

أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان  
للفترة 2012-2019

*The effect of intellectual capital on market value: a quantitative study of a sample of  
companies listed on the Amman stock exchange for the period 2012-2019*

جيهان غلوسي

مخبر المقاولاتية وادارة المنظمات، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، djihene.ghalloussi@univ-tebessa.dz

تاريخ القبول: 2023/12/27

تاريخ الاستلام: 2023/08/16

**المخلص:**

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر راس المال الفكري على القيمة السوقية باستخدام معامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري لقياس رأس المال الفكري لعينة مكونة من 11 مؤسسة مدرجة ببورصة عمان خلال الفترة من 2012 الى 2019، عن طريق تحليل الانحدار المتعدد باستخدام منهج تحليل السلاسل الزمنية المقطعية باستعمال برنامج Eviews12. توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج أهمها وجود أثر سلبي لرأس المال الهيكلي على القيمة السوقية، كما أظهرت وجود أثر ايجابي لكل من رأس المال البشري ورأس المال المستخدم على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة، وبناء على نتائج الدراسة تم تقديم بعض التوصيات أهمها: ضرورة المؤسسات المدرجة ببورصة عمان اتباع استراتيجيات وخطط لتنمية رأس المال الفكري والبحث على سبل تحسينه وتطويره لما له من تأثيرات متوقعة على رفع القيمة السوقية. الكلمات المفتاحية: رأس المال الفكري، رأس المال البشري، رأس المال المستخدم، رأس المال الهيكلي، القيمة السوقية.

تصنيف JEL: J24، D4، C23

**Abstract:**

The purpose of this study was to measure the impact of intellectual capital on market value using the Intellectual Capital Added Value (VAIC) factor to measure intellectual capital for a sample of 11 companies listed on the Amman Stock Exchange during the period 2012-2019. This was done by conducting a multiple regression analysis using a time-series cross-sectional analysis method using the Eviews12 program. The study reached a number of conclusions, the most important of which was the existence of a negative impact of structural capital on market value. It also showed that there is a positive impact of both human capital and used capital on the market value of the institutions under study. Based on the results of the study, some recommendations were made, the most important of which are: the need for companies listed on the Amman Stock Exchange to follow strategies and plans to develop intellectual capital and to search for ways to improve and develop it, as it has expected impacts on raising market value.

**Key Words :** Intellectual capital, human capital, employed capital, structural capital, market value.

**JEL Classification:** J24، D4، C23

## 1. مقدمة:

يعتبر مفهوم رأس المال الفكري من المفاهيم المعاصرة في ظل الاقتصاد التنافسي فهو يمثل الثروة الحقيقية والدعامة الأساسية للمؤسسات باعتباره أحد الموارد الذي يلعب دورا بارزا في نجاح المؤسسات واستمرارها وذلك من خلال دوره الفعال في توظيف قدرات العاملين وخبراتهم ومهاراتهم، وبالتالي هو القادر على تحويل المعرفة التي تمتلكها الى قيمة. حيث تسعى المؤسسات الى النمو والتطور والاستمرارية من خلال ادارة رأس مالها الفكري والذي بدوره يؤدي الى تحسين الأداء، فكلما اعتمدت المؤسسات على أصولها الفكرية كلما أدى الى تحقيق قيمة مضافة ومن ثم رفع القيمة السوقية التي تعتبر من أهم الأهداف التي تعمل على تحقيقها. وعلى هذا الأساس يجب على المؤسسات أن تولي اهتماما كبيرا برأس مالها الفكري بمكوناته الثلاث وتعمل على الاستثمار فيه والمحافظة عليه وتطويره باستمرار، وذلك لما له من أهمية كبيرة في خلق ورفع القيمة السوقية للمؤسسات.

## 1.1 اشكالية البحث: انطلاقا مما سبق يمكن طرح الاشكالية التالية:

- ما مدى تأثير رأس المال الفكري على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان؟

## 2.1 فرضيات البحث: لمعالجة مشكلة البحث تم صياغة الفرضية الرئيسية الموالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لرأس مال الفكري على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة.
- ضمن هذه الفرضية الرئيسية تندرج جملة من الفرضيات تتمثل فيما يلي:
- يوجد أثر ذو دلالة احصائية لرأس المال الهيكلي على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة؛
- يوجد أثر ذو دلالة احصائية لرأس المال البشري على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة ؛
- لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لرأس المال المستخدم على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة.
- 3.1 يهدف هذا البحث الى تحقيق جملة من الأهداف، من أهمها:

- التعرف على الجوانب الفكرية لكل من رأس مال الفكري والقيمة السوقية؛

- الوقوف على أهمية رأس المال الفكري و أثره على القيمة السوقية بالمؤسسات؛

- إبراز أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان-

4.1 أهمية البحث: يكتسب البحث أهميته من طبيعة الموضوع الذي يتناول أثر رأس المال الفكري ومدى مساهمته في تعزيز ورفع القيمة السوقية للمؤسسات، والدور الذي تلعبه القيمة السوقية كونها تعتبر مؤشرا أساسيا لنجاح ونمو المؤسسات.

