

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارية

الشعبة: علوم تسيير

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان

## دراسة أثر التسعير في البورصة على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية

دراسة عينة من للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة: 2012-2015

من إعداد الطالبة: هاجر حساسة

نوقشت وأجيزت بتاريخ: 2018/ 06 / 27

أمام اللجنة المكونة من:

الأستاذ(د) شلبي محمد الأمين.....جامعة قاصدي مرباح ورقلة.....رئيسا

الدكتور / مايو عبد الله .....جامعة قاصدي مرباح ورقلة.....مشرفا

الأستاذ / خروبي يوسف.....جامعة قاصدي مرباح ورقلة.....مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارية

الشعبة: علوم تسيير

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان

## دراسة أثر التسعير في البورصة على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية

دراسة عينة من للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة: 2012-2015

من إعداد الطالبة: هاجر حساسة

نوقشت وأجيزت بتاريخ : 2018/ 06 / 27

أمام اللجنة المكونة من:

الأستاذ(د) شلبي محمد الأمين.....جامعة قاصدي مرباح ورقلة.....رئيسا

الدكتور / مايو عبد الله .....جامعة قاصدي مرباح ورقلة.....مشرفا

الأستاذ / خروبي يوسف .....جامعة قاصدي مرباح ورقلة.....مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

الإهداء

# أهدى هذا المجهود إلى من رضي الله من رضائهم

إلى سيدة النساء، إلى العظيمة في عطاءها، إلى نور الحياة وبهجتها،

إلى التي أعطتنا من روحها لتبقى أرواحنا

أبي  
حفظها الله

إلى خير الآباء، إلى من كان عظيماً في عطاءه، إلى نور الحياة وبهجتها،

إلى الذي ضحى من أجلنا بالغالي والنفيس

أبي

حفظه الله

إلى سندي في الحياة إخوتي وأخواتي كل باسمه حفظهم الله.

إلى نروجي

إلى الأستاذ الفاضل : الدكتور مايو عبد الله

إلى كل أفراد العائلة والأهل والأقارب

إلى كل الزملاء واطص بذكر طرفاوي محي الدين، والصديقة كعبوش حياة

والى كل من أعاننا على انجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد

هاجر

## الشكر

نشكر الله سبحانه وتعالى على فضله وتوفيقه لنا ،

كما تتقدم بالشكر الخالص إلى الأستاذ المشرف: " الدكتور مايو عبدالله " الذي سهل لنا طريق

العمل ولم يخل علينا بنصائحه القيمة ، فوجهنا حين الخطأ وشجعنا حين الصواب ، فكان نعم

المشرف

كما تتقدم بالشكر الى الأستاذان هتهات السعيد ، مزهودة نور الدين

ولا ننسى أن تتقدم بكل احترامنا إلى من ساعدنا ، من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل

المتواضع .

وفي الأخير نحمد الله جلا وعلا الذي انعم علينا بإنهاء هذا العمل .

هاجر

## الملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بالإعتماد على مجموعة من المؤشرات المالية المتمثلة في مؤشرات الأداء الربحي ، مؤشرات أداء هيكل رأس المال ، مؤشرات السيولة من خلال تطبيق هذه الأخيرة على شركة أصول للإستثمار وشركة بيت الإستثمار و شركة الوطنية الدولية القابضة المسعرة في بورصة الكويت إعتقادا على قوائم مالية حسب النظام المحاسبي المالي للفترة (2012-2015) حيث توصلنا إلى انه يوجد دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشرات السيولة ، ولا توجد دلالة إحصائية بين القيمة السوقية و مؤشرات أداء هيكل رأس المال ، ولا توجد دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشرات الربحية .

الكلمات الدلالية : أداء المالي ، التسعير ، بورصة ، نسب مالية ، مؤشرات مالية

### **Abstract :**

This study aims to highlight the impact of pricing on the stock exchange on the financial performance of the companies economic relying on a set of financial , Liquidity indicators through the application of the latter to Ousol Investment Company, Investment House Company and National International Holding Company, which is quoted on the Kuwait Stock Exchange based on financial statements according to the financial accounting system for the period 2012-2015. We found that there is statistical significance between the market value and liquidity indicators, There is no statistical significance between the market value and the performance indicators of the capital structure, and there is no statistical significance between the market value and the profitability indicators.

