في بيئة الأعمال.

٢. حددت هذه الدراسة الآثار المترتبة على الاستثمار في الأصول غير الملموسة سواء كان ذلك على الأداء المالي أو السياسة المالية المتبعة أو القيمة السوقية، مما يتيح إمكانية الاسترشاد بها من قبل جميع منشآت الأعمال.

٣. إن نتائجها قد وضحت أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على العوائد العادية للشركات، مما يدعو بدوره متخذي القرارات الاستثمارية وإدارات الشركات الفلسطينية إلى الاهتمام بهذا الموضوع مما يحسن الأداء المالي لهذه الشركات، ومن ثم قدرتها التنافسية .
٤. تستمد الدراسة أهميتها أيضاً كونها الدراسة الأولى في فلسطين (على حد علم الباحث) التي تناقش أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية معاً، على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال وبالاعتماد على بيانات حقيقية منشورة في التقارير المالية الدورية.

### ٣,١ أهداف الدراسة

#### تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

١. اختبار العلاقة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية من جهة، والأداء المالي لهذه الشركات اعتماداً على المقاييس المحاسبية مثل: نسبة التداول، والعائد على الأصول، ومعدل دوران الأصول من جهة أخرى.
٢. اختبار العلاقة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية من جهة، والسياسة المالية للشركات ممثلة بسياسة الدين وسياسة توزيعات الأرباح المتبعة من جهة أخرى.

٣. اختبار العلاقة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية معاً على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

٤. إظهار إن كان أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية يختلف باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

٥. تقديم الاقتراحات المناسبة حول السياسة المثلى للاستثمار في الأصول غير الملموسة لدى الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين.

#### ٤,١ حدود الدراسة

١. **الحد الموضوعي:** اختبرت هذه الدراسة الأثر المتوقع للاستثمار في الأصول غير الملموسة، و الأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية .

٢. **الحد المكاني:** طبقت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين .

٣. **الحد الزمني:** تقوم الدراسة في البحث في الأداء المالي للشركات، ومن ثم فإنها استخدمت البيانات المالية المستخرجة من التقارير المالية المنشورة في الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٦ وحتى ٢٠١٤ م .

#### ٢. الإطار النظري

إن الهدف الأساسي من إعداد وعرض القوائم المالية هو بيان الأداء المالي لمنشآت الأعمال؛ إذ يتم من خلال تلك القوائم التعرف إلى الربحية والمركز المالي لتلك المنشآت بالإضافة إلى التدفق النقدي من مختلف الأنشطة التي تمارسها. (النجار، ٢٠١٥)، ومع ذلك يبقى هناك عنصر مهم من عناصر القوائم المالية وهو الأصول غير الملموسة التي لم يتم الإفصاح عنها بشكل ملائم ضمن تلك القوائم والتقارير المالية. (Omoye, 2013)

وقد أشارت كثير من الدراسات السابقة إلى أن السبب الناتج عن زيادة القيمة السوقية لاصافي الأصول عن قيمتها الدفترية يعود بالأساس إلى وجود أصول غير ملموسة لم يتم الإفصاح عنها داخل الميزانية العمومية. (Bukh *et al.*, 2005 ; Ragini 2012)، (Penman, Krstić and Đorđević, 2010)، (2009)، ومن ثم فإن مراعاة الدقة في تحديد إطار محاسبي متكامل للأصول غير الملموسة يشمل كيفية قياسها والإفصاح عنها يكفل تضيق نطاق الاجتهادات الشخصية، ويضع حدوداً واضحة للمجال الذي تستخدم فيه التقديرات، ويرسم إطاراً واضحاً يمكن الرجوع إليه كلما دعت الظروف إلى ذلك، كما أن تقديم مثل هذا الإطار يؤدي إلى تدعيم المعالجة المحاسبية للمشكلات المتشابهة بصورة متسقة، كما يكفل تحديد الوسائل اللازمة للتعرف إلى الموضوعات غير المتشابهة، وإفساح المجال لتقدير مدى صحة التقديرات المحاسبية، ومن ثم فإن وجود نظام مستمد من إطار فكري واضح المعالم يزيد من مستوى الثقة بالقوائم المالية .

## ١,٢ التعريف بالأصول غير الملموسة

تعرف الأصول غير الملموسة بأنها أصول ليس لها جوهر مادي ملموس وتستخدم في عمليات المنشأة لتحقيق وتوليد إيراداتها. (الظاهر وآخرون ، ٢٠٠٨) ، وتعد أيضاً أحد أهم الموارد الاقتصادية المتاحة للمنشأة، والتي تساهم بشكل فعال في تحقيق التدفقات النقدية بما توفره لمنشآت الأعمال من ميزات تنافسية يصعب على الآخرين تقليدها، لذلك فإن توفير المعلومات المتعلقة بها ضمن القوائم والتقارير المالية للمنشأة يعد من المعلومات المهمة والمؤثرة في أحكام وقرارات المستثمرين، لذا فإن عملية المحاسبة عن الأصول غير الملموسة تعتبر محققة لأهداف التقارير المالية، لأنها تؤدي لزيادة جودة المعلومات المنشورة. (طعيمة، ٢٠١٣)، وهناك من يعرف الأصول غير الملموسة بأنها مجموع قدرات العاملين وطرق العمل والعلاقات مع أصحاب المصالح. (Edvinsson & Molone, 1997)

وتعرف الأصول غير الملموسة بأنها أصول غير نقدية قابلة للتحديد، وليس لها وجود مادي ويتوقع أن تتدفق منها منافع اقتصادية مستقبلية (المجمع العربي للمحاسبين القانونيين)، وعرفت أيضاً بأنها أصول غير مادية تتمتع بالحماية القانونية والاعتراف المالي والمحاسبي لتحقيق مزايا تنافسية. (Kieso et al , 2013)

ومن أهم خصائص الأصول غير الملموسة هو عدم التأكد من المنافع المحتمل الحصول عليها من استخدام هذه الأصول بسبب صعوبة التنبؤ بالعمر الإنتاجي، نظراً لعدم وجود عمر مادي للأصل من ناحية وصعوبة التنبؤ بالفترة التي يمكن أن يحقق فيها الأصل منافع للمنشأة، بالإضافة لتعرض قيمة هذه الأصول لدرجة كبيرة من التقلبات، وعدم وجود قيمة سوقية لبعض هذه الأصول لاقتصار منافعها على منشأة بعينها دون غيرها من المنشآت. (خليفة، ٢٠٠٩)

وقد ازداد التوجه مؤخراً تجاه اقتصاد المعرفة؛ إذ تم تدعيم هذا التوجه من خلال زيادة الاستثمار في برامج البحث والتطوير، والبرامج التدريبية للعاملين، والبرمجيات التقنية، وخدمات ما بعد البيع للعملاء... الخ وجميعها نفقات تحمل منافع مستقبلية ومن ثم هي أصول غير ملموسة. (Blaug , & Lekhi, 2009)

ويمكن تقسيم الأصول غير الملموسة إلى أصول غير ملموسة قابلة للتمييز بشكل مستقل وأخرى غير قابلة للتمييز بشكل مستقل، فالمجموعة الأولى تشمل براءة الاختراع ومصاريف التأسيس وحقوق الطبع والعلامة التجارية المسجلة والإيجارات التمويلية والتراخيص، أما النوع الآخر فيتمثل في الأصول غير الملموسة المكونة داخلياً. (التميمي، والسعد، ٢٠١٢) ويقسم بعضهم الأصول غير الملموسة إلى أصول تنشأ من الآخر وتشتري من الوحدة الاقتصادية مثل حقوق الاختراع والملكية الفكرية والعلامة التجارية، وأصول تنشأ ذاتياً مثل مصاريف التأسيس والبحث والتطوير وغيرها. (حامد، ٢٠٠٦)، وهناك من يقسمها إلى أصول غير ملموسة ذات حياة إنتاجية محدودة، وأصول غير ملموسة ذات حياة إنتاجية غير محدودة. (الطرايسي، ٢٠١٤)

ويعد رأس المال الفكري عنصراً أساسياً من عناصر الأصول غير الملموسة، ويتكون رأس المال الفكري من ثلاثة أنواع، يتمثل النوع الأول في رأس المال البشري، والذي يعبر عنه بالمعرفة، والمهارات، والخبرات، ورضاء العاملين، والتعليم، والتدريب، وهو ما لا يمكن إثباته بالقوائم المالية وفقاً لمعايير المحاسبة. أما النوع الثاني فهو عبارة عن رأس المال التسويقي والذي يتمثل في رضا العميل، والقنوات التسويقية والحصة السوقية، وهو أيضاً لا يظهر في القوائم المالية، في حين يتمثل النوع الثالث في رأس المال التنظيمي، ويشمل براءة

الاختراع، والبحث والتطوير والحقوق الفكرية والعلامات التجارية وقاعدة البيانات، وهذا النوع يمكن إثباته في القوائم المالية. (خليفة ، ٢٠٠٩)

ومن جانب آخر فقد صنف (Hunter, 2005 ؛ Corrado et al.) 2005 الاستثمار في الأصول غير الملموسة إلى ثلاث مجموعات :

١. تكنولوجيا المعلومات.
٢. البحث والتطوير والابتكار.
٣. تدريب وتأهيل العاملين.

والجدول رقم (١) يوضح عناصر كل مجموعة من مجموعات الأصول غير الملموسة

## جدول رقم (١)

## الأصول غير الملموسة

المعالجة المحاسبية	عناصر الأصول غير الملموسة	مجموعة الأصول غير الملموسة
يتم معالجتها كاستثمارات	١- برمجيات الحاسوب ٢- قواعد البيانات.	تكنولوجيا المعلومات
فقط البند رقم (٢)، والبند رقم (٣) تعالج	١- البحوث والتطوير العلمية. ٢- التنقيب عن المعادن. ٣- حقوق الطبع والنشر ورسوم الترخيص.	البحث والتطوير والابتكار

كاستثمارات	٤- تكاليف إنتاج منتجات جديدة في القطاع المالي. ٥- التصاميم الهندسية الجديدة. ٦- البحث والتطوير في مجال العلوم الإنسانية والاجتماعية.	
جميعها لا تعالج ضمن الاستثمارات	١- لعلام التجارية. ٢- رأس المال الفكري. ٣- الهيكل التنظيمي.	تدريب وتأهيل العاملين

المصدر: (Blaug , & Lekhi, 2009)

يتضح من الجدول أعلاه أن تكاليف تدريب وتأهيل العاملين، وجزءاً كبيراً من عناصر البحث والتطوير والابتكار لا يتم معالجتها بوصفها استثمارات ومن ثم لا تظهر ضمن أصول المشروع، وهذا يؤدي إلى أن تكون صافي قيمة الأصول الحقيقية أكبر من قيمتها الدفترية الظاهرة في الميزانية.

