

## دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013).

### Study on the ability of traditional indicators and modern interpretation of the financial performance of firms quoted on the stock exchange - A case study of Algeria Exchange (2000-2013)-

زرقون محمد

جامعة ورقلة

Zergounemed@gmail.com

شنين عبد النور

جامعة ورقلة

chenineabdennour@yahoo.com

**ملخص:** تهدف هذه الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاسا بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة (2000-2013)، تم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى النماذج الانحدار الخطية والغير خطية لمعرفة القدرة التفسيرية، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية EViews3.1 و SPSS20. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال) والحديثة (عائد التدفق النقدي على الاستثمار، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، إلا أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت قوة التفسير فيها 50 في المائة، وهذا مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز فيها نسبة التفسير 14 في المائة.

**الكلمات المفتاح:** أداء مالي، قدرة تفسيرية، مؤشرات تقليدية، مؤشرات حديثة، عوائد أسهم.

**Abstract:** This study aims to measure and compare the explanatory power of the indicators of traditional and modern for my organization Saidal and hotel Eurasian Almsartin in Algeria Stock Exchange financial performance, which is a traditional and modern independent variables and financial performance indicators as measured by returns on variable stock continued for the period 2000 – 2013, Correlation matrix was used to highlight the relationship between the indicators, as well as models of linear regression and nonlinear explanatory ability to see, based on the statistical programs and EViews3.1 SPSS20. The study found there is a statistically significant relationship between the traditional financial performance indicators (return on equity, return on assets, return on investment, leverage, needed in working capital of exploitation) and modern (cash flow return on investment, with the exception of the economic value added and market value-added, which did not give a moral statistically significant) and between quoted equities and economic institutions in Algeria stock returns, but the traditional indicators are most able to interpret the changes in stock returns, and particularly the profitability ratios that exceeded the power of interpretation in which 50 per cent, and this compared Modern indices in which the proportion of interpretation does not exceed 14 per cent.

**Keywords:** Financial performance, interpretive ability, traditional indicators, recent indicators, stock returns.

#### I. مقدمة

يحظى الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية بكافة أنواعها باهتمام متزايد من قبل الباحثين، الدارسين، الإداريين والمستثمرين، لأنه يعتبر من المقومات الرئيسية لهذه الأخيرة، لما يوفره من نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها، لمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة المؤسسة من خلال مؤشرات محددة لتحديد الانحرافات عن الأهداف المسطرة مسبقا.

منذ ظهور المؤسسات وهي تسعى إلى تحقيق أهدافها وإلى البحث عن أدوات أو مؤشرات تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها المالي، ومع تطور أهداف المؤسسة من هدف تحقيق الأرباح إلى النمو والبقاء إلى ما يعرف حديثا بخلق القيمة، تطورت المؤشرات المالية بالتوازي لبلوغ هذه الأهداف، وبظهور الأسواق المالية وتطورها واندماجها أصبحت المؤسسات تبحث عن مكانة لها في هذه الأسواق باعتبار هذه الأخيرة تعكس قيمة المؤسسات وهدف المؤسسة هو رفع قيمة أسهمها، الأمر الذي يحتم على القائمين على إدارة المؤسسة الإجابة على التساؤل التالي: هل أن تحقيق أقصى ربحية للسهم الواحد سوف يؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنفعة القصوى للملاك؟ وبالتالي أصبح من الضروري البحث عن مؤشرات تجيب عن هذا التساؤل على أن يراعى التغيرات المستمرة لبيئة المؤسسة، ومن خلال كل ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

### ما مدى قدرة المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة على تفسير الأداء المالي

#### للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟

بغرض دراسة هذه الإشكالية الرئيسية تم تقسيمها إلى إشكاليات فرعية على النحو التالي:

- هل توجد علاقة بين المؤشرات التقليدية والحديثة والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟
- ما مدى قدرة تفسير المؤشرات التقليدية للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟
- ما مدى قدرة تفسير المؤشرات الحديثة للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟

#### الفرضيات:

بغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة يتم وضع الإجابات الاحتمالية التالية:

- توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات التقليدية والحديثة والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر ولكن بدرجات متباينة.
- المؤشرات التقليدية أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.
- المؤشرات الحديثة أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

## **II. الدراسات السابقة**

### أولاً: الدراسات السابقة العربية

- دراسة نائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني، وآخرون، 2011.

الهدف من هذا البحث يكمن في دراسة ومعرفة أيهما أكثر قدرة ( استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء المالي ) في تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم MV من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والمتمثلة في القيمة الدفترية BV، التوزيعات النقدية للسهم DPS، الأرباح المحققة للسهم EPS، العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، التدفق النقدي التشغيلي CFO، والقيمة الاقتصادية المضافة EVA، كمتغيرات مستقلة، والتغيير في القيم السوقية للأسهم MV كمتغير تابع، لعينة مكونة من 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ما بين (2000-2009)، باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك من خلال تطبيق البرنامج الإحصائي SPSS ونتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسير أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيم السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل التحديد  $R^2$  للمؤشرات التقليدية 82.6% بينما بلغت  $R^2$  للقيمة الاقتصادية المضافة 17.1%<sup>1</sup>.

