

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية  
شعبة علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

# قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم

" دراسة حالة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية  
للفترة 2011-2015 "

من إعداد الطالبة : جميلة باسماويل

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) رئيسا

أ / بشير بن شويحة

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ محمد الهاشمي حجاج

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

أ/تبر زغود

السنة الجامعية 2016/2017



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية  
شعبة علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

# قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم

" دراسة حالة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية  
للفترة 2011-2015 "

من إعداد الطالبة : جميلة باسماويل

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) رئيسا

أ / بشير بن شويحة

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ محمد الهاشمي حجاج

(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

أ/تبر زغود

السنة الجامعية 2016/2017



## \* الإهداء \*

إلى من علمني النجاح والصبر  
إلى من اجده في مواجهة الصعاب  
إلى النور الذي ينير لي درب النجاح .. أبي

وإلى من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن مكنون ذاتها  
من علمتني وعانت الصعاب لأصل إلى ما أنا فيه  
وعندما تكسوني الهموم أسبح في بحر حنائها ليخفف من آلامي .. أمي

إلى من كانوا يضيئون لي الطريق  
ويساندوني ويتنازلون عن حقوقهم  
لإرضائي والعيش في هناء .. إخوتي

وإلى البراة المفعمة بالطفولة... أبناء إخوتي

إلى من أضاءت بعلمها عقل غيرها أو هدت بالجواب الصحيح حيرة سائلها، فأظهرت بسماحتها تواضع العلماء برحابتها

"إيمان، سهيلة"

كل زملاء الدفعة.

كل من علمني حرفاً أصبح سناً برفقه يضيء الطريق أمامي.

## \* الشكر \*

أولا الشكر لله رب العالمين الذي نور دربي ويسر أمري وأعانني لإكمال هذا العمل

فالحمد لله رب العالمين حتى يرضى، ونستعين به ونستغفره ونعوذ بالله من شرور أنفسنا ومن سيئات أعمالنا والحمد لله الذي هدانا

لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله.

أشكر الله عز وجل الذي وفقني في إنجاز هذا العمل ولا يسعني إلا أن أشكر الأستاذ المشرف حجاج محمد الهاشمي على قبوله

الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة حفظه الله ورعاه.

كما لا يفوتني أن أشكر أعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من ملاحظات وتوجيهات على هذا العمل المتواضع حفظهم

الله ورعاهم.

والشكر الخاص لمن ساعدني في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد وبالأخص صديقتي إيمان حجاج حفظها الله ورعاها.

وأشكر كل من ساندني ومد لي يد العون

ووقف إلى جانبي ولو بالكلمة الطيبة

فإن كان هذا العمل صوابا فمن الله وإن كان خطأ فمن نفسي والشيطان.

## ملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم 40 مؤسسة مدرجة في السوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2011 و 2015، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك بالاعتماد على برنامج Spss 23 و Eviews 9.5 &

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين المؤشر التقليدي العائد على الأصول، المؤشر الحديث للقيمة السوقية المضافة وعوائد الأسهم، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 43.6 في المائة، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 25 في المائة لعوائد الأسهم.

الكلمات المفتاحية : مؤشرات تقليدية، قيمة سوقية مضافة، عوائد الأسهم ، قيمة اقتصادية مضافة.

## Abstract

The objective of this study was to examine the extent to which the economic value added to financial performance by determining its ability to interpret the returns of stocks compared to traditional financial performance indicators and the market value added index. For securities between 2011 and 2015, using the correlation matrix and simple and multiple linear regression models, using Spss 23 & Eviews 9.5

The study found that there is a positive positive correlation between the traditional index of return on assets, the recent index, the market value added and the return on equity. The results of the study also outweigh the traditional indicators in the interpretation of the returns of shares with an interpretation rate of 43.6% Explanation 25 per cent of the returns of shares.

**Keywords:** accounting traditional indicators of performance, market value added, stock returns, economic value added.

## قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء .....
IV	الشكر .....
V	ملخص .....
VI	قائمة المحتويات .....
VII	قائمة الجداول .....
VIII	قائمة الأشكال البيانية .....
IX	قائمة الاختصارات والرموز .....
X	قائمة الملاحق .....
أ	المقدمة .....
01	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للقيمة الإقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي</b>
03	المبحث الأول : الأداء المالي ومؤشر القيمة الإقتصادية المضافة .....
12	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة .....
20	<b>الفصل الثاني : قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي</b>
	<b>باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة</b>
23	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة .....
28	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج .....
45	الخاتمة .....
48	المصادر والمراجع .....
52	الملاحق .....
58	الفهرس .....



## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
16	المقارنة بين الدراسات السابقة العربية .....	الجدول 1.1
17	المقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية .....	الجدول 2.1
28	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة .....	الجدول 1.2
29	مصنوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة .....	الجدول 2.2
31	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية .....	الجدول 3.2
32	نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية .....	الجدول 4.2
32	نتائج اختبار تجانس التباين .....	الجدول 5.2
34	التقدير الأمثل للعائد على السهم بدلالة مؤشر العائد على الأصول .....	الجدول 6.2
37	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة .....	الجدول 7.2
38	نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية .....	الجدول 8.2
38	نتائج اختبار تجانس التباين .....	الجدول 9.2
40	التقدير الأمثل للعائد على السهم بدلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة .....	الجدول 10.2

## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
24	تطور إدراج الشركات في السوق المالي السعودي للفترة (2007-2015).....	الشكل 1.2
25	المؤسسات عينة الدراسة .....	الشكل 2.2
30	التمثيل النقطي لعوائد الأسهم TSR بدلالة المؤشرات التقليدية ROE & ROA.....	الشكل 3.2
33	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي ( الأخطاء ) .....	الشكل 4.2
35	مناطق قبول ورفض اختبار (DW) .....	الشكل 5.2
36	التمثيل النقطي لعوائد الأسهم TSR بدلالة المؤشرات التقليدية EVA & MVA.....	الشكل 6.2
38	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء).....	الشكل 7.2
40	مناطق قبول ورفض اختبار (DW) .....	الشكل 8.2

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار	المصطلح باللغة الاجنبية	المصطلح باللغة العربية
ROA	Return On Asset	العائد على الأصول
ROE	Return On Equity	العائد على حقوق الملكية
ROI	Return On Investment	العائد على الاستثمار
MVA	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
TSR	Total Shareholder Return	العائد الإجمالي للمساهم
WACC	Weighted Average Cost of Capital	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
CI	Capital Invested	رأس المال المستثمر
NOPAT	Net Operating Profit After Tax	نتيجة الإستغلال الصافية بعد الضرائب

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
53	الشركات عينة الدراسة .....	الملحق 1
54	متغيرات الدراسة .....	الملحق 2
55	إختبارات نماذج TSR بدلالة ROE & ROA .....	الملحق 3
56	إختبارات نماذج TSR بدلالة EVA & MVA .....	الملحق 4
57	جدول توزيع ( Durbin – Watson ) .....	الملحق 5

مقدمة

أ. توطئة :

تعتبر المؤسسة الخلية الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد الوطني، والتي تسعى بدورها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المتكاملة التي تسمح لها بتحقيق أداء مالي يعكس مدى استغلالها للموارد المتاحة لها بشكل مثالي، خاصة في ظل التغيرات السريعة والمتلاحقة التي تحدث في البيئة المحيطة، فلماذا اهتمت المؤسسة في الآونة الأخيرة بهدف مهم وهو مدى قدرة المؤسسة على تعظيم قيمة أسهمها لجلب المستثمرين، بدلا من التركيز فقط على تحقيق الربحية.

لذلك تحتاج المؤسسة دائما إلى تقييم أدائها من خلال تقييم نشاط أسهمها في سوق الأوراق المالية الأمر الذي أدى إلى ضرورة تبني مقاييس ملائمة، من بينها القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتمد على القيمة في تحديد عائد السهم وهي شكل متطور للربح المتبقي كما أنها ترتبط بشكل مباشر بعملية خلق القيمة ويعتمد على تعظيم قيمة المساهمين ولقد ظهر نتيجة للانتقادات التي وجهت للمقاييس التقليدية التي أثبتت الدراسات والبحوث عدم فعاليتها في تحديد الربح الحقيقي سنحاول من خلال هذه الدراسة تحديد أثر قياس القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي.

أ- طرح الإشكالية:

تحتل إشكالية قياس الأداء المالي باهتمام كبير من طرف الباحثين نظرا لأهمية الأداء المالي، وظهرت العديد من المؤشرات التي تهدف إلى قياس الأداء المالي ومن بينها المؤشرات التي تعتمد على نمج خلق القيمة، ومن ضمنها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يعتبر بديلاً للدخل المتبقي وظهر استجابة للقصور في المقاييس التقليدية للأداء، ولقد حاول العديد من الباحثين تحديد مدى قدرة هذا المؤشر على قياس الربح الحقيقي واختلفت آراؤهم حول فعالية هذا المؤشر باختلاف بيئة الدراسة.

"ما مدى قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم للمؤسسات المدرجة في السوق المالي

السعودي ؟ "

ولكي نتمكن من الإلمام بمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء؟
2. هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؟
3. أي من المتغيرات المستقلة التي تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم؟
4. أي من المؤشرات الحديثة القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة السوقية المضافة أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم؟

**ب- فرضيات الدراسة:**

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

1. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية؛
2. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة؛
3. المؤشرات التقليدية أكبر قدرة تفسيرية لعوائد الأسهم مقارنة بالقيمة الاقتصادية المضافة؛
4. القيمة السوقية المضافة أكبر قدرة تفسيرية لعوائد الأسهم مقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة؛

**ت- مبررات اختيار الموضوع:**

- إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بموضوع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- يلقي هذا الموضوع اهتماما كبيرا نظرا لتماشيه مع مجال التخصص؛
- محاولة تسليط الضوء على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مجال تقييم الأداء.

**ث- أهداف الدراسة:**

الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو إختيار قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عوائد الأسهم ويمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- إختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة؛
- إختبار مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عوائد الأسهم؛
- تحليل مؤشرات الأداء التقليدية والوقوف على دلالاتها الفنية.

**ج- أهمية الدراسة:**

تأتي أهمية هذه الدراسة من خلال إستخدام القيمة الاقتصادية المضافة، للتعرف على مدى إمكانية المؤسسة على خلق القيمة، مما يعكس نموها في المستقبل. لذلك تعتبر مقياسا أكثر شمولاً من مقياس الأداء التقليدية من حيث القيمة، ومدى ملائمة المعلومات لمستخدميها في أسواق المال لذلك والذي حظي في الفترة الأخيرة باهتمام ملحوظ من قبل الباحثين.

**ح- حدود الدراسة:**

تمثلت في :

- ✓ **الحدود المكانية:** تمت الدراسة على عينة مكونة من 40 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي، موزعة على قطاعات مختلفة؛
- ✓ **الحدود الزمانية:** غطت الدراسة فترة زمنية قدرت بخمس سنوات من 2011 إلى 2015.

**خ- منهج البحث والأدوات المستخدمة:**

من اجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري من الدراسة، أما في الجانب التطبيقي من الدراسة فقد اتبعنا أسلوب دراسة حالة من اجل قياس تأثير عوائد الأسهم بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للاداء المالي، كما تم استخدام أسلوب المسح المكتبي من خلال الاطلاع على الكتب، المجلات، المذكرات الجامعية المرتبطة بالموضوع ومواقع من الانترنت، أما الأدوات المستخدمة فقد تم الاعتماد على مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي، وذلك بالاعتماد على العناصر الواردة بالقوائم المالية، كما تم الاعتماد على تقارير بورصة السعودية وذلك باستخدام البرامج الإحصائية Excel2007 و Spss23 و Eviezs9.5 .

**د- هيكل الدراسة:**

يهدف إنجاز هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج المطلوبة قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة وتنتهي بخاتمة التي تناولت النتائج والتوصيات لأبحاث أخرى وتمثلت هذه الفصول فيما يلي:

**الفصل الأول:** قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى المفاهيم النظرية الخاصة بالأداء المالي ومختلف مؤشرات قياسه ، أما بالنسبة للمبحث الثاني سنتطرق إلى أهم الأعمال والبحوث التي لها علاقة بموضوع الدراسة من خلال عرضها ومناقشتها وما يميزها عن الدراسة الحالية.

**الفصل الثاني:** وهو الفصل المتعلق بالجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض، تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.



الفصل الأول : الإطار النظري للقيمة

الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء

المالي

## تمهيد

إن موضوع تقييم الأداء المالي يكتسي أهمية كبيرة لأي مؤسسة إقتصادية، مهما كان نوع نشاطها، لذلك قام الباحثين بأبحاث كثيرة لقياس أداء المؤسسة وتوصلوا إلى طرح عدد كبير من المؤشرات بسبب عدم الاتفاق التام على مؤشر واحد، حيث اعتبرت هذه المؤشرات أن أداء المؤسسة الجيد هو الذي يقاس قدرتها على تحقيق أعلى مستوى من الربحية.

وقد كان الهدف الأساسي للمؤسسة هو تحقيق أعلى ربح، إلا أنه مع مرور الوقت تعدى ذلك إلى معرفة مستوى أداء المؤسسة من أجل العمل على تحسينه وتدعيمه للوصول إلى هدف تعظيم الربحية، لذا أصبحت المؤسسة تسعى إلى قياس أدائها بالاعتماد على مؤشرات تقليدية. إلا أنه ومع مرور الزمن وفي ظل الانتقادات التي وجهت لهذه المؤشرات نظراً لكونها تعتمد على البيانات المحاسبية، ظهرت بعدها مؤشرات حديثة تعتمد على أسلوب خلق القيمة ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

❖ المبحث الأول : الأداء المالي ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

❖ المبحث الثاني : الدراسات السابقة.

## المبحث الأول : الأداء المالي ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

يحتل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بأهمية كبيرة لدى الأطراف المختلفة ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بالمؤسسة نظرا لكونه يعكس الوضعية المالية لها ومدى قدرة المسيرين على استغلال الموارد المتاحة للمؤسسة بشكل مثالي لتحقيق نتائج جيدة، لذلك حاولنا من خلال هذا المبحث دراسة وتقديم إطار نظري لكل من الأداء المالي ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

### المطلب الأول : مفاهيم حول تقييم الاداء المالي

من خلال هذا المطلب نحاول الامام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بتقييم الأداء المالي ومؤشرات قياسه.

#### الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي:

##### أولاً: تعريف الأداء المالي

قبل التطرق إلى تعريف الأداء المالي لابد أن نشير إلى مصطلح الأداء، والذي يستمد أصله من اللغة اللاتينية performer التي تعني المنح وإعطاء، بعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح performance والتي أعطتها معناها الخاص بها والتي تعني به إنجاز، تأدية، أو إتمام شئ ما :عمل، نشاط... إلخ<sup>1</sup>

حيث يعرف حسب (P. DRUKER) أنه هو " قدرة المؤسسة على الاستمرارية والبقاء محققة التوازن بين رضا المساهمين والعمال".<sup>2</sup>

وباعتبار أن الأداء المالي هو أحد أنواع الأداء، تعددت أيضا المفاهيم المقدمة للأداء المالي، منها :

يعرف الأداء المالي بمدى قدرة المؤسسة على استغلال الأمثل لمواردها ومصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل الثروة<sup>3</sup>

كما يعرف الاداء المالي على انه " مدى مساهمة الانشطة في خلق القيمة او الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الاهداف المالية بأقل التكاليف المالية".<sup>4</sup>

أما بالنسبة لتقييم الاداء المالي يعرف على انه " هو عملية قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه، ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة"<sup>5</sup>

1 ECOSIP, Dialogue autour de la performance en entreprise, 2editions, Paris,1990, p18.

2 الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص218.