وقد حدد معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٨ مجموعة من الشروط حتى يتم الاعتراف محاسبياً بالأصول غير الملموسة منها قابلية الأصل غير الملموس للتحديد والتمييز، والسيطرة من قبل المنشأة على الأصل، والمنفعة الاقتصادية المتوقعة الحصول عليها من الأصل. (International Accounting Standards Board, 2010)، وقد

حدد معيار المحاسبة الدولي رقم (٣٨) بعض نماذج الأصول غير الملموسة في التالي: أسماء العلامة وعناوين الصحف وعناوين النشر وبرنامج الحاسب الآلي والتراخيص والامتيازات وحقوق التأليف والنشر، وبراءات الاختراع، وحقوق الملكية الصناعية، وحقوق الخدمة والتشغيل والوصفات، والصيغ، والنماذج،

والتصاميم، والنماذج الأولية و الأصول غير الملموسة تحت التطوير. (IAS.38, ) (2012)

في المقابل فقد حدد مجلس معايير المحاسبة المالية FASB تصنيفاً للأصول غير الملموسة أكثر تحديداً واتساقاً مع التقارير المالية يتكون من سبع مجموعات هي: الأصول على أساس التكنولوجيا، والأصول على أساس العميل، والأصول على أساس السوق، والأصول على أساس قوة العميل، والأصول على أساس التعاقد، والأصول على أساس التنظيم والأصول على أساس العقود القانونية. (محمد، ٢٠٠٦،

#### ٢,٢ الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية للمنشأة

إن أنصار فكرة رسملة الأصول غير الملموسة يدعون بأن المكاسب الناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم هي بسبب رسملة الأصول غير الملموسة، وأن ارتفاع مستوى عدم التأكد في العوائد المستقبلية يعود بالأساس إلى أخطاء الإدارة في تحديد قيمة الأصول المرسملة. فقد توصلت نتائج عدد من الدراسات السابقة (Fathi et al, 2013)، (Gamayuniand,2015) إلى وجود علاقة إيجابية مهمة بين نفقات البحث والتطوير والقيمة السوقية للمنشأة، وكذلك فقد أثبتت دراسة (Lantz, et al, 2005) بوجود أثر إيجابي لنفقات البحث والتطوير على قيمة المنشأة السوقية. ووفقاً لـ (Ni and I Putu ٢٠٠٥) فإن كلاً من الأصول الملموسة والأصول غير الملموسة معاً تحدد القيمة السوقية، وتؤثر على الأداء المالي للمنشأة، وهذا تم تعزيزه من قبل (Mark and Pamela. 1993) و هما اللذان أثبتا أن الأصول غير الملموسة تؤثر إيجاباً على القيمة السوقية للمنشأة مقاسة بـ Tobin . Q

في المقابل فإن (Kent and Titman, 2005) توصل إلى أن عوائد الأسهم المستقبلية ترتبط بعلاقة عكسية بالعوائد غير الملموسة، والتي تشير إلى التغير في قيمة الأصول غير الملموسة، والتي عادة ما تكون أكثر تقلباً من التقلبات الحادثة في الأصول الملموسة، وأن التقلبات الحادثة في الأصول غير الملموسة تتسبب في وجود فروقات بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية لصافي أصول المشروع. (Garger, 2010)

ويؤثر الإنفاق على البحث والتطوير على القيمة السوقية للمنشأة، وكذلك يؤثر على الأداء المالي، وينعكس ذلك على عوائد وأرباح المنشأة. (Lantz, et al, 2005). ووفقاً لمعيار المحاسبة الدولي رقم ٣٨ فإن الإنفاق على البحث والتطوير لدى منشآت الأعمال يمكن أن يعالج بوصفه مصروفاً ويمكن معالجته كأصل، ومن ثم فإن طريقة المعالجة سوف يكون لها أثر على الأداء المالي، ولكن يصعب تقدير الأثر المالي بسبب تلك النفقات التي تزيد من عدم تماثل المعلومات ما بين الملاك والإدارة.

### ٣,٢ الأصول غير الملموسة والسياسة المالية

هناك بعض الخصائص والمزايا للأصول غير الملموسة تجعلها ذات طبيعة خاصة، وقد حدد (Austin, 2007) أن الأصول غير الملموسة لها خمسة خصائص هي: ١. طويلة الأجل، ٢. لا يمكن التنبؤ بنتائج الاستثمار بها ٣. ذات مخاطر إفلاس مرتفعة، ٤. كثيفة العمالة، ٥. الخصوصية. وتعد تلك الخصائص ذات أثر على السياسة المالية لمنشآت الأعمال.

ويعد الاستثمار في الأصول غير الملموسة من العوامل التي لها تأثير ملموس على سياسة المديونية وسياسة توزيع الأرباح المتبعة لدى منشآت الأعمال. فوفقاً لنظرية

الوكالة فإن السياسة المالية تتحدد بناء على تكاليف الوكالة، وبالاستناد إلى خصائص الأصول غير الملموسة، فإن تكاليف الوكالة يتوقع أن تكون مرتفعة لدى منشآت الأعمال التي تمثل الأصول غير الملموسة نسبة كبيرة من إجمالي أصولها، ومن ثم فإن تلك الأصول غير الملموسة سوف تزيد من تكاليف الوكالة بالنسبة لحملة الأسهم (بسبب زيادة الأنشطة ذات الطابع الخفي) وكذلك ارتفاع تكاليف الوكالة بالنسبة لحملة السندات، ومن ثم فإن الاستثمار في الأصول غير الملموسة سوف يؤثر على السياسة المالية لمنشآت الأعمال.

وقد قدم (Mayers, 1982) في نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل أن المنشآت تفضل التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) أولاً، ومن ثم التمويل الخارجي (الديون وإصدار السندات)، قبل التوجه للتمويل بإصدار الأسهم الذي يأتي بعد التمويل الخارجي بالديون. ويترتب على ذلك أن الشركات التي تستثمر في الأصول غير الملموسة سوف تؤدي إلى زيادة نسبة المديونية والرفع المالي، هذا بالإضافة إلى ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات. (النجار، ٢٠١٣)

وبالاستناد إلى نظرية الوكالة فإن السياسة التمويلية لمنشآت الأعمال تتأثر بتكاليف الوكالة، ومن ثم فإن المنشآت التي تستثمر في الأصول غير الملموسة سوف يكون لها أثر على سياسة المديونية، ومن ثم فإن إدارة تلك المنشآت يمكن لها السيطرة على تكاليف الوكالة من خلال تخفيض مخاطر الديون. (Rindu Rika, 2015)

وفيما يتعلق بأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة بسياسة توزيع الأرباح المتبعة لدى منشآت الأعمال فهناك عدد من الدراسات التي ناقشت ذلك، فقد أشارت نتائج دراسة، (Alves & Martins 2014) أن الشركات التي تستثمر

بشكل كبير في الأصول غير الملموسة يجب عليها أن تزيد من توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين، وذلك بهدف إرسال إشارات إيجابية للمساهمين. ووفقاً لنظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل، فإن الأرباح المحتجزة تعد أقل مصادر التمويل تكلفة، ومن ثم فإن الأرباح المحتجزة تستخدم لتمويل تكلفة الاستثمار في الأصول غير الملموسة وليس لتوزيع الأرباح، ومن ثم فإن هذا السلوك سوف يؤثر سلباً على سياسة توزيع الأرباح. ( Jensen and Meckling ,1976)

#### ٢, ٤ السياسة المالية وأثرها على قيمة المنشأة

إن الهدف الأساسي للسياسة المالية داخل أية منشأة هو زيادة القيمة السوقية للمنشأة وزيادة حصة الملاك، ويتم ذلك من خلال اتخاذ القرارات التمويلية، والقرارات المتعلقة بالسياسة الاستثمارية، والقرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وتعد هذه القرارات من القرارات التي تؤثر على قيمة المنشأة. من جانب آخر، فعند العمل على زيادة قيمة المنشأة سوف يزداد معها تضارب المصالح بين المديرين وحملة الأسهم وهو ما يعرف بمشكلة الوكالة، وقد حدد (Jensen, M. C, 1986) أن التضارب في المصالح بين حملة السندات وحملة الأسهم يعود أيضاً لمشكلة الوكالة، ويترتب على هذا التضارب أنه يؤثر على تصحيح أسعار الأسهم، وتراجع في قيمة المنشأة. Jensen and Meckling (,1976)

#### ٢, ٥ سياسة المديونية وقيمة المنشأة

إن اتخاذ القرار التمويلي من خلال اللجوء للاقتراض يتم على أساس الموازنة بين تكلفة الدين، والعوائد التي يمكن أن تعود على المشروع من خلال استثمار الأموال المقترضة (Haruman , 2007)

وقد قدم (Mayers , 1984) في نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل The Pecking Order Theory وقد جاء الرفع المالي والتمويل بالدين في المرحلة الثانية بعد التمويل بالاحتياطات والأرباح المحتجزة.

وقد أجريت عدد من الدراسات لاحقاً لما قدمته دراسات ميلر ومدجلياني، وغالبية هذه الدراسات توصلت إلى نتيجة مهمة وهي أن التوصل إلى هيكل رأس مال مثالي للمشروع يقوم على أساس الموازنة بين المنافع والتكاليف عند اتخاذ القرار المتعلق باستخدام الرفع المالي في التمويل، حيث تتمثل منافع الرفع المالي في الميزة الضريبية للاقتراض والتي تقوم على أساس أن جميع الفوائد والعمولات المدفوعة على القروض المستخدمة في التمويل تعتمد كنفقة ضريبية تخصم قبل التوصل للربح الخاضع للضريبة، ومن ثم تخفيض مبلغ الضريبة المستحقة. (Jensen, M, and W Meckling , 1976)، (Akhtar, et al. , 2012)

### ٣. الدراسات السابقة

بمراجعة الباحث لأدبيات الدراسة تبين وجود شح في الدراسات- حسب علم الباحث- والتي تناولت أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة سواء على الأداء المالي أو على القيمة السوقية وذلك .

فيما يخص الأثر المتوقع للاستثمار في الأصول غير الملموسة فقد قام (Hanran Li 2014) بدراسة هدفت لبحث العلاقة بين الأصول غير الملموسة والأداء المالي لشركات تكنولوجيا المعلومات المدرجة في بورصة هونكونج خلال الفترة

الممتدة من ٢٠٠٨-٢٠١٢م ، وقد توصلت نتائج الدراسة أن كلاً من نفقات البحث والتطوير ونفقات تدريب العاملين ترتبط بعلاقة إيجابية مع العائد على الأصول. وكذلك توصلت دراسة (Kothari, Laguerre, and Leone 2002) لوجود علاقة طردية بين الاستثمار في البحث والتطوير والعوائد المستقبلية لدى منشآت الأعمال ، وفي السياق نفسه توصلت دراسة (Mairesse and Mohnen, 2004) أن الاستثمار في البحث والتطوير يرتبط بعلاقة إيجابية بجميع طرق وبدائل الابتكارات داخل منشآت الأعمال مثل براءة الاختراع. وأن الاستثمار في الأصول غير الملموسة ولاسيما البحث والتطوير تعد واحدة من العوامل التي تتسبب في نجاح المنتجات الجديدة . وقد توصلت دراسة (التميمي والسعد، ٢٠١٣) إلى أن عدم رسملة نفقات البحث والتطوير بشكل عام يؤدي إلى عزوف الإدارة عن الإنفاق في هذا المجال، وذلك تحسباً لمنع إضافة أعباء إضافية جديدة على الدخل، مما ينعكس سلباً على مستوى الأرباح التي يمكن أن تحققها تلك الوحدات في سنة الأنفاق، ومن ثم احتمالية انخفاض مستوى المكافآت التي ترتبط دائماً بمستوى الأرباح.