**Keywords:** financial performance, pricing, stock exchange, financial ratios, financial indicators

## قائمة المحتويات

II	الإهداء
III	الشكر
IV	الملخص

.....**Erreur ! Signet non défini** قائمة المحتويات

V.....**défini.**

VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
ب	توطئة :

### الفصل الأول الأسس النظرية والدراسات السابقة للأداء المالي والتسعير في البورصة

3	المبحث الأول: الادبيات النظرية للأداء المالي والتسعير في البورصة
15	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
21	خلاصة الفصل :

### الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر التسعير في البورصة على الأداء المالي

23	تمهيد:
24	المبحث الأول : عرض منهجية وأدوات الدراسة
29	المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة ومناقشتها
51	خلاصة الفصل :
53	الخاتمة :
56	قائمة المراجع

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	يوضح مقارنة الدراسات السابقة بالعربية	01
30	يوضح مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	02
32	يوضح نموذج الانحدار التجميعي PRM	03
33	يوضح نموذج الإثارة الثابتة FEM	04
34	يوضح نموذج الإثارة العشوائية REM	05
35	يوضح اختبار LM	06
37	يوضح نموذج الانحدار التجميعي	07
38	يوضح الإثارة الثابتة FEM	08
39	يوضح نموذج الإثارة العشوائية	09
40	يوضح اختبار LM	10
42	يوضح نموذج الانحدار التجميعي PRM	11
43	نموذج الإثارة الثابتة FEM	12
44	نموذج الإثارة العشوائية REM	13
45	يوضح اختبار LM	14
46	يوضح اختبار المفاضلة	15



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة	01
31	يوضح المؤشرات الإحصائية لدراسة	02
36	يوضح علاقة القيمة السوقية بربحية المؤسسة	03
47	يوضح علاقة القيمة السوقية بهيكل رأس المال الشركة	04

مقدمة

## توطئة :

تعتبر المؤسسة الاقتصادية خلية الأساسية التي يقوم عليها إقتصاد الدول، حيث تسعى لاتخاذ مواقع هامة في السوق لتحسين أدائها ووضعيتها التنافسية وذلك في ظل الانفتاح نحو العالم الخارجي ، حيث تعمل المؤسسة على تحقيق العديد من الأهداف والتي من أهمها ضمان استمرارها وبقائها في مجال نشاطها لتعظيم أرباحها ، لذلك تحتاج المؤسسة دائما الى تقييم أدائها الذي يعتبر موضوع من ابرز المسائل الهامة في المجال الإدارة اذا تهدف في مجملها الى رفع مستوى الأداء ومن ثم المساعدة على اتخاذ القرار وذلك في ضوء ما توفره مؤشرات الأداء من معلومات مفيدة لمستخدمي البيانات المالية

كا الملاك والمستثمرين والمقرضين وغيرهم ،حيث لكل مفهوم نظريته وتفسيره في تقييم الأداء المالي .

ونظرا لتعدد احتياجات المؤسسة تعددت مصادر التمويلها فالمؤسسة تختار مصادر تمويلها وفق الأهداف المسطرة من قبلها مراعية في ذلك المصدر الأساسي لها وتعتبر البورصة مصدر تمويل للمؤسسات ، اذا تلجأ لها المؤسسة بغية منها في توفير الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها .

من خلال ماسبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي :

## الإشكالية :

ما مدى تأثير التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الكويتية؟

ولكي يتسنى لنا تطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتئينا الى تجزئة الإشكالية الى اسئلة الفرعية التالية :

- 1- ما أهمية تقييم الأداء المالي بنسبة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؟
- 2- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؟
- 3- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؟
- 4- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؟

## الفرضيات :

- 1- لعملية تقييم الأداء المالي أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؛
- 2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؛
- 3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 ؛
- 4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015.

## مبررات اختيار الموضوع

- لاهتمام بالأسواق المالية ورغبة في إثراء المعارف المكتسبات الخاصة بالأسواق المالية ؛
- بحكم التخصص الذي ندرسه فان هذا الموضوع له صلة مباشرة بما قد درسناه؛
- الميل الى الموضوع ورغبة الشخصية.

## أهمية الدراسة

- يكتسب هذا البحث أهمية كبيرة لتناوله اثر التسعير في البورصة على الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 لمعرفة العلاقة بين الأداء المالي والبورصة بحيث يتبين لنا اثر الدخول الى البورصة.

## اهداف الدراسة:

- تتلخص اهداف البحث في نقاط التالية :
- التعرف على الاداء المالي واهميته واتجاهات قياسه ؛
- قياس مؤشرات الأداء المالي (الحديثة والتقليدية ) وتحديد مدى تاثر الأداء المالي عند الدخول الى البورصة.

## حدود الدراسة :

لهذه الدراسة حدود مكانية و زمنية

**الحدود المكانية :** تمت هذه الدراسة على مؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت؛

**الحدود الزمنية:** تمت دراسة تأثير التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2012-2015.

## المنهج المستخدم :

من أجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، إعتمدنا على المنهج الوصفي في جانب النظري ، أما في الجزء الثاني من الدراسة فقد إتبعنا منهج دراسة حالة من خلال قياس الأداء المالي لمؤسسات الاقتصادية (شركة أصول للإستثمارات ، شركة بيت الإستثمار الخليجي ، الشركة الوطنية القابضة ) إضافة للمنهج الإحصائي وذلك بغية لقياس العلاقة بين مختلف المؤشرات . أما بنسبة للأدوات المستخدمة فقد تم الإعتماد على المسح المكتبي لمختلف المراجع التي تناولت موضوع الدراسة إضافة إلى الإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة

ولتحليل هذه القوائم وتقييم الأداء المالي تم الإستعانة ببرنامج Excel وبرنامج **Eviews** من أجل قياس القيمة السوقية بالمؤشرات السيولة، الربحية، هيكل رأس المال .