3 عبد الغني دادن، محمد الأمين كعاسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011، ص 60.

4 عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العامل التمييزي، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، المجلد السابع، العدد 02، جامعة غرداية، الجزائر، 2014، ص24.

وعلى ضوء ماسبق فإن تقييم الأداء يعتبر عملية إدارية تشمل مجموعة من الإجراءات التي تتخذها المؤسسة بهدف التأكد من استخدام الموارد والإمكانات المتاحة يتم بشكل كفء وفعال طبقا للمعايير المحددة.

### ثانيا: أهداف تقييم الأداء المالي

تعتبر عملية تقييم الأداء المالي ذات أهمية بالغة، نلخصها في النقاط التالية:6

- تكشف عن الخلل الذي قد يحصل في عملية التخطيط المالي للمؤسسة وتصدر اقتراح الحلول لذلك؛
- تقف على مدى كفاءة الوحدات والأقسام للقيام بوظائفها؛
- تساعد على مدى تحقيق لأهدافها المنشودة؛
- تساعد متخذي القرار على اشرافهم وتوجيههم في سير جميع العمليات داخل المؤسسة؛
- هي جزء من عملية الرقابة الداخلية للمؤسسة.

### ثالثا: أهمية تقييم الأداء المالي

تكمن أهمية تقييم الأداء المالي من خلال العناصر التالية:7-

- تمكين المؤسسة من الاستغلال الأمثل لمواردها؛
- يساعد المؤسسة على التحقق من القيام بوظائفها بأفضل كفاءة ممكنة؛
- إكتشاف الانحرافات لكل نشاط من أنشطة المؤسسة حيث يساعد ذلك على ممارسة الوظيفة الرقابية واتخاذ الإجراءات التصحيحية لمنع تكرارها؛
- تحديد المراكز الإدارية المسؤولة عن الانحرافات؛
- يساعد على خلق نوع من المنافسة بين الإدارات والأقسام وبالتالي تحسين أداء المنظمة ككل؛
- تحديد سبيل لتطوير المنظمة بالقضاء على نقاط ضعفها؛
- ترتبط أهمية التقييم ارتباطا وثيقا بالتخطيط على كافة المستويات سواء على المستوى الوطني القطاعي وكذا على مستوى المؤسسة؛
- تحقيق التنسيق بين مختلف نشاطات المؤسسة؛
- المساعدة في اتخاذ القرارات ولاسيما الإستراتيجية منها.

5 عشي عادل، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002، ص 3

6 مجيد الكرخي، تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، دار المناهج، عمان، 2007، ص 32.

7 حمادي نبيل، عبادي فاطمة الزهراء، مقومات تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية في إطار التنمية المستدامة، الملتقى الدولي العلمي حول الأداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، 10-11 نوفمبر 2009، ص4.

## الفرع الثاني: مؤشرات قياس الاداء المالي

لقد أشارت العديد من الدراسات إلى أن المقاييس المحاسبية التقليدية للأداء تعتمد على بيانات تاريخية ولا توفر مؤشرا كافيا للأداء المستقبلي، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الملموسة في تحديد قيمة المؤسسة وهو ما أدى إلى ظهور مؤشرات أخرى حديثة.

### أولا: المؤشرات التقليدية

سنتعرف عن أهم المؤشرات التقليدية أو المحاسبية الشائعة المستخدمة في قياس الأداء وهي العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الاستثمار ROI .

#### 1. معدل العائد على حقوق الملكية ROE :

وهو عبارة عن مؤشر يعكس بصورة عادلة وبكل إستقلالية مجريات بيئة خارجية عن المؤسسة التي توفر لها مصدر للتمويل من جهة ومن جهة أخرى تتيح لها مجال لتوظيف الفائض لتحقيق أرباح إضافية، بحيث يقيس هذا المؤشر ربحية كل من حاملي الأسهم والملاك، ويدل على مساهمة كل وحدة نقدية من الأموال الخاصة في النتيجة الصافية أي ما مقدار الربح الذي تحققه وحدة نقدية من الأموال الخاصة أو حقوق الملكية وبحسب وفق العلاقة التالية:8

$$\text{العائد على حقوق الملكية ROE} = \text{النتيجة الصافية} \backslash \text{الأموال الخاصة او حقوق الملكية}$$

#### 2. معدل العائد على الاصول ROA :

يعتبر معدل العائد على الاصول مقياس من مقاييس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الارباح وحجم الاموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تمويلها،فهو يعكس الانشطة التشغيلية و الاستثمارية للمؤسسة ولا يعكس الأنشطة التمويلية، في ربحية المؤسسة ويعطى هذا المؤشر بالعلاقة التالية:9

$$\text{معدل العائد على الاصول ROA} = \text{النتيجة الصافية} / \text{اجمالي الاصول}$$

8 Stephan Hecking, The relation between shareholder value orientation and shareholder creation, Doctoral Thesis, university of Autonomia de Barcelona, 2002 P 31, 14/02/2017.

9 عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص

### 3. معدل العائد على الإستثمار ROI :

يعتبر مقياسا لمدى ربحية الأموال المستثمرة في المشاريع الاقتصادية، ويعكس أداء المؤسسة في إدارة رأس المال المستثمر . ويعد هذا المؤشر أكثر مؤشرات قياس الأداء استخداما، وهذا لبساطته وسهولة حسابه، كما أنه يساعد متخذي القرار على وضع أهدافهم وذلك من خلال تقييمه لكيفية تحقيق الربحية، وبحسب بالعلاقة التالية:10

$$\text{معدل العائد على الإستثمار ROI} = \frac{\text{الارباح الصافية}}{\text{مجموع الاموال}}$$

#### ثانيا: المؤشرات الحديثة

يتم استعمال هذه الطرق لقياس المردودية، كما تستخدم في قياس خلق القيمة. نحاول في هذا الجزء التطرق لأهم هذه الطرق والتي نالت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين من خلال الدراسات التي تناولتها، بالإضافة لما حققته من شهرة في أوساط المهنيين من خلال تبنيتها من طرف مكاتب الاستشارة ذات السمعة العالمية.

#### 1. القيمة السوقية المضافة MVA

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم. 11 ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة من خلال طريقتين كما يلي :

الطريقة الاولى: وبحسب المؤشر وفق العلاقة التالية:12

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}$$

الطريقة الثانية: طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية13

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^t}$$

حيث:

EVA القيمة الاقتصادية المضافة؛ K التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛ t الفترة.

10 عبد الباقي بضياف، مرجع سبق ذكره، ص 32.

11 Pierre vernimen et d'autres, **finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> Edition, Dalloz, Paris, 2011, p 673.

12 حسنية صديقي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 76.

13 هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، عدد 07 ، / 2009 ، ص62، 2010.

## 2. معدل العائد الاجمالي للمساهم TSR

يهدف هذا المؤشر الى اعطاء صورة عن الاداء التاريخي و الحالي، بسبب ان القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في وقت الازمات اي تكون الاسعار متذبذبة كثيرا حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر. يتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقى مضافا للتوزيعات منسوبة الى السعر، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض ولإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه في فترات طويل من 5-10 سنوات كمتوسط حسابي<sup>14</sup> ويحسب بالعلاقة التالية: 15

$$\text{معدل العائد الاجمالي للمساهم} = \frac{\text{السعر الابتدائي} - \text{السعر النهائي} + \text{توزيعات الأرباح للسهم}}{\text{السعر الابتدائي}}$$

## المطلب الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي

يعتبر نموذج القيمة الاقتصادية المضافة من بين المؤشرات الحديثة التي تستخدم في قياس الأداء وهي شكل مطور لمفهوم الدخل المتبقي وكانت نتيجة للقصور في مؤشر الربح المتبقي، ولقد ظهر هذا المفهوم على يد Joel و G.bennett Stewart و Stern، وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وطريقة للتسيير، حيث تعد وسيلة لدفع وتحفيز المديرين على تقديم أداء أفضل.

## الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من أكثر المقاييس انتشارا، وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الإقتصادي منذ العصر الإقتصادي الكلاسيكي (Marshall 1892, Hamiltan 1777) واللذين قدما شرحا للوحدات لتعظيم الثروة، واعتبروا أن الربح الوحيد الذي يقلل ربحك هو تكلفة رأس المال.

إلا أن الاهتمام الحالي لهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة وهي شركة استشارية Stern Stewart أمريكية أسسها كل من Joel Stern و G. Bennett Stewart ، وذلك لخدمة الإدارة المالية ولتطوير قياس الأداء، وقد قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم و تسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA في أواخر الثمانينات من القرن الماضي. 16

وتقوم شركة Stern Stewart بإعداد تقارير مالية دورية في مجلة تصدر بعنوان Evaluation يتضح من عنوان المجلة محاولة الربط بين اسم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة و مصطلح التقييم evaluation.

14 علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسلسلة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 10.

15 محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 112.

16 مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010، ص 4.

وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المطور لمفهوم "الربح المتبقي"، فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري، ذلك أنها قدمت لتستجيب لواقع المؤسسات التي تتميز بظغوط الأسواق المالية من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين<sup>17</sup>.

وقد عرف Stewart & Stern مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بأنه مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المستثمر، التي تحسب عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC<sup>18</sup>.

كما تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية، وتقييم تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصصة أو صافي القيمة الحالية<sup>19</sup>.

وتقوم القيمة الاقتصادية المضافة على فكرة أن المقاييس التقليدية خاصة العائد على حقوق الملكية غير كافية عندما يتعلق الأمر بعملية خلق القيمة، ومن خلال مقارنة مؤشر القيمة الاقتصادية مع المقاييس التقليدية الأخرى نلاحظ بأنها تهتم بالربح الصافي وحسابها يتطلب إجراء مجموعة من التعديلات المحاسبية وحساب الربح التشغيلي بعد الضرائب، كما يجب حساب متوسط التكلفة المرجحة لتكلفة رأس المال لتقدير حجم التكاليف<sup>20</sup>.

#### الفرع الثاني: التعديلات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة

اقترح Stewart & Stern أكثر من 160 تعديلا يتم إجراؤه على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك تحقيقا لمجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، ومن بين التعديلات و الإجراءات التي اقترحها (Stern&Stewart) نذكر منها :<sup>21</sup>

- معالجة الفروق الضريبية ويقصد بها الفرق بين الضرائب الواجب دفعها وبين الضرائب التي دفعتها فعلا ثم يضاف الفرق إلى دخل السنة الحالية ليتم الوصول إلى صافي الربح بعد الضريبة؛
- الفائض الناجم عن إستخدام مبدأ الوارد أخيرا الصادر أولا بطريقة LIFO أي يقيم المخزون وفق طريقة LIFO ثم يحسب الفرق بين التقييم وفق هاته الطريقة ووفق ما هو مقيم به سابقا ثم يضاف الفرق إلى NOPAT؛
- معالجة إهلاك شهرة المحل يؤدي هذا النوع من التدفقات غير نقدية إلى تشويه رأس المال المستثمر وبما أن القيمة الاقتصادية المضافة تركز على النقد المتولد من رأس المال المستثمر في المنشأة لذا يجب إضافة إهلاك الشهرة إلى NOPAT ؛

17 هواري سويبي ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، 2008 ، ص ص 242-243.

18 محمد صالح الحناوي، نغال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعي، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2000، ص 103.

19 Seyed Mojtaba Hasani, **Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL 4, NO 3, JULY 2012, p: 408.

20 Cappelletti Laurent et Khouatra Djamel, **LA Mesure De La Creation de Valeur Organisationnelle : Le Cas D'une Entreprise Du Secteur De La Gestion De Patrimoine**, Manuscrit auteur, publié dans "Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, France (2002)", p.p 9-10.

<sup>21</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 2002، ص ص 493-495.



- رسملة العناصر غير ملموسة كنفقات البحث والتطوير يترتب عليها منافع إقتصادية طويلة الأجل وحسب مبدأ القيمة الإقتصادية المضافة يتم رسملة التغيرات الناجمة عنها فيتم إضافة القسط السنوي لنفقات البحث والتطوير والعناصر الغير ملموسة الأخرى إلى NOPAT؛
- معالجة الإحتياطات والمخصصات الأخرى يوجد بعض العناصر التي يجب تعديلها لحساب NOPAT من بينها نجد إحتياطي تقادم المخزون و مخصصات الحسابات المشكوك فيها وتعالج هذه العناصر وفق أسلوب LIFO.

### الفرع الثالث: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة

- يستخدم مقياس القيمة الإقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، ولحساب القيمة الإقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية:
1. الإطلاع و معاينة البيانات المالية للمؤسسات : ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لستين لإجراء عملية القياس؛
  2. تحديد رأس مال المؤسسة : إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة، ويقصد برأس المال النقدية التي تستثمرها المؤسسة؛
  3. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC (تكلفة رأس المال): هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع إستثماري، والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة). وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة؛ ويتم حسابها وفق العلاقة التالية<sup>22</sup>:

$$K_0 = K_D \cdot (D/D+CP) + K_{cp} \cdot (CP/D+CP)$$

حيث:

$K_0$  : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

$K_D$  : تكلفة الديون؛

$D$  : الديون؛

$K_{cp}$  : تكلفة الأموال الخاصة؛

$CP$  : الأموال الخاصة؛

حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT : يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل؛

4. حساب القيمة الإقتصادية المضافة EVA : هناك طريقتين لحساب القيمة الإقتصادية المضافة EVA هما:

22 إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، جامعة الجزائر ورقلة، 2011، ص 387.

❖ الطريقة الأولى : تحسب وفق العلاقة التالية<sup>23</sup>:

$$EVA = (ROI - CMPC) \cdot CI$$

حيث:

ROI: العائد على الاستثمار

CMPC : تكلفة رأس المال .

CI : رأس المال .

❖ الطريقة الثانية : من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة و قيمة تكلفة رأس المال وتحسب وفق

العلاقة التالية<sup>24</sup>:

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب} - (\text{المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال} \times \text{الاموال المستثمرة})$$

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital Invested})$$

حيث:

NOPAT: نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب؛

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛

CI: الاموال المستثمرة

<sup>23</sup> Pascal Barneto , Georges Gregorio, **DSCG 2 Manuel et APP Lincations** , 2e édition , Dunod , Paris , 2009 , P P235 -236.

<sup>24</sup>Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures: An Application of Economic Value Added**, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March: 2009, p: 171.

## الفرع الرابع : تقييم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

### أولاً: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة

يمكن أن نبين ونستخلص مصادر القوة الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك كما يلي: <sup>25</sup>

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر؛
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض؛
- تربط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم؛
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك للمؤسسة؛
- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا. بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل. وذلك على العكس من بعض المقاييس المالية الأخرى كالعائد على الاستثمارات والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.

### ثانياً: عيوب القيمة الاقتصادية المضافة

من بين الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة نذكر مايلي: <sup>26</sup>

- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من مؤشرات خلق القيمة فيما هو إعادة فقط لصياغة لطريقة القيمة الحالية الصافية؛
- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي لسنة مالية واحدة أي الأداء القصير الأجل وهذا ما يجعل المؤسسة عرضة لمخطر الأجل القصير؛
- يتم حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة وهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية؛
- لا يأخذ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم لأنه قد يرجع السبب في تدني القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة مقارنة بقسم آخر لإختلاف حجم الإستثمار المتاح لكليهما.

## المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

سنحاول من خلال هذا المبحث إلقاء نظرة تحليلية حول الدراسات المتناولة لهذا الموضوع، منها دراسات أجريت في البيئة العربية وأخرى في البيئة الأجنبية.

<sup>25</sup> هواري السويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سبق ذكره، ص 63 .

<sup>26</sup> هواري سويسي ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 248.

## المطلب الأول عرض الدراسات السابقة

ومن خلال هذا البحث سنحاول التطرق إلى أهم الدراسات التي تناولت مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ودوره في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

## الفرع الأول: عرض الدراسات العربية

أولاً: دراسة هالة عبد الله الخولي المعنونة بـ "الإختبار الميداني للعلاقة بين مقاييس الأداء الداخلي والقيمة السوقية للمنشأة"، 2001،<sup>27</sup>

تهدف هذه الدراسة إلى إثبات مدى تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأرباح المحاسبية في تفسير التنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم وقيمة المؤسسة، ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت على بيانات 50 شركة من مختلف القطاعات في مصر، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة بين سنتي 1996 و 2000، واعتمدت في دراستها على مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) كمتغير تابع، فيما شملت المتغيرات المستقلة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشرات الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وربحية السهم (DPS) وتوزيعات السهم (EPS) وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT). ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن مقياس الدخل المتبقي لا يختلف عن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ورغم التعديلات إلا أنه يوفر معلومات بنفس القيمة، إلى جانب ذلك يؤدي مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دوراً مهماً في قياس الأداء الإداري إلى جانب إمكانية استخدامه في التنبؤ بالمخاطر النظامية للأسهم والتنبؤ بحالات إفلاس المؤسسات. ثانياً: دراسة سمير محمد حسين الرواشدة المعنونة بـ "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم"، 2006.<sup>28</sup>

هدفت هاته الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE وحصة السهم من الأرباح EPS والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO كمتغيرات مستقلة، بعوائد الأسهم RS كمتغير تابع، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم RS. ولتحقيق هذا الهدف تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت 47 شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة. وقد اعتمد الباحث على نماذج الارتباط والانحدار (برنامج SPSS) لاختبار فرضيات الدراسة. وخلصت الدراسة إلى أن مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً وتفسيراً للاختلاف في عوائد الأسهم، باستثناء مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية حيث لا يوفر أي معلومات إضافية لتفسير الاختلاف في العوائد بالإضافة إلى أن علاقة مقاييس الأداء التقليدية باستثناء التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية بعوائد الأسهم أكبر من علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم، والقيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على مقاييس الأداء التقليدية في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم.

<sup>27</sup> هالة عبد الله الخولي، الإختبار الميداني للعلاقة بين مقاييس الأداء الداخلي والقيمة السوقية للمنشأة: دراسة تطبيقية على قطاع الأعمال في مصر، مجلة المحاسبة والإدارة- والتأمين، مصر، العدد 57، مصر، 2001

<sup>28</sup> سمير محمد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2006.

ثالثاً: دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته المعنونة بـ "قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة"، 2010.<sup>29</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم ذلك لاختبار قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم، كما تضمنت الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، والمقارنة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان (MVA & EVA) بالمؤشران المحاسبيان (ROE & ROI) في التنبؤ بعوائد الدراسة وأن مؤشر القيمة السوقية المضافة هو أقوى مؤشر لتنبؤ بعوائد الأسهم (EPS)، وأجريت الدراسة على 96 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2007-2009)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي وغير الخطي بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، وخلصت الدراسة إلى أن جميع المؤشرات المدروسة المحاسبية والاقتصادية لها قدرة على التنبؤ بعوائد الأسهم، وأن المؤشرات الاقتصادية تتفوق على المؤشرات المحاسبية في قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم وتعتبر القيمة السوقية المضافة هي أقوى المؤشرات تنبؤاً بعوائد الأسهم المستقبلية في سوق الأسهم السعودي لسنة 2008 .

رابعاً: دراسة حسنية صيفي المعنونة بـ " قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، 2015.<sup>30</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، وذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء التقليدية (ROE, ROA, CFO & EPS)، والمؤشران الحديثان (EVA & MVA) (كمؤشرات مستقلة)، وعائد السهم (TSR) (متغير تابع)، تمت الدراسة على عينة مكونة من 36 شركة مدرجة في سوق باريس للأوراق المالية، للفترة (2008-2013)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الآثار الجمعة، الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وذلك بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews، خلصت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما أظهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الاداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية.

### الفرع الثاني : عرض الدراسات الأجنبية

#### 1. Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi " Relationship THE Economic Value

Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios", JULY 2012.<sup>31</sup>

تهدف هذه الدراسة الى إجراء مقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسب الربحية من خلال علاقتها بالقيمة السوقية للأسهم، ولقد تم إجراء الدراسة على عينة ضمت 70 مؤسسة مختارة من سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2006-2011 وقام الباحثان باستخدام نموذج الانحدار لقياس الارتباط بين القيمة السوقية للأسهم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ونسب الربحية ممثلة في العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم، وأشارت نتائج الدراسة

<sup>29</sup> إكرام عبد الرحمن فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

<sup>30</sup> حسنية صديقي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مبراح ورقلة، 2015.

<sup>31</sup> Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi, Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL. 4, NO. 3, JULY 2012.

إلى أن الارتباط بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة ونسب الربحية عالية وأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسب الربحية باستثناء مؤشر العائد على الأصول.

2. **Moreteza hajiabbasi and other, "Comparison of information content value creation measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and accounting measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange", 2012.**<sup>32</sup>

تهدف هذه دراسة إلى مدى قدرة مؤشرات خلق القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، القيمة السوقية المضافة، القيمة المضافة للمساهمين، القيمة النقدية المضافة، ومؤشر خلق القيمة للمساهمين) بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، التدفق النقدي من العمليات التشغيلية، وحصة السهم من الأرباح) على التنبؤ بعوائد الأسهم، ولقد أجريت الدراسة على بيانات 76 مؤسسة ناشطة في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2007-2011، ولقد تم من خلالها معالجة 10 فرضيات من أجل إيجاد العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية والعائد على السهم، ولقد استخدم لهذا الغرض تحليل الارتباط والانحدار المتعدد، ولقد توصل الباحثون إلى أن هناك علاقة كبيرة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية في حين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين مؤشر العائد على حقوق الملكية والعائد على السهم، وبشكل عام يعتبر مؤشر خلق القيمة للمساهمين (CSV) الأكثر ارتباطاً بالعائد على السهم.

3. **Issham Ismail, "Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia", 2013.**<sup>33</sup>

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء المؤسسات الماليزية ممثلاً في عوائد الأسهم، وإظهار قدرة هذا المؤشر على قياس بعد الأداء مقارنة بالمقاييس التقليدية ممثلة في حصة السهم من الأرباح EPS، أرباح السهم الواحد DPS والناتج التشغيلي الصافي الضرائب NOPAT، ولتحقيق هدف الدراسة استخدم الباحث عينة تشمل 75 مؤسسة تنشط بسوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 1993-2002، ولقد اعتمد في تحليل البيانات على أسلوب التحليل المقطعي، ولقد أظهرت نتائج الدراسة وجود ارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، كما أن لهذا المؤشر قدرة على تفسير عوائد أسهم المؤسسات المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، كما أثبتت النتائج أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتفوق على مقاييس الأداء التقليدية في تفسير الاختلاف في عوائد الأسهم، وبشكل عام تظهر الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يرتبط بشكل أفضل مع عوائد الأسهم وله قدرة أكبر على قياس أداء المؤسسات مقارنة بمقاييس الأداء التقليدية.

4. **Mohamed Fawzi Shubita, "The Information Content of Economic Value Added and Residual Income - Evidence from Jordan", 2013.**<sup>34</sup>

سعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي على تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال دراسة حالة عينة تشمل 39 مؤسسة صناعية أردنية تنشط في سوق الأردن للأوراق المالية خلال الفترة

<sup>32</sup> Moreteza hajiabbasi and other, Comparison of information content value creation measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and accounting measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange, ARPN Journal of Science and Technology, Islamic Azad University, Iran, VOL. 2, NO. 5, 2012.

<sup>33</sup> Issham Ismail, Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia, African Journal of Business Management, Vol. 7(18), 14 May, 2013.

<sup>34</sup> Mohamed Fawzi Shubita, The Information Content of Economic Value Added and Residual Income - Evidence from Jordan, Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.4, No.13, 2013.

المتددة بين 2002-2010، ولتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على نماذج الانحدار المتعدد، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن صافي الربح يتفوق على الدخل المتبقي ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بعوائد الأسهم، كما توصل الباحث إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة لا ترتبط بعوائد الأسهم بقدر ارتباطها بمؤشرات الأداء الأخرى، إلى جانب ذلك لم تظهر النتائج تفوق هذا المؤشر على المؤشرات الأخرى في تفسير عوائد الأسهم.

### 5. Hamidah, " EVA, ROCE, ROE, and EPS as Method of Assessment of Financial Performance and Its Effect on Shareholders' Wealth: Evidence From Bank Listed at Indonesian Stock Exchange in 2011 – 2013", February 2015. <sup>35</sup>

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وEPS, ROCE على قياس الأداء المالي من خلال تحديد قدرتها على تفسير ثروة المساهمين، ولتحقيق هدف الدراسة استخدم الباحث عينة مستهدفة شملت 30 مؤسسة بنكية مدرجة بسوق اندونيسيا للأوراق المالية، من خلال الاعتماد على بياناتها المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة بين سنتي 2011-2013، واعتمد في دراسته على أسلوب تحليل الانحدار البسيط من أجل تحديد تأثير الأداء المالي ولقد تم تحليل البيانات باستخدام SPSS و Eviews.

توصل الباحث من خلال نتائج الدراسة إلى أن مؤشر EVA خلال الفترة 2011-2013 كان له نتائج إيجابية، إلا أنه لا يملك قدرة كبيرة على تفسير ثروة المساهمين، في حين أن مقاييس الأداء ROCE و EPS، كان لها أثر إيجابي وكبير على ثروة المساهمين، بينما مؤشر العائد على حقوق الملكية فلقد أظهرت نتائج الدراسة أن له تأثير سلبي على ثروة المساهمين، كما أظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً إيجابياً للمتغيرات المستقلة والمتمثلة في ROCE، العائد على حقوق المساهمين، EPS و EVA على ثروة المساهمين.

#### المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

سيتم في هذا المطلب تقييم الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه الشبه والاختلاف بينها، بغية تقييمها ومعرفة موقع الدراسة الحالية منها.

#### الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة

تركز أغلب الدراسات على اختبار قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم، إلا أن لكل دراسة متغيرات خاصة بها، كما أنها أجريت في بيئات مختلفة وباستعمال برامج احصائية مختلفة، ولتوضيح أكثر أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة بغية تقييمها ومقارنتها مع الدراسة الحالية، تم تلخيص المقارنة بين الدراسات في جدول يتضمن أهم أوجه الاختلاف والتشابه بين هذه الدراسات، والجدول التالي يوضح ذلك :

<sup>35</sup>Hamidah, EVA, ROCE, ROE, and EPS as Method of Assessment of Financial Performance and Its Effect on Shareholders' Wealth: Evidence From Bank Listed at Indonesian Stock Exchange in 2011 – 2013, International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 5, Issue 2, February 2015.

الجدول (1-1) يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة العربية

الدراسة	دراسة هالة عبد الله الخولي	سمير محمد حسين الرواشدة	دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته	حسنية صيفي
الهدف	إثبات مدى تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأرباح المحاسبية في تفسير التنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم وقيمة المؤسسة	اختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم ذلك لاختبار قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم	معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي.
الحدود المكانية والزمانية	50 شركة من مختلف القطاعات في مصر، للفترة الزمنية الممتدة (1996_2000)	47 شركة صناعية أردنية مدرجة في سوق عمان للفترة (2004-1998)	96 شركة مدرجة في بورصة السعودية للفترة (2009-2007)	36 شركة مدرجة في بورصة باريس للفترة (2013-2008)
المتغيرات المستقلة	EAV,ROA,ROE,DPS, EPS,NOPA	EVA, ROA, ROE, CFO, EPS	MVA ,EVA, ROE, ROI	ROA, CFO, EPS, ROE,EVA, MVA
المتغير التابع	MVA	RS	EPS	TSR
ادوات التحليل الاحصائي	غير مشار إليها	مصفوفة الارتباط والانحدار الخطي	مصفوفة الارتباط والانحدار الخطي والغير خطي	مصفوفة الارتباط بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات
برامج التحليل الاحصائي	غير مشار إليها	SPSS	SPSS	Eviews
النتائج	مقياس الدخل المتبقي لا يختلف عن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ورغم التعديلات إلا أنه يوفر معلومات بنفس القيمة.	لمؤشرات الأداء التقليدية قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم.	مؤشر القيمة السوقية المضافة هو أقوى مؤشر لتنبؤ بعوائد الأسهم.	مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء التقليدية بإستثناء العائد على حقوق الملكية

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الدراسات السابقة العربية



الجدول رقم (1-2) : مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية

Hamidah	Mohammad Fawzi Shubita	Issham Ismail	Moreteza hajiabbasi and other	Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi	الدراسة
تحديد مدى قدرة كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و EPS, ROCE على قياس الأداء المالي من خلال تحديد قدرتها على تفسير ثروة المساهمين	تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي على تفسير عوائد الأسهم	تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء المؤسسات المالية ممتلا في عوائد الأسهم وإظهار قدرة هذا المؤشر على قياس بعد الأداء مقارنة بالمقاييس التقليدية.	الوقوف على قدرة مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية بالتنبؤ بعوائد الأسهم	إجراء مقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسب الربحية من خلال علاقتها بالقيمة السوقية للأسهم	الهدف
30مؤسسة بنكية مدرجة بسوق اندونيسيا للأوراق المالية، للفترة الزمنية الممتدة بين سنتي 2013-2011	39مؤسسة صناعية أردنية تنشط في سوق الأردن للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2010-2002	75مؤسسة تنشط بسوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 2002-1993	76 شركة مدرجة في بورصة طهران، للفترة (2007-2011)	70مؤسسة مختارة من سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين - 2011 2006	الحدود المكانية والزمانية
EPS, ROCE	NI,RI;EVA, NOPAT	EPS,DPS, NOPAT,EVA	EVA, AEVA, MVA, CSV, ROE, EPS, EPS, ROA ROE, CFO,	EVA, EPS, ROE, ROA	المتغيرات المستقلة
EVA	TSR	TSR	SR	MVA	المتغير التابع
تحليل الانحدار البسيط	نماذج الانحدار المتعدد	التحليل المقطعي	تحليل الارتباط والانحدار المتعدد	نموذج الانحدار البسيط	ادوات التحليل الاحصائي
Eviews و SPSS	Eviews	Eviews	SPSS	Eviews	برامج التحليل الاحصائي

...../.....