وبهدف اختبار العلاقة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والرفع المالي قام (Steven C., etal, 2016) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية قوية بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والرفع المالي.

وقد قام (Nien, 2013) بدراسة أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية من منظور التحفظ المحاسبي، وقد توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة ذات علاقة إيجابية بالقيمة الدفترية للأصول التشغيلية وسياسة توزيعات الأرباح، وأن الشركات التي

كان لديها نسبة استثمار أكبر في الأصول غير الملموسة، كان لديها القيمة السوقية لصافي الأصول أكبر من القيمة الدفترية ، وأن هناك ارتباطاً إيجابياً بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية . وفي السياق نفسه توصلت دراسة (Jones, 2011) إلى وجود علاقة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية للأسهم وعوائد الأسهم، ولكن الخطأ في تحديد قيمة النفقات الرأسمالية المتعلقة بالأصول غير الملموسة يزيد من صعوبة التحقق بشكل حيادي من قيمة المنشأة . وكذلك فقد فإن دراسة (على، ٢٠١٢) ركزت على دراسة أثر رأس المال الفكري على قيمة المنشأة، حيث توصلت إلى أن تقييم وقياس والإفصاح عن رأس المال الفكري يزيد الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لقطاع المصارف السودانية، وأن عدم تقييم وقياس الأصول الفكرية والمعرفية غير الملموسة يضعف الدور الاستراتيجي في تحديد المركز التنافسي. وفي المجال نفسه قام كل من (البشتاوي وبني طه، ٢٠١٤) بدراسة بهدف تحديد أثر رأس المال الفكري على تحسين ربحية شركات الصناعات الدوائية الأردنية، وتوصلت الدراسة إلى أن لرأس المال الفكري ومكوناته الثلاثة الرئيسية (البشري والهيكلية والزبائن) دوراً كبيراً وفعالاً في تحسين ربحية شركات الصناعات الدوائية الأردنية.

ومن جانب آخر فقد قامت دراسة (Castro and Benetti, 2013) بتحليل العلاقة بين القيمة السوقية للمنشأة والأصول غير الملموسة التي لم يتم تسجيلها، وقد تم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة البرازيل، وقد توصلت الدراسة إلى أن قيمة معامل بيتا المتعلق بالعائد على الأصول غير الملموسة سالبة، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية بين القيمة السوقية لمنشآت

الأعمال وعدم تسجيل الأصول غير الملموسة، وهذا أدى إلى وجود فجوة بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية.

و قام كل من (Salamudin et al, 2010) بدراسة العلاقة بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية، وذلك من خلال تطبيق الانحدار المتعدد باعتبار أن القيمة السوقية و صافي قيمة الأصول ونسبة صافي الربح هي متغيرات تابعة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الأصول غير الملموسة من العوامل الهامة المؤثرة على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال .

وقد قام (الفيومي، ٢٠١٠) بدراسة أثر الأصول غير الملموسة في تحقيق الميزة التنافسية لمنشآت الأعمال في ظل تبني معايير الجودة الشاملة، وقد طبقت الدراسة على الجامعات الأردنية الرسمية والخاصة، و توصلت الدراسة إلى وجود أثر للأصول غير الملموسة المتضمنة رأس المال البشري، ورأس المال التنظيمي، ورأس المال المعلوماتي في تحقيق التميز في ظل تبني معايير الجودة الشاملة.

وحول الإفصاح عن الأصول غير الملموسة فقد اختبرت دراسة (Russell, 2014) العلاقة بين الاعتراف بالأصول غير الملموسة، وإدارة الأرباح والتسبب في الأزمات المالية، وكذلك اختبرت العلاقة بين الاعتراف بالأصول غير الملموسة- المتمثلة في الشهرة، والبحث والتطوير، التنقيب والتقييم، والأصول غير الملموسة المنتجة داخلياً- بالأداء المالي لمنشآت الأعمال، وتوصلت الدراسة إلى أن البحث والتقييم والشهرة ترتبط بشكل جوهري بالأداء المالي أكثر من الأصول غير المالية المنتجة داخلياً والبحث والتطوير. وفي دراسة قام بها كل من ( Hùegh-Krohn and Knivsfl, 2000 ) توصلت إلى أن تطوير محاسبة الأصول غير الملموسة هي واحدة من الأمور التي ستواجه الإقرار

والإبلاغ المالي، وأن عملية رسملة التكاليف والمصاريف المتعلقة بشراء أو استحداث الأصول غير الملموسة سوف تزيد من قيمة المعلومات المعروضة في القوائم المالية. وفي السياق نفسه قام (سعد الدين، ٢٠١٢) ببحث أثر الإفصاح عن الأصول غير الملموسة على بيانات القوائم المالية في المصارف السودانية، وتوصلت الدراسة إلى أن نظام رسملة الأصول غير الملموسة يحقق أعلى درجات المصدقية والشفافية مما يساعد متخذي القرارات في التعرف إلى حقيقة المركز المالي بشكل دقيق .

وفي دراسة لـ(عبد القيوم، ٢٠١٠) والتي تناولت تقويم طرق القياس والإفصاح المحاسبي عن الأصول غير الملموسة في المنشآت التجارية بالتطبيق على عينة من المصارف السودانية. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها، عدم الثبات في استخدام طرق القياس والإفصاح عن الأصول غير الملموسة يجعل القوائم المالية مصدر شك من قبل مستخدمي القوائم المالية، وأن معايير المحاسبة الدولية والمحلية خالية من عرض نموذج مُحدد يسترشد به المحاسبون في مجال قياس الأصول غير الملموسة والتقرير عنها، ومن ثم فتحت المعايير المجال لاجتهاد الباحثين في مجال البحث عن أنسب النماذج التي يُمكن من خلالها إجراء عملية القياس. وقد قام (Alade Sule Omoye, 2013) بدراسة العوامل التي تؤثر في قيام الشركات بالإفصاح عن الأصول غير الملموسة في تقاريرها المالية، وقد طبقت الدراسة على ٦٥ شركة من الشركات النيجيرية خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٦-٢٠١٠م. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن الإفصاح عن معلومات متعلقة بالأصول غير الملموسة ذو علاقة ارتباط ضعيفة مع طبيعة القطاع التي تنتمي إليه منشآت الأعمال، ولكن أظهرت هذه الدراسة علاقة ارتباط بين الإفصاح عن الأصول غير

الملموسة ووجود فروع واستثمارات أجنبية، بالإضافة لحجم مكتب تدقيق الحسابات.

وقد اقترح (طعيمة ، ٢٠١٣) نموذجاً للإفصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة يعتمد على سلسلة القيمة بالتكامل مع خريطة أو مؤشر خلق القيمة مع اختيار العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح الاختياري، وقد طبقت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة المصرية، المدرجة في البورصة المصرية والتي تتميز باستثمارها الكثيف في الأصول غير الملموسة، وتوصلت الدراسة إلى أن من العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة هي حجم الشركة، نوع الصناعة، عمر الشركة، تركيز الملكية، حوكمة الشركات، معدل السعر/ القيمة الدفترية، والتسجيل في بورصة أجنبية، وأنه توجد علاقة بين هذه العوامل ومستوى الإفصاح الاختياري فيما عدا تركيز الملكية توجد علاقة سلبية. وفي السياق نفسه قام (أحمد، ٢٠٠٦) بتقديم إطار للمحاسبة عن الأصول غير الملموسة يتلافى أوجه القصور والانتقادات السابقة، وذلك من أجل زيادة فعالية التقارير المالية، وقد طبقت الدراسة على الشركات المصرية التي تعمل في القطاعات كثيفة المعرفة، وتوصلت الدراسة إلى ضعف مستوى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بعناصر الأصول غير الملموسة، وأنه لا يتم الإفصاح لما تمتلكه منشآت الأعمال من أصول غير ملموسة مطورة داخلياً في صلب القوائم المالية.

#### ما يميز دراسة الباحث

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها تتناول الأثر المتوقع للاستثمار في الأصول غير الملموسة على كل من الأداء المالي والسياسة المالية، ومن ثم بيان أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية معاً على

القيمة السوقية لمنشآت الأعمال، وتعد هذه الدراسة هي الأولى في فلسطين على حد علم الباحث، لذلك يتوقع أن يستفيد من نتائجها طوائف متعددة وفي مقدمتها الإدارة ومتخذو القرارات الاستثمارية.

#### ٤- منهجية وفرضيات الدراسة

##### ٤- ١ منهجية الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة، ولتحقيق أهداف الدراسة، استخدم الباحث منهجية متعارف عليها تقوم على الوصف، ومن ثم اختبار البيانات الحقيقية المنشورة من قبل الشركات؛ إذ اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الذي يقوم على وصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز، ويتم ذلك من خلال القيام بالمسح الشامل، الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة، لتفسيرها والوقوف على دلالاتها، كما تم اعتماد المنهج التاريخي في استعراض الدراسات السابقة، أما طبيعة الدراسة فهي دراسة تطبيقية.

#### - وسائل جمع البيانات

قام الباحث بجمع البيانات اللازمة للدراسة من واقع سجلات بورصة فلسطين، وبمراجعة البيانات المالية الخاصة بالشركات ضمن عينة الدراسة، ومن واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل هذه الشركات خلال الفترة من ٢٠٠٦م وحتى ٢٠١٤م.

#### ٤- ٢ فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضيات التالية :

### الفرضية الرئيسية الأولى

**H0.1-** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

وتم صياغة الفرضيات الفرعية التالية بناء على الفرضية الرئيسية الأولى :

١- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة التداول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

٢- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على العائد على الأصول (ROA) لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

٣- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على معدل دوران الأصول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

### الفرضية الرئيسية الثانية

**H0.2-** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على السياسة المالية المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة

فلسطين .

وتم صياغة الفرضيات الفرعية التالية بناء على الفرضية الرئيسية الثانية :

١- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة الدين المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

٢- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة توزيعات الأرباح المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

## الفرضية الرئيسية الثالثة

H0.3- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q.