### ■ دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته، 2009.

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على السهم لقياس قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية، وتتضمن الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كما تقارن الدراسة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان EVA & MVA والمؤشران المحاسبيين من التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في الفترة ما بين (2007-2009) وطبقت الدراسة على 96 شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي تم اختيارها وفقاً لتوفر البيانات التي تتطلبها الدراسة من مختلف القطاعات باستثناء قطاع التأمين، وتم اختبار فرضيات البحث باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS واستخدمت الباحثة أسلوب الارتباط (بيرسون) والانحدار بنوعيه الخطي وغير خطي (اللوجريتمي) بغرض مقارنة النتائج واختيار الطريقة التي تحقق درجات إحصائية عالية، وبعد تحليل النتائج استنتجت الباحثة أن نموذج الانحدار الغير خطي حقق علاقة ذات دلالة إحصائية أعلى من النموذج الخطي، وترتبط EVA لعام 2008 بالعائد على السهم للعام نفسه ارتباط طردي متوسط 0.502 بدرجة ثقة 99% وتنبأ بـ 23.9% من عوائد الأسهم لنفس العام بدرجة ثقة 99%، أما EVA للعامين 2007 و 2008 فتنبأ بـ 23% من عوائد الأسهم لعام 2008 بدرجة ثقة 99%، كما حقق معامل ارتباط بيرسون علاقة طردية ضعيفة بمقدار 0.434 بين EVA و MVA لعام 2008 واستطاعت EVA في ذلك العام من تفسير 18.8% من قيمة MVA للعام نفسه بدرجة ثقة 99%، واستطاعت قيم EVA للعامين 2007 و 2008 من تفسير 13.5% من MVA لعام 2008 بدرجة ثقة 99%، وتفوق المؤشران الاقتصاديان EVA & MVA في التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في عام 2008 على المؤشران المحاسبيين ROI & ROA بنسبة 51.9%، 44.5% على التوالي بدرجة ثقة 99% وحقق المؤشر MVA أعلى نسبة تنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية من المؤشرات المستخدمة في الدراسة تبلغ 50.2%<sup>2</sup>.

### ■ دراسة سمير محمد حسين الرواشدة، 2006.

هدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE، والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO، وعوائد الأسهم، بالإضافة إلى ذلك فقد هدفت الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم، وذلك وصولاً للهدف الأساسي لهذه الدراسة ألا وهو مقارنة مدى علاقة كل من مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم واختبار مدى مساهمة كل من هذه المقاييس في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت 47 شركة صناعة أردنية مساهمة عامة في بورصة عمان المالية خلال الفترة (1998-2004)، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، وخلصت نتائج الدراسة أن كل مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة على علاقة بعوائد الأسهم وكلاهما يقدم تفسيراً للاختلافات في عوائد الأسهم، ولكن كانت مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، وأن هناك محتوى للمقاييس التقليدية في تفسيرها لعوائد الأسهم، في حين لا يوجد أي محتوى إضافي يذكر للقيمة الاقتصادية المضافة<sup>3</sup>.

### ■ دراسة أشرف الشرفاوي، 2004.

يتناول هذا البحث بدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، كما يتناول تحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية، بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية، وقد تم إجراء الدراسة العملية باستخدام بيانات أسهم 48 منشأة أعمال تمثل المنشآت الأكثر نشاطاً المسجلة في سوق الأوراق المالية بمصر، وذلك عن فترة 3 سنوات ونصف (بداية عام 2000 وحتى منتصف 2003) وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم صحة المزاعم النظرية بوجود علاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة لها، كما أظهرت النتائج أن تصميم سياسات استثمارية بالاستناد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بمتوسط العوائد المحققة بالسوق،

كما قامت الدراسة باختبار مدى منفعة السياسات الاستثمارية المعتمدة على أحد المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها وهو مضاعف الربحية، بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وقد أظهرت نتائج الدراسة العملية منفعة استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بعوائد أسهم منشآت الأعمال.<sup>4</sup>

### ثانياً: الدراسات السابقة الأجنبية

#### ■ دراسة Habibollah Nakhaei.2013

هدف الباحث من خلال هذه الرسالة إلى دراسة القوة التفسيرية النسبية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمقارنة مع متغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للأسهم، بالتركيز على الدراسة الميدانية لـ 47 شركة غير مالية مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة الممتدة ما بين (2004-2008) واختبار العلاقة استخدم الباحث طريقة الانحدار الخطي البسيط، وخلصت الدراسة إلى القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية المتمثلة في النتيجة الصافية NP ونتيجة الاستغلال OP للقيمة السوقية للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة EVA.<sup>5</sup>

#### ■ دراسة Gabriela Chmelíková 2008

الهدف من هذه الدراسة اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات التقليدية ROA و ROE ومدى قدرتها على قياس خلق القيمة لحاملي الأسهم MVA، لعينة تتكون من 18 مؤسسة تابعة لقطاع الأطعمة الجاهزة باستخدام تحليل الارتباط وطريقة الانحدار الخطي البسيط، وتوصلت الدراسة أن مؤشر العائد على الأصول ROA أكثر ارتباطاً وتفسيراً لتغيرات القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمقارنة بالعائد على حقوق الملكية ROE بقوة تفسير 44.85%، وأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA يفسر 80% من التغيرات في ثروة حاملي الأسهم بالمقارنة مع ROA و ROE.<sup>6</sup>