النتائج	هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسب الربحية باستثناء مؤشر العائد على الأصول.	أظهرت الدراسة أن مؤشر (CSV) هو أكثر ارتباط مع عوائد الأسهم.	مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يرتبط بشكل أفضل مع عوائد الأسهم وله قدرة أكبر على قياس أداء المؤسسات مقارنة بمقاييس الأداء التقليدية	القيمة الاقتصادية المضافة لا ترتبط بعوائد الأسهم بقدر ارتباطها بمؤشرات الأداء الأخرى	أن هناك تأثيراً إيجابياً للمتغيرات المستقلة والمتمثلة في ROCE، العائد على حقوق المساهمين، EPS، و EVA على ثروة المساهمين.
---------	---	---	---	--	--

**المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الدراسات السابقة الأجنبية**

من خلال الجدول رقم 1.1 والجدول رقم 2.1 يمكن استنتاج بعض النقاط التالية :

يتضح لنا أن أوجه التشابه بين الدراسات ودراستنا كلها تبحث في موضوع القيمة الاقتصادية المضافة، كل دراسة اعتمدت على مؤشر معين يعبر على الأداء المالي فمنها من اختارت المؤشرات الاقتصادية، أما هذه الدراسة اعتمدت على عوائد الأسهم للتعبير عن الأداء المالي الذي يعطي صورة عن الأداء التاريخي والحالي للمؤسسة؛

جميع الدراسات اعتمدت على الأساليب الإحصائية "نماذج الارتباط والانحدار البسيط والمتعدد" لاختبار الفرضيات ما عدى دراسة "حسنية صيفي" و" Issham Ismail " التي اعتمدت على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية المساعدة وهي برنامج SPSS وبرنامج Eviews، في هذه الدراسة تم الاعتماد على أساليب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد؛

جميع الدراسات اختارت عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك في بيئات اقتصادية مختلفة، أما هذه الدراسة تمت على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة السعودية للأوراق المالية.

**الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة**

تكمن أهمية هذه الدراسة في تحديد مدى أفضلية وتفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على المؤشرات التقليدية للأداء المالي في قياس أداء المؤسسات الاقتصادية، من خلال التطرق إلى أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا المقياس نلاحظ اختلاف الطريقة المستخدمة والمتغيرات التي اعتمد عليها الباحثون في هذه الدراسات.

إلى جانب ذلك سنحاول من خلال هذه الدراسة التعرف على مدى اختلاف مؤشرات الأداء في تحديد مستوى أداء المؤسسات، وإلى مدى إمكانية قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على التعبير عن حجم وقيمة المؤسسة، وهل هو أفضل مؤشر يسمح بتحديد قيمة المؤسسة مقارنة مع المؤشرات الأخرى للأداء المالي.

## خلاصة الفصل

يعتبر قياس الأداء المالي بمثابة المرآة التي تعكس الوضعية المالية للمؤسسة، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية، وأن كلما زادت جودة القياس كلما أدى هذا إلى زيادة كفاءة وفعالية الكيان وأن مؤشرات القياس في تطور وهذا راجع لتطور البيئة الاقتصادية و الحاجة إلى البيانات والمعلومات مالية تؤشر على الوضعية الاقتصادية الفعلية للمؤسسة بعيدا عن البيانات والمعلومات التاريخية المحاسبية.

وتجدر الإشارة إلى أن الدراسات السابقة اختلفت من ناحية البيئة التي تمت فيها الدراسة وانقسمت بين مؤيد لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومعارض له، وهو ما يدل على أن نجاح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مرتبط بالبيئة التي تنتمي إليها المؤسسات فنجاح هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية وفقا لما قدمه Stewart لا يعني نجاح هذا المؤشر في دولة أخرى وهو ما أثبتته العديد من الدراسات، حيث أظهرت النتائج أن هناك مؤشرات تقليدية محاسبية تتفوق على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

**الفصل الثاني : قياس الأداء المالي  
للمؤسسات المدرجة في السوق  
المالي السعودي  
باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية  
المضافة**

## تمهيد

بعد التطرق في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشرات قياسه وكذا التعرف على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وكذا الدراسات السابقة حول الموضوع، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، وكذا المقارنة بين نتائج الدراسات السابقة ونتائج هذه الدراسة، وذلك من خلال الوقوف على أثر قياس القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي، على عينة من الشركات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة (2011-2015).

ولالإلمام أكثر بالجانب التطبيقي ارتأينا أن نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين، حيث يشمل المبحث الأول على كل من مجتمع وعينة الدراسة، مصادر البيانات، التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها وكذا الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة، أما المبحث الثاني فقد خصص من أجل عرض، تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بقدرة مؤشر القيمة الاقتصادية في تفسير عوائد الأسهم، وذلك على النحو التالي :

من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

❖ المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة.

❖ المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.

### المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بتقديم المؤسسة محل الدراسة إضافة إلى عرض أهم الأدوات المستخدمة في جمع البيانات ومتغيرات الدراسة.

#### المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، تحديد متغيرات الدراسة، كيفية قياسها ومصادر بيانات الدراسة.

#### الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

يمكن ايجاز مجتمع وعينة الدراسة كما يلي :

#### أولاً : مجتمع الدراسة

##### 1. نشأة السوق المالي السعودي

بدأت شركات المساهمة السعودية نشاطها في أواسط الثلاثينيات، عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، إلى أن وصلت إلى 14 شركة مع حلول عام 1975، وبعدها ظهر عدد ضخم من الشركات وبنوك المساهمة.

ظلت هذه الشركات تنشط في شكل سوق مالي غير منتظم حتى أوائل الثمانينات إلى أن قررت النظر في إيجاد سوق منتظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، وفي سنة 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تضم كل من وزارة المالية والإقتصاد ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق، حيث كانت مؤسسة النقد هي الجهة المعنية بتنظيم وتطوير السوق.

تم تأسيس هيئة السوق المالية في الثمانينات بتاريخ 1424/6/2هـ الموافق لـ 2003/07/31م وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق .

وفي 29 صفر 1428 هـ الموافق لـ 19 مارس 2007 م تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى " السوق المالية السعودية " وتكون صفتها النظامية شركة مساهمة وفقاً لأحكام هذا النظام . وتكون هذه السوق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.

##### 2. أهداف السوق المالي السعودي:

تشمل أهداف السوق ما يأتي:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق؛
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية؛

- وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها؛
- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.<sup>36</sup>

### 3. مجلس إدارة السوق المالي السعودي

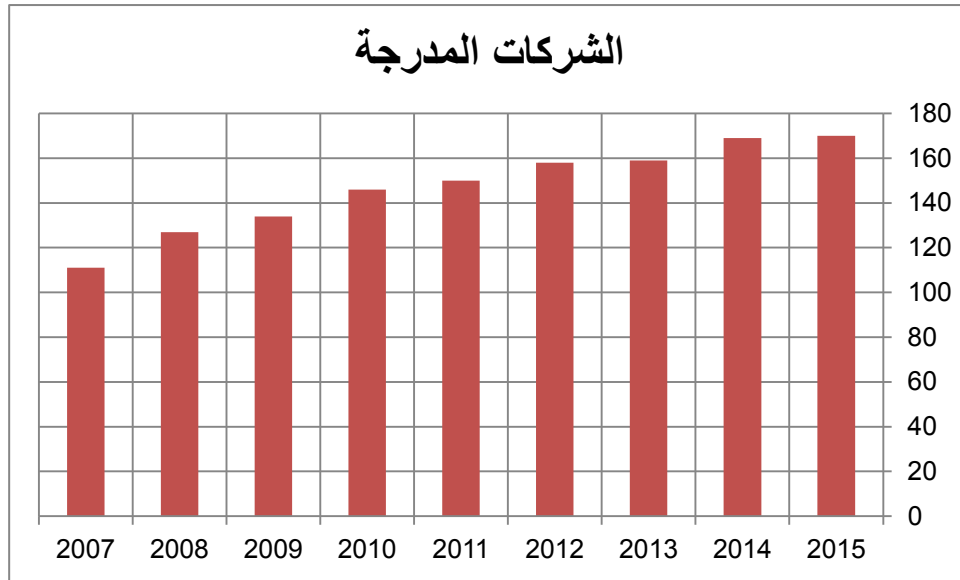
يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس الهيئة، يختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس، وتكون العضوية على النحو الآتي:

- ممثل وزارة المالية؛
- ممثل وزارة التجارة والصناعة؛
- ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
- أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها؛
- عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق.

#### • الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي

افتتحت السوق المالية السعودية بـ 14 شركة لتصل سنة 2015 إلى 170 شركة مدرجة في هذا السوق، كالشكل التالي يوضح تطور إدراج الشركات في السوق المالي السعودي للفترة (2007-2015):

الشكل رقم 1-2 : تطور إدراج الشركات في السوق المالي السعودي للفترة (2007-2015)



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى التقرير السنوي الصادر عن السوق المالي السعودي وبرنامج Excel 2007

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه تطور الشركات المدرجة في بورصة السعودية من تاريخ افتتاحها كان بـ 14 مؤسسة سنة 1975 ليتطور من سنة إلى أخرى ليبلغ أكبر عدد سنة 2015 بـ 170 شركة.

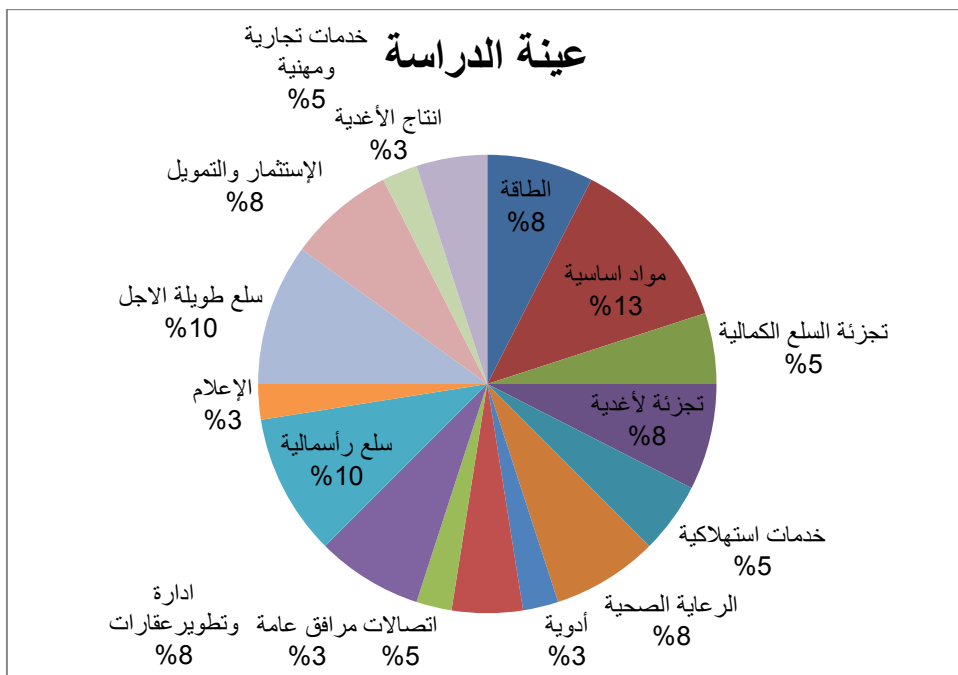
<sup>36</sup> <https://www.tadawul.com.sa,2017/02/20> .

ثانيا: عينة الدراسة

تمثل عينة الدراسة في 40 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي موزعة على جميع القطاعات ما عدا قطاع البنوك والتأمينات، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة يشترط أن:

- أن لا تنتمي المؤسسة إلى قطاع البنوك والتأمينات نظرا لخصوصية هذا القطاع؛
- أن لا تكون المؤسسة قامت بعمليات اتحاد أو اندماج خلال فترة الدراسة؛
- أن تكون المؤسسة ناشطة ويتم تداول أسهمها في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة؛
- أن تتوفر كافة البيانات المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم 2-2 المؤسسات عينة الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel 2007

يبين الشكل أعلاه التوزيع البياني للعينة حسب القطاع للشركات محل الدراسة، نلاحظ أن العينة اشتملت على جميع القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات للأسباب المذكورة أعلاه، كما نلاحظ أن مؤسسات قطاع المواد الأساسية يأخذ حصة في العينة بنسبة 13 في المائة يليها قطاع السلع طويلة الأجل بنسبة 10 في المائة، ثم قطاع الطاقة، تجزئة الأغذية، الرعاية الصحية، إدارة وتطوير العقارات، الإستثمار والتمويل بنسبة 8 في المائة، قطاع الإتصالات، خدمات تجارية و مهنية، خدمات إستهلاكية، تجزئة السلع الكمالية بنسبة 5 في المائة، و أخيرا قطاع مرافق عامة، الأدوية، الإعلام، إنتاج الأغذية بنسبة ثلاثة في المائة.



### ثالثاً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من (2011-2015) وهي فترة كافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع المعبر عنه بعوائد الأسهم، أما الحدود المكانية فتمثلت في 40 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي.

### الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

#### أولاً : المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في الدراسة في عوائد الأسهم، وبغية الحصول على أحسن تمثيل لعائد السهم فقد تم الاعتماد على نسبة العائد الإجمالي للمساهم، والذي يعد من أهم النسب المستخدمة كمقياس لعوائد الأسهم والواسعة الانتشار و المتكررة الإستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء المؤسسات الاقتصادية من وجهة نظر المستثمر، ويرمز لعائد السهم بـ TSR ويتم قياسه من خلال كما يلي:

$$TSR = Dt + ((Pt-Pt-1)/Pt-1)$$

حيث:

TSR : العائد الإجمالي للمساهم؛

Dt : توزيعات الأرباح للسهم؛

Pt : سعر السهم في بداية الفترة؛

Pt-1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

#### ثانياً: المتغيرات المستقلة

وتمثلت في مجموعة من مؤشرات الأداء المالي المحاسبية التقليدية و الحديثة، ويمكن إيجازها في ما يلي :

#### 1. المؤشرات التقليدية للأداء المالي:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على مؤشرات الأداء الربحي المتمثلة في:

❖ العائد على الأصول (ROA) = صافي الدخل / إجمالي الأصول.

❖ العائد على حقوق الملكية (ROE) = النتيجة الصافية / حقوق الملكية.

#### 2. المؤشرات الحديثة للأداء المالي:

❖ القيمة السوقية المضافة (MVA) = القيمة السوقية للأسهم - القيمة الدفترية للأسهم.

❖ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital Invested})$$

### الفرع الثالث: مصادر بيانات الدراسة

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى البيانات الثانوية والبيانات الأولية ذات العلاقة بموضوع الدراسة والمتمثلة في:

#### أولاً: البيانات الثانوية

اعتمدت الدراسة في الجانب النظري على عملية المسح المكتبي للدراسات السابقة والمراجع المنشورة التي تناولت الموضوع، وذلك بالاستعانة بالكتب، المجلات، الرسائل الجامعية وكذا بعض مواقع الانترنت.

#### ثانياً: البيانات الأولية

بالنسبة للجانب التطبيقي فكان الاعتماد على التقارير والقوائم المالية والنشرات الإحصائية الصادرة عن الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي المنشورة على الموقع الرسمي للسوق.

### المطلب الثاني : البرامج والأدوات الإحصائية المعتمدة

من خلال هذا المطلب سيتم تطرق إلى مصادر البيانات بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية المعتمدة.

#### الفرع الأول: البرامج الإحصائية المعتمدة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تبويب البيانات باستخدام برنامج Excel ليتم بعدها احتساب مختلف المتغيرات، كما تم الاعتماد على برنامج SPSS 23 لإعداد مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، و البرنامج الإحصائي Eviews9.5 لاختبار قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، تم تحديد الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة.