## الفرضية الرئيسية الرابعة

H0.4- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة و الأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية تعزى إلى القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

## ٣,٤ متغيرات الدراسة وتحليلها

## جدول رقم ( ٢ ) متغيرات الدراسة وطريقة احتسابه

المتغير	تعريفه	طريقة احتسابه
المتغير المستقل (X)	الاستثمار في الأصول غير الملموسة	= القيمة السوقية لحقوق الملكية - القيمة الدفترية لحقوق الملكية
(Y1)	العائد على الأصول (ROA)	= صافي الربح بعد الضريبة ÷ إجمالي الأصول
(Y2)	معدل دوران الأصول	= صافي المبيعات ÷ إجمالي الأصول
(Y3)	نسبة التداول	= الأصول المتداولة ÷ الالتزامات قصيرة الأجل

(Y4)	نسبة الدين إلى حقوق الملكية	= إجمالي الالتزامات ÷ حقوق الملكية
(Y5)	نسبة توزيعات الأرباح	= توزيعات السهم الواحد ÷ عائد السهم الأساسي
Z	Tobin's q	= القيمة السوقية للشركة ÷ القيمة الدفترية لحقوق الملكية

وبناء على فرضيات الدراسة يمكن للباحث صياغة النماذج التالية :

**H1:**

$$CR = a + b_1 IA + e_2 \dots \dots \dots (1)$$

$$ROA = a + b_2 IA + e_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$AsT = a + b_3 IA + e_3 \dots \dots \dots (3)$$

**H2:**

$$DER = a + b_4 IA + e_4 \dots \dots \dots (4)$$

$$DPR = a + b_5 IA + e_5 \dots \dots \dots (5)$$

$$H3 : FV = a + b_6 IA + b_7 DPR + b_8 DER + b_9 CR + b_{10}$$

$$ROA + b_{11} AsT + e_6 \dots \dots \dots (6)$$

حيث إن:

FV : القيمة السوقية للشركة وفقاً لنموذج Tobin's q

IA : الاستثمار في الأصول غير الملموسة

DER : نسبة الديون إلى حقوق الملكية

DPR : نسبة توزيعات الأرباح

CR : نسبة التداول

ROA : العائد على الأصول

AST : معدل دوران الأصول

٥- الدراسة التطبيقية

٥-١ مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المسجلة في بورصة فلسطين حتى نهاية العام ٢٠١٤م، وذلك وفقاً لسجلات بورصة فلسطين والجدول رقم (٣) يوضح مفردات مجتمع الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية.

جدول رقم (٣) : توزيع مفردات مجتمع الدراسة على حسب القطاعات الاقتصادية

النسبة	العدد	القطاع
١٦,٣%	٨	البنوك والخدمات المالية
٢٦,٥%	١٣	الصناعة
١٤,٣%	٧	التأمين
١٨,٤%	٩	الاستثمار
٢٤,٥%	١٢	الخدمات
١٠٠%	٤٩	المجموع

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات التداول

المنشورة من قبل بورصة فلسطين حتى نهاية العام ٢٠١٤.

عينة الدراسة

قام الباحث باختيار عينة الدراسة من الشركات التي نشرت تقاريرها المالية حسب الأصول ولمدة تسع سنوات على الأقل خلال الفترة من ٢٠٠٦ ولغاية ٢٠١٤م، وبعد استيفاء الشروط التالية:

١. توفر بياناتها المالية مدققة ومنشورة طيلة فترة الدراسة من سنة ٢٠٠٦ ولغاية ٢٠١٤م.
٢. لم تشارك في أي اندماج مع شركة أخرى طيلة فترة الدراسة.
٣. مدرجة في التداول طيلة فترة الدراسة.
٤. توفر أسعار إغلاق أسهمها في نهاية كل عام من مدة الدراسة.
٥. عدم تعرض أسهمها للإيقاف عن التداول.

## 2.5 عينة الدراسة

تم إجراء الدراسة على عينة تتكون من (٣٤) شركة. والجدول الآتي رقم (٤) يبين توزيع عينة الدراسة على القطاعات الاقتصادية.

جدول رقم (٤). توزيع مفردات عينة الدراسة

النسبة	العدد	القطاع
٢٠,٦%	٧	البنوك والخدمات المالية
٣٢,٤%	١١	الصناعة
٨,٨%	٣	التأمين
١٧,٦%	٦	الاستثمار
٢٠,٦%	٧	الخدمات
١٠٠%	٣٤	المجموع

## فترة الدراسة

غطت الدراسة الفترة الواقعة بين العام ٢٠٠٦م وحتى العام ٢٠١٤م ، وقد تم اختيار هذه الفترة لتوفر بيانات منشورة لدى معظم مفردات مجتمع الدراسة خلال هذه الفترة.

## أداة الدراسة

استخدم الباحث بيانات القوائم المالية المنشورة من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٦م وحتى ٢٠١٤م، وقد تم تشغيل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام البرنامج الإحصائي المعروف (SPSS. V20).

## ٣,٥ الاختبارات التمهيدية

قبل البدء باختبار صحة الفرضيات لابد من التحقق من صحة البيانات، وذلك من خلال مجموعة من الاختبارات:

### ١,٣,٥- اختبار التوزيع الطبيعي:

تم استخدام اختبار كولمغروف- سمرنوف، لمعرفة إن كانت البيانات التي تم الحصول عليها من التقارير المالية المنشورة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، وذلك لتحديد الاختبارات المناسبة لكل حالة (اختبارات معلمية - اختبارات لا معلمية). وقد أوضحت نتائج الاختبار أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ٠,٠٥ مما يعني عدم

اقتربها من التوزيع الطبيعي ، وبما أن حجم العينة كبير نسبياً، فإن عدم التوزيع الطبيعي لن يؤثر على صحة نموذج الدراسة. والجدول رقم (٥) يوضح ملخص نتائج اختبار التوزيع.

### جدول رقم (٥)

#### اختبار كولمغروف - سمرنوف لمعرفة توزيع البيانات

نسبة التداول	توزيعات الأرباح	نسبة المديونية	القيمة السوقية	معدل دوران الأصول	العائد على الأصول	الأصول غير الملموسة	
306	306	306	306	306	306	306	<b>N</b>
5.616	7.122	4.518	7.597	3.282	3.120	7.834	<b>Kolmogorov - Smirnov Z</b>
0.00	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	<b>Sig.</b>

#### ٢,٣,٥- اختبار الارتباط الذاتي

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج إذا كانت المشاهدات المتجاورة مترابطة، مما سيؤثر على صحة النموذج، إذ سيكون أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، وللتحقق من ذلك تم استخدام اختبار (Durbin Watson DW)، وتفسر نتيجة هذا الاختبار إذا كانت قريبة من الصفر إلى وجود ارتباط موجب قوي بين البواقي المتعاقبة، أما النتيجة القريبة من (٢) فتشير إلى وجود ارتباط سالب قوي، والنتيجة المثلى فهي تتراوح بين (١,٥) - (٢,٥) (بشير، ٢٠٠٣). ويتضح من الجدول رقم (٦) أن قيمة (DW) لنموذج

الدراسة هي ( 1.784 ) وهي نتيجة مثلى، وتدل على خلو نموذج الدراسة من الارتباط الذاتي.

### جدول رقم ( ٦ )

#### اختبار الارتباط الذاتي

Durbin-Watson	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
1.784	0.071	0.357	0.367	0.606	1

#### ٣,٣,٥ وصف متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم ( ٧ ) أدناه المتوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري، وأعلى قيمة وأقل قيمة وموزعة على كافة متغيرات الدراسة .

### جدول رقم (٧)

#### الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Maximum	Minimum	Standard Deviation	Median	Mean	المتغير
3953960613.0	- 189574000.0	233912962.4	- 414119.8	24378937.8	الأصول غير الملموسة .
82.704	0.156	10.358	1.719	5.088	نسبة التداول
0.951	-0.323	0.095	0.022	0.035	العائد على الاصول
2.166	-0.100	0.383	0.248	0.338	معدل دوران

الأصول					
Tobins q	1.793	0.946	9.380	0.231	163.853
نسبة المديونية الى حقوق الملكية	1.708	0.535	2.439	0.005	13.788
نسبة توزيعات الأرباح	0.530	0.000	2.297	-1.743	36.560

ويوضح الجدول رقم ( ٨ ) أدناه الوسط الحسابي لعينة الدراسة على مستوى القطاعات الاقتصادية ومن ثم الوسط الحسابي الإجمالي خلال فترة الدراسة حيث نلاحظ ما يلي:

جدول رقم ( ٨ ) الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة

المتغير	قطاع الخدمات	القطاع الصناعي	قطاع البنوك	قطاع التأمين	قطاع الاستثمار	إجمالي عدد	الوسط الحسابي العام
---------	--------------	----------------	-------------	--------------	----------------	------------	---------------------

	المشاهدات						
24378938	306	- 14497089	10293853	15618357	90056801	72085942	قيمة الأصول غير الملموسة بالدينار الأردني
5.09	306.	12.94	0.77	3.59	2.57	1.30	نسبة التداول
0.04	306.	0.01	0.02	0.01	0.06	0.07	العائد على الأصول
0.34	306.	0.12	0.11	0.04	0.31	0.29	معدل دوران الأصول
1.71	306	0.18	0.47	5.67	0.30	0.47	نسبة المديونية الى حقوق الملكية
0.53	306.00	0.21	2.77	0.15	0.83	0.28	نسبة توزيعات الأرباح
1.79	306.00	0.92	1.10	1.16	4.25	0.33	Tobins q

يتضح من الجدول رقم ( ٨ ) أعلاه أن قيمة متوسط متغيرات الدراسة تختلف باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويحقق القطاع الصناعي أعلى قيمة للاستثمار في الأصول غير الملموسة، حيث تجاوز متوسط الاستثمار في الأصول غير الملموسة لدى الشركات داخل هذا القطاع ٩٠ مليون دينار أردني ، وقد حققت الشركات ضمن هذا القطاع متوسطاً عائداً على الأصول ٦% ومتوسط نسبة المديونية ٣٠،٠، وقيمة Tobins q لهذا القطاع ٤,٢٥ وهو ما يعني أن الشركة في المتوسط قد ولدت وأضافت قيمة إلى ثروة الملاك بما يعادل ٣٢٥ % من قيمة استثماراتهم، وهذا المؤشر يعكس قوة أداء إذا ما أخذ بعين الاعتبار فترة الدراسة الممتدة من ٢٠٠٦ م وحتى ٢٠١٤ م ، في المقابل فقد بلغ متوسط الاستثمار في الأصول غير الملموسة لدى قطاع الاستثمار قيمة سالبة بما يفسر عدم الاستثمار في الأصول غير الملموسة، وقد حققت الشركات ضمن هذا القطاع متوسطاً عائداً على الأصول ١% ومتوسط نسبة

المديونية ٠,١٨، وقيمة Tobins q لهذا القطاع ٠,٩٢ وهو ما يعني أن الشركة في المتوسط قد حققت تراجعاً في قيمة ثروة الملاك بمتوسط يعادل ٨ % من قيمة استثماراتهم، وهذا المؤشر يعكس ضعف أداء إذا ما أخذ بعين الاعتبار فترة الدراسة الممتدة من ٢٠٠٦ م وحتى ٢٠١٤ م.