## هيكل البحث:

أنجزت الدراسة وفق الخطة التالية: تناولنا مدخل الدراسة في شكل مقدمة ثم فصلين الفصل الأول نظري والثاني تطبيقي وخاتمة وجملة من التوصيات والأفاق.

حيث تم تقسيم الفصل الأول الى مبحثين المبحث الأول تناولنا فيه مدخل حول الأداء المالي و التسعير في البورصة أما المبحث الثاني فقد تناولنا فيه بعض الدراسات السابقة الخاصة بالموضوع ،وتطرقنا في الفصل الثاني إلى الدراسة التطبيقية أي تجسيد لما تم عرضه في الجانب النظري حيث قسم هذا الفصل الى مبحثين وكل مبحث الى مطلبين حيث كان المبحث الأول خاص بطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة في حين تناولنا في المبحث الثاني النتائج والمناقشة التي توصلت اليها الدراسة.

## الفصل الأول

الأسس النظرية والدراسات السابقة للأداء المالي والتسعير في البورصة

## تمهيد الفصل الأول :

ان موضوع تقييم الأداء المالي يكتسي أهمية كبيرة لأي منشأة اقتصادية ، مهما اختلف نوع نشاطها، وسواء كانت مسعرة او غير مسعرة في البورصة، خاصة في ظل التنافس الكبير والمستمر بين المنظمات في دنيا الاعمال ، للحصول على اكبر حصة سوقية ممكنة ،والتي تؤدي بدورها الى تحقيق أرباح كبيرة تنعكس بالتأكيد على ثرة ملاكها ، لذلك يعتبر موضوع الأداء المالي احد المواضيع التي شغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء نظرا لأهميته اما على المستوى الكلي او الجزئي ، باعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط ، وهو يعتبر واحد من المصطلحات التي لم تلقى اتفاقا عاما حول تقديم مفهوم محدد للأداء المالي، نتيجة اختلاف المعايير والمقاييس المطبقة في دراسته وقياسها.

ولهذا سنحاول في هذا الفصل التطرق بإلمام واختصار الى الإطار النظري للأداء المالي وكذا التسعير في البورصة بالإضافة الى الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية بحيث تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول :** الادبيات النظرية للأداء المالي وتسعير في البورصة

**المبحث الثاني :** الدراسات السابقة

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية للأداء المالي والتسعير في البورصة

### المطلب الأول: مفهوم وأهمية الأداء المالي

#### فرع الأول: تعريف الأداء المالي

ليس من السهل تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي و ذلك نظر لإختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين لذلك سنعرض التعاريف كالاتي :

يعبر الأداء المالي عن تعظيم النتائج وذلك من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتدئة التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل وذلك بغية تحقيق التراكم في الثرة والإستقرار في مستوى الأداء<sup>1</sup> كما يعرف السعيد فرحات جمعة فيرى أن الأداء المالي هو " :مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية<sup>2</sup>. ويمكن تعريفه ايضا على أنه" تشخيص الوضع المالي للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومواجهة المستقبل من خلال اعتمادها على الميزانيات، جدول حسابات النتائج، الجداول الملحقة .ولكن لا جدوى من ذلك إذا لم يأخذ الطرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة<sup>3</sup> ونتيجة لذلك فإن معظم الباحثين يرون أن الأداء المالي لا يكون فعالا إلا من خلال تشخيص الصحة المالية للشركة، وذلك من خلال الوقوف على نقاط القوة والضعف في الشركة، مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بالشركة.

#### فرع الثاني: أهمية الأداء المالي

تهدف عملية تقييم الأداء المالي إلى:

- ❖ الوقوف على مستوى إنجاز الوحدة الاقتصادية،
- ❖ الكشف على مواضيع الخلل والضعف في نشاط المؤسسة مع بيان مسبباتها ووضع الحلول اللازمة لتصحيحها،
- ❖ تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في المؤسسة من خلال قياس إنتاجية كل قسم وتحديد إنجازاته سلبا أو إيجابا،
- ❖ الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائدا أكبر بتكاليف أقل،
- ❖ تسهيل التقييم الشامل للأداء على مستوى الاقتصاد الوطني بالاعتماد على نتائج تقييم كل مؤسسة على حده<sup>4</sup> .