#### الفرع الثاني: الأدوات الإحصائية المعتمدة

##### أولاً : أدوات الإحصاء الوصفي

وذلك من خلال دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث سيتم تنظيم وتلخيص المعلومات لتسهيل فهمها ودراستها.

##### ثانياً : مصفوفة الارتباط (بيرسون)

الهدف من بناء مصفوفة الارتباط لبيرسون هو دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وكذا العلاقة بين المتغيرات فيما بينها.

##### ثالثاً : نماذج الانحدار الخطي البسيط ومشاكله

وذلك لاختبار قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم ، وذلك باستعمال البرنامج الاحصائي SPSS وبرنامج Eviews9.5.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

بعد أن حددنا طريقة وأدوات الدراسة سنتناول في ما يلي مجموعة من النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها من أجل الوصول إلى النتيجة النهائية ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

سنعرض من خلال هذا المطلب نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها ، وتلخيصها ، ومعالجتها في ما سبق.

الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة من مجموعة من مؤشرات الأداء ، ويوضح الجدول التالي الخصائص الوصفية لهذه المؤشرات.

الجدول رقم (2-1) : نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

Std. Dev.	Mean	Minimum	Maximum	متغيرات الدراسة
2.173144	2.058000	-1.476000	7.616000	عائد السهم
6.897411	6.755075	-5.678000	33.69000	العائد على الأصول
11.76485	10.37680	-26.91200	48.84400	العائد على حقوق الملكية
22.25208	23.45940	-1.756000	102.3900	القيمة السوقية المضافة
524.356.427	100.271.520	-73.008.332	332.023.039	القيمة الاقتصادية المضافة

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 2 وبرنامج Eviews9.5

ومن خلال الجدول رقم (2-1) تظهر الخصائص الوصفية للعينة المدروسة، حيث بلغ عدد المشاهدات 40 مشاهدة خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى سنة 2015 ، ومن خلال الجدول نلاحظ أن متوسط العائد على السهم قد بلغ 2.058 بانحراف معياري قدر بـ2.173 ، ولقد بلغت أدنى قيمة 1.476 بإشارة سالبة، وأعلى قيمة هي 2.173، أما بالنسبة لمؤشر العائد على الأصول فلقد بلغ متوسطه 6.755، بانحراف معياري قيمته 6.897 وقد بلغت أدنى قيمة له -5.678، وأعلى قيمة هي 33.69، أما بالنسبة لمؤشر العائد على حقوق الملكية فمتوسطه 10.376، بانحراف معياري 11.764، وقد بلغت أعلى قيمة 48.844، وأدنى قيمة له -26.912، أما القيمة السوقية المضافة بلغ متوسطها 23.459 بانحراف معياري 22.252 و أعلى قيمة 102.390 ، أما أدنى قيمة لها -1.756، أما بالنسبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ظهر المتوسط بقيمة 100.271.520، بانحراف معياري قيمته 524.356.427 ، وأعلى قيمة لها 332.023.039 ، أما أدنى قيمة للقيمة الاقتصادية المضافة هي -73.008.332 ، ومن خلال الدراسة الوصفية للمتغيرات نلاحظ أن هناك انحرافاً كبيراً في قيمة القيمة الاقتصادية المضافة .

### الفرع الثاني: تحليل نتائج الارتباط بين مؤشرات الأداء المالي

سيتم من خلال هذا الفرع عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، كما سيتم توضيح نوعية وطبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ودلالاتها الإحصائية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

		TSR	ROA	ROE	MVA	EVA
TSR	<b>Corrélation de Pearson</b>	1	.784**	.845**	.643**	.004
	<b>Sig. (bilatérale)</b>		.000	.000	.000	.980
	<b>N</b>	40	40	40	40	40
ROA	<b>Corrélation de Pearson</b>	.784**	1	.927**	.777**	.023
	<b>Sig. (bilatérale)</b>	.000		.000	.000	.889
	<b>N</b>	40	40	40	40	40
ROE	<b>Corrélation de Pearson</b>	.845**	.927**	1	.715**	.027
	<b>Sig. (bilatérale)</b>	.000	.000		.000	.868
	<b>N</b>	40	40	40	40	40
MVA	<b>Corrélation de Pearson</b>	.643**	.777**	.715**	1	-.054-
	<b>Sig. (bilatérale)</b>	.000	.000	.000		.742
	<b>N</b>	40	40	40	40	40
EVA	<b>Corrélation de Pearson</b>	.004	.023	.027	-.054-	1
	<b>Sig. (bilatérale)</b>	.980	.889	.868	.742	
	<b>N</b>	40	40	40	40	40

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي SPSS

تبين إشارة معامل التحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرين عكسية أم طردية، بينما تبين قيمة معامل التحديد R<sup>2</sup>

قوة العلاقة بين المتغيرين يمكن أن يعطي هذا المعامل قيمة قوية لكن ليس له دلالة إحصائية في الواقع، لذلك يجب أن نقارن القيمة الاحتمالية Sig بمستوى معنوية 0.01 المقبول ، حيث إذا كانت قيمة Sig أقل من 0.01 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويًا عن الصفر ، أي توجد هناك دلالة إحصائية بين المتغيرات في الواقع.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين المؤشرات والمتمثلة في العائد على الأصول ROA ، العائد على حقوق الملكية ROE ، القيمة السوقية المضافة MVA وعوائد السهم TSR، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذه المؤشرات وعوائد السهم على التوالي 0.78، 0.84، 0.64 عند مستويات معنوية على التوالي 0.000، 0.000، 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.01.

نلاحظ كذلك من خلال الجدول رقم (2-2) أن هناك علاقة طردية ليس لها دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد السهم TSR، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.04 عند مستوى معنوية 0.98 وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 0.01، وبالتالي نستنتج عدم وجود دلالة إحصائية في الواقع بين المتغيرات ( قيمة عشوائية).

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فلقد أظهرت النتائج وجود ارتباط قوي بين مؤشر العائد على الأصول وكل من العائد على حقوق الملكية القيمة السوقية المضافة ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كانت نسبة الارتباط على التوالي 92.7%، 77.7%، 23% كما نلاحظ أيضا أن الارتباط بين مؤشر العائد على حقوق الملكية وكل القيمة السوقية المضافة ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 71.5%، 27% على التوالي. من نفس الجدول نلاحظ كذلك وجود ارتباط ضعيف بين مؤشر القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 54% في الاتجاه السالب.

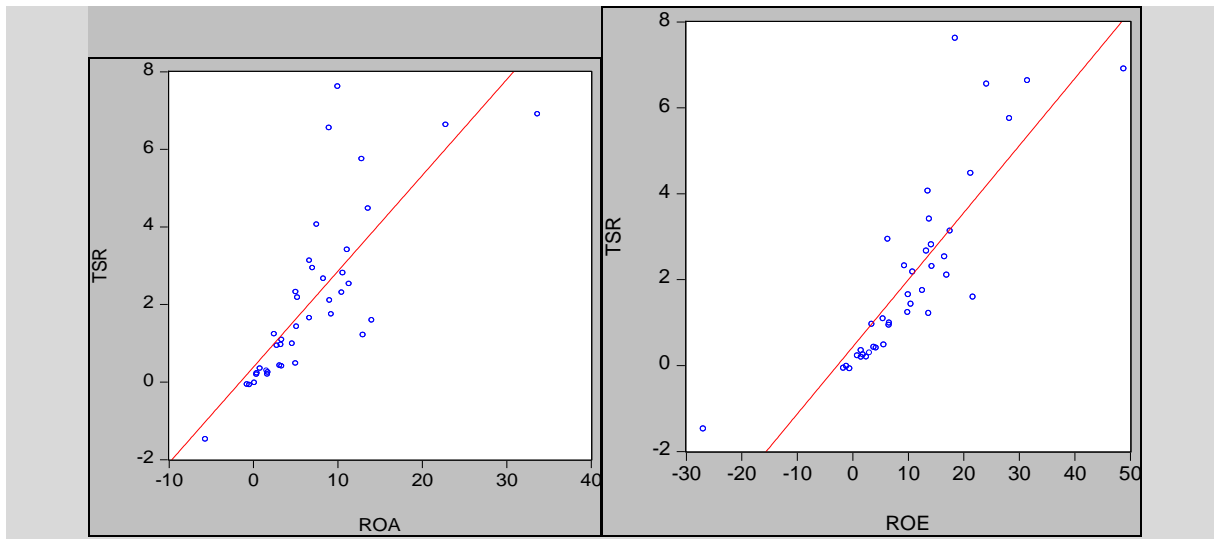
### الفرع الثالث: تحليل نتائج الإنحدار لعوائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية

في هذا الجزء من الدراسة، سيتم نمذجة علاقة عوائد السهم TSR بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي والمتمثلة في ROA & ROE.

### أولاً: صياغة العلاقة بين عوائد السهم TSR والمؤشرات التقليدية ROA & ROE

من أجل معرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، سنحاول الاعتماد على التمثيل النقطي لـ 40 مشاهدة انطلاقاً من معطيات الشركات محل الدراسة، فإذا كان هذا الانتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية ويمكن تمثيل ذلك كما يلي:

### الشكل رقم (2-3): يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع TSR بدلالة المتغيرات المستقلة ROA ، ROE



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال الأشكال السابقة 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 إحصائية هي:

- معنوية المعالم المقدرة (وجود أحسن دلالة إحصائية لمعاملات المعادلة المقدرة)؛
- المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي المقدر)؛
- معامل التحديد المصحح (أحسن جودة توفيق)؛
- إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء ( إحصائية DW ).

والجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل وقدرة تفسير بين المتغير التابع TSR والمتغيرات

المستقلة ROA & ROE:

الجدول رقم (2-3): المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد السهم والمؤشرات التقليدية

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة			المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob $B_0$	Prob $B_1$	Prob $B_2$	Prob F		
0.6993	1.9559	0.1090	0.9886	0.0009	0.0000	0.6993	1.9559
0.6859	1.8592	-	0.5936	0.0014	-	0.6859	1.8592
0.7072	1,9551	0.0873	-	0.0000	0.0000	0.7072	1,9551
0.4298	2.1426	0.0016	0.1781	0.4493	0.0000	0.4298	2.1426
0.4360	2.2584	0.0013	0.0000	-	0.0000	0.4360	2.2584

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 3 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.5

استنادا إلى المعايير المذكورة أعلاه لاختيار أفضل نموذج يتضح أن النموذج الخامس هو النموذج الأمثل للدراسة الذي يمثل العلاقة بين عوائد السهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي.

#### ❖ المشاكل القياسية (إختبار جودة النموذج)

من أجل دراسة واختبار ملائمة وجوده هذا النموذج المختار توجب علينا القيام بالاختبارات التالية:

أ- إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM":

يتم قياس ويختبر الارتباط الذاتي بين الأخطاء للدرجة أكثر من الواحد ، كذلك باستعمال اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (2-4) : نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية

Breusch – Godfrey Serial Correlation LM Test :			
F- statistic	0.346971	Prob. F (2,36)	0.7092
Obs* R- squared	0.756465	Prob. Chi- squared (2)	0.6851

المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 3 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال النتائج والجدول رقم (2-4) نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة والتي تساوي  $R^2 = 0.7564$  هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع " كاي دوا " أي بدرجة حرية اثنان ونسبة معنوية 0.05 . بحيث  $X^2_{0.05}(2) = 5.99$  وبالتالي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  والتي تقرر أنه ليس هناك إرتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

ب- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء " ARCH – LM "

هو اختبار لتجانس التباين يعتمد على توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (2-5) : نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.321883	Prob. F(1,37)	0.5739
Obs*R-squared	0.336356	Prob. Chi-Square(1)	0.5619

المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 3 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال النتائج والجدول رقم (2-5) لدينا القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج والتي تساوي  $R^2 = 0.3363$  هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع " كاي دوا " أي بدرجة حرية واحد ونسبة معنوية 0.05 .

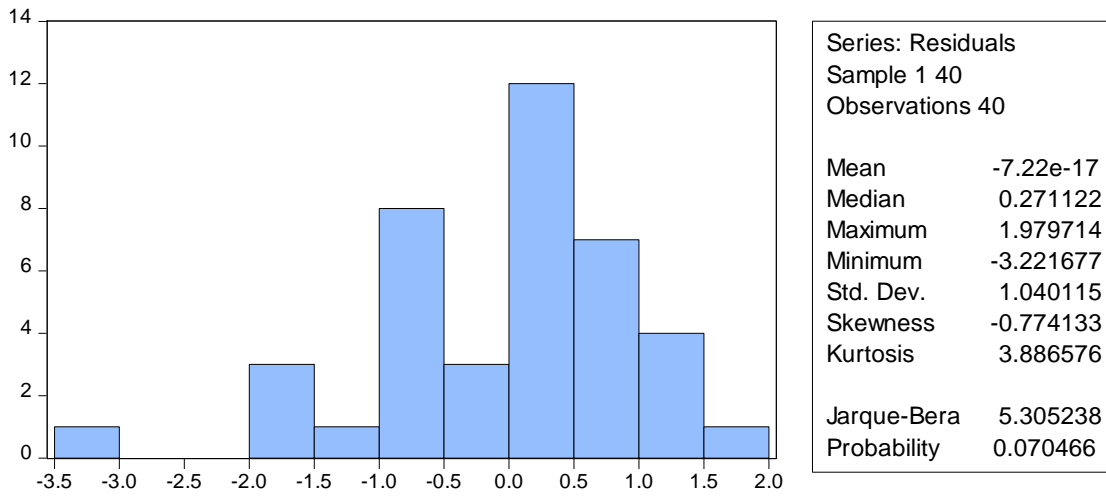
بحيث  $X^2_{0.05}(1) = 3.84$  وبالتالي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  والتي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

ت- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

يجب هذا الشكل على السؤال هل السلسلة المقدرة أو محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا والشكل التالي يوضح نتائج

هذا الاختبار:

الشكل رقم (2-4) : التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لاختبار Jarque-Bera تساوي 5.3052 أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي  $X^2_{0.05} = 5.99$ ، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  وعليه فإن سلسلة النموذج تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي. نستنتج من نتائج الاختبارات السابقة أن النموذج المختار صالح وملائم لتمثيل العلاقة بين عوائد السهم كمتغير تابع والمؤشرات التقليدية للأداء المالي كمتغيرات مستقلة. والجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا النموذج للمتغير التابع عوائد السهم (TSR) بدلالة المؤشرات التقليدية العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE):

الجدول رقم (2-6) : التقدير الأمثل لعوائد السهم بدلالة مؤشر العائد على الأصول

Dependent Variable: LNTSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 19:43  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.815095	0.234658	-3.473547	0.0013
ROA	0.136542	0.024463	5.581633	0.0000
R-squared	0.450507	Mean dependent var		0.107253
Adjusted R-squared	0.436046	S.D. dependent var		1.403138
S.E. of regression	1.053712	Akaike info criterion		2.991222
Sum squared resid	42.19174	Schwarz criterion		3.075666
Log likelihood	-57.82444	Hannan-Quinn criter.		3.021754
F-statistic	31.15462	Durbin-Watson stat		2.258440
Prob(F-statistic)	0.000002			

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 3 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5



### ثانياً: تشخيص القوة الإحصائية للنموذج

من خلال الجدول أعلاه يمكن تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر وذلك من خلال الاختبارات التالية:

أ- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة

- اختبار المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_0$

لاختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = 0 \\ H_1: \beta_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-6) نلاحظ أن القيمة الإحصائية Prob لـ  $\beta_0$  تساوي 0.0013 أقل من 0.05 ومنه

نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  ونرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\beta_0$  تختلف معنوياً عن الصفر، أي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05 .