5.1 منهج البحث: تم الاعتماد على المنهج الوصفي في جمع المعلومات والبيانات من مختلف المصادر المتعلقة بالجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي تم اجراء دراسة قياسية على مجموعة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان، من خلال وضع نماذج للدراسة ومن ثم اختيار النموذج الأمثل لتفسيرها باستخدام برنامج

.Eviews12

## 2. التأصيل النظري لرأس المال الفكري

يعد رأس المال الفكري من المفاهيم الحديثة ورأس المال الحقيقي للمؤسسات باعتباره المحرك الأساسي لخلق القيمة، فهو القادر على تحويل المعرفة الى قيمة ومن ثم ميزة تؤدي الى رفع الأداء بالمؤسسات.

### 1.2. مفهوم رأس المال الفكري:

تعددت التعاريف المقدمة لرأس المال الفكري، ويتمثل أهمها:

حسب تعريف Stewart أنه مجموع المعارف التي يتمتع بها جميع موظفي المؤسسة والتي يعطيها ميزة تنافسية، أي مجموع المعارف، الخبرات، والمعلومات التي يمكن من خلالها انشاء الثروة؛ (Stewart 1998, 57)

كما تم تعريفه على أنه مجموع الموجودات الغير ملموسة التي يتم استخدامها من طرف المؤسسة الى عمليات جديدة من أجل خلق عوائد مالية؛ (leif 1997, 386)

تعرفه منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أنها عبارة عن ملكية المؤسسة للمعرفة والخبرات والمهارات وعلاقتها بالعملاء والتي تساعد على تحقيق مزايا تنافسية. (organization 1999, 17)

يتضح من خلال التعاريف السابقة أن رأس المال الفكري عبارة عن مجموعة الكفاءات والمهارات التي يمكن استخدامها لصالح المؤسسة التي تكسيها ميزة تنافسية وتساعد في خلق قيمة مضافة.

يتميز رأس المال الفكري بجملة من الخصائص، والتي تتمثل في: (الخلايلة 2020، 21)

- يتمثل رأس المال الفكري بالمعرفة التي يمكن تحويلها الى أرباح وعوائد مالية؛
- يعبر رأس المال الفكري عن مجموع الكفاءات والخبرات والمهارات العالية المتواجدة في الموظفين؛
- يتفاعل رأس المال الفكري بشكل ايجابي في المناخ الذي يتسم باللامركزية عند اتخاذ القرار؛
- يعمل رأس المال الفكري بالاستقلالية في العمل ويميل نحو السعي باستمرار في تقديم الأفكار الابتكارية ؛
- يتعامل رأس المال الفكري مع حالات عدم التأكد لأنها تعبر عن المجال الأساسي لابرار قدرات الموظفين المتميزين.

2.2 أهمية رأس المال الفكري: يعتبر رأس المال الفكري موردا أساسيا في المؤسسة ومصدرا لخلق القيمة وتحقيق الميزة التنافسية وتتجلى أهميته فيما يلي: (لويزة 2016، 85) (مرعي 2017، 05)

- يساعد في خلق معارف جديدة واكتساب الميزة التنافسية؛
- يزود المؤسسات قدرات وكفاءات محورية تساهم في نجاحها؛
- يعتبر السلاح الأساسي للمؤسسة باعتبار الأصول الفكرية تمثل القوة الخفية التي تضمن البقاء والاستمرارية للمؤسسات؛
- يمثل المعرفة والمهارة التي يمكن أن تطبقها المؤسسة وتستفيد منها، وهو استثمار مهم عائد طويل الاجل ويحتاج الى الاستثمار فيه؛
- يساعد في تحسين كفاءة استخدام الأصول مما يؤدي الى زيادة الانتاجية وتقديم خدمة أفضل للزبائن؛
- يعتبر من أهم مصادر الربحية والداعمة التنافسية للمؤسسة.