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ،يوسف قريشي ،التسبير المالي (الإدارة المالية ) دروس وتطبيقات،الجزء الأول،طبعة 2،دار وائل للنشر، عمان ،الأردن 2011 ،ص60

<sup>2</sup> السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الاعمال للمنشر –الرياض 2000، ص38

<sup>3</sup> محمد محمود الخطيب الأداء المالي واثره على عوائد اسهم الشركات ادار الحامد عمان الأردن طعة 2010 ص47

<sup>4</sup> مجيد الرخي التقييم الشامل للأداء باستخدام النسب المالية دار المنهج عمان الأردن طاعة 1 2007 ص 9



## الفرع الثالث: أدوات قياس الأداء المالي

أولاً: أدوات قياس الأداء المالي التقليدية

### 1 - مؤشرات السيولة:

تقيس قدرة المؤسسة على وفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل مما لديها من نقدية وأصول أخرى ويمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبياً (الأصول المتداولة)، كما تستخدم نسب السيولة كأدوات لتقييم المركز الإئتماني للمؤسسة إذ يعد تحليل السيولة مؤشراً هاماً لتقييم أدائها، وقدرتها على الإلتزام بديونها العاجلة والمستحقة<sup>5</sup> وتتمثل فيما يلي:

#### 1.1 نسبة التداول

تشير هذه النسبة إلى قدرة الشركة على مواجهة ديون قصيرة الأجل، ويتم حسابها بقسمة أصول متداولة على ديون قصيرة

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

كلما زادت النسبة عن الواحد تكون المؤسسة قادرة على الإلتزام بتسديد ديونها القريبة وهي تشير الى استخدام المؤسسة لراس مال العامل موجب مما يجي لوجود فائض<sup>2</sup> في السيولة<sup>6</sup>

#### 2.1 نسبة التداول السريعة

تعتمد هذه النسبة على الأصول سريعة التحويل الى نقدية لقياس درجة السيولة المنشأة وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية<sup>7</sup>

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة - المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

<sup>5</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي مرجع سبق ذكره ص 266

<sup>6</sup> عاطف وليم اندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 88

<sup>7</sup> محمد صالح الحناوي نهال فريد مصطفى الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الاعمال) د.ط المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية 2008، ص 69

### 3.1 نسبة السيولة الفورية

تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على دفع الفوري من موجوداتها لسداد ديونها وتحسب بالعلاقة التالية<sup>8</sup>

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{النقديات}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

### 2- مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

نسب الربحية تمثل المردودية الناتجة من استخدام عنصر من عناصر الحركة للنشاط في المؤسسة، وهي مقارنة النتيجة بما يستخدم لتحقيقها ومن بين أهم نسب الربحية ما يلي:

### 1.2 معدل العائد على حقوق الملكية ROE

يهتم هذا المؤشر بقياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويقوم هذا المؤشر بقياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأس مال المؤسسة، فارتفاع نتيجة هذا المؤشر تدل على كفاءة قرارات الاستثمار والتشغيل في المؤسسة<sup>9</sup>. إلا أن هذا المؤشر غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة حيث يؤدي ذلك إلى تحجيم الوعاء الضريبي وينعكس ذلك على مصداقية معدل العائد على حقوق الملكية لذي يكون مرتفعاً بسبب تضخمه. وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي:

### معدل العائد على حقوق الملكية ROE: النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

ويتضح ذلك من خلال تحليل هذه العلاقة أنه كلما ارتفعت نسبة المؤشر، زادت نسبة الربح التي يريد تحقيقها كل من الملاك أو المساهمين، وترتفع هذه النسبة بارتفاع النتيجة الصافية، لأن الأموال الخاصة لا تتأثر بعملية شراء الأسهم والتي تعتبر ممول بالسيولة أو الديون من وجهة نظر المستثمر، ومن مصلحة المؤسسة إصدار أسهم بمقدار الحاجة إلى التمويل فقط، لأن زيادة حقوق الملكية أكثر من اللازم يفقدها استقلاليتها من ناحية ويقلل من أرباحها من ناحية أخرى.

### 2.2 معدل العائد على الأصول ROA

تشير هذه النسبة إلى الدخل على المحقق على إجمالي الأصول المستثمرة في المؤسسة،<sup>10</sup> ويعتبر معدل العائد

مقياس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة Return on Assets على الأصول

<sup>8</sup> حليلة بن خروف دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات و اتخاذ القرارات مذكرة ماجستير جامعة احمد لوقرة بومرداس الجزائر 2009، ص 85

<sup>9</sup> مريم شكري محمود نايم تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن رسالة ماجستير غير منشورة جامعة الشرق الوسط الأردن 2013

<sup>10</sup> محمد صالح الحناوي مرجع سبق ذكره ص 77

للإدارة، كما أنه يؤثر على العلاقة بين النتيجة الصافية في شكل نسب مئوية.

ويحسب وفق العلاقة التالية:

### معدل العائد على أصول ROA : نتيجة صافية / مجموع الأصول

#### 3.2 معدل العائد على الاستثمار: ROI

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

يحسب معدل العائد على الاستثمار عن طريق العلاقة التالية<sup>11</sup>.