#### ■ دراسة jhvh de wet

يهدف الباحث من خلال هاته الدراسة إلى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمقاييس التقليدية والمتمثلة في العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، ربحية السهم EPS وتوزيعات السهم DPS كمتغيرات مستقلة، لمعرفة أيهما أكثر فعالية في قياس الأداء والمتمثل في القيمة السوقية المضافة MVA كمتغير تابع، حيث أجريت الدراسة على عينة مكونة من 220 شركة صناعية مدرجة في بورصة الأوراق المالية بجنوب إفريقيا خلال الفترة الممتدة ما بين (1994-2004)، وذلك باستعمال الانحدار الخطي البسيط، أي قياس أثر كل متغير مستقل على حدى على المتغير التابع، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، وتوصلت الدراسة إلى أن ROA يفسر 15% من تغيرات MVA، و EVA يفسر 8%، أما بالنسبة لـ ROE حقق نسبة تفسير ضعيفة بلغت 0.6% و EPS يفسر 0.21% وهي أقل نسبة للتفسير، وبالنسبة لمؤشر DPS فالعلاقة ليست لها دلالة إحصائية حسب اختبار ANOVA.<sup>7</sup>

### III. الإطار النظري

#### أولاً: تعريف الأداء المالي

ليس من السهل تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي وذلك نظراً لاختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين، ومن التعريفات التي قدمت للأداء المالي ما يلي:

■ لقد عرفه J.PIERRE على أنه " مدى قدرة المسيرين على تحقيق أهدافهم وذلك من خلال نمو معدل السنوي للمبيعات وتحقيقهم لنسب مالية معينة"<sup>8</sup>

■ كما يعرف الأداء المالي على أنه "تقدم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة"<sup>9</sup>

أما السعيد فرحات جمعه فيرى الأداء المالي هو "مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة، من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"<sup>10</sup>

### ثانياً: أهمية تقييم الأداء المالي

تكمن أهمية تقييم الأداء المالي من خلال العناصر التالية:

1/ متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها، وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح المطلوب، من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها، واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقاً للأهداف العامة للشركات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة.<sup>11</sup>

2/ الكشف عن العناصر الحقيقية ووضعها في مواقع أكثر إنتاجية بالنسبة للعناصر الإنتاجية، وتحديد العناصر التي تحتاج إلى دعم وتطوير، ومن ثم الوصول إلى الأداء الجيد عن طريق الاستغناء عن العناصر الغير كفئة.

3/ تظهر عملية تقييم الأداء المالي، التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ، وذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمنياً ومكانياً.<sup>12</sup>

4/ تكمن أهمية الأداء المالي بالنسبة للعوامل البيئية الخارجية، حيث إن المنظمات ذات الأداء المالي العالي، تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتحديات البيئية الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف.<sup>13</sup>

### ثالثاً: أدوات قياس الأداء المالي

#### I. الاتجاهات التقليدية في تقييم الأداء المالي:

##### 1) مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

1.1. معدل العائد على حقوق الملكية (ROE): تشير هذه النسبة عن ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل ملاك الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم، كما تعتبر من أهم النسب التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتحسب هذه النسبة بقسمة النتيجة الصافية على حقوق الملكية.<sup>14</sup>

2.1. معدل العائد على الأصول (ROA): تبين هذه النسبة ما استخدم من أصول للحصول على النتيجة، وبالوحدات تمثل ما تعطيه الوحدة النقدية الواحدة من الأصول الثابتة والأصول المتداولة من نتيجة إجمالية، وتحسب بقسمة النتيجة الصافية على مجموع الأصول.<sup>15</sup>

3.1. العائد على الاستثمار (ROI): تعبر هذه النسبة على مدى كفاءة المؤسسة في استخدام وإدارة كل الأموال المتاحة لديها من المساهمين، والأموال المقترضة طويلة الأجل في تحقيق عائد تلك الأموال وتحسب انطلاقاً من النتيجة الصافية على رأس المال المستثمر.<sup>16</sup>

##### 2) مؤشرات السيولة

1.2. نسبة السيولة العامة (نسبة التداول): تستخدم هذه النسبة لمعرفة قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل من أصولها المتداولة، وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد تكون المؤسسة قادرة على الالتزام بتسديد ديونها القريبة، وتحسب بقسمة الأصول المتداولة على الديون قصيرة الأجل.<sup>17</sup>

**2.2. نسبة التداول السريعة:** تعتمد هذه النسبة على الأصول سريعة التحويل إلى نقدية، لقياس درجة سيولة المنشأة، وتحسب بقسمة صافي الاصول المتداولة من المخزونات على الخصوم المتداولة.<sup>18</sup>

**3.2. نسبة السيولة الفورية:** تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها القصيرة الأجل، مقارنة بمبلغ السيولة الموجود تحت تصرفها في أي وقت، وتحسب من خلال العلاقة قسمة التقديرات على الديون قصيرة الأجل.<sup>19</sup>

(3) مؤشرات أداء هيكل رأس المال:

**1.3. نسبة الرافعة المالية:** تقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، وانخفاض هذه النسبة يدل على انخفاض الأعباء الثابتة التي تتحملها المنشأة، وكذا انخفاض المخاطر التي يتعرض لها الدائنون وتحسب من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات.<sup>20</sup>

**2.3. نسبة قابلية السداد:** تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض وتحسب من خلال قسمة مجموع الاصول على مجموع الديون.<sup>21</sup>

**3.3. نسبة الاستقلالية المالية:** تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائئتها وتحسب من خلال قسمة الاموال الخاصة على مجموع الديون.<sup>22</sup>

(4) مؤشرات التوازن المالي: يمكن اعتباره معيار مهم لتقييم الأداء المالي، كونه هدف مالي تسعى وباستمرار الوظيفة المالية إلى بلوغه من أجل تحقيق الأمان للمؤسسة، وهناك ثلاثة توازنات من المنظور الوظيفي تستعمل من طرف المحلل المالي نوجزها في ما يلي:<sup>23</sup>

**1. رأس المال العامل الصافي الإجمالي:** هو ذلك الجزء من الموارد الدائمة المخصصة لتمويل الأصول المتداولة، ويحسب كما يلي:<sup>24</sup>

$$FRng = RD - Es$$

حيث إذا كان:

**$FRng > 0$**  : تدل على وجود هامش أمان، وهو مؤشر إيجابي للمقدرة على السداد.

**$FRng < 0$**  : يشير أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها، وسوف تواجه مشاكل خاصة المقدرة على الدفع والاستدانة.

**$FRng = 0$**  : يعني أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل، دون تحقيق فائض ولا عجز.

**2. الاحتياج في رأس المال العامل:** يتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، مما يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز، ويعبر عن إجمالي الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسة وغيرها بالعلاقة التالية:

$$BFRg = BFRex + BFRhex$$

**3. الخزينة الصافية الإجمالية:** وتشكل هذه الأخيرة عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الجمالي في تمويل الاحتياج في رأس المال العامل الجمالي، فإذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة، وهي حالة الفائض في التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل، وتحسب من خلال العلاقة:

$$Tng = FRng - BFRg$$

■ شروط التوازن المالي: لكي يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي، يجب أن يتحقق ما يلي:

الشرط الأول: رأس المال عامل صافي إجمالي موجب.

الشرط الثاني: أن يغطي رأس المال عامل صافي إجمالي الاحتياج في رأس المال العامل الاجمالي.

الشرط الثالث: الخزينة الصافية الإجمالية موجبة، ويتحقق ذلك بتحقق الشرطين السابقين.

## II. الاتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي:

1/ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): عرفت شركة الاستشارة الأمريكية Stern Stewart القيمة الاقتصادية المضافة على أنها " مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث ارتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المقترض والمملوك "25. كما عرفها باحثون بأنها " القيمة المضافة من قبل المؤسسة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال "26 ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:  
**القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة - ( تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر).**

2/ القيمة السوقية المضافة (MVA): يستخدم مؤشر القيمة السوقية المضافة للحكم على الأداء المالي الداخلي للمؤسسة، من خلال تحفيز المسيرين لاتخاذ القرارات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، ويتجلى ذلك من خلال القيمة السوقية المضافة والتي تحسب على مجموعة من السنوات وذلك حسب العلاقة التالية:27

$$MVA = \sum_{t=1}^n \left( \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \right)$$

حيث: MVA: القيمة السوقية المضافة، K التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، t: الفترة.

3/ مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI: يعتبر من أهم المؤشرات لخلق القيمة، حيث يستخدم في تقييم المؤسسة ككل، أو اختيار وتقييم المشروع المراد تمويله، ويتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال، فإذا هذا المؤشر أكبر من تكلفة التمويل فهناك إنشاء للقيمة، أما إذا كان العكس فنقول هناك تدمير للقيمة، ويحسب من خلال قسمة فائض التدفق النقدي التشغيلي على الأصل الإجمالي.28

## IV. الإطار التطبيقي

أولاً: المنهج المتبع وأدوات تحليل بيانات الدراسة: بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، كما تم استخدام أسلوب المسح المكتبي من خلال الاطلاع على الكتب والدراسات والرسائل المرتبطة بالموضوع، أما أدوات الدراسة فقد تم الاستعانة بمصفوفة الارتباط لبيرسون لقياس قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية وغير خطية كأداة إحصائية لاختبار المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عوائد الأسهم وهي الطرق المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات، وذلك باستخدام البرامج الإحصائية SPSS 20 و EViews 3.1.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة: يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2000 إلى 2013م والتي بلغت 05 شركات في بورصة الجزائر، أما عينة الدراسة فقد تكونت من شركتين وهم كل من شركة صيدال المتخصصة في الصناعات الصيدلانية، وشركة فندق الأوراسي، بعد استبعاد ثلاثة شركات وذلك لعدم توفرها على الشروط التالية:

- أن تغطي فترة الدراسة لأكثر من خمسة سنوات من دخولها للبورصة؛
- أن تكون سند رأس المال لكي تعبر عن المتغير التابع وهو عوائد الأسهم وليس سند دين؛
- لم تقم بوقف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة (أن تكون المؤسسة في حالة نشاط وتسعير بالبورصة)؛
- لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة.