3.2 مكونات رأس المال الفكري: يتكون رأس المال الفكري من ثلاث عناصر أساسية، تتمثل في:

- رأس المال الهيكلي: وهو عبارة عن الأصول الفكرية التي يتم انشاءها من طرف المؤسسة مثل الأنظمة، قواعد البيانات، حقوق التأليف والنشر وبراءات الاختراع... ويشمل رأس المال المستخدم الأصول المادية والمالية للشركة؛ (tegagne 2022, 04)
- رأس المال البشري: يمثل مجموع المهارات والخبرات والمواهب والكفاءات التي يمتلكها الموظفون مما يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة؛ (Gokhan ozer 2016, 171)
- رأس المال العلاقات: يعبر العلاقة التي تربط بين المؤسسة وأصحاب المصلحة الخارجيين مثل السوق، العملاء، الموردين، الشركاء، المنافسين والدولة ويعتبر العملاء من بين أصحاب المصلحة المهمين. أيضا يتكون رأس المال العلاقات من العناصر ذات الصلة بأصحاب المصلحة الخارجيين كالعلامات التجارية، ولاء العملاء، السمعة التنظيمية... (ilhan cam 2021, 03)

### 3. التأسيس النظري للقيمة السوقية

تمثل القيمة السوقية الجانب الأكثر اهتماما في المؤسسات لكونها أساس النمو والتطور، حيث نجد أن المؤسسات تعمل على تعظيم ثروتها من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي مما يؤثر ايجابيا على المؤسسة وكل الأطراف ذات العلاقة.

#### 1.3 مفهوم القيمة السوقية

القيمة السوقية هي السعر الذي يتم تداول السهم به في السوق وبما أن هناك عوامل مختلفة تحدد هذا السعر، فإن هذه القيمة لا تتميز بالاستقرار بل بالتقلبات والتغيرات من وقت لآخر. (Nur fazrina sijol 2018, 252)

كما تم تعريفها بأنها عبارة عن السهم الذي يتم التعامل به في الأسهم في سوق الأوراق المالية، والذي يأتي نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب في سوق المال. (Ardillah 2018, 61)

تعرف القيمة السوقية أيضا على أنها السعر الذي يتم تداول الأصل به في اطار علني وباجراءات ذات المصادقية والشفافية المتاحة لكامل المستثمرين في اطار المزايدة التنافسية (bodie zvi 2014)

من خلال ما سبق يمكن تعريف القيمة السوقية على أنها مؤشرا هاما لتقييم وضعية المؤسسة حيث تسعى الى تعظيم الأرباح وزيادة قيمة المؤسسة، وهي القيمة التي يتم التعامل فيها في السوق المالي.

2.3 أهمية القيمة السوقية: تحظى القيمة السوقية بأهمية كبيرة باعتبارها الهدف الأساسي للشركات وهذا لأنها: (الزهراني 2022، 47)

- يستخدم مجتمع الاستثمار هذه القيمة لتحديد حجم الشركة ، بدلا من أرقام المبيعات أو إجمالي الأصول؛
- تعبر عن حجم الشركة وهي أحد المحددات الأساسية لمصلحة المستثمر في تقييم ملف استثمار الشركة؛
- تعتبر مقياساً مفيداً لتحديد الأسهم التي من الأفضل الاهتمام بها من أجل تنوع محافظ الشركات ذات الأحجام المختلفة؛
- تشير إلى سوق العمل وتقلب الأسعار والمخاطر وإمكانات النمو؛
- تمثل القيمة السوقية رقم فعال لتقييم المخاطر التي تواجهها الشركة.

3.3 العوامل المؤثرة في القيمة السوقية: هناك عدة عوامل تؤثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات وتعطي انعكاساً واضحاً وملموساً للسهم وقيمتها المتداولة في السوق، وتمثل هذه العوامل في: (الزعيبي 2022، 365) (سميرة 2010، 180)