يكون الأداء جيداً وفق هذا المؤشر كلما ارتفعت هاتاه النسبة، ويمكن الاعتماد عليه في اختيار الاستثمارات وقياس مردوديتها، ويقاس الأداء الكلي من خلال النشاط الرئيسي للمؤسسة، إلا أنه لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وبالتالي لا يخدم مصلحة حاملي الأسهم الام يعتبروا الحد الأدنى من العائد الذي يتوقعونه، بالإضافة إلى أنه يهمل الاستثمارات التي تحقق عوائد معتبرة في المدى البعيد، لأنه يعتمد على قاعدة قبول المشاريع التي تحقق مردودية في الأجل القصير.

### معدل العائد على الاستثمار ROI: النتيجة الصافية / الأموال المستثمر

#### مؤشرات أداء هيكل رأس المال:

تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض (الإستدانة) وتمثل فيما يلي :

#### 1- نسبة قابلية السداد:

تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض, وتحسب بالعلاقة التالية<sup>12</sup>:

$$\text{نسبة قابلية السداد} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الاصول}}$$

<sup>11</sup> - Fayez Salim hddad , the relation ship between economic value added an stock and stock returns , Evidence from jordanian banks , EURO journals publishing in 2012.

<sup>12</sup> حليلة بن خروف، مرجع سبق ذكره، ص35

## 2- نسبة الاستقلالية المالية:

تقيس لنا هذه النسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة، وتحسب بطريقتين كما يشترط في معظم الأحيان أن تكون النسبة الأولى على الأقل مساوية أو أكثر من 50% والثانية.<sup>13</sup>

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}} \quad \text{أو} \quad \text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

## 3- نسبة الرافعة المالية:

وتشير هذه النسبة إلى درجة الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما انخفضت مساهمة حق الملكية في أموال الشركة، وتحسب كالتالي<sup>14</sup>:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{القروض}}{\text{الأموال (الموجودات)}}$$

ثانياً: أدوات قياس أداء المالي الحديثة

## 1- القيمة الاقتصادية المضافة EVA

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

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 بضغوط الأسواق المالية من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين.<sup>15</sup>

وعموماً فإن القيمة الاقتصادية المضافة يوفر مقياس جيد عن مقدار الإضافة التي حققتها المؤسسة لحملة الأسهم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعد طريقة للتسيير كما أنها طريقة للتحفيز. بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو مؤسسا تم. وكونها طريقة للتسيير فيتجسد ذلك من خلال قدرتها

<sup>13</sup>نعمة ضباح، التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمدخضير بسكرة، الجزائر، 2007-2008، ص104

<sup>14</sup>حمزة محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، طبعة 2، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2008، ص133

<sup>15</sup>مقبل علي احمد، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات التقييم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة دراسة تطبيقية، طالب دراسات عليا دكتوراء، حلب، سوريا، ص4

على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامها في تقييم الإستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري<sup>16</sup>.

### خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة :

يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وحساب القيمة الاقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية :

1- الإطلاع و معاينة البيانات المالية للوحدات : ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي

أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لستتين لإجراء عملية القياس؛

2- تحديد رأس مال المؤسسة : إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛

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 استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض

من قبل ممالي 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.<sup>17</sup>

ويتم حسابها وفق العلاقة التالية :

$$KO = KD. ( D/D+CP ) + Kcp .( CP/ D+CP)$$

KO: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛KD:

تكلفة الديون؛

D: الديون؛

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة؛

CP: الأموال الخاصة؛

4- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT: يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية

الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل؛

5- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA: هناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهما:

<sup>16</sup> محمد صالح الحناوي مرجع سبق ذكره ص 77

<sup>17</sup> اليااس بن ساسي ،يوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، طبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن 2011 ص،387

الطريقة الأولى: تحسب وفق العلاقة التالية

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

حيث:

**ROI**: العائد على الاستثمار.

**CMPC**: تكلفة رأس المال.

**CI**: رأس المال.

الطريقة الثانية:<sup>18</sup>

$$EVA = (RE - C\%) \cdot I$$

رأس المال المستثمر. [ معدل تكلفة هيكل رأس المال - المردودية الاقتصادية ]

ثروة للمساهمين تم تحقيقها إضافة إلى مكافئتهم على الخطر

$$EVA > 0$$

## 2- القيمة السوقية المضافة MVA :

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وتعطي تقييماً شاملاً لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروباً في عدد الأسهم، وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين.

ويحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية:<sup>19</sup>

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + K)_i}$$

حيث:

**EVA i**: القيمة الاقتصادية المضافة.

**Ki**: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

<sup>18</sup> عماني لمياء وشهرزاد زغيب، بعد مداخلة بعنوان إشكالية تقييم الأداء المالي من خلال خلق القيمة الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة يومي 10 و 11 جامعة المسيلة، 2009، ص 8

<sup>19</sup> زرقون محمد دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، المسعرة في البوصة مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة العدد 01، ص 245

### 3- مضاعف السعر على العوائد PER:

حيث يمثل العلاقة بين السعر وعائد السهم وبحسب بالعلاقة التالية:

$$PER = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{عائد السهم}}$$

#### 4- بطاقة الأداء المتوازن<sup>20</sup>

يمكن تعريف بطاقة الأداء المتوازن بأنها نظام إداري يهدف إلى مساعدة الملاك والمديرين على ترجمة رؤية واستراتيجيات شركاتهم إلى مجموعة من الأهداف والقياسات الإستراتيجية المترابطة. وذلك من خلال الاعتماد على بطاقة الأداء المتوازن.