#### ٦. تحليل البيانات واختبار الفرضيات

١,٦: اختبار الفرضية الرئيسة الأولى

لبيان أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، سوف يتم اختبار ذلك من خلال بيان أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على كل من نسبة التداول والعائد على الأصول ومعدل دوران الأصول .

#### ١. اختبار الفرضية الفرعية الأولى

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة التداول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يظهر الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة التداول

جدول رقم ( ٩ ) نتائج تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة

التداول

Sig.	Adjusted R Square	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
			Beta	Std. Error	B	
.000		8.573		.598	5.126	1 (Constant)
.626	-0.04	-488	-.028	.000	-	الأصول غير الملموسة (X1)
					1.249E-09	

Dependent Variable: نسبة التداول

يوضح الجدول رقم ( ٩ ) أعلاه أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي (نسبة التداول)، إذ يظهر ذلك من خلال Path coefficient ، -  $(P) = 0.028$  ، وهذا يعني أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر سلباً على نسبة التداول، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (-0.488) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي  $p = 1,962$  ( $df = n-2$ ) ( $value = 0.05$ ) ومن ثم فإن قيمة (t) المحسوبة أقل من قيمة (t) الجدولية . وأن قيمة (Sig) = (0.626) وهي أكبر من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر سلبي غير جوهري حيث قيمة Adjusted R Square = -0.04 ومن ثم فإن زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة سيؤدي إلى تراجع قدرة الأصول المتداولة في مواجهة استحقاقات الالتزامات قصيرة الأجل لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ، ويمكن تفسير هذا الأثر السلبي بأن زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة يقود إدارة الشركات إلى استخدام معظم

أصولها النقدية لتمويل تلك الاستثمارات ومن ثم نقص قدرتها في مواجهة الالتزامات المتداولة. وبناء على ما تقدم يتم رفض الفرض الصفري والقول بأنه يوجد أثر سلبي غير جوهري للاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة التداول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

## ٢. اختبار الفرضية الفرعية الثانية

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على العائد على الأصول (ROA) لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يظهر الجدول رقم ( ١٠ ) نتائج تحليل الانحدار أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على العائد على الأصول (ROA)

جدول رقم ( ١٠ ) نتائج تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة

## على العائد على الأصول

Sig.	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
		Beta	Std. Error	B	
.000	6.296		.005	.034	(Constant 1)
0.041	3.112	0.412	.000	3.031E-11	الأصول غير الملموسة (X)

Dependent Variable: عائد على الأصول

يوضح الجدول رقم ( ١٠ ) أعلاه أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي (العائد على الأصول) حيث يظهر ذلك من خلال Path coefficient ،  $(P) = 0.412$  ، وهذا يعني أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر إيجاباً على العائد على الأصول ، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (3.112) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ ( $df = n-2$ ,  $p = 0.05$ ) وبالتالي فإن قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية . وأن قيمة (Sig) = (0.041) وهي أقل من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر إيجابي ومن ثم فإن زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة سيؤدي إلى زيادة العائد على الأصول وسيزيد من قدرة تلك الأصول الرأسمالية على توليد الأرباح

لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وبناء على ما تقدم يتم رفض الفرض الصفري والقول "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على العائد على الأصول (ROA) لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين" وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Hanran Li ,2014)

### ٣. اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على معدل دوران الأصول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. يظهر الجدول رقم ( ١١ ) نتائج تحليل الانحدار أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على معدل دوران الأصول

جدول رقم ( ١١ ) نتائج تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على معدل دوران الأصول

Sig.	T	Standardized	Unstandardized		Model
		Coefficients	Std. Error	B	
.000	15.223		.022	.335	1 (Constant)
.037	2.02	.077	.000	1.267E-10	الأصول غير الملموسة (X)

Dependent Variable: معدل دوران الأصول

يوضح الجدول رقم ( ١١ ) أعلاه أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي (معدل دوران الأصول) حيث يظهر ذلك من خلال Path

coefficient ،  $(P) = 0.077$  ، وهذا يعني أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر إيجاباً على معدل دوران الأصول، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة  $(t)$  المحسوبة تساوي  $(2,02)$  في حين أن قيمة  $(t)$  الجدولية تساوي  $(1,962)$   $(df = n-2, p\text{-value} = 0.05)$  وبالتالي فإن قيمة  $(t)$  المحسوبة أكبر من قيمة  $(t)$  الجدولية . وأن قيمة  $(Sig) = (0.037)$  وهي أقل من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر إيجابي ومن ثم فإن زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة سيؤدي إلى زيادة معدل دوران الأصول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ، وبناء على ما تقدم يتم رفض الفرض الصفري والقول "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على معدل دوران الأصول لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين" وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Perez and Famá, 2006)

## ٢,٦ اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

لبيان أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على السياسة المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، سوف يتم اختبار ذلك من خلال بيان أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على كل من سياسة الدين، وسياسة توزيعات الأرباح المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

### ١. اختبار الفرضية الفرعية الأولى

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة الدين المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يظهر الجدول رقم (١٢) نتائج تحليل الانحدار أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة الدين

جدول (١٢) نتائج تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة الدين (نسبة المديونية)

Sig.	T	Standardized	Unstandardized		Model
		Coefficients	Std.	B	
		Beta	Error		
.000	12.155		.141	1.712	1 (Constant)
.310	-.242	-.014	.000	-1.461E-10	الأصول غير الملموسة (X)

a. Dependent Variable: نسبة المديونية

يوضح الجدول رقم (١٢) أعلاه أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على السياسة المالية (نسبة المديونية)، حيث يظهر ذلك من خلال Path coefficient،  $(P) = -0.014$ ، وهذا يعني أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر سلباً على نسبة المديونية، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (-٠,٢٤٢) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ ( $df = n-2$ )، ومن ثم فإن قيمة (t) المحسوبة أقل من قيمة (t) الجدولية ( $p\text{-value} = 0.05$ )، وهي أكبر من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر سلبي، ولكنه غير جوهري على نسبة المديونية (الرفع المالي). إن نتائج تحليل هذا الفرض لا يتوافق مع ما توصلت له نظرية تسلسل اختيار مصادر

التمويل *pecking order theory* ، والتي حددت بأن زيادة التوجه نحو الاستثمار في الأصول غير الملموسة يترافق بالزيادة نحو التوجه للدين لتمويل تلك الأصول ، ومن جهة أخرى فإن نتائج اختبار هذا الفرض يتوافق مع ما تنص عليه نظرية الوكالة وغالبية نتائج الدراسات السابقة والتي توصلت معظمها إلى أن زيادة حجم الاستثمار في الأصول غير الملموسة من قبل منشآت الأعمال يترافق بتراجع نسبة الديون ضمن الهيكل التمويلي لتلك المنشآت. وبناء على ما تقدم يتم رفض الفرض الصفري، والقول بأنه يوجد أثر سلبي غير جوهري للاستثمار في الأصول غير الملموسة على نسبة المديونية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Sandra and Steven C., 2014) ولويتعارض مع ما توصلت إليه دراسة (etal, 2016)

## ٢. اختبار الفرضية الفرعية الثانية.

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة توزيعات الأرباح المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يظهر الجدول رقم ( ١٣ ) نتائج تحليل الانحدار أثر الاستثمار في الأصول غير

الملموسة على سياسة توزيعات الأرباح

جدول رقم ( ١٣ ) نتائج تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير

الملموسة على سياسة توزيع الأرباح

Sig.	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model
		Beta	Std. Error	B	
.000	4.095		.132	.542	(Constant 1)
.335	-.208	-.012	.000	-1.178E-10	الأصول غير الملموسة

Dependent Variable: توزيعات الأرباح

يوضح الجدول رقم ( ١٣ ) أعلاه أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على السياسة المالية (نسبة توزيعات الأرباح)، حيث يظهر ذلك من خلال Path coefficient ،  $(P) = -0.012$  ، وهذا يعني أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر سلباً على نسبة توزيعات الأرباح، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (-٠,٢٠٨) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ ( $df = n-2, p\text{-value} = 0.05$ ) ومن ثم فإن قيمة (t) المحسوبة أقل من قيمة (t) الجدولية . وأن قيمة (Sig) = (0.335) وهي أكبر من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر سلبي على نسبة توزيعات الأرباح. إن نتائج اختبار هذا

الفرض يتوافق مع ما تنص عليه نظرية الوكالة، وغالبية نتائج الدراسات السابقة والتي توصلت معظمها إلى أن زيادة حجم الاستثمار في الأصول غير الملموسة من قبل منشآت الأعمال يترافق بتراجع توزيعات الأرباح لتلك المنشآت . وبناء على ما تقدم يتم رفض الفرض الصفري والقول بأنه يوجد أثر سلبي للاستثمار في الأصول غير الملموسة على سياسة توزيعات الأرباح لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة)

(Sandra and Júlio ,2014)

### 3.6 اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q. يظهر الجدول رقم (١٤) وجدول رقم (١٥) ملخص نتائج نموذج تحليل الانحدار المتعدد، لبيان أثر كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية للمنشأة.

### جدول رقم ( ١٤ ) ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد

Change Statistics					Adjusted R Square	R Square	R	Model
Sig. F	df2	df1	F	R Square Change				
.000	299	6	835.991	.944	.943	.944	.971 <sup>a</sup>	1

a. Predictors: (Constant), توزيعات الأرباح, العائد على الأصول , الأصول غير الملموسة , نسبة

التداول، نسبة المديونية، معدل دورات الأصول

جدول رقم ( ١٥ ) نتائج تحليل الانحدار المتعدد وفقاً لمتغيرات الدراسة

Sig.	T	Standardized	Unstandardized		Model	
		Coefficients	Std.	Error		
		Beta				
.003	2.998		.245	.735	(Constant)	1
.000	70.579	.973	.000	3.932E-08	الأصول غير الملموسة (X)	
.014	2.461	.035	1.390	3.422	العائد على الأصول (Y1)	
.0155	2.239	.004	.004	.087	معدل دوران الأصول (Y2)	
.0315	2.245	.071	.013	.007	نسبة التداول (Y3)	
.404	-.836	-.012	.056	-.047	نسبة المديونية (Y4)	
.545	1.99	.005	.056	-.004	توزيعات الأرباح (Y5)	
.001	3.344		.536	1.793	(Constant)	2

## a. القيمة السوقية: Dependent Variable

يوضح الجدول رقم ( ١٤ ) والذي يظهر ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد أن قيمة اختبار (F) يساوي ٨٣٥,٩ ، وهي أكبر من القيمة المطلقة لـ (F) الجدولية وأن قيمة (p value = 0.05%) ، ومن ثم فإن قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية وقيمة  $p \text{ value} < 0.05$  ، وكذلك فإن معامل التفسير ٩٤,٤% وهي نسبة مرتفعة جداً، ومن ثم يمكن الاستنتاج بأن الاستثمار في الأصول غير الملموسة والعائد على الأصول، ومعدل دوران الأصول، ونسبة التداول، ونسبة المديونية وتوزيعات الأرباح تؤثر معاً وبشكل جوهري على القيمة السوقية للشركات قيد الدراسة.