### ثالثا: تحديد متغيرات الدراسة

**أولاً: المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، وبغرض الحصول على أحسن تمثيل للأداء المالي فقد تم الاعتماد على نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة، والتي تعد من أهم النسب المستخدمة كمقياس لعوائد الأسهم والواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء المؤسسات الاقتصادية من وجهة نظر المستثمر، وهي إحدى مقاييس السوق، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام، أي أن هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للمؤسسات الاقتصادية ويعكس مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول والموارد المتاحة لذلك تسعى الشركات إلى زيادة هذا المقياس للدور الذي يلعبه في تحديد سعر السهم، حيث أنه من أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم، ويرمز لنصيب السهم من الأرباح المحققة بـ EPS ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم المكتتب بها.

**ثانياً: المتغيرات المستقلة:** إن مؤشرات الأداء المالي المستخدمة في هذه الدراسة هي عبارة عن ثمانية متغيرات، منها خمسة مؤشرات تقليدية لتقييم الأداء المالي والمتمثلة في مؤشرات الربحية والتي تقيس مدى كفاءة وفاعلية إدارة الشركة في توليد الأرباح، وسيتم قياس الربحية في هذه الدراسة بالاعتماد على ثلاثة نسب متمثلة في معدل العائد على حقوق الملكية ROE، ومعدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على الاستثمار ROI، بالإضافة إلى مؤشر المديونية مقاسا بنسبة الاقتراض (قسمة الديون الإجمالية على إجمالي الأصول). وأخيرا مؤشرات التوازن المالي، حيث يمكن اعتباره معيار مهم لتقييم الأداء المالي، كونه هدف مالي تسعي وباستمرار الوظيفة المالية إلى بلوغه من أجل تحقيق الأمان ودرجات تحقيق التوازن المالي للمؤسسة، وسيتم اعتماد مؤشر واحد من مؤشرات التوازن المالي والمتمثل في الاحتياج في رأس المال العامل BFR، أما بالنسب للمؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي وهي التي تم التطرق إليها سابقا في الجانب النظري.

## V. نتائج الدراسة.

### أولاً: تحليل نتائج علاقات الارتباط بين المؤشرات التقليدية والحديثة والأداء المالي

تبين إشارة معامل الارتباط السالبة والموجبة طبيعة العلاقة بين المتغيرين، العكسية أو الطردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط  $r$  قوة العلاقة بين المتغيرين، لكن قبل أن نراعي إلى قيمة المعامل لا بد من دراسة الدلالة الإحصائية له، حيث يمكن أن يعطي  $r$  قيمة للارتباط، بينما لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذه المتغيرات (قيمة عشوائية)، من أجل ذلك نقارن القيمة الاحتمالية Sig بمستوى المعنوية 5% المعتمد، حيث إذا كان قيمة Sig أقل من 0.05 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، أي توجد دلالة لإحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين، حيث نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) بأن هناك علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين مؤشرات الربحية والمتمثلة في العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، العائد على الاستثمار ROI وعوائد الأسهم EPS، حيث بلغت درجات الارتباط بين هذه المؤشرات وعوائد الأسهم على التوالي 0.75، 0.756 و 0.483، عند مستويات معنوية كذلك على التوالي 0.000، 0.000، و 0.009، وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، كما نلاحظ كذلك من نفس الجدول رقم (01) أن هناك علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما -0.61 عند مستوى معنوية 0.001 وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.05، ومن نفس الجدول السابق الذكر نلاحظ أن هناك علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين الاحتياج في رأس المال العامل وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.635 عند مستوى معنوية صفر (0.000) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05. أما بالنسبة لتحليل نتائج علاقات الارتباط بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي فنلاحظ من نفس الجدول المذكور أعلاه أن

هناك علاقة عكسية غير دالة إحصائياً لمعامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة من جهة وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما على التوالي  $-0.135$  و  $-0.142$  عند مستويات معنوية على التوالي  $0.495$  و  $0.472$  وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول  $0.05$ ، أي أنه لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذه المتغيرات (قيمة عشوائية). كما نلاحظ أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما  $0.547$  عند مستوى معنوية  $0.003$  وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد  $0.05$ ، وبالتالي يوجد تأثير مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار على عوائد الأسهم في الواقع.

### ثانياً: نتائج اختبار الانحدار البسيط بين المؤشرات التقليدية والحديثة والأداء المالي

يساعد التمثيل النقطي على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال ملاحظة شكل انتشار النقاط، فإذا كان هذا الانتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية ومن خلال الأشكال البيانية لتمثيل النقطي تبين انه لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغيرين، هل هي علاقة خطية أم هي علاقة أسية؟ لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناء على عدة معايير مفاضلة إحصائية هي:

- معنوية المعامل المقدرة (وجود دلالة أحسن إحصائية لمعاملات المعادلة)؛
- المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي)؛
- معامل التحديد  $R^2$  (أحسن جودة توفيق)؛
- معيار AKAIKE (أقل قيمة لمعامل التفضيل AKAIKE)؛
- معيار SCHWORZ (أقل قيمة لمعامل التفضيل SCHWORZ)؛
- قيمة دارين واتسون.