#### ➤ مزايا استخدام بطاقة قياس الأداء المتوازن

- مساعدة الإدارة في توضيح إستراتيجيتها لحملة الأسهم
- تحقيق التوازن بين الأهداف الإدارية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل داخل مختلف مقياس الأداء
- تسهل الاتصال وفهم أهداف العمل والاستراتيجيات في مختلف مستويات المنظمة.

### المطلب الثاني: المفاهيم النظرية لتسعيرة في البورصة

#### الفرع الأول: مفهوم البورصة

##### تعريف البورصة

البورصة سوق منظمة في مكان معين في أوقات دورية بين المتعاملين يباعا وشراء بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثيات التي مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها مكان منظم تتم فيه التعاملات المالية من بيع وشراء وتكون السلعة المتداولة في هذي السوق هي الأوراق المالية ولا تتم عملية التداول مباشرة بين المستثمر الذي يبيع الأوراق المالية وبين المستثمر الذي يقوم بشراء تلك الأوراق وإنما يتم التعامل من خلال وسطاء مؤهلين وذو خبرة للعمل في هذه السوق.<sup>21</sup>

<sup>20</sup> عبد الفتاح المغربي، بطاقة الأداء المتوازن المدخل المعاصر لقياس الأداء الاستراتيجي، طبعة 01، المكتبة العصرية لنشر و التوزيع، مصر، 2009 ص 57

<sup>21</sup> عصام حسين أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة لنشر، الأردن، عمان 2010 ص 17

### تعريف التسعير :

السعر هو الكمية لازمة من النقود للحصول على كمية من السلع والخدمات في السوق المبادلات، كما يعرف السعر على انه القيمة التبادلية والمعبر عنها بعدد من وحدات النقد<sup>22</sup>

### تعريف سعر البورصة:

سعر البورصة هو القيمة التي يبلغها السند ، أو سهم ما ، أثناء احد جلسات في البورصة ، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعير ، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة .<sup>23</sup>

### تعريف التسعيرة الرسمية :

يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الرسمية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة من جلساتها ، وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المفيدة بالتسعير وتحتوي هذه التسعيرة على معلومات التالية :

- عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة ؛

- عدد السندات وقيمة القرض الموضوع في التداول؛<sup>24</sup>

- اسم الورقة المالية ؛

اما بنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت ، نذكر أيضا الفائدة ، مقدار الضريبة موعد استحقاق الفوائد.

- موعد السحب في حالة وجوده

- أ سعار الأوراق المالية في حلصة اليوم

### أساليب القيد وتداول في البورصة :

يتم تقييم الأوراق المالية وتداولها بالبورصة عن طريق الاكتتاب العام في الأسهم او السندات التي تصدرها احدى الشركات واهم الأساليب التي يتم بها تداول الأوراق المالية المصدرة مايلي:

<sup>22</sup> برشاشي بوعلام ، الأمين في الاقتصاد، دار المحمدية، الجزائر، 200، ص 84

<sup>23</sup> شمعون شمعون، التسعيرة الرسمية، دار هومة للنشر، الجزائر، 1999، ص 45

<sup>24</sup> - عصام حسين، مرجع سابق، ص 17



### 1-1- الاكتتاب المباشر :

يتم عن طريق بورصة الأوراق المالية ، وهو من الطرق الشائعة في الاكتتاب ، اذ يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة احدى بيوت اصدار اتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة من احدى الشركات التي تتميز بخصائص إدارية وتمويلية جيدة ، وبمجرد تنظيم عمليات الاكتتاب يقدم السمسار طلبا لبورصة الأوراق المالية مرفقا بتصريح من بنك الإصدار ، ومن ثم يقوم بإعلان عن هذا الإصدار مع إيداع صورة من الإعلان لدى موثق الشركات الى ان الشركة تحصل على تصريح بالاكتتاب والتعامل في الأسهم اذا تم الاكتتاب فعلا بالكامل.

### 1-2-الاكتتاب العام :

وهو بيع الأوراق المالية للجمهور ، فإذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة ، فإن الاكتتاب أو الإصدار العام يتم عن طريق أحد السماسرة العاملين بالبورصة للإتفاق على حجم وشكل الإصدار ثم تتم كافة إجراءات التصريح بإصدار من قبل البورصة والإعلان عنه حتى الإكتتاب نافذا.