ويوضح الجدول رقم ( ١٥ ) أثر كل من المتغيرات ( X ، Y1 ، Y2 ، Y3 ، Y4 ، Y5 ) على القيمة السوقية (Z) ، حيث يمكن رصد هذا الأثر من خلال رصد قيمة كل من ( Beta ، وقيمة اختبار T ، وقيمة Sig ) ، حيث يظهر الجدول رقم ( ١٥ ) أن قيمة Beta لمتغير الاستثمار في الأصول غير الملموسة (X) هي ٠,٩٧٣ ، وهذا يمكن تفسيره بأن الاستثمار في الأصول غير الملموسة ذو تأثير إيجابي على قيمة المنشأة ، حيث قيمة (T) المحسوبة ( ٧٠,٥٧٩ ) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ (  $p\text{-value} = 0.05$  ،  $df = n-2$  ) ومن ثم فإن قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية . وأن قيمة (Sig) = (0.000) وهي أقل من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يمكن تفسيره بأن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر وبشكل جوهري على القيمة السوقية للشركات قيد الدراسة ومن ثم رفض الفرض الصفري ، والقول بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار في

## الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

وهذه النتيجة تشير بأن الاستثمار في الأصول غير الملموسة هو أحد المتغيرات التي تؤثر على القيمة السوقية وهذا يتفق مع ما توصلت إليه نتيجة دراسة كل من (Garger, 2010)؛ (Salamudin et al, 2010)، والتي أشارت إلى أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤدي إلى زيادة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية

ويرى الباحث أن العلاقة الإيجابية بين الاستثمار في الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية للمنشأة يترتب عليها قيمة تكون غالباً غير ظاهرة في القوائم المالية، ولكن تلك الأصول غير الملموسة (مثل الابتكارات، والتقنيات الحديثة، ومهارات وخبرات العاملين) هي التي تكمن خلف نجاح المنشأة وتطورها ومن ثم تتسبب في زيادة القيمة السوقية.

يبين الجدول رقم (١٥) أيضاً أثر متغير معدل العائد الأصول ROA (Y1) على قيمة المنشأة (Z)، حيث يظهر ذلك من خلال Path coefficient = ٠,٠٣٥، (Beta)، وهذا يعني أن معدل العائد على الأصول يؤثر إيجاباً على قيمة المنشأة، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (٢,٤٦١) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ (df = n-2, p-value = 0.05) ومن ثم فإن قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية. وأن قيمة Sig= (0.014) وهي أقل من p-value = 0.05 وهذا يشير لوجود أثر ذي دلالة إحصائية على قيمة المنشأة، وهذا يتوافق مع ما تنص عليه نظرية ميلر وماجدلياني، والتي نصت على أن قيمة المنشأة تتحدد بقدرتها أصولها على توليد الإيرادات. ومن ثم

رفض الفرض الصفري، والقول بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والقيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

يبين الجدول رقم ( ١٥ ) أيضاً أثر متغير معدل دوران الأصول (Y2) على قيمة المنشأة (Z) ، حيث يظهر ذلك من خلال Path coefficient ،  $(Beta) = 0,004$  ، وهذا يعني أن معدل دوران الأصول يؤثر إيجاباً على قيمة المنشأة ، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (٢,٢٣٩) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ ( $p\text{-value} = 0.05$ ,  $df = n-2$ ) ومن ثم فإن قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية . وأن قيمة  $Sig = (0.0155)$  وهي أقل من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر ذي دلالة إحصائية على قيمة المنشأة. ومن ثم يتم رفض الفرض الصفري، والقول بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأصول والقيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويبين الجدول رقم ( ١٥ ) أيضاً أثر متغير نسبة توزيعات الأرباح (Y5) على قيمة المنشأة (Z) ، حيث يظهر ذلك من خلال Path coefficient ،  $(Beta) = 0.005$  ، وهذا يعني أن نسبة توزيعات الأرباح تؤثر إيجاباً على قيمة المنشأة ، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة (t) المحسوبة تساوي (1.99) في حين أن قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ ( $p\text{-value} = 0.05$ ,  $df = n-2$ ) وبالتالي فإن قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية . وأن قيمة  $Sig = (0.545)$  وهي أكبر من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر إيجابي ولكنه غير جوهري على قيمة المنشأة ، وهذا يتوافق مع نظرية الإشارة التي تستند إلى أن توزيعات

الأرباح تحمل مدلولات وإشارات إيجابية ومن ثم زيادة الإقبال على سهم الشركة داخل البورصة، ومن ثم فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار لدى الشركات التي تعتمد سياسة توزيع الأرباح (مطر، ٢٠٠٦). وبناء على ذلك يتم رفض الفرض الصفري، والقول بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة .

#### ٤,٦ اختبار الفرضية الرابعة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية يعزى إلى القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم ( ١٦ ) تحليل الانحدار لأثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي والسياسة المالية على مستوى كل قطاع من القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

قطاع البنوك				قطاع الخدمات				
Sig.	t	Beta	المتغير التابع	Sig.	T	Beta	B	المتغير التابع
0.002	3.295	0.389	نسبة التداول	0.597	-	-	-1.94E-09	نسبة التداول
0.409	0.831	0.106	العائد على الأصول	0.000	5.992	0.606	5.06E-10	العائد على الأصول
0.974	0.032	0.004	معدل دوران	0.563	0.581	0.074	2.52E-10	معدل دوران

قطاع التأمين				القطاع الصناعي				
Sig.	t	Beta	المتغير التابع	Sig.	T	Beta	B	المتغير التابع
0.003	3.103	0.369	نسبة المديونية	0.097	-1.688	-0.21	-1.32E-09	نسبة المديونية
0.016	2.486	0.303	نسبة توزيعات الأرباح	0.004	2.995	0.356	1.09E-09	نسبة توزيعات الأرباح
0.0039	2.207	0.235	نسبة التداول	0.465	-0.734	-0.078	0.00E+00	نسبة التداول
0.044	2.864	0.349	العائد على الأصول	0.048	2.053	-1.05	0.00E+00	العائد على الأصول
0.123	1.597	0.304	معدل دوران الأصول	0.701	0.386	0.041	0.00E+00	معدل دوران الأصول
0.015	2.604	0.462	نسبة المديونية	0.965	0.044	-0.005	0.00E+00	نسبة المديونية
0.73	-	-0.07	نسبة	0.592	-	-0.058	0.00E+00	نسبة



لدى منشآت الأعمال في القطاعات كافة فبالرجوع إلى قيمة (T) المحسوبة مقابل معدل العائد على الأصول أكبر من قيمة (t) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ وأن قيمة Sig= (0.0155) لدى قطاع الاستثمار وهي أقل من  $p\text{-value} = 0.05$  وهذا يشير لوجود أثر ذي دلالة إحصائية على قيمة المنشأة، في حين يلاحظ أن أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على باقي المتغيرات يختلف باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه منشآت الأعمال وأحياناً يكون الاختلاف جوهري، فمثلاً داخل قطاع الخدمات والقطاع الصناعي تتأثر نسبة التداول سلباً بالاستثمار في الأصول غير الملموسة، حيث قيمة (T) المحسوبة -٠,٥٣١ ومستوى الدلالة Sig=0.597 أكبر من  $p\text{-value} = 0.05$  ، في حين نرى بأن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر إيجاباً على نسبة التداول لدى الشركات ضمن قطاع البنوك وقطاع التأمين وقطاع الاستثمار، وكذلك فإن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر إيجاباً على نسبة توزيع الأرباح لدى الشركات ضمن قطاع الخدمات وقطاع البنوك حيث قيمة Beta موجبة وقيمة (T) المحسوبة أكبر من قيمة (T) الجدولية البالغة ١,٩٦٢، في حين كان التأثير سلبياً لدى الشركات ضمن قطاع التأمين والقطاع الصناعي وقطاع الاستثمار، وهذا يمكن ملاحظته من نتائج التحليل الإحصائي ضمن الجدول رقم (١٦)

جدول رقم ( ١٧ ) نتائج الانحدار المتعدد لأثر كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة و الأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال موزعة على القطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين

القطاع الصناعي			قطاع الخدمات		
P-value	t Stat		P-value	t Stat	
0.000	3.550	Intercept	0.000	10.460	Intercept
0.000	130.350	الاستثمار في الأصول غير الملموسة	0.000	13.050	الاستثمار في الأصول غير الملموسة
0.450	0.75-	نسبة التداول	0.710	0.380	نسبة التداول
0.030	1.980	العائد على الأصول	0.000	3.85	العائد على الأصول
0.150	1.45-	معدل دوران الأصول	0.500	0.68-	معدل دوران الأصول
0.050	2.020	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	0.050	1.98-	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية
0.390	0.87-	نسبة توزيعات	0.690	0.400	نسبة توزيعات الأرباح

		الأرباح			
Significance F	F	Adjusted R Square	Significance F	F	Adjusted R
0	2,886.75	0.99	0	36.35	0.77
قطاع التأمين			قطاع البنوك		
P-value	t Stat		P-value	t Stat	
0.09	1.75	Intercept	0	4.05	Intercept
0	15.59	الاستثمار في الأصول غير الملموسة	0	6.25	الاستثمار في الأصول غير الملموسة
0.54	0.63-	نسبة التداول	0.44	0.78	نسبة التداول
0.05	2.07-	العائد على الأصول	0.05	1.68	العائد على الأصول
0.7	0.39-	معدل دوران الأصول	0.33	0.98	معدل دوران الأصول
0.31	1.05	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	0.02	2.43	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية
0.45	0.78-	نسبة	0.83	0.21-	نسبة توزيعات

الأرباح			توزيعات الأرباح		
Adjusted R	F	Significance F	Adjusted R	F	Significance F
0.57	14.71	0	0.94	72.83	0
قطاع الاستثمار					
	t Stat	P-value			
Intercept	10.35	0			
الاستثمار في الأصول غير الملموسة	5.48	0			
نسبة التداول	5.42	0			
العائد على الأصول	0.20-	0.84			
معدل دوران الأصول	1.57-	0.12			
نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	1.47	0.15			
نسبة توزيعات	0.24	0.81			

الأرباح		
Significance F	F	Adjusted R
0	13.1	0.54

يتضح من الجدول رقم ( ١٧ ) بأن قيمة مربع R المعدلة لدى القطاعات كافة أكبر من ٥٠% وهي قيمة تفسيرية عالية، وتشير إلى نسبة تأثير المتغيرات المستقلة على سلوك المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية، وكذلك فإن قيمة اختبار F أكبر من القيمة المطلقة لـ F الجدولية لدى القطاعات كافة، ولكن كان هناك تمايز في قيمة مربع R المعدلة لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع داخل القطاعات المختلفة، فقد بلغت قيمة R المعدلة في القطاع الصناعي ٩٩% في حين لم تتجاوز نسبتها ٥٤% لمدة قطاع الاستثمار.