والجدول رقم (02 و 03) يلخص أهم المعادلات التي أعطت أحسن تمثيل وأكبر قدرة تفسير بين المتغير التابع EPS والمتغيرات المستقلة ROE، ROA، ROI، LEV، BFR، و CFROI.

### ثالثاً: تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات.

إن النتائج التي تم الحصول عليها تمكن من معرفة المؤشرات التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن قدرة تفسيرية للأداء المالي، وبالتالي سيتم عرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون متسلسلة ومنهجية.

بعد استخدام نماذج الانحدار على متغيرات الدراسة ممثلة في المؤشرات التقليدية والحديثة، للوصول إلى النموذج الرياضي الأفضل والذي يمكن أن يعطي أكبر قدرة تفسيرية للمتغيرات التي تحدث في عائد السهم لاحظ الجدولين 02 و 03، بينت الدراسة التطبيقية أن المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة جميعها لها دلالة إحصائية والقدرة على التفسير، ماعدا المؤشرات الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية إحصائية، حيث كان هناك تباين في الدرجات التفسيرية بين المؤشرات، وبالتالي لكل من المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة قدرة تفسيرية للأداء المالي، وبناء على هذه النتيجة المتوصل إليها، نثبت صحة الفرضية الأولى التي تقول أن للمؤشرات التقليدية والحديثة معنوية إحصائية..

من المؤشرات السابقة التي تعتبر من أهم المتغيرات تأثيراً ومفسرة للأداء المالي نجد المؤشرات التقليدية، وبالتحديد نسب الربحية، والتي تجاوزت القدرة التفسيرية لها 50 في المائة، حيث كانت القوة التفسيرية لها على الترتيب بالنسبة للعائد على حقوق الملكية بقوة 63.80 في المائة، ثم يليه العائد على الأصول بقوة 60 في المائة، وثالثاً معدل العائد على الاستثمار بقوة تفسيرية 50.14 في المائة، وفي المرتبة الرابعة

نجد مؤشر التوازن المالي والمتمثل في الاحتياج في رأس المال العامل والذي بلغت القوة التفسيرية له 31.77 في المائة، بينما كان أضعف تأثير للمؤشرات التقليدية على الأداء المالي نجد نسبة الرافعة المالية حيث تفسر الأداء المالي بـ 25.7 في المائة. يمكن أن نرجع القوة التفسيرية الكبيرة للمؤشرات التقليدية وخاصة منها نسب الربحية إلى التشابه في طريقة الحساب من خلال الاعتماد على النتيجة الصافية التي تتحقق بعد تسوية جميع المصاريف الخاصة بالنشاط الأساسي والاستثنائي للمؤسسات، ومنه تعتمد هذه الأخيرة على نسب الربحية في عملية تقييم ومراقبة أداءها المالي، أو أن الزيادة في نسب الربحية يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، فالزيادة المتوقعة بنسب الربحية تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها ومنه زيادة عوائدها، أي أن تحقيق الشركتين محل الدراسة للربح المناسب يساعد على الحفاظ على أسعار الأسهم في بورصة الجزائر، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، وقد أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح هي علاقة طردية، وبالتالي المستثمرين ينظرون إلى هذه المؤشرات المعيار الأساسي للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، أما بالنسبة للمؤشرين التقليديين الآخرين المتمثلة في مؤشر التوازن المالي وهو الاحتياج في رأس المال العامل فكانت العلاقة بينه وبين عائد السهم طردية ذات قوة تفسير ضعيفة بلغت 31.77 في المائة، ويرجع ذلك إلى طريقة الحساب كذلك والتي لم يتم فيها الاعتماد على النتيجة الصافية وبالتالي الشركتين محل الدراسة والمستثمرين لا ينظرون إلى هذا المؤشر على أنه المعيار الأساسي للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، أما ما هو عليه الحال بالنسبة لمؤشر الرفع المالي فكانت العلاقة عكسية، تتميز بأضعف قدرة تفسيرية من بين المؤشرات التقليدية البالغة 25.77 في المائة، ويرجع ذلك أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى إلى انخفاض في ربحية السهم بسبب زيادة كلفة التمويل، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية السهم، وبالمقابل قد يؤدي إلى أضرار في ربحية السهم، وهذا بالفعل ما حصل بالنسبة للشركتين محل الدراسة والتي بلغت في استخدام الرفع المالي، وبالتالي لو كانت العلاقة طردية ربما سوف تكون نسبة التأثير قوية لأنها تؤدي إلى زيادة عائد السهم، وهذا لأنه مازال الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية في الجزائر هو تعظيم الأرباح، كون الربح يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرار أي شركة في الحياة الاقتصادية، ومصدرا من مصادر التمويل الداخلي (التمويل الذاتي).