- اختبار المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_1$

لاختبار المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_1$  نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقاً من الجدول رقم (2-6) : نلاحظ أن القيمة الإحصائية Prob لـ  $\beta_1$  تساوي 0.0000 أقل من 0.05 ومنه

نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  ونرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\beta_1$  تختلف معنوياً عن الصفر، أي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05 بين العائد على الأصول وعوائد السهم.

ب- اختبار المعنوية الكلية للمعالم المقدرة

لاختبار المعنوية الكلية للمعالم المقدرة نقوم بوضع فرضيتين كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \\ H_1: \text{omois } (\beta_j \neq 0) \end{cases}$$

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-6) أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.000000 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية

العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  أي أنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر وأن القيمة المقدرة هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05 .

ت- اختبار جودة التوفيق

من أجل اختبار جودة التوفيق نعلم على معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared والذي يقوم بدراسة القدرة

التفسيرية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

من خلال الجدول رقم (2-6) نلاحظ أن  $R_2=0.4360$  أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 44 في المئة من

المتغيرات الإجمالية في التابع، وهي نسبة تعبر عن جودة توفيق متوسطة لنموذج القياس المقترح، أما النسبة المتبقية ترجع إلى متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

ث- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Durbin –Watson)

من أجل إجراء هذا الاختبار نعلم على الفرضيتين التاليتين:

$$\begin{cases} H_0: P = 0 & \text{عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء} \\ H_1: P \neq 0 & \text{وجود ارتباط ذاتي للأخطاء} \end{cases}$$

بالاستعانة بالجدول رقم (2-6) نستخرج قيمة (DW) والملحق رقم 5 نستخرج كل من قيمة (d<sub>L</sub>, d<sub>U</sub>) حيث:

• n=40 عدد المشاهدات؛

• k=1 عدد المتغيرات المستقلة.

ومنه d<sub>L</sub> = 1.44 ، d<sub>U</sub> = 1.54

والشكل التالي يوضح مناطق قبول ورفض الإختبار :

الشكل رقم (2-5) : مناطق قبول ورفض اختبار (DW)

0	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>	2	4 - d <sub>U</sub>	4 - d <sub>L</sub>	4
	P > 0	؟	0=P	0=P	؟	P < 0
	ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب
0	1.44	1.54	2	2.46	2.56	4

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على جدول (DW)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة (DW) والتي تساوي 2.25 تقع ضمن المجال [2، 4-d<sub>U</sub>] أي نرفض الفرضية البديلة H<sub>1</sub> ونقبل فرضية العدم H<sub>0</sub> عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

❖ معادلة النموذج المقبول :

$$LN(TSR) = - 0.815095 + 0.136542 * ROA$$

إرجاع المعادلة إلى الشكل غير خطي كما يلي:

$$e^{\ln(TSR)} = - 0.815095 + 0.136542 * ROA$$

$$TSR = - 0.815095 + 0.136542 * ROA$$

تفسير العلاقة:

معلمة الحد الثابت β<sub>0</sub> : وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع عند إنعدام المتغير المستقل العائد على الأصول ، فإن القيمة المقدرة لعوائد السهم هي - 0.815095 .

معلمة المتغير المستقل العائد على الأصول β<sub>1</sub> : نلاحظ أن عند زيادة العوائد على الأصول بوحدة واحدة تزيد عوائد السهم بـ 0.136542 وحدة، وهذا ما يدل على أن هناك علاقة طردية بين عوائد السهم والعائد على الأصول .

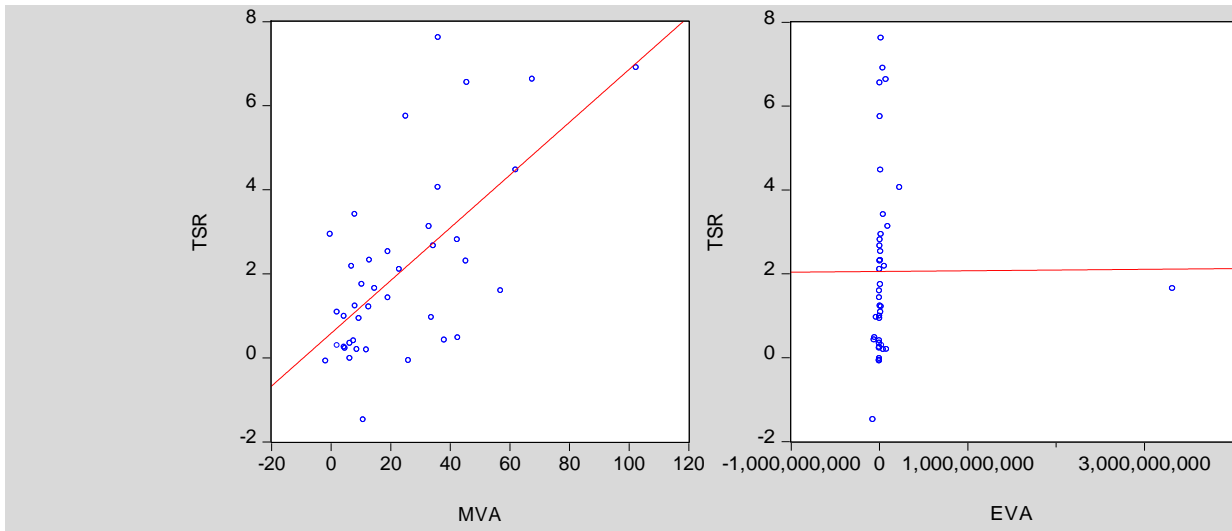
### الفرع الرابع: تحليل نتائج الإنحدار لعوائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة

في هذا الجزء، نحاول نمذجة علاقة عوائد السهم TSR بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي والمتمثلة في EVA & MVA .

#### أولاً : صياغة العلاقة بين عوائد السهم TSR والمؤشرات الحديثة EVA & MVA

إنطلاقاً من معطيات الشركات محل الدراسة، سنعمد في صياغة العلاقة بين عوائد السهم TSR كمتغير تابع والمؤشرات الحديثة كمتغيرات مستقلة، حيث نهدف من خلال ذلك إلى إيجاد المعادلة الرياضية الأفضل التي يمكن أن تعطي أكبر قدرة تفسيرية بين عوائد السهم والمؤشرات الحديثة، لذلك يتم توضيح التمثيل النقطي بين المتغير التابع عوائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة EVA & MVA .

#### الشكل رقم (2-6) : يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع TSR بدلالة المتغيرات المستقلة EVA & MVA



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال الشكل أعلاه لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، هل هي علاقة خطية أم بي علاقة أسية؟، لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن وذلك بناءً على المعايير إحصائية المذكورة سلفاً. والجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن قدرة على تفسير العلاقة بين عوائد السهم والمؤشرات الحديثة:

الجدول رقم (2-7) : المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد السهم والمؤشرات الحديثة

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة			المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob $B_0$	Prob $B_1$	Prob $B_2$	Prob F		
0.3832	2.2873	0.1637	0.0000	0.7603	0.0000	0.3832	2.2873
0.3672	2.1537	-	0.0000	0.5877	-	0.3672	2.1537
0.3979	2.2936	0.1419	0.0000	-	0.0000	0.3979	2.2936
0.2264	2.3795	0.0252	0.0009	0.5003	0.003	0.2264	2.3795
0.2373	2.3466	0.0252	0.0008	-	0.0008	0.2373	2.3466

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 4 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews9.5

استنادا إلى المعايير المذكورة أعلاه لاختيار أفضل نموذج يتضح أن النموذج الخامس هو النموذج الأمثل للدراسة الذي يمثل العلاقة بين عوائد السهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي.

#### ❖ المشاكل القياسية (اختبار جودة النموذج)

من أجل دراسة واختبار ملائمة وجوده هذا النموذج المختار توجب علينا القيام بالاختبارات التالية:

#### أ- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM":

يقيس ويختبر الارتباط الذاتي بين الأخطاء للدرجة أكثر من الواحد، كذلك باستعمال اختبار بروش قود فراي من

الدرجة الثانية، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (2-8) : نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية

Breusch – Godfrey Serial Correlation LM Test :			
F- statistic	0.628460	Prob. F (2,36)	0.5392
Obs* R- squared	1.3449463	Prob. Chi- squared (2)	0.5093

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 4 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال النتائج والجدول رقم (2-8) نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة والتي تساوي

$R^2=1.3449$  هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع "كاي دوا" أي بدرجة حرية اثنان ونسبة معنوية 0.05 .

بحيث  $X^2_{0.05}(2) = 5.99$  وبالتالي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  والتي تقرر أنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

**ب- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء " ARCH – LM "**

هو اختبار لتجانس التباين يعتمد على توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (2-9) : نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test : ARCH			
F-statistic	0.019317	Prob. F(1,37)	0.8902
Obs*R-squared	0.020351	Prob. Chi-Square(1)	0.8866

المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

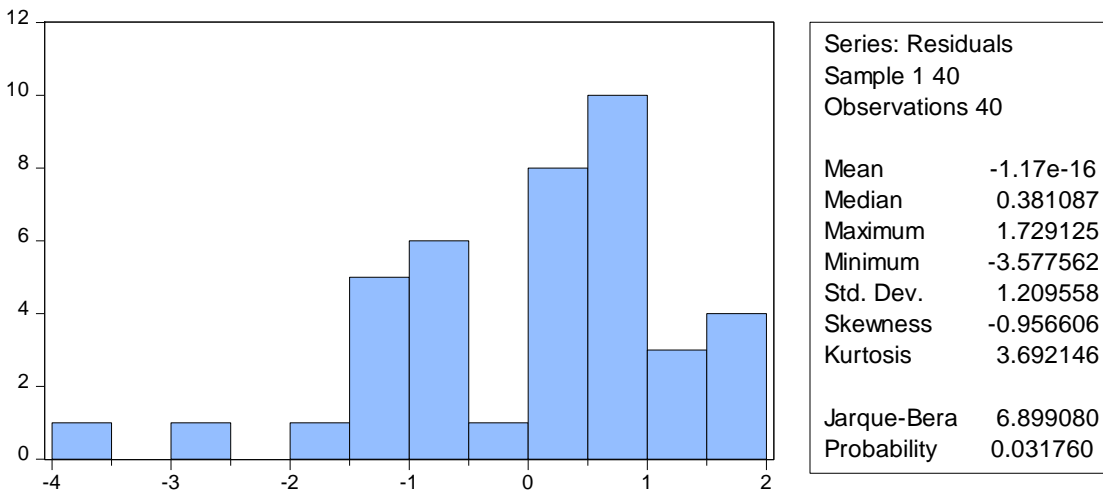
من خلال النتائج والجدول رقم (2-9) لدينا القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج والتي تساوي  $R^2 = 0.0203$  هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع " كاي دوا "  $X^2_{0.05}(1) = 3.84$  أي بدرجة حرية واحد ونسبة معنوية 0.05.

بحيث  $X^2_{0.05}(1) = 3.84$  وبالتالي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  والتي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

**ت- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:**

يجيب هذا الشكل على السؤال هل السلسلة المقدرة أو محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا والشكل التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الشكل رقم (2-7) : التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 4 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لاختبار Jarque-Bera ( $S=6.8990$ ) أكبر تماماً من القيمة المحدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي  $X^2_{0.05} = 5.99$ ، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  وعليه فإن سلسلة النموذج لا تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي.

نستنتج من نتائج الاختبارات السابقة أن النموذج المختار صالح وملائم لتمثيل العلاقة بين عوائد السهم كمتغير تابع والمؤشرات الحديثة للأداء المالي كمتغيرات مستقلة.

والجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا النموذج للمتغير التابع عوائد السهم (TSR) بدلالة المؤشرات القيمة السوقية المضافة (MVA) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

الجدول رقم (2-10) : التقدير الأمثل لعوائد السهم بدلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: LNTSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 21:09  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.642511	0.283428	-2.266932	0.0292
MVA	0.031960	0.008818	3.624421	0.0008
R-squared	0.256890	Mean dependent var		0.107253
Adjusted R-squared	0.237334	S.D. dependent var		1.403138
S.E. of regression	1.225370	Akaike info criterion		3.293070
Sum squared resid	57.05824	Schwarz criterion		3.377514
Log likelihood	-63.86140	Hannan-Quinn criter.		3.323602
F-statistic	13.13642	Durbin-Watson stat		2.346620
Prob(F-statistic)	0.000845			

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 4 والبرنامج الإحصائي Eviews9.5

### ثانياً: تشخيص القوة الإحصائية للمعالم المقدرة

من خلال الجدول أعلاه يمكن تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر وذلك من خلال الاختبارات التالية:

أ- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة

- اختبار المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_0$

لاختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = 0 \\ H_1: \beta_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-10) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ  $\beta_0$  0.0292 أقل من 0.05 ومنه نقبل

الفرضية البديلة  $H_1$  ونرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\beta_0$  تختلف معنوياً عن الصفر ، أي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05 .

- إختبار المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_1$ 

لاختبار المعنوية الإحصائية لـ  $\beta_1$  نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقاً من الجدول رقم (10-2) نلاحظ أن القيمة الإحتمالية Prob لـ  $\beta_1$  تساوي 0.0008 أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  ونرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\beta_1$  تختلف معنوياً عن الصفر، أي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05 بين القيمة السوقية المضافة وعوائد السهم.

## ب- إختبار المعنوية الكلية للمعالم المقدرة

لإختبار المعنوية الكلية للمعالم المقدرة نقوم بفرضيتين كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \\ H_1: \text{oumois } (\beta_j \neq 0) \end{cases}$$

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10-2) أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.0008 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  أي أنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر وأن القيمة المقدرة هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05 .

## ت- إخبار جودة التوفيق

من أجل اختبار جودة التوفيق نعلم على معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared والذي يقوم بدراسة القدرة التفسيرية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

من خلال الجدول رقم (10-2) نلاحظ أن  $R_2=0.2373$  أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 24 في المئة من التغيرات الإجمالية في التابع، وهي نسبة تعبر عن جودة توفيق ضعيفة لنموذج القياس المقترح ، أما النسبة المتبقية ترجع إلى متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

## ث- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء ( Durbin -Watson )

من أجل إجراء هذا الاختبار نعلم على الفرضيتين التاليتين:

$$\begin{cases} H_0: P = 0 \text{ عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء} \\ H_1: P \neq 0 \text{ وجود ارتباط ذاتي للأخطاء} \end{cases}$$

بالاستعانة بالجدول رقم (10-2) نستخرج قيمة ( DW ) والملحق رقم 5 نستخرج كل من قيمة  $(d_L, d_U)$

حيث:

- $n=40$  عدد المشاهدات؛
  - $k=1$  عدد المتغيرات المستقلة.
- ومنه  $d_L = 1.44$  ،  $d_U = 1.54$

والشكل التالي يوضح مناطق قبول ورفض الإختبار :

الشكل رقم (2-8) : مناطق قبول ورفض اختبار (DW)

0	$d_L$	$d_U$	2	$4 - d_U$	$4 - d_L$	4
	$P > 0$	؟	$0=P$	$0=P$	؟	$P < 0$
	ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب
0	1.44	1.54	2	2.46	2.56	4

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على جدول (DW)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة (DW) والتي تساوي 2.34 تقع ضمن المجال  $[2, 4 - d_U]$  أي نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

❖ معادلة النموذج المقبول :

$$LNTSR = - 0.642511471355 + 0.031959930813 * MVA$$

إرجاع المعادلة إلى الشكل غير خطي كما يلي:

$$e^{\ln(TSR)} = - 0.642511 + 0.031960 * MVA$$

$$TSR = - 0.642511 + 0.031960 * MVA$$

تفسير العلاقة:

معلمة الحد الثابت  $\beta_0$  : وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع عند إنعدام المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة، فإن القيمة المقدرة لعوائد السهم هي - 0.642511 .