- القيمة الدفترية للسهم: عادة لا تكون هناك علاقة ذات أهمية بين القيمة الدفترية للسهم وقيمتها السوقية، أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم مستقلة عن الزيادة في قيمتها السوقية بشكل يمكن الاعتماد عليه ؛
- توزيعات أرباح نهاية السنة للشركة: تشير هذه التوزيعات إلى الأرباح التي حصلت عليها الشركة نتيجة لنجاح أنشطتها وأعمالها ، والتي يتقرر توزيعها والتي تؤثر تأثير إيجابي على الأسهم ، خاصة عندما يكون ذلك يتعلق بضعف نشاط الشركة وعدم تحقيق الأرباح مما يؤدي إلى التأثير السلبي على القيمة السوقية للسهم حيث تنخفض هذه القيمة نتيجة لذلك ؛
- التوقعات المستقبلية للشركة بناءً على وضعها: إذا كان هناك تفاؤل بشركة ما بناءً على صحتها المالية ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر في المستقبل ، فسيؤدي ذلك إلى زيادة ربحية الشركة مما يؤدي الى زيادة القيمة السوقية للسهم ، في حين أن ضعف المركز المالي للشركة وانخفاض نشاطها وتقلص قدرتها على تحقيق أرباح أكبر في مرحلة لاحقة يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للسهم؛
- العرض والطلب على السهم في السوق والمرتببط بمجموعة العوامل السابقة: يمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على العرض وزيادة القيمة السوقية للسهم، ويحصل العكس عندما تتحقق زيادة في عرض السهم على الطلب وعليه فان قيمته السوقية تنخفض؛
- الأوضاع الاقتصادية: وهي الحالة الاقتصادية العامة المتمثلة بحالة النشاط الاقتصادي والتي من بين مؤشرات الناتج والدخل القومي، حيث تُعزى إلى التوسع والانتعاش الاقتصادي المصحوب بالنمو في الاقتصاد والذي يؤدي الى زيادة الطلب على السهم وزيادة قيمته في السوق نتيجة لذلك، في حين أن الركود والانكماش الاقتصادي يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية والتي يقود على انخفاض الطلب على السهم العادي وتنخفض قيمته في السوق بسبب ذلك.

#### 4. رأس المال الفكري وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسات

في ظل الاقتصاديات الحديثة القائمة على المعرفة وتحول عوامل توليد القيمة من الأصول الملموسة الى الأصول الغير الملموسة التي يعتبر رأس المال الفكري أحد أهم عناصرها والاستثمار الحقيقي والجزء الخفي من قيمة الشركة، وبين الاتحاد الأوروبي أهمية تأثير الأصول الفكرية على قيمة المؤسسة وكفاءة الأسواق المالية، وأنها مصدر مهم للمعلومات لسوق المال. (محمد 2021، 386)

فالمؤسسات التي تسعى إلى اكتساب ميزة تنافسية ورفع قيمتها السوقية تعتمد على كل رؤوس أموالها المتاحة بما في ذلك الموارد المادية وكذلك مواردها المعرفية الغير الملموسة المتجسدة في رأس المال الفكري بما يتضمنه من رأس المال البشري، الهيكلي والعلائقي. (Iswatia, 2007, p. 1396)

وفي هذا الصدد، بينت العديد من الدراسات السابقة من بينها دراسة (Domenico Celenza (shubitah 2019) (2012) وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمؤسسات في

الأسواق المالية، وعلى هذا الأساس يجب على المؤسسات أن تولي اهتماما كبيرا برأس مالها الفكري ومكوناته من أجل تحقيق أداء مالي مستقبلي أفضل ومنه رفع القيمة السوقية.

### 5. الدراسة التطبيقية

تتمثل الدراسة التطبيقية أساسا في معرفة العلاقة بين المتغيرات، ومدى تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع وهذا من أجل الإجابة على اشكالية الدراسة.

1.5 الطريقة المتبعة في الدراسة: سيتم التطرق الى عرض الطريقة المتبعة في الدراسة وهذا من خلال الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع والبيانات اللازمة لاجراء الدراسة.

1.1.5 مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2012-2019، باستثناء القطاع المالي والتي تكون البيانات المالية فيها متوفرة، أما فيما يتعلق بعينة الدراسة فقد تم تطبيق الدراسة على 11 مؤسسة من قطاعات مختلفة.

2.1.5 متغيرات الدراسة: تتمثل متغيرات الدراسة في:

- المتغير التابع: تم قياسها عن طريق ضرب اسعار اغلاق الاسهم بعدد الاسهم المكتتب بها في تاريخ نشر التقارير المالية (السوريكي 2021)

- المتغير المستقل: تم قياسه بمعامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري، والذي يمكن حسابه من خلال العلاقات التالية (pulich, 2008)، والمستخدم من طرف العديد من الباحثين: (Domenico Xu 2020) (shubitah 2012) Celenza 2012