كما كشفت الدراسة عن وجود قوة تأثير وتفسير للمؤشرات الحديثة ضعيفة، لم تتجاوز 14 في المائة، حيث بلغت أعلى نسبة تفسير للمؤشرات الحديثة على الأداء المالي لتدفق النقدي المتولد عن الاستثمار بـ 13.79 في المائة، ويرجع ضعف التفسير للمؤشرات الحديثة في بورصة الجزائر، حيث أنه في أغلب الأحيان يتم قياس هذه الأخيرة من البيانات المالية المعدة في آخر السنة، هذا الشيء يؤدي بالمسيرين إلى عدم تحديد نواحي القصور في الجانب التشغيلي خلال دورة الإنتاج، وهذا نتيجة لعدم توفر المعلومات الكافية للحد من هذه الإشكالية، وخاصة منها كيفية تحديد وحساب التكلفة الوسطية المرجحة، التي تعد موضع اهتمام الكثير من الباحثين والكتاب وبالتالي تأثير هذه الأخيرة بدرجة كبيرة على كيفية حساب المؤشرات الحديثة على غرار كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة. الملاحظ أيضا من خلال الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في الدول المتقدمة، أنها أثبتت أن للمؤشرات الحديثة القدرة التفسيرية الكبيرة على حساب المؤشرات التقليدية، وهذا عكس الدراسات في الدول العربية خاصة والدول النامية إجمالا، وقد يعود هذا التباين في النتائج، بسبب كفاءة الأسواق المالية التي تتميز بها الدول المتقدمة ( كفاءة عند المستوى المتوسط)، وهذا عكس الدول العربية وخاصة منها الجزائر التي لا يمكن أن نتكلم عن الكفاءة حتى على المستوى الضعيف فيها، وهذا السبب هو العامل الرئيسي الذي أدى إلى عدم وجود تأثير و قدرة تفسيرية للقيمة السوقية المضافة على الأداء المالي في بورصة الجزائر، لأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتأثر بدرجة كبيرة بكفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى ذلك نجد الأزمات التي أوجدتها المؤشرات التقليدية، مثل الفضيحة المالية 2001 انزون وهو ما أدى إلى الاتجاه إلى المؤشرات الحديثة والابتعاد عن المؤشرات التقليدية، بسبب التلاعب المحاسبي وانعدام الأخلاق وتواطؤ المحاسبين مع المسيرين.

على العموم توصلت الدراسة الحالية أن المؤشرات التقليدية هي أكثر المؤشرات قدرة على التأثير وتفسير التغيرات في عائد السهم بالمقارنة بالمؤشرات الحديثة وأن الأداء المالي الجيد للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، يعتمد بالدرجة الأولى على الربحية، حيث أن لها الدور الفعال في تعظيم قيم عائد سهم هذه الشركات، وتساعد هذه النسب المستثمرين في فهم سلوك أسعار وعوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية والعوامل المؤثرة فيها، وبالتالي النتيجة المتحصل عليها تتوافق مع دراسة كل من (سمير محمد حسين الرواشدة) والتي توصلت أن كل مقياس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة على علاقة بعوائد الأسهم وكلاهما يقدم تفسيراً للاختلافات في عوائد الأسهم، ولكن كانت مقياس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، ودراسة (أشرف الشرفاوي) وقد أظهرت النتائج العملية لهذه الدراسة منفعة استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بعوائد أسهم منشآت الأعمال، وهذا على حساب القيمة الاقتصادية المضافة، وعليه نثبت صحة الفرضية الثانية التي تقول أن المؤشرات التقليدية أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، ونرفض الفرضية الثالثة التي تقول أن المؤشرات الحديثة أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

## VI. التوصيات:

- بناءً على نتائج البحث المتوصل إليها فقد أوصى الباحثين بما يلي:
- على إدارة بورصة الجزائر إلزام المؤسسات الاقتصادية بالتركيز على مؤشرات الأداء المالي وتحديد المقاييس المناسبة لتقييم الأداء المالي للمؤسسات بما يتناسب مع مبدأ الإفصاح المحاسبي، حتى يتسنى للمستثمر قراءة هذه المؤشرات واتخاذ القرار المناسب في أسهم هذه الشركات، مبتعداً على المجازفة والمخاطرة.
  - ضرورة إهتمام المستثمرين بالعلاقة القوية بين نسب الربحية وعوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، حيث أن نسب الربحية تعكس حالة المؤسسة الجيدة ضمن المؤسسات الأخرى، ويدل على مدى إتباع هذه المؤسسات لسياسات وإجراءات استثمارية سليمة ومناسبة، كما أنه يجب على المستثمرين الأخذ بعين الاعتبار بمؤشرات الأداء المالي سواء التقليدية منها أو الحديثة عند إتخاذ القرار الاستثماري في أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، مع التركيز على النسب المالية المستندة إلى الميزانية وجدول حسابات النتائج (المؤشرات التقليدية) عند تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.
  - ضرورة إهتمام إدارة بورصة الجزائر بإلزام المؤسسات بالتركيز على مؤشرات الأداء المالي الحديثة لما لها القدرة على توجيه وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم، إذ تعمل هذه المؤشرات الحديثة على دمج مبدئين ماليين أساسيين في عملية إتخاذ القرارات الأول هو تعظيم ثروة الملاك والثاني هو أن قيمة المؤسسة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية.

## ملحق الجداول :

الجدول رقم (1): تحليل نتائج علاقات الارتباط بين المؤشرات التقليدية والحديثة والاداء المالي.

المتغير التابع	المتغير المستقل
الأداء المالي	معدل العائد على حقوق الملكية ROE
**0.75	معدل العائد على الأصول ROA
**0.756	معدل العائد على الاستثمار ROI
**0.483	

** -0.61	الرفع المالي LEV
** -0.457	الاحتياج في رأس المال العامل BFR
-0.135	القيمة الاقتصادية المضافة EVA
-0.142	القيمة السوقية المضافة MVA
** 0.547	عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI
<b>** La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral)</b>	
<b>Sig ≤ 0.05. N=28</b>	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي (spss, v20).