ويتضح من الجدول أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة يؤثر إيجاباً على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال لدى الشركات كافة ضمن جميع القطاعات حيث أقل قيمة ( T ) المحسوبة ظهرت ضمن قطاع الاستثمار وهي ٥,٤٨ وهي أعلى من ( t ) الجدولية تساوي ١,٩٦٢ ( df = n-2, p-value = 0.05 ) ومن ثم فإن قيمة ( t ) المحسوبة لدى جميع القطاعات أكبر من قيمة ( t ) الجدولية . وأن قيمة Sig= (0.00) وهي أقل من p-value = 0.05 وهذا يشير لوجود أثر ذي دلالة إحصائية على قيمة المنشأة ، أما باقي المتغيرات ( العائد على الأصول، نسبة التداول، معدل دوران الأصول ، نسبة المديونية ، نسبة توزيعات الأرباح ) فقد اختلف تأثيرها على قيمة المنشأة السوقية مع اختلاف القطاع الاقتصادي، وهذا

يمكن ملاحظته من خلال مقارنة قيمة Beta، وقيمة T المحسوبة ومستوى الدلالة المقابل لتلك المتغيرات داخل الجدول رقم (١٧) .

بناء على ما تقدم وباعتماد على بيانات التحليل الإحصائي الواردة في الجدول رقم (١٦) والجدول رقم (١٧) يتم رفض الفرض الصفري والقول " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار في الأصول غير الملموسة و الأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية يعزى إلى القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين."

## ٧. النتائج والتوصيات

### ٧,١ النتائج

بعد استعراض نتائج التحليل الإحصائي توصل الباحث إلى ما يلي:

١. أن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية ضمن القطاع الصناعي سجلت أعلى قيمة في المتوسط للاستثمار في الأصول غير الملموسة، في حين أن الشركات ضمن قطاع الاستثمار هي في المتوسط لا تستثمر في الأصول غير الملموسة.
٢. أن زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة من قبل الشركات المساهمة العامة ترافق بتراجع نسبة المديونية مما يشير إلى تمويل الجزء الأكبر من تكاليف تلك الاستثمارات من أموال الملكية، وأهمها الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

٣. أن زيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة له أثر سلبي على أهم نسب التشغيل وهي نسبة التداول.
٤. أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين له أثر إيجابي على الأداء المالي ممثلاً في العائد على الأصول ومعدل دوران الأصول.
٥. أن أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة على الأداء المالي وعلى السياسة المالية المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين يختلف باختلاف القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركات، وأن الاختلاف في الأثر على بعض المتغيرات مثل العائد على الأصول ومعدل دوران الأصول كان غير جوهري، في حين كان الاختلاف في الأثر على متغيرات أخرى مثل نسبة التداول ونسبة المديونية ونسبة توزيعات الأرباح كان جوهرياً.
٦. أن الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على الأصول، ومعدل دوران الأصول، ونسبة التداول) والسياسة المالية (مقاسة بنسبة الدين، ونسبة توزيعات الأرباح) تؤثر وبشكل جوهري على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين .
٧. أن أثر الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية يختلف باختلاف القطاع الذي تنتمي إليه الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

٨. على الرغم من أن النتيجة الرئيسية لهذه الدراسة تفيد بوجود أثر كبير جداً للاستثمار في الأصول غير الملموسة على القيمة السوقية للشركات، إلا أن القوائم والتقارير المالية الصادرة والمعايير المحاسبية المعمول بها تتضمن محددات لعملية القياس والإفصاح عن الأصول غير الملموسة، فرأس المال الفكري على الرغم من أثره على القيمة السوقية للشركات إلا أنه يخضع لمحددات تفرضها المعايير المحاسبية على عملية القياس، والإفصاح عن مثل هذا الأصل يؤدي إلى تقليل جودة المعلومات المحاسبية المقدمة لمستخدمي القوائم والتقارير المالية .

#### ٢,٧ التوصيات

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يقدم الباحث التوصيات التالية :

١. من الضروري أن تقوم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بشكل عام بزيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة وخاصة تكنولوجيا المعلومات، والبحث والتطوير، وتدريب وتأهيل العاملين، وذلك بهدف تدعيم المركز المالي، ومن ثم زيادة القيمة السوقية.
٢. من الضروري أن تهتم إدارة شركات القطاع الاستثماري بتخصيص جزء من استثماراتها ضمن الأصول غير الملموسة وخاصة رأس المال الفكري كمقدمة لتحسين مؤشرات الأداء المالي والمركز التنافسي لتلك الشركات.
٣. يفضل أن تقوم إدارة الشركات بتمويل جزء مهم من الاستثمار في الأصول غير الملموسة عن طريق الديون طويلة الأجل مثل إصدار السندات، وذلك

- بهدف الاستفادة من الميزة الضريبية للاقتراض والرفع المالي، ومن ثم تكون إمكانية مساهمة الأصول غير الملموسة بنسب أكبر لمعدلات الأداء المالي.
٤. يجب أن تقوم الجهات المهنية في فلسطين بتوفير إطار متكامل للمحاسبة عن الأصول غير الملموسة يشمل تعريفها وقياسها وكيفية الإفصاح عنها وخاصة عملية القياس، والإفصاح عن رأس المال الفكري، ومن ثم تضيق نطاق الاجتهادات الشخصية.
٥. ضرورة أن تقوم المجامع والمنظمات المهنية والعلمية بإصدار معيار للمحاسبة عن الأصول غير الملموسة أو إجراء تعديلات على معيار المحاسبة رقم ٣٨، بحيث يتماشى مع الواقع العملي، ويحقق الموضوعية في عملية المحاسبة.
٦. من الضروري أن تقوم إدارة بورصة فلسطين بإلزام الشركات المدرجة بإعداد قوائم مالية يتم من خلالها اعتماد القيمة العادلة في تقييم الأصول ونشرها إلى جانب القوائم المالية التقليدية، وذلك بهدف زيادة جودة معلومات القوائم المالية وتكون أكثر ملاءمة لعملية اتخاذ القرارات.
٧. إجراء المزيد من الدراسات العلمية المتخصصة في فلسطين والمتعلقة بتحديد العوامل المؤثرة على الاستثمار في الأصول غير الملموسة، ومن ثم إظهار الآثار المترتبة على تلك الاستثمارات على المركز التنافسي، ونمو وتطور تلك الشركات، مع ضرورة أن تشمل الدراسات الشركات المساهمة العامة غير المدرجة في بورصة فلسطين.

### المراجع باللغة العربية:

١. أحمد، أحمد جمعة. (٢٠٠٦). المحاسبة عن الأصول غير الملموسة كمدخل لزيادة فعالية التقارير المالية - دراسة نظرية تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة حلوان، مصر.
٢. البشتاوي، سليمان حسين؛ بني طه، إسماعيل أحمد حسين. (٢٠١٤). أثر رأس المال الفكري على تحسين ربحية شركات الصناعات الدوائية الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (١٠)، العدد (٢)، ص ٢٢٩-٢٥٣.
٣. التميمي، عباس حميد؛ السعد، عبد الحسين توفيق. (٢٠١٣). الأصول غير الملموسة المكونة داخليا ومتطلبات الإبلاغ المالي عنها ، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، المجلد الخامس، العدد العاشر.

٤. التميمي، عباس حميد و السعد، عبد الحسين توفيق. (٢٠١٢). الأصول غير الملموسة المكونة داخليا ومتطلبات الإبلاغ عنها، بغداد، مجلة دراسات إدارية، المجلد الخامس، العدد العاشر، ص ص ٤٦-٧١
٥. حامد، سعيد شعبان. (٢٠٠٦). الاتجاهات الحديثة لإدارة الموارد البشرية، بحث مقدم إلى اللجنة العلمية الدائمة لإدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الأزهر، ص ص ٣٠٠-٤٠.
٦. خليفة، محمد عبد العزيز محمد. (٢٠٠٩). إطار مقترح لقياس قيمة الأصول غير الملموسة الناتجة عن تغيير الشكل القانوني للشركات لأغراض المحاسبة الضريبية-دراسة تطبيقية. المجلة العربية للإدارة، المجلد (٢٩)، العدد ٢، ديسمبر-كانون أول.
٧. سعد الدين، حامد محمد نور عثمان. (٢٠١٢). أثر الإفصاح عن الأصول غير الملموسة على بيانات القوائم المالية في المصارف السودانية بالتطبيق على بنك أم درمان الوطني، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة البحر الأحمر، السودان
٨. الطرانيسي، أميمة عادل. (٢٠١٤). مشاكل القياس والإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري، مجلة إدارة الأعمال، العدد ١٤٤، مصر، ص ص ٦٨-٧٨
٩. طعيمة، ثناء محمد إبراهيم. (٢٠١٣). نموذج مقترح للتقرير والإفصاح الإختياري عن الأصول الغير الملموسة في الشركات المصرية، مجلة

التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد (٣) ص.ص ١١٧-  
١٧٢

١٠. الظاهر، أحمد؛ سعادة، يوسف؛ لطفي؛ منير. (٢٠٠٨) مبادئ  
المحاسبة ٢، الطبعة الرابعة، أم السماق للنشر، منشورات جامعة القدس  
المفتوحة، رام الله، فلسطين

١١. عبد القيوم، وليد صالح الدقوني. (٢٠١٠). تقويم طرق القياس  
والإفصاح المحاسبي عن الأصول غير الملموسة في المنشآت  
التجارية-دراسة عينة من المصارف السودانية، رسالة ماجستير غير  
منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

١٢. علي، راشد عبد الله بابكر. (٢٠١٢). رأس المال غير الملموس  
وأثره على قيمة المنشأة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد  
والعلوم الإدارية، جامعة أفريقيا العالمية، الخرطوم.