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

$$SCE = (VA - HC) / VA \quad \text{كفاءة رأس المال الهيكلية}$$

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

$$HCE = VA / HC \quad \text{كفاءة رأس المال البشري}$$

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

$$CEE = VA / CE = \text{كفاءة رأس المال المستخدم}$$

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

$$VAIC = SCE + HCE + CEE \quad \text{ومنه:}$$

وتحسب القيمة المضافة VA = المخرجات - المدخلات

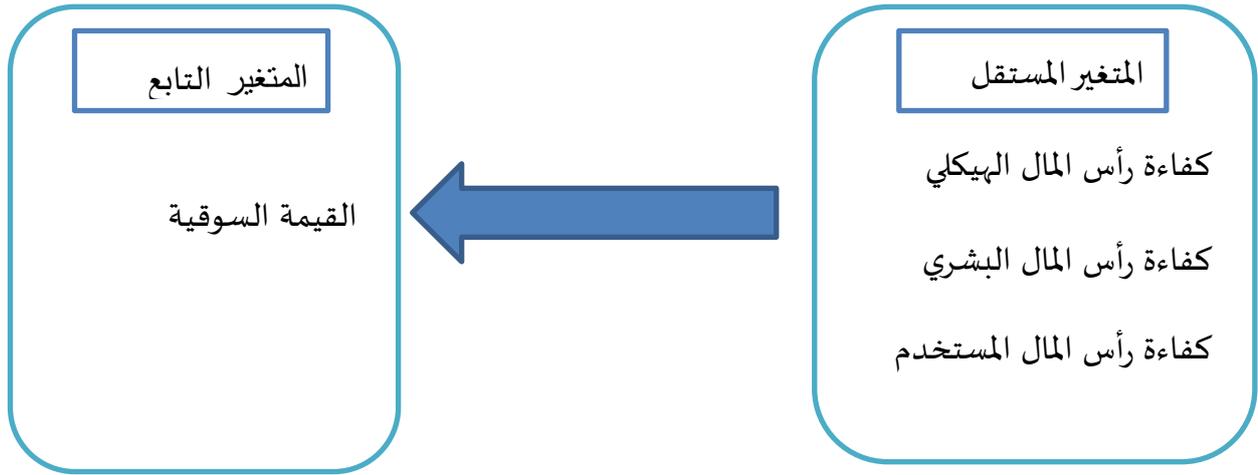
حيث أن: المخرجات OUT تتمثل في جميع الايرادات الناتجة عن بيع السلع والخدمات.

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

3.1.5 الأدوات المستخدمة: تم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج من نماذج الاقتصاد القياسي المتمثل في تحليل السلاسل الزمنية أو ما يسمى ببيانات البانل (Panel Data) من أجل قياس أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان ، كونه أنسب نموذج لتحليل بيانات هذه الدراسة.

4.1.5 نموذج الدراسة: يمكن توضيحه من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم 01: يمثل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة

بناء على مشكلة الدراسة، واختبار فرضية الدراسة تم صياغة النموذج القياسي التالي:

$$MV = B0 + B1(SCE) + B2(HCE) + B3(CEE) + \varepsilon$$

حيث أن:

MV: تعبر عن القيمة السوقية للشركة

SCE: كفاءة رأس المال الهيكلي

HCE: كفاءة رأس المال البشري

CEE: كفاءة رأس المال المستخدم

B0: يمثل الحد الثابت في معادلة الانحدار

B1-B3: معاملات الانحدار لرأس المال الفكري

ε: الخطأ العشوائي

5.1.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: بالاعتماد على بيانات الدراسة للفترة 2012-2019 وعددتها 12

مؤسسة، يوضح الجدول التالي الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة وذلك كما يلي:

الجدول رقم 01: يمثل التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة العليا	المتوسط الحسابي	
603.5377	3.440	3875.120	211.030	MV
0.384	0.010	2.500	0.219	SCE
0.916	0.051	4.063	0.639	HCE
0.240	0.003	0.921	0.341	CEE

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-VIEWS 12

- القيمة السوقية: يلاحظ أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للشركات قد بلغ 211.030 بانحراف معياري قدره 603.537 ، في حيث قدرت أعلى قيمة 3875.12 مليون دينار وأدنى قيمة 3.44 مليون دينار، وهذا يعني أن هناك اختلاف وتباين كبير من مؤسسة الى أخرى.

• كفاءة رأس المال الهيكلي: قدر المتوسط الحسابي لرأس المال الهيكلي 0.219 بانحراف معياري بلغ 0.384، كما بلغت أعلى قيمة 0.2.5 وأدنى قيمة 0.010، وتبين قيمة المتوسط الحسابي أن كل دينار تم انفاقه على الموارد الغير البشرية أدى في قيمة مضافة مقدارها 2.19%، كما تشير الفروقات بين القيم العليا والقيم الدنيا الى الاختلاف في الهياكل التنظيمية و الاستراتيجيات والأساليب المتبعة داخل المؤسسات.