الجدول رقم (2): أهم المعادلات التي أعطت أحسن تمثيل وأكبر قدرة تفسير بين المتغير التابع EPS والمتغيرات المستقلة

ROE، ROA، ROI، LEV، BFR، و CFROI.

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		الكلية المعنوية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln(ROE)	0,000	0,000	0.0000	0,63	1.23	1.33	0.53
2	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln(ROA)	0,000	0,000	1E-05	0,6	1,33	1,42	0,45
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI)	0,000	0,000	0.000025	0,5	1,55	1,65	0,604
4	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln (LEV)	0,000	0,005	0,005	0,25	1,95	2,04	1,36
5	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> BFR	0,000	0,001	0,0017	0,31	1,86	1,96	0,99
6	EPS=B <sub>1</sub> CFROI	-	0,0000	0,0000	0.137	11,24	11,29	1,056

المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام برنامج Eviews

الجدول رقم (3): تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط بين المؤشرات التقليدية والحديثة والاداء المالي

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		الكلية المعنوية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		(B <sub>0</sub> )	(B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln(ROE)	6.364631	1.010909	0.0000	0,63	1.23	1.33	0.53
2	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln(ROA)	7.227373	1.004929	1E-05	0,6	1,33	1,42	0,45
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI)	5.432290	0.534202	0.000025	0,5	1,55	1,65	0,604
4	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln (LEV)	3.252378	-0.703470	0,005	0,25	1,95	2,04	1,36
5	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> BFR	4.007171	1.70E-10	0,0017	0,31	1,86	1,96	0,99
6	EPS=B <sub>1</sub> CFROI	-	869.9347	0,0000	0.137	11,24	11,29	1,056

المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام برنامج Eviews

### الإحالات والمراجع :

- 1/ ثائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني، وآخرون، أيهما أكثر قدرة علي تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.
- 2/ إكرام عبد الرحمن فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 3/ سمير محمد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2006.
- 4/ أشرف الشرفاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2004.

5Habibollah Nakhaei **Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE)**, Middle-East Journal of Scientific Research, ISSN 1990, 2013.

6 Gabriela Chmelíková **Economic Value Added Versus traditional Performance Metrics in the czech Food-Processing Sector**, volume 11, issue 4, 2008, [http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/53736/2/20071026r\\_formatted.pdf](http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/53736/2/20071026r_formatted.pdf)

7 jhvh de wet **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value - Value - a Comparative Analysis**, [http://repository.up.ac.za/xmlui/bitstream/handle/2263/2790/dewet\\_eva\(2005\).pdf?sequence=1](http://repository.up.ac.za/xmlui/bitstream/handle/2263/2790/dewet_eva(2005).pdf?sequence=1)

8 Josée et pierre, **la gestion des pme trévères et pratiques presses**, de université, de Québec 1990, page 263

9/ عبد الغاني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة** دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007، ص. 38.

10/ عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، **تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي، مجلة** **الوحدات للبحوث والدراسات**، المجلد السابع، العدد 02، جامعة غرداية، الجزائر، 2014، ص. 24.

11/ محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص، ص 47.-46

12/ رشيد حفصي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010/2011، ص 29.

13/ وائل محمد صبحي، طاهر محسن منصور الغالي، **أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن**، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009، ص، ص 42-43.

14/ حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص. 137.

15/ مبارك لسولس، **التسيير المالي**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012، ص 52.

16/ مداني بن بلغيث، عبد القادر دشايش، **انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة التحدي: ISA والمعايير الدولية للمراجعة IFRS يومي 13 و 14 ديسمبر 2011** ص 16 .

17 Jacqueline. deiahaye, Florence deiahaye, **Finance d entreprise manual et application**, 2edition, dunod. paris,2009, p125.

18/ محمد صالح الحناوي، نحال فريد مصطفى، **الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)**، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008، ص. 69.

19/ ناصر دادي عدون، **التحليل المالي**، الجزء الأول، بدون طبعة، دار المحمدية العامة، الجزائر، السنة مجهولة، ص. 53.

20/ زهرة حسن العامري، السيد علي خلف الركابي، **أهمية النسب المالية في تقييم الأداء، مجلة الإدارة والاقتصاد**، العراق، العدد الثالث والستون، 2007، ص 116.

21/ بن خروف جليلة، **دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة أحمد محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2008/2009، ص 85.

22/ المرجع السابق، ص 87.

23/ عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2001/2002، ص 33.

24/ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011، ص 103.

25/ مقبل علي احمد علي، **دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديل المقترح لحسابها (دراسة تطبيقية)**، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حلبين سوريا، السنة مجهولة، ص 4.

26 Jéromecaby et Gérard hirigoyen. **Création de valeur et gouvernance de entreprise**. 3edition. 49Rue Héricart. Paris.2005.p 27.

27/ مقبل علي احمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

28/ علي بن الضب، سيدي أحمد عبادة، **تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، العدد 2، جامعة ورقلة، 2012، ص 114.