### 1-3-العرض للبيع :

وبموجب هذه الطريقة يتم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور وبسعر اعلى من سعر شرائها ، ويتم هذا البيع في الصفقات العادية التي تتم في البورصة.

### 1-4-الإصدار عن طريق العطاءات :

ويهدف الى حصول الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في الأسعار حيث تقوم الشركة بتحديد سعر مبدئي للورقة المالية ثم يتقدم المستثمرون بعطاءاتهم لشراء الكمية المصدرة بحد اقصى يتم تحديده للمستثمر الواحد ويتم البيع لأصحاب العطاءات الذين يتقدمون بسعر أعلى .

من خلال ما سبق من أساليب تداول الأوراق المالية ، فإن التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة يقتصر على الأوراق المالية المقيدة في جدول التسعيرة بالبورصة.

## الفرع الثاني : أنظمة التسعير في البورصة

يقصد بسعر البورصة القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل في لوح التسعيرة ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> محمد صبري هارون، احكام الأسواق المالية الأسهم و السندات، طبعة 2، دار النافيس، عمان، الأردن، 2009، ص69

1- أنظمة التسعير

1.1- طريقة المناذاة **la cotation à la criée**

تتم من خلال اجتماع ممثلي العروض والطلبات في مقصورة، والمناذاة بأعلى أصواتهم على ماهية العروض والطلبات التي يجوزته حتى يتم التوازن

2.1 طريقة المعارضة **par opposition**

تدون في سجل خاص لكل ورقة مالية سواء يبيع او شراء وبمجموع التسجيلات تحدد الأسعار الخاصة

3.1 طريقة الصندوق **par boite**

يلجا لهذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والطلبات الشراء في سوق البورصة كثيرة ومتعددة كما تقوم لجنة البورصة الى حساب العروض

والطلبات الموجودة في الصندوق لتحديد أسعار البورصة.

4.1 طريقة المطابقة

في تلقي أحد الوسطاء امرين متقابلين بان يأمر أحدهما يبيع كمية من الأوراق المالية ويأمر الآخر بشراء كمية نفسها من ذات الأوراق فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق ويجب عليه ان يتأكد وبواسطة أحد أعضاء نقابة السماسرة من انه لا يوجد عرض او طلب أكثر ملائمة.

2- نظام التسعيرة في بورصة الجزائر

النظام العام لبورصة الجزائر يأخذ بطريقتين هما:

1.2 طريقة الثبيت

تسمح هذه الطريقة بتحديد سعر يومي لمواجهة أوامر الشراء والبيع خلال فترة زمنية محددة بغية الوصول إلى السعر التوازني

## 2.2 طريقة التسعيرة المستمرة

تم في هذه الطريقة بتجميع كل الأوامر المتواصلة والذي يتشكل من خلالها العديد من الأسعار التوازنية غير أنه .بمجرد ما يتفق البائع والمشتري حول السعر يتم التبادل من افتتاح إلى إقفال البورصة.

### الفرع الثالث : امتيازات تسعير المؤسسات في البورصة<sup>26</sup>

ان تسعير المؤسسة في البورصة له أهمية كبيرة من جانب التمويلي والتسويقي وتنافسي ، وتمثل فيما يلي:

#### أ-الجانب التمويلي :

##### 1-تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق أوراق المالية هو سرعة الاستجابة لسماع أي الأخبار ، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عمليات التداول ، والتي تنوقف على اعتماد التفاوض أو التفاؤل. والبورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع لإنفعالات التي قد تكون خاطئة ، حيث يقوم المحترفون في البورصة ، بعملية الشراء بحكم خبرتهم نتيجة التفاوض ، كما يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاوض (المتعاملين) مما يؤدي الى استقرار الأسعار إلى أوضاعها الطبيعية.

##### 2- حصول المؤسسة من إحتاجاتهم من التمويل الطويل الأجل :

يعتبر قيد الأوق المالية للشركات في البورصة نوع من الإعتراف بقدرتها وكفاءتها مما يدفع بالمستثمرين بتوجيه مدخراتهم نحو هذه الأوراق ، مما يؤدي بالحصول الشركات على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.

##### 3- توضيح مؤشرات الحالة الاقتصادية:

تساعد البورصة على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأموال المتداولة، وهذا ما يساعد المستثمرين على توجيههم نحو هذه الأوراق المالية التي تدر أرباحا.

<sup>26</sup> ليندة سيوان، واقع و افاق بورصة الجزائر في ظل التحديات الاقتصادية، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، الجزائر، 2012، ص36-37

ب- الجانب التسويقي :

إن دخول المؤسسات إلى البورصة له أثر إيجابي خاصة من هذا الجانب ، فمثلا إنتاج مؤسسة لمنتوج جديد فهذا يعتبر مخاطرة فحتمًا عندما لا يجد هذا المنتوج الجديد مكانا له في السوق ينجم عنه تكلفة بالنسبة للمؤسسة ، وبالتالي فالسوق المالي سيغطي ذلك الجز الصادر عن ذلك المنتوج، وهذا راجع لحسن استغلال مصادر التمويل المتحصل عليها.