معلمة المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة  $\beta_1$  : نلاحظ أن عند زيادة القيمة السوقية المضافة بوحدة واحدة تزيد عوائد السهم بـ 0.031960 وحدة ، وهذا ما يدل على أن هناك علاقة طردية بين عوائد السهم والقيمة السوقية المضافة.

المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2015، 2011) من خلال تحديد القدرة التفسيرية لعوائد الأسهم مقارنة بمجموعة



من المؤشرات التقليدية والحديثة ، بعد استخدام نموذج الإنحدار على متغيرات الدراسة للوصول إلى النموذج الأفضل ، والذي يمكن أن يعطي أكبر قدرة تفسيرية للمتغيرات التي تحدث في العائد على السهم .

بينت الدراسة التطبيقية مجموعة من النتائج أن كل من مؤشري العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة لديهما دلالة إحصائية وقدرة على تفسير عوائد الأسهم ، حيث كان هناك تباين في الدرجات التفسيرية بين المؤشرات أما فيما يخص العائد على حقوق الملكية والقيمة الاقتصادية المضافة لم تكن لديهما دلالة إحصائية .

### تحليل نتائج الإنحدار بين عوائد السهم ومؤشرات التقليدية للأداء المالي

أظهرت نتائج الدراسة مايلي:

عدم وجود دلالة إحصائية بين العائد على السهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية باستثناء مؤشر العائد على الأصول، الذي أظهرت النتائج أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين العائد على السهم وهو ما أظهرته نتائج تقدير النموذج بعد تحسينه من خلال استبعاد المعالم التي ليس لها دلالة معنوية ، وهذا يتفق مع ما توصلت له نتائج دراسة سمير محمد حسين الرواشدة (2006).

### تحليل نتائج الإنحدار بين عوائد السهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي

أظهرت نتائج الدراسة مايلي:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والعائد على السهم، وهذا يعود إلى درجة الارتباط بينها وبين العائد على السهم نظرا لكوننا إستخدمنا في حسابه القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم ،ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يتغلب على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم ، وبالتالي فإن هذا المؤشر له قدرة أكبر على قياس الأداء المالي وهذا يتوافق مع النتائج المتوصل إليها في دراسة كل من Issham Ismail (2013) ، إكرام عبد الرحمن فلاته (2014)، حسنية صيفي (2015).

فشل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث في تفسير عوائد الأسهم ، رغم أن العديد من الدراسات توصلت إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له قدرة كبيرة على تفسير عوائد الأسهم والتنبؤ بها ، و يمكن إرجاع فشل هذا المؤشر لكونه يتطلب العديد من التعديلات على صافي الدخل المحاسبي ، لكن هذه الدراسة لم تأخذ هذه التعديلات بعين الاعتبار نظرا لعدم شفافية المعلومات وإكتفاء المؤسسات بالإفصاح الإلزامي ، وحتى ولو قامت المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي بإجراء هذه التعديلات، فقد تخضع هذه التعديلات للتقديرات الشخصية، أو قد يتم تكييفها لتنسجم مع اهدافهم المخططة، ولا شك أن ذلك سيقبل من مصداقيتها ويضعف من فعاليتها كمؤشر لتفسير عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا غير صالحا للتنبؤ بالعوائد، وتتفق هذه الدراسة مع دراسات سمير محمد حسين الرواشدة (2006)، Mohammad Fawzi Shubita (2013)، حسنية صيفي (2015) ، والتي أثبت فشل هذا المؤشر في تفسير عوائد الأسهم، بينما أثبتت دراسة Issham Ismail (2013) نجاح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم ، ربما هذا التضارب ناتج عن إختلاف الإختبارات الإحصائية المطبقة، أو إختلاف نشاطات البورصة الذي يؤثر على دخل المؤسسة من الانشطة التشغيلية بعد الضرائب في الفترة التي طبقت عليها الدراسة له أثر كبير على EVA كونه أهم عناصرها.

### تحليل نتائج قدرة تفسير المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة لعوائد الاسهم

أظهرت نتائج تقدير النموذج أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات المحاسبية للأداء في تفسير عوائد الأسهم حيث نلاحظ أن مؤشر العائد على الأصول له قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم، وهذا يتوافق مع النتائج التي توصل إليها سمير محمد حسين الرواشدة (2006).

### تحليل نتائج الإرتباط بين عوائد السهم ومؤشرات الأداء المالي

أظهرت النتائج مايلي:

أظهرت مصفوفة الإرتباط أن ليس لكل المؤشرات نفس درجة في تفسير عوائد الأسهم، أي هناك تفاوت في القدرة التفسيرية بين المؤشرات، فقد كان العائد على حقوق الملكية أعلى مؤشر يفسر عوائد الأسهم ومن ثم جاء إهتمام المستثمرين بمؤشر العائد على الأصول، وبعد ذلك جاء مؤشر القيمة السوقية المضافة لكونه مؤشر ذو طبيعة بورصية .

## خلاصة الفصل

أجريت الدراسة التطبيقية على 40 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي والموزعة على قطاعات مختلفة، لذلك حاولنا من خلال هذا الفصل إختبار مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة، وذلك من خلال مبحثين، حيث تم التطرق إلى الطريقة والأدوات المعتمدة في المبحث الأول أما المبحث الثاني فخصص لعرض وتحليل نتائج الدراسة، حيث أظهرت النتائج أن مؤشر العائد على الأصول ومؤشر القيمة السوقية المضافة لها قدرة على تفسير عوائد الأسهم، على عكس مؤشر العائد على حقوق الملكية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لم تكن لهما دلالة إحصائية، إلا أن مؤشر العائد على الأصول هو الأكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة إختبار تأثير القيمة الإقتصادية المضافة على أداء المالي في تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال فصلين، ففي الفصل الأول تم التعرف على مفهوم الأداء المالي ومؤشر القيمة الإقتصادية المضافة، كما تم التطرق إلى الدراسات السابقة حول الموضوع التي انقسمت بين مؤيد ومعارض حول تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي، لذلك حاولنا من خلال الفصل الثاني التطرق فيه إلى الدراسة التطبيقية وهذا وفقا للمنهج المذكور سابقا، وخلصت الدراسة إلى مايلي:

### أولا: نتائج البحث وإختبار الفرضيات

من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع حاولنا معالجة الإشكالية الرئيسية وبعد وضع مجموعة من الفرضيات كانت النتائج كما يلي:

- أ- بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في " هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء " فقد تم إثباتها، ولكن ليس بشكل مطلق، وذلك من خلال النتائج التالية :
- ✓ وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وعوائد الأسهم عند مستوى معنوية 0.05، حيث تعكس هذه النسبة مدى مساهمة كل أصل في أرباح الشركة، ومنه فأرباح الشركة هنا تعكس قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم؛
- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وعوائد الأسهم عند مستوى معنوية 0.05.
- ب- بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في " هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم ومؤشر القيمة الإقتصادية المضافة " فقد تم نفيها، وذلك من خلال النتائج التالية :
- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي عند مستوى معنوية 0.05، يمكن أن يعود ذلك لعدم الإدراك الكافي للمستثمر لمفهوم تكلفة رأس المال الذي تحسبه القيمة الاقتصادية المضافة.
- ت- بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في " المؤشرات التقليدية أكبر قدرة تفسيرية لعوائد الأسهم مقارنة بالقيمة الإقتصادية المضافة " فقد تم إثباتها، وذلك من خلال النتائج التالية :
- ✓ بلغت نسبة تفسير المؤشرات التقليدية الممثلة بنسب الربحية لعوائد الأسهم 43.6 في المائة، بينما مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لم تتجاوز نسبة التفسير فيها لعوائد الأسهم 25 في المائة، ومنه تفوقت المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، يمكن أن يعود ذلك إلى اعتماد المؤشرات التقليدية المعتمدة في هذه الدراسة في حسابها على الأرباح، فقد أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الأرباح وأسعار الأسهم، لذلك فزيادة نسب الربحية تؤثر ايجابا على أسعار الأسهم ومنه تعظيم العائد على السهم.
- ث- بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في " للقيمة السوقية المضافة أكبر قدرة تفسيرية لعوائد الأسهم مقارنة مع القيمة الإقتصادية المضافة " فقد تم إثباتها، وذلك من خلال النتائج التالية :

✓ بلغت نسبة الارتباط بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم 64.3 في المائة، بينما مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كانت نسبة إرتباطه ضعيفة جداً، ومنه مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، ويمكن أن يعود ذلك لكوننا إستخدمنا في حسابه القيمة السوقية والدفترية للأسهم.

### ثانياً: الإقتراحات

- بناء على ما تقدم من نتائج، يمكن إعطاء بعض التوصيات التي نرى ضرورة العمل بها مستقبلاً ، وذلك على النحو التالي:
- التركيز على الأنشطة التي تساهم في رفع نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب من خلال القرارات التشغيلية، مع ضرورة دراسة أساليب التمويل من أجل اختيار المصادر التي تسمح للمؤسسات بتدئة تكلفة رأس المال؛
  - على الشركات زيادة الاهتمام بالمؤشرات الاقتصادية، والتأكيد على فهم الافراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة داخل المؤسسة لتحسين من أدائها بشكل ينعكس على عوائد الأسهم؛
  - ضرورة تضمين القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسات ، كمؤشر مالي وهذا لما يحضى به هذا المقياس من أهمية للمستثمرين والمستفيدين؛
  - التأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل المؤسسة للحصول على أفضل النتائج، فضلاً عن منحهم الوقت الكافي لتطبيق هذا المقياس؛
  - تعزيز القدرة التنافسية بشكل يتيح للمؤسسة خلق قيمة مضافة من خلال الرفع من مستويات أرباحها.

### ثالثاً: أفاق الدراسة

لا يزال البحث في هذا المجال واسعاً، إذ يمكن الخوض في مواضيع كثيرة تصلح أن تزيح الكثير من الغموض، من بين هذه المواضيع ما يلي :

- تطبيق الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تفوق عشر سنوات حتى يمكن تحديد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أداء أفضل من خلال خلق قيمة إضافية وهو ما يجب اكتشافه على المدى الطويل؛
- ضرورة إعادة الدراسة بنفس المتغيرات ونفس العينة في السنوات اللاحقة لتأكد من ثبات النتائج أو تغيرها؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي مع الحفاظ على متغيرات الدراسة.

# المصادر والمراجع

## المراجع باللغة العربية

## الكتب :

1. عبد الغني دادن ، محمد الأمين كعاسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011.
  2. مجيد الكرخي ، تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، دار المناهج، عمان، 2007.
  3. محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
  4. محمد صالح الحناوي ، نihal فريد مصطفى ، رسمية ذكي قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية ، 2000 .
  5. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
  6. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 2002 .
  7. إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي ( الإدارة المالية ) دروس و تطبيقات ، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، جامعة الجزائر ورقلة ، 2011.
- الأطروحات والمذكرات الجامعية**
- أطروحات الدكتوراه**
8. حسنية صديقي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.
  9. هوارى سويسى ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، 2008 .
- مذكرات ماجستير**
10. عشي عادل، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2002.
  11. عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2014، ص 31.
  12. علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسيلسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.
  13. سمير محمد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2006.



14. إكرام عبد الرحمان فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

#### المجلات

15. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010.

16. عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، المجلد السابع، العدد 02، جامعة غرداية، الجزائر، 2014.

17. هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، عدد 07، 2009 / 2010.

18. مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد: العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010.

19. هالة عبد الله الخولي، الاختبار الميداني للعلاقة بين مقاييس الأداء الداخلي والقيمة السوقية للمنشأة: دراسة تطبيقية على قطاع الأعمال في مصر، مجلة المحاسبة والإدارة- والتأمين، مصر، العدد 57، مصر، 2001.

#### الملتقيات

20. حمادي نبيل، عبادي فاطمة الزهراء، مقومات تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية في إطار التنمية المستدامة، الملتقى الدولي العلمي حول الأداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، 10-11 نوفمبر 2009.

#### المراجع باللغة الأجنبية

الكتب :

21. Pierre vernimen et d'autres, **finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> Edition, Dalloz, Paris, 2011.
22. Pascal Barneto , Georges Gregorio, **DSCG 2 Manuel et APP Lincations** , 2e édition , Dunod , Paris , 2009.
23. ECOSIP, **Dialogue autour de la performance en entreprise**, 2editions, Paris,1990.

#### المذكرات

24. Stephan Hecking, **The relation between shareholder value orientation and shareholder creation**, Doctoral Thesis, university of Autonoma de Barcelona, 2002, 14/02/2017.

#### المقالات

25. Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures: An Application of Economic Value Added**, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March: 2009.
26. Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi, **Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL. 4, NO. 3, JULY 2012.

27. Moreteza hajiabbasi and other, **Comparison of information content value creation measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and accounting measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange**, ARPN Journal of Science and Technology, Islamic Azad University, Iran, VOL. 2, NO. 5, 2012.
28. Issham Ismail, **Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia**, African Journal of Business Management, Vol. 7(18), 14 May, 2013.
29. Mohamed Fawzi Shubita, **The Information Content of Economic Value Added and Residual Income - Evidence from Jordan**, Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.4, No.13, 2013.
30. Hamidah, **EVA, ROCE, ROE, and EPS as Method of Assessment of Financial Performance and Its Effect on Shareholders' Wealth: Evidence From Bank Listed at Indonesian Stock Exchange in 2011 – 2013**, International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 5, Issue 2 February 2015.
31. Laurent et Khouatra Djamel, **LA Mesure De La Creation de Valeur Organisationnelle : Le Cas D'une Entreprise Du Secteur De La Gestion De Patrimoine**, Manuscrit auteur, publié dans "Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, France (2002)"

المواقع الإلكترونية

<https://www.tadawul.com.sa> 2017/02/20

<http://www.argaam.com/ar> 2017/02/27

[www.sama.gov.sa/](http://www.sama.gov.sa/) 2017/03/16

الملاحق

## الملحق رقم 1: الشركات عينة الدراسة

خدمات إستهلاكية	شركة المشروعات السياحية	الطاقة	شركة المصافي العربية السعودية
خدمات إستهلاكية	شركة الخليج للتدريب والتعليم	الطاقة	شركة رايع للتكرير والبتروكيماويات
تجزئة السلع الكمالية	شركة الحسن غازي إبراهيم شاعر	الطاقة	الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري
تجزئة السلع الكمالية	شركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات	المواد الأساسية	شركة تكوين المتطورة للصناعات
تجزئة الأغذية	شركة أسواق عبد الله العثيم	المواد الأساسية	شركة الصناعات الكيماوية الأساسية
تجزئة الأغذية	الشركة السعودية للتسويق	المواد الأساسية	شركة الحجين
تجزئة الأغذية	مجموعة أنعام الدولية القابضة	المواد الأساسية	شركة إسمنت المدينة
إنتاج الأغذية	مجموعة صافولا	المواد الأساسية	شركة إسمنت السعودية
رعاية صحية	شركة المواصاة للخدمات الطبية	السلع الرأسمالية	مجموعة أسترا الصناعية
رعاية صحية	شركة دله للخدمات الصحية	السلع الرأسمالية	شركة الخزف
رعاية صحية	الشركة الوطنية للرعاية الطبية	السلع الرأسمالية	شركة الأحساء للتنمية
أدوية	الشركة السعودية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية	السلع الرأسمالية	الشركة السعودية للصادرات الصناعية
الإستثمار والتمويل	الشركة السعودية للصناعات المتطورة	خدمات تجارية ومهنية	شركة الطباعة والتغليف
الإستثمار والتمويل	شركة عسير للتجارة والسياحة والصناعة	خدمات تجارية ومهنية	شركة الخطوط السعودية للتمويل
الإستثمار والتمويل	شركة المملكة القابضة	سلع طويلة الأجل	مجموعة السريع التجارية الصناعية
مرافق عامة	شركة الغاز والتصنيع الأهلية	سلع طويلة الأجل	شركة التنمية الصناعية
إدارة وتطوير العقارات	شركة طيبة القابضة	سلع طويلة الأجل	شركة العبد اللطيف للإستثمار الصناعي
إدارة وتطوير العقارات	شركة البحر الأحمر العالمية	سلع طويلة الأجل	مجموعة فتنحي القابضة
إدارة وتطوير العقارات	إعمار المدينة الإقتصادية	الاتصالات	شركة إتحاد للاتصالات
الإعلام	المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق	الاتصالات	شركة الاتصالات المتنقلة

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي

## الملحق رقم 2 : متغيرات الدراسة

رقم الشركة	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة			
	TSR	MVA	EVA	ROA	ROE
1	0.96	33.718	-35086531	3.282	3.458
2	0.188	11.934	47156269	0.386	1.584
3	2.176	6.976	57504646	5.236	10.854
4	1.426	19.106	2777085	5.124	10.512
5	1.648	14.638	3320230396	6.674	10.002
6	1.232	8.128	10300024	2.476	9.942
7	1.212	12.67	21145996	12.98	13.704
8	6.63	67.544	76277881	22.798	31.518
9	2.32	12.972	11912274	5.038	9.354
10	7.616	35.944	18989882	9.996	18.512
11	0.424	38.018	-58783209	3.142	3.832
12	0.222	4.722	408042	0.42	0.88
13	0.934	9.408	4482991	2.786	6.552
14	6.9	102.39	40506454	33.69	48.844
15	0.344	6.3	974037	0.796	1.538
16	0.402	7.628	1544367	3.356	4.264
17	2.526	19.126	13879436	11.328	16.57
18	0.25	4.428	1405907	1.712	1.92
19	0.476	42.586	-51106356	4.998	5.636
20	2.104	22.944	4700007	9.046	16.944
21	0.018-	6.342	2329540	0.142	-1.09
22	5.746	25.1	9118602	12.85	28.27
23	0.988	4.44	3471787	4.622	6.638
24	6.552	45.602	6149284	8.98	24.168
25	-0.066	26.014	-59499	-0.726	-1.624
26	1.594	56.92	2881791	14.032	21.698
27	3.126	32.888	97868336	6.67	17.584
28	4.47	61.974	14743996	13.592	21.266
29	2.808	42.374	10645866	10.6	14.204
30	2.302	45.324	7518833	10.476	14.298
31	2.938	-0.278	19050776	7.022	6.35
32	-0.078	-1.756	-282564	-0.45	-0.518
33	1.084	2.014	13206846	3.35	5.496
34	0.196	8.734	82025036	1.68	2.506
35	4.056	35.92	231970044	7.506	13.562
36	-1.476	10.834	-73008332	-5.678	-26.912
37	1.744	10.348	11197714	9.244	12.602
38	3.41	8.01	47060388	11.123	13.824
39	2.664	34.358	8051562	8.328	13.276
40	0.29	2.034	27701202	1.576	3.054

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير والقوائم المالية المنشورة في السوق المالي السعودي، وبرنامج Excel 2007

## الملحق رقم 3 : إختبارات نماذج TSR بدلالة ROE &amp; ROA

Dependent Variable: TSR					Dependent Variable: TSR				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 04/15/17 Time: 11:03					Date: 04/15/17 Time: 11:03				
Sample: 1 40					Sample: 1 40				
Included observations: 40					Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.038581	0.071688	0.538180	0.5936	C	0.436280	0.265669	1.642192	0.1090
ROE	0.152070	0.044147	3.444580	0.0014	ROA	0.001065	0.073766	0.014443	0.9886
					ROE	0.155590	0.043247	3.597714	0.0009
R-squared	0.694014	Mean dependent var		2.058000	R-squared	0.714801	Mean dependent var		2.058000
Adjusted R-squared	0.685962	S.D. dependent var		2.173144	Adjusted R-squared	0.699385	S.D. dependent var		2.173144
S.E. of regression	1.217811	Akaike info criterion		3.280693	S.E. of regression	1.191500	Akaike info criterion		3.260341
Sum squared resid	56.35640	Schwarz criterion		3.365137	Sum squared resid	52.52784	Schwarz criterion		3.387007
Log likelihood	-63.61387	Hannan-Quinn criter.		3.311226	Log likelihood	-62.20682	Hannan-Quinn criter.		3.306139
Durbin-Watson stat	1.859203				F-statistic	46.36701	Durbin-Watson stat		1.955972
					Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: LNTSR					Dependent Variable: TSR				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 04/15/17 Time: 20:40					Date: 04/15/17 Time: 11:05				
Sample: 1 40					Sample: 1 40				
Included observations: 40					Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.806141	0.236241	-3.412366	0.0016	C	0.437468	0.249263	1.755050	0.0873
ROA	0.090045	0.065595	1.372753	0.1781	ROE	0.156169	0.016002	9.759077	0.0000
ROE	0.029405	0.038456	0.764637	0.4493					
R-squared	0.459055	Mean dependent var		0.107253	R-squared	0.714799	Mean dependent var		2.058000
Adjusted R-squared	0.429814	S.D. dependent var		1.403138	Adjusted R-squared	0.707294	S.D. dependent var		2.173144
S.E. of regression	1.059518	Akaike info criterion		3.025544	S.E. of regression	1.175721	Akaike info criterion		3.210347
Sum squared resid	41.53541	Schwarz criterion		3.152210	Sum squared resid	52.52813	Schwarz criterion		3.294790
Log likelihood	-57.51088	Hannan-Quinn criter.		3.071342	Log likelihood	-62.20693	Hannan-Quinn criter.		3.240879
F-statistic	15.69939	Durbin-Watson stat		2.142693	F-statistic	95.23959	Durbin-Watson stat		1.955120
Prob(F-statistic)	0.000012				Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: LNTSR				
Method: Least Squares				
Date: 04/15/17 Time: 19:43				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.815095	0.234658	-3.473547	0.0013
ROA	0.136542	0.024463	5.581633	0.0000
R-squared	0.450507	Mean dependent var		0.107253
Adjusted R-squared	0.436046	S.D. dependent var		1.403138
S.E. of regression	1.053712	Akaike info criterion		2.991222
Sum squared resid	42.19174	Schwarz criterion		3.075666
Log likelihood	-57.82444	Hannan-Quinn criter.		3.021754

## الملحق 4: إختبارات نماذج TSR بدلالة EVA &amp; MVA

Dependent Variable: TSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 11:24  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	0.075592	0.008549	8.842370	0.0000
EVA	2.85E-10	5.21E-10	0.546814	0.5877

R-squared 0.383467 Mean dependent var 2.058000  
Adjusted R-squared 0.367242 S.D. dependent var 2.173144  
S.E. of regression 1.728651 Akaike info criterion 3.981266  
Sum squared resid 113.5529 Schwarz criterion 4.065710  
Log likelihood -77.62532 Hannan-Quinn criter. 4.011799  
Durbin-Watson stat 2.153793

Dependent Variable: TSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 11:21  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.564171	0.400540	1.408525	0.1673
MVA	0.062991	0.012299	5.121505	0.0000
EVA	1.60E-10	5.22E-10	0.307388	0.7603

R-squared 0.414843 Mean dependent var 2.058000  
Adjusted R-squared 0.383213 S.D. dependent var 2.173144  
S.E. of regression 1.706696 Akaike info criterion 3.979034  
Sum squared resid 107.7740 Schwarz criterion 4.105700  
Log likelihood -76.58069 Hannan-Quinn criter. 4.024833  
F-statistic 13.11544 Durbin-Watson stat 2.287351  
Prob(F-statistic) 0.000049

Dependent Variable: LNTSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 20:41  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.675887	0.289632	-2.333605	0.0252
MVA	0.032285	0.008894	3.630059	0.0009
EVA	2.57E-10	3.77E-10	0.680636	0.5003

R-squared 0.266079 Mean dependent var 0.107253  
Adjusted R-squared 0.226408 S.D. dependent var 1.403138  
S.E. of regression 1.234117 Akaike info criterion 3.330627  
Sum squared resid 56.35266 Schwarz criterion 3.457293  
Log likelihood -63.61254 Hannan-Quinn criter. 3.376425  
F-statistic 6.707072 Durbin-Watson stat 2.379578  
Prob(F-statistic) 0.003270

Dependent Variable: TSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 11:25  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.585016	0.390027	1.499938	0.1419
MVA	0.062788	0.012134	5.174400	0.0000

R-squared 0.413349 Mean dependent var 2.058000  
Adjusted R-squared 0.397910 S.D. dependent var 2.173144  
S.E. of regression 1.686239 Akaike info criterion 3.931585  
Sum squared resid 108.0493 Schwarz criterion 4.016029  
Log likelihood -76.63170 Hannan-Quinn criter. 3.962117  
F-statistic 26.77441 Durbin-Watson stat 2.293676  
Prob(F-statistic) 0.000008

Dependent Variable: LNTSR  
Method: Least Squares  
Date: 04/15/17 Time: 21:09  
Sample: 1 40  
Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.642511	0.283428	-2.266932	0.0292
MVA	0.031960	0.008818	3.624421	0.0008

R-squared 0.256890 Mean dependent var 0.107253  
Adjusted R-squared 0.237334 S.D. dependent var 1.403138  
S.E. of regression 1.225370 Akaike info criterion 3.293070  
Sum squared resid 57.05824 Schwarz criterion 3.377514  
Log likelihood -63.86140 Hannan-Quinn criter. 3.323602  
F-statistic 13.13642 Durbin-Watson stat 2.346620  
Prob(F-statistic) 0.000845

الملحق 6: جدول توزيع ( Durbin – Watson )

N	K = 1		K = 2		K = 3		K = 4		K = 5	
	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>
20	1.20	1.41	1.10	1.54	1.00	1.68	0.90	1.83	0.79	1.99
21	1.22	1.42	1.13	1.54	1.03	1.67	0.93	1.81	0.83	1.96
22	1.24	1.43	1.15	1.54	1.05	1.66	0.96	1.80	0.96	1.94
23	1.26	1.44	1.17	1.54	1.08	1.66	0.99	1.79	0.90	1.92
24	1.27	1.45	1.19	1.55	1.10	1.66	1.01	1.78	0.93	1.90
25	1.29	1.45	1.21	1.55	1.12	1.66	1.04	1.77	0.95	1.89
26	1.30	1.46	1.22	1.55	1.14	1.65	1.06	1.76	0.98	1.88
27	1.32	1.47	1.24	1.56	1.16	1.65	1.08	1.76	1.01	1.86
28	1.33	1.48	1.26	1.56	1.18	1.65	1.10	1.75	1.03	1.85
29	1.34	1.48	1.27	1.56	1.20	1.65	1.12	1.74	1.05	1.84
30	1.35	1.49	1.28	1.57	1.24	1.65	1.14	1.74	1.07	1.83
31	1.36	1.50	1.30	1.57	1.23	1.65	1.16	1.74	1.09	1.83
32	1.37	1.50	1.31	1.57	1.24	1.65	1.18	1.73	1.11	1.82
33	1.38	1.51	1.32	1.58	1.26	1.65	1.19	1.73	1.13	1.81
34	1.39	1.51	1.33	1.58	1.27	1.65	1.21	1.73	1.15	1.81
35	1.40	1.52	1.34	1.58	1.28	1.65	1.22	1.73	1.16	1.80
36	1.41	1.52	1.35	1.59	1.29	1.65	1.24	1.73	1.18	1.80
37	1.42	1.53	1.36	1.59	1.31	1.66	1.25	1.72	1.19	1.80
38	1.43	1.54	1.37	1.59	1.32	1.66	1.26	1.72	1.21	1.79
39	1.43	1.54	1.38	1.60	1.33	1.66	1.27	1.72	1.22	1.79
40	1.44	1.54	1.39	1.60	1.34	1.66	1.29	1.72	1.23	1.79
45	1.48	1.57	1.43	1.62	1.38	1.67	1.34	1.72	1.29	1.78
50	1.50	1.59	1.46	1.63	1.42	1.67	1.38	1.72	1.34	1.77

المصدر: محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 413.



# الفهرس

## الفهرس

رقم الصفحة	العنوان
III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الاختصارات والرموز.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
01	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للقيمة الإقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي</b>
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول : الأداء المالي ومؤشر القيمة الإقتصادية المضافة.....
03	المطلب الأول : مفاهيم حول تقييم الأداء المالي.....
03	الفرع الأول : مفهوم الأداء المالي.....
05	الفرع الثاني : مؤشرات قياس الأداء المالي.....
07	المطلب الثاني : القيمة الإقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي.....
07	الفرع الأول : مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة.....
08	الفرع الثاني : التعديلات المقترحة لحساب القيمة الإقتصادية المضافة.....
09	الفرع الثالث : خطوات حساب القيمة الإقتصادية المضافة.....
11	الفرع الرابع : تقييم مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة.....
12	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة.....
12	المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة.....
12	الفرع الأول : عرض الدراسات العربية.....
14	الفرع الثاني : عرض الدراسات الأجنبية.....
15	المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها.....
16	الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة.....

18	..... الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة .....
20	..... خلاصة .....
21	<b>الفصل الثاني : قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي</b>
21	<b>باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة</b>
22	..... تمهيد .....
23	..... المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة .....
23	..... المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة .....
23	..... الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة .....
26	..... الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها .....
27	..... الفرع الثالث : مصادر بيانات الدراسة .....
27	..... المطلب الثاني : البرامج والأدوات الإحصائية المعتمدة .....
27	..... الفرع الأول : البرامج المعتمدة في الدراسة .....
27	..... الفرع الثاني : الأدوات المعتمدة في الدراسة .....
28	..... المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة .....
28	..... المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة .....
28	..... الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة .....
29	..... الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة .....
30	..... الفرع الثالث : تحليل نتائج الانحدار لعوائد الأسهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء .....
36	..... الفرع الرابع : تحليل نتائج الانحدار لعوائد الأسهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء .....
42	..... المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج .....
44	..... خلاصة .....
45	..... الخاتمة .....
48	..... المصادر والمراجع .....
51	..... الملاحق .....
58	..... الفهرس .....