• كفاءة رأس المال البشري: قدر المتوسط الحسابي لرأس المال البشري 0.639 بانحراف معياري بلغ 0.916، وكانت أعلى قيمة 4.063 وأدنى قيمة 0.051، وتشير قيمة المتوسط الحسابي الى أن كل دينار تم انفاقه على العنصر البشري ساهم في اضافة قيمة مضافة قدرها 6.39% كما يلاحظ أنه أعلى متوسط حسابي أي أن رأس المال البشري يلعب دورا مهما في خلق القيمة، أيضا تشير الاختلافات بين القيم الى الاختلاف في سياسات الموارد البشرية بالمؤسسات.

• كفاءة رأس المال المستخدم: يلاحظ أن معدل رأس المال المستخدم قد بلغ 0.341 وبانحراف معياري بلغ 0.240 في حيث أن أعلى قيمة بلغت 0.921 وأدنى قيمة 0.003. حيث يوضح المتوسط الحسابي أن كل دينار تم انفاقه على رأس المال المستخدم يحقق للمؤسسة ما يقدر 3.41% دينار من قيمة مضافة، ويوضح الفرق بين القيم الى اختلاف الطرق وقدرات المؤسسات في تسيير صافي أصولها.

2.5 اختبار الفرضيات وتقدير البيانات بالاعتماد على نماذج بانل: سيتم اختبار الفرضيات من خلال نماذج بانل والتي من خلالها التوصل الى تحليل النتائج.

1.2.5 اختبار HASIO: لمعرفة مدى تجانس البيانات يجب اجراء اختبار HASIO وهذا قبل تقدير البيانات باستعمال نماذج البانل، ففي حالة التجانس التام تكون الثوابت والمعاملات نفسها لجميع المؤسسات وهنا نستخدم النموذج التجميعي أو طريقة المربعات الصغرى العادية، وعندما تختلف الثوابت والمعاملات لكل المؤسسات يكون عدم التجانس، أما في حالة عدم تجانس الثوابت وتجانس المعاملات التفسيرية يسمى هذا النموذج نموذج التأثيرات الفردية وهنا يمكن التقدير باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية. (bourbonnais 2015, 348)

الجدول رقم 02: يوضح نتائج اختبار HASIO

النتائج	القيمة الاحتمالية	القيمة المحسوبة	الفرضيات
رفض الفرضية	0.020715	2.215112	Ho1
قبول الفرضية	0.051137	1.900800	Ho2
رفض الفرضية	0.019336	2.329464	Ho3

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-VIEWS 12

يوضح الجدول أعلاه، أنه يتم رفض الفرضية الأولى القائلة بأن التقدير يكون بواسطة طريقة المربعات الصغرى عن طريق النموذج التجميعي ويتم قبول الفرضية الثانية، مع رفض الفرضية الثالثة مما يعني أن التقدير يتم بواسطة نموذج التأثيرات الفردية. (bourbonnais 2015, 350)

2.2.5 تقدير البيانات بالاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية: بناء على نتائج اختبار HASIO، سيتم تحليل الانحدار المتعدد بالاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول رقم 03: يوضح تقدير البيانات بالاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

نموذج التأثيرات العشوائية		نموذج التأثيرات الثابتة		المتغيرات
القيمة الاحتمالية	المعامل	القيمة الاحتمالية	المعامل	
0.0378	132.8869-	0.0137	313.6095-	C
0.0099	91.76097-	0.1944	74.47971-	SCE
0.1705	100.4294	0.0883	620.5757	HCE
0.0000	1552.714	0.0000	1510.784	CEE
0.9603		0.9859		R-squared
0.9578		0.9830		Adjusted R-squared
77.9870		78.5713		S.E of regression
396.6992		337.4223		F-statistic
0.00000		0.00000		Prob(F-statistic)
1.8961		1.9929		Durbin waston stat

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-VIEWS 12

3.2.5 اختبار Hausmen: يستخدم هذا النموذج عند وجود اختلاف بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، يستند هذا النموذج على الفرضيتين التاليتين:  
H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.  
H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

الجدول رقم 04: يوضح نتائج اختبار Hausmen

Chi-Sq.Statistic	Chi-Sq.d.f	Prob
3.578411	4	0.5808

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-VIEWS 12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية Chi-Sq. Statistic قدرت 0.5808 وهي أكبر من مستوى معنوية 5%، مما يؤدي الى قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة وبالتالي نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم .

4.2.5 تحليل النتائج واختبار الفرضيات: من خلال نتائج الاختبارات السابقة نلاحظ أن نموذج التأثيرات العشوائية معنوي ولا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، ولديه قدرة كبيرة على تفسير آثار المتغيرات المستقلة على المستقل التابع وبالتالي فهو صالح للتقدير، وعليه يتم تقدير النموذج وفق المعادلة التالية:

$$MV = -132.8869 - 91.76097SCE + 100.4294HCE + 1552.714 CEE$$

R= 0.9603 P.value=0.0000 DW= 1.8961

- نلاحظ أن معامل التحديد قد بلغ 0.9603 أي أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير ما نسبته 96.03% من المتغير التابع، والباقي راجع لمتغيرات أخرى؛
- تبلغ قيمة واتسن 1.89 وهي قريبة من 2، مما يدل أن هذا النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.
- وجود أثر سلبي بين كفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية، حيث أنه كلما زادت كفاءة رأس المال الهيكلي بوحدة واحدة تنخفض القيمة السوقية ب 91.76097، وبالتالي قبول الفرضية التي تنص على أن هناك أثر ذو دلالة احصائية لكفاءة رأس المال الهيكلي على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة؛
- وجود أثر ايجابي بين كفاءة رأس المال البشري والقيمة السوقية، حيث كلما زادت كفاءة رأس المال البشري بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية ب 100.4294 وبالتالي قبول الفرضية التي تنص على أن هناك أثر ذو دلالة احصائية لكفاءة رأس المال البشري على القيمة السوقية أي أن المؤسسات محل الدراسة تهتم بالموارد البشري وتعمل على المحافظة عليه وتنميته مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية؛
- وجود أثر ايجابي بين كفاءة رأس المال المستخدم والقيمة السوقية، حيث كلما زادت كفاءة رأس المال المستخدم بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية ب 1552.714 وبالتالي قبول الفرضية التي تنص على أن هناك أثر ذو دلالة احصائية لكفاءة رأس المال المستخدم على القيمة السوقية، أي أن كلما زاد صافي الأصول للمؤسسات محل الدراسة ازدادت القيمة السوقية.
- وبالتالي تقبل الفرضية الرئيسية والتي تنص على أن هناك أثر ذو دلالة احصائية لرأس المال الفكري على القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان، وهذا ما يتوافق مع دراسة (Domenico Celenza 2012) (shubitah 2019) بينما يتعارض مع بعض الدراسات من بينها دراسة (Xu 2020) (Tarigan 2019).

## 6. الخاتمة:

تم التطرق في هذه الدراسة الى أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان، وذلك من خلال التطرق الى المفاهيم الخاصة بكل من المتغيرين ومن ثم دراسة أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان، حيث أن الاهتمام برأس المال الفكري أضحى دور مهم في رفع القيمة السوقية في المؤسسات محل الدراسة الأمر الذي تطلب من المؤسسات التي ترغب في تحقيق قيمة سوقية عالية العمل على تنمية وتطوير رأس المال الفكري والمحافظة عليه بكل مكوناته.

1.6 نتائج الدراسة: توصلت الدراسة الى عدة نتائج من خلال الجانب النظري والتطبيقي لأهمها؛

- يؤدي رأس المال الفكري بجميع مكوناته الى تحسين الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة ومنه رفع القيمة السوقية؛

- تهتم المؤسسات محل الدراسة بجميع مكونات رأس المال الفكري حيث تهتم برأس المال البشري بدرجة كبيرة يليه رأس المال المستخدم ثم رأس المال الهيكلي في المرتبة الأخيرة؛
- وجود أثر ذو دلالة احصائية لرأس المال الفكري على القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان؛
- وجود أثر سلبي بين كفاءة رأس المال الهيكلي والقيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة ؛
- وجود أثر ايجابي بين كفاءة رأس المال البشري والقيمة السوقية أي أن المؤسسات محل الدراسة تعمل على تطوير العنصر البشري والمحافظة عليه ؛
- وجود أثر ايجابي بين كفاءة رأس المال المستخدم والقيمة السوقية أي أن هناك علاقة بين حجم أصول للمؤسسات محل الدراسة والقيمة السوقية.