ت-الجانب التنافسي:

يعتمد المركز التنافسي للشركة على عوامل متعددة مثل الموقع الجغرافي والملكية التكنولوجية والفكرية و براءات الاختراع والأسعار التنافسية والجودة العالية بالإضافة إلى المنافسة المالية ، التي تعتبر أحد العوامل المؤثرة عند دخول المؤسسة إلى البورصة للحصول على مصادر التمويل . فدخول المؤسسة إلى البورصة يمكنها من الحصول على عدة مزايا من بينها عامل التنافسية، إن الأهتمام بهذا الجانب سوف يؤدي بالمؤسسة إلى زيادة قوتها الربحية وتحسين مركزها المالي والسوقي

## المبحث الثاني: الدراسات السابقة

### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

#### الفرع الأول: دراسات بلغة العربية

##### الدراسة الأولى :

دالي علي لمياء، بعنوان مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية، جاءت في إطار الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات جامعة بسكرة ، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006

هدفت الدراسة الى توضيح مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، وإمكانية إستغناء المؤسسات الجزائرية عن مصادر التمويل التقليدية أو على تقليل اللجوء إليها خاصة مع ظهور البورصة، حيث توصلت الباحثة إلى أن بورصة الجزائر كان لها أثر إيجابي على المؤسسة محل الدراسة (رياض سطيف) وذلك في المدى القصير.

الدراسة الثانية :

دادان عبد الغني بعنوان قياس الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007، حيث حاول الباحث من خلال هذه الدراسة الإجابة على التساؤلات التالية:

- الى أي مدى يمكن ان تساهم المؤشرات المالية والاقتصادية في تفسير سلوك كل من قيمة المؤسسة ومعدل نموها وبنية هيكلها المالي باستعمال أسلوب التحاكي؟

- هل يمكن للمؤسسة معرفة وتقدير قيمتها السوقية، ومعدل نموها الداخلي، وسلوك هيكلها المالي بناء على مؤشرات مالية واقتصادية؟

ركزت الدراسة على تحليل وسلوك الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في كل من بورصة الجزائر وباريس من خلال: قيمة المؤسسة، معدل النمو، الهيكل المالي، بناء على مؤشرات مالية واقتصادية بفضل المحاكات ونمذجة المالية، ومن بين النتائج المتوصل اليها ان هناك غياب لثقافة البورصة في الجزائر بين المتدخلين خاصة ومستثمرين الماليين والافراد كما تتباين وجهات النظر بتقييم الأداء حسب المقيمين والأكاديميين من حيث نظام المعلوماتي والمعتمد.

الدراسة الثالثة:

حفصي رشيد 2010، بعنوان تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر .

تدور إشكالية الدراسة الرئيسية حول ما هو اثر بورصة الجزائر على الأداء المالي للشركات المسعرة فيها ؟

هدفت هذه الدراسة الى تقييم الأداء المالي للمؤسسة المسعرة في بورصة الجزائر وكذا التعرف على مختلف أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية مع ابراز دور البورصة كمصدر حديث لتمويل ، عينة الدراسة على 11 مؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر ،

حيث توصلت الدراسة الى ان مستويات الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر تختلف عن أدائها المالي قبل دخولها للبورصة ، ويتوقف الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية على قدرتها على تحقيق مردودية عالية باقل تكاليف ممكنة.

ركزة الدراسة على تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بينما هذه الدراسة سيتم اسقاط الدراسة على اربع مؤسسات مسعرة في بورصة الكويت.

حيث تشابهه هذه الدراسة في استخدام معظم مؤشرات في معالجة إشكالية البحث، كما كان الاختلاف في فترة الدراسة واختلاف الشركات محل الدراسة.

#### الدراسة الرابعة:

للباحث، هواري سويسي، محمد زرقون، بعنوان تقييم فعالية بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية للقطاع الخاص بالجزائر، جاءت في مجلة رؤى الاقتصادية، العدد الخامس، جامعة الوادي (حمه لخضر)، 2013، وتدور الإشكالية حول ما مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل وتحسين الوضعية المالية لمؤسسات القطاع الخاص؟

حيث هدفت الدراسة على إبراز أهمية بورصة القيم ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر، وكذا التعرف على مدى فعاليتها في دعم وتشجيع مؤسسات القطاع الخاص على الإستثمار.

خلصت الدراسة الى ان دخول المؤسسة أليانس للتأمينات إلى البورصة لم يساعد على تحسين كفاءة الأداء المالي بها، حيث سجلت تدهورا في معظم النسب وهذا يرجع إلى حدوثها في دخول الى البورصة.

#### الدراسة الخامسة:

محمد زرقون بعنوان العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، جاءت في مجلة الباحث، العدد 12، جامعة ورقلة (قاصدي مرباح)، 2013، تدور الإشكالية حول ما مدى فعالية أسلوب العرض العمومي في