١٣. الفيومي، أحمد محمد. (٢٠١٠). أثر الأصول غير الملموسة في  
تحقيق الميزة التنافسية في ظل تبني معايير إدارة الجودة الشاملة. دراسة  
مقارنة على عينة من الجامعات الرسمية والخاصة، جامعة الشرق  
الأوسط، بحث مكمل للحصول على درجة الماجستير.

١٤. المجمع العربي للمحاسبين القانونيين.(٢٠١٠). مادة تدريبية للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم، الأصول غير الملموسة باستثناء الشهرة.
١٥. محمد ، فهيم أبو العزم محمد.(٢٠٠٦) . تطوير القياس والتقارير المحاسبي عن الأصول غير الملموسة في ظل اقتصاد المعرفة، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد(١٠)، العدد (٢)، القاهرة، ص ص ٢١٣-١٦٢
١٦. مطر، محمد.( ٢٠٠٦ ). نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، منشورات جامعة القدس المفتوحة، مطابع أم السماق، عمان.
١٧. النجار، جميل حسن. (٢٠١٣). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية ، المجلد ١٥ ، العدد(١) ، ص ص ٢٨١ -٣١٨.
١٨. النجار، جميل حسن.(٢٠١٥). الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق في ظل معيار الإبلاغ المالي رقم ٧(IFRS7) - دليل من فلسطين، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد (١٧)، العدد (٢)، ص ص. ١٦١-١٧٧
١٩. نجم، نجم عبود.(٢٠١٩).إدارة اللاملموسات: إدارة ما لا يقاس ، الطبعة الأولى، دار اليازوري، عمان .

- ٢٠ . بشير، سعد (٢٠٠٣). دليلك إلى البرنامج الإحصائي SPSS ،  
بغداد ،المعهد العربي للتدريب والبحوث ، الجهاز المركزي للإحصاء.

#### المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Akhtar, Shehla؛Javed,Benish؛Maryam, Atiya, (2012). **Relationship Between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence From Fuel & Energy Sector of Pakistan**. European Journal of Business and Management,Vol. (4), No.(11), PP.2222-2839 .
2. Alade Sule Omoye .(2013). **Determination Of Intangible Assets Disclosure In Annual Reports : Evidence From Nigerian Quoted Companies** ,International Journal of Asian Social Science,, Vol. (3), No.(5), PP. 1152-1165.
3. Alves,Sandra and Martins, Júlio.(2014). **The Impact of Intangible Assets on Financial and Governance Policies: A Simultaneous Equation Analysis**, Journal of Applied Finance & Banking, vol. (4), No.(1),PP. 61-89 .
4. Austin Llyod.(2007). **Accounting For Intangible Assets**, The University Of Auckland, Business School, Business Review, Vol.9, No. 1, PP. 63-90
5. Best, MH .,(2001) ,**The New Competitive Advantage : The Renewal of the American Industry** ,
6. Blaug Ricardo, and Lekhi Rohit, (2009). **Accounting For Intangibles: Financial Reporting and Value Creation in the Knowledge Economy**, A Research Report for The Work Foundation's
7. Bukh, D.N., N. C., D. Gormsene and J. Mouritsen, (2005). **Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish 40 Prospectuses**. Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. (18), No.(6), PP. 713-732.

8. Castro, Walther Bottaro De Lima and Benti, Cristiane .(2013). **The Impact of Intangible Assets in the Market Value of Companies That Compose the Index of Brazilian Stock Exchange**, Proceedings of 8th Annual London Business Research Conference Imperial College, London, UK, 8 - 9 July, 2013,
9. Corrado, C., Hulten, C. and Sichel, D. (2005). **Measuring Capital And Technology: an Creation in the Knowledge Economy**, A Research Report for The Work Foundation's Knowledge Economy Programme.
10. Edvinsson, L., Malone, M. S,( 1997), **Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower**, Harper Business, New York. Expanded Framework, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
11. Fathi, Saeed ؛ Farahmand, Shekoofeh ؛ Khorasani, Mahnaz.(2013). **Impact of Intellectual Capital on Financial Performance**, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, Vol.(2), No.(1), PP. 6-17
12. Gamayunid, Rindu Rika .(2015). **The Effect Of Intangible Asset, Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value**, International Journal of Scientific & Technology Reserch , Vol.( 4), Issue 01, PP. 202-212 .
13. Garger, John.( 2010). **Equity and Market Value: How Much Is A Company Worth to An Investor?** <http://www.Johngarger.com>.
14. Hanran Li , (2014). **Impact Of Intangible Assets On Profitability of Hong Kong Listed Information Technology Companies**, Business and Economic Research, Vol. (4), No. (2), PP. 98-113.
15. Haruman, Tendi. (2007). **Effect of Financial Decisions And Institutional Ownership On Corporate Value** (Case Study In A Manufacturing Company Listing on the JSE) The 1st National Conference on PPM Management Research 'Management in the Era of Globalization "PPM School of Management, 7 November 2007.
16. Huegh-Krohn, Nils E. Joachim and Knivsfla Kjell Henry KnivsflaËy.(2000). **Accounting for Itangible Assets in Scandinavia, the UK, the US and by the IASC: Challenges and a**

- Solution, The International Journal of Accounting, Vol. 35, No. 2, pp. 243–265
17. Hunter, L., E. Webster, and A. Wyatt, (2005), **Measuring Intangible Capital: A Review of Current** .Vol.(15) . Issue (36), PP. 2–96
18. IAS 38 .(2012). Intangible Assets , **Technical Summary**.
19. International Accounting Standards Board, (2010) , **IAS 38**.
20. Jensen, M, and W Meckling ,( 1976). "**Theory of Firm , Managerial Behavior , Agency Cost ,Ownership Structure**" , Journal Financial Economics , Vol.(.3 ),No.4, PP.305–360
21. Jensen, M, and W Meckling ,( 1976). "**Theory of Firm , Managerial Behavior , Agency Cost ,Ownership Structure**" , Journal Financial Economics , Vol.3 No.4, PP.305–360
22. Jensen, M. C. (1986). **Agency Cost Of Free Cash Flow , Corporate Finance and Takeovers**. American Economic Review, (76), pp. 323–339.
23. Jones S. (2011), "**Does the Capitalization of Intangible Assets Increase The Predictability of Corporate Failure?**" *Accounting Horizons*, Vol. (25), No. (1), pp. 41–70.
24. Junoid, M ., (2004) "**Measuring and Reporting of Intellectual Capital Performance Analysis**", Journal of American Academy of Business, Cambridge , Hollywood , Vol. (4) , issue (112) , Mar 2004 .
25. Kent Daniel and Titman An Sherid. (2005). **Market Reactions to Tangible and Intangible Information. Knowledge Economy Programme .**

26. Kieso, Donald ؛Weygandt, Jerry J.Warfield ؛Terry D.( 2013). Study Guide Intermediate Accounting, 15th Edition, John Wiley& Son,Inc.
27. Kothari, S. P., T. E. Laguerre, & A. J. Leone. (2002). Capitalization Versus Expensing: Evidence on the Uncertainty of Future Earnings From Capital Expenditure Versus R&D Outlays. Review of Accounting Studies,Vol. (7),pp. 355–382.
28. Krstić, J. and M. Đorđević, (2010). **Financial Reporting On Intangible Assets: Scope and limitations**. Facta Universities series. Economics and Organization, 7(3): 335 – 348.
29. Lantz, Jean–Sébastien, replied, Jean–Michel. (2005). **R & D Investment and the Financial Performance of Technological Firms**.International Journal of Business.International Journal of Business, Vol. (10), No. (3)
30. Mairesse, J., & Mohnen, P. (2004).**The Importance of R&D For Innovation: A Reassessment Using French Survey Data**. Journal of Technology Transfer,Vol. (30),No.(1–2), 183. <http://dx.doi.org/10.1007/s10961-004-4365-8>
31. Mark Klock and Pamela Megna. (1993). **The Impact of Intangible Capital on Tobin's q In The Semiconductor Industry**. The American Economic Review, Vol.(83), No.(2), Papers and Proceedings of the Hundred and Fifth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1993), pp. 265–269
- 32.Mayers, S. (1984).**The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance** ,Vol.(39), PP. 92–575

33. Ni Made Adi Erawati and I Putu Sudana. (2005). **Intangible Assets, Company Values, and Financial Performance**. Full Text Available on <http://download.portalgaruda.org/article.php?article=14058&val=945>
34. Nien–Su Shih. (2013). **How Intangible Dynamics Influence Firm Value**, Journal of Mathematical Finance, Vol., (3), pp.323–328 Published Online May 2013, Available on Web Site, [www.scirp.org/journal/jmf](http://www.scirp.org/journal/jmf).
35. Nils E. Joachim and Knivsfi Kjell Henry Huegh–Krohn, (2000). **Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, the UK, the US, and by the IASC: Challenges and a Solution**, The International Journal of Accounting, Vol. (35), No.( 2), pp. 243–265.
36. Omoye ,Alade Sule,( ٢٠١٣ ).**Determinations Of Intangibles Assets Disclosure in Annual Report: Evidence From Nigerian Quoted Companies**, International Journal of Asian Social Science, Vol.(3), No.(5),PP.1152–1165
- 37.Penman, S. (2009). **Accounting for Intangible Assets: There Is Also an Income Statement**,” Abacus , Vol.(45), No. (3), PP. 358–371.
- 38.Perez, M. M & Fama, R.:(2006). **Ativos intangíveis e o desempenho empresarial**. Revista de Contabilidade & Finanças – USP, N. (40), p. 7 – 24.
39. Ragini, (2012). **Corporate Disclosure Of Intangibles: A Comparative Study of Practices Among Indian, USA, and Japanese companies**. Research, Vol.(37), No.(3),PP. 51–72.

40. Rindu Rika Gamayuni .(2015). **The Effect Of Intangible Asset, Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value**, International Journal of Scientific & Technology Research, Vol.(4), Issue 01 .PP. 202-2012
41. Russell, Mark. (2014). **Capitalization of Intangible Assets and Firm Performance**, The University of Queensland, Available on web site , <https://www.rsa.anu.edu.au> .
42. Salamudin.,Bak R.,Ibrahim M.K., Hassan F.H.,(2010). **Intangible Assets Valuation In The Malaysian Capital Market**, Journal of Intellectual Capital, Vol. (11) Iss: (3), pp.391 – 405.
- 43.Sandra Alves, and Júlio Martins. (2014). **The Impact of Intangible Assets on Financial and Governance Policies:A Simultaneous Equation Analysis**, Journal of Applied Finance & Banking, Vol. (4), No. (1), PP, 61-89
- 44.Steven C. Lim ؛Antonio J. Macias ؛Thomas Moeller.  
(2016).**Intangible Assets and Capital Structure**, Social Science Research Network, Available at SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=2514551> or  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2514551>
45. Walther Bottaro De Lima and Castro, Cristiane Benetti.(2013). **The Impact of Intangible Assets in the Market Value of Companies That Compose the Index of Brazilian Stock Exchange**, *Proceedings of 8th Annual London Business Research Conference Imperial*