## 2.6 اقتراحات الدراسة: تتمثل أهم الإقتراحات نحو هذه الدراسة في مايلي:

- زيادة الاهتمام برأس المال الفكري وادارته في المؤسسات الاقتصادية، وأخذه بعين الإعتبار من قبل الإدارة ومتخذي القرارات لكونه مصدر؛
- يجب على المؤسسات الإهتمام بالإبداع والإبتكار لدى الموظفين، والعمل على تحفيزهم وتطوير مهاراتهم بشكل مستمر؛
- من الأفضل على المؤسسات المدرجة ببورصة عمان اتباع استراتيجيات وخطط لتنمية رأس المال الفكري والبحث على سبل تحسينه وتطويره لما له من تأثيرات متوقعة على قيمة الشركة؛
- من الضروري أن تقوم المؤسسات عينة الدراسة تبني أساليب من خلالها يتم استقطاب عملاء جدد والحفاظ على العملاء الحاليين؛
- على المؤسسات محل الدراسة اتباع نظام حوافز للموظفين لديها من أجل زيادة ورفع الأداء لديهم مما يؤدي الى رفع قيمة المؤسسة؛
- على المؤسسات محل الدراسة زيادة الاهتمام برأس المال الهيكلي من خلال توفير هيكل تنظيمي واضح واجراءات عمل واستراتيجيات من أجل رفع كفاءته.

## 7. قائمة المراجع:

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- أشرف حمد رزق الخلايلة. (2020). أثر رأس المال الفكري على الأداء المالي في البنوك المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، قسم المحاسبة.
- علي خلف ابراهيم الزهراني. (2022). أثر السيولة على القيمة السوقية للشركات السعودية المساهمة خلال 2011-2020. (15)06، الصفحات 40-60.
- عماد محمد. (2021). ملائمة استخدام القيمة المضافة لرأس المال الفكري كمدخل للقياس والافصاح المحاسبي لتعزيز جودة التقارير المالية وأثره على القيمة السوقية للشركة. مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية(العدد 03).
- فرحاتي لويظة. (2016). دور رأس المال الفكري في تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسات الاقتصادية في ظل اقتصاد المعرفة دراسة حالة شركة الاسمنت عين التوتة. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، قسم علوم التسيير، بسكرة.

فواز عبد الحميد، حنان اسامة حسن مرعي. (2017). أثر رأس المال الفكري في تحقيق ريادة الأعمال لشركات الاتصالات السعودية دراسة ميدانية على قطاع الاتصالات السعودية تبوك. *المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث*، المجلد 01(العدد 06).

لطرش سميرة. (2010). كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية. *مذكرة دكتوراه، قسنطينة*.

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

ينال محمد خير النصور، معتز كمال الزعبي. (2022). أثر مستوى الافصاح الاختياري على القيمة السوقية في البنوك التجارية الأردنية. 07(02).

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Ardillah, K. (2018). effect of intellectual capital, corporate sustainability disclosure, and corporate governance to the value of the company: empirical study on registered SOE in Indonesia stock exchange. *10(02)*, pp. 60-67.
- bourbonnais, R. (2015). *econometrice cours et exercices corriges*. (e. 09, Ed.) paris: dunod.
- Domenico Celenza, F. R. (2012). The Relationship Between Intellectual Capital (IC) and Stock market performance empirical evidence from italy. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 08(11), 1729-1741.
- Gokhan ozer, I. c. (2016). the role of human capital in firm valuation: an application on BIST. *12th international strategic management conference*, (pp. 168-177). Antalya, turkey.
- ilhan cam, G. o. (2021). intellectual capital and firm value: an investigation of turkish manufacturing companies. *istanbul business research*, 51(01).
- Iswatia, M. a. (2007). the influence of intellectual capital to financial performance at insurance companies in Jakarta Stock Exchanges. *proceedings of the 13th Asia Pacific Management conference*, (pp. 1393-1399). Australia.
- leif, E. (1997). developing intellectual capital at skandia. *long rang plannin*, vol 30(no 3).
- Nur fazrina sijol, A. b. (2018). impact of dividend policy on shareholder's wealth: a study on manufacurting industry listed in NASDAQ america. *04(02)*, pp. 251-260.
- o. f.-o. (1999). measuring and reporting intellectual capital.
- pulic, A. ( 2008, june ). the principles of intellectual capital efficiency. *abrief description*. Croatia: cetar za intelektualni capital.
- robert merton bodie zvi. (2014). *الإصدار finance*. Ed 03. (paris: nouveaux horizons-ars).
- shubitah, m. f. (2019). Intellectual capital and market value: evidence from Jordan. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(04), 37-45.
- Stewart, t. (1998). *intellectual capital: the new wealth of organizations*. performance improvement.
- Tarigan, J. e. (2019). The Impacts of Intellectual Capital on Financial performance; evidence from indonisia. *Journal of Business*, 05(01), 65-76.
- tegage, H. g. (2022). *the effect of intellectual capital efficiency on the financial performance of commercial banks in ethiopia*. lecturer woldia university, department of business and economics, ethiopia.
- Xu, J. &. (2020). The Impact of Intellectual Capital on Firm Performance: A Modified and extended vaic model. *Journal of Competitiveness*, 12(01), 161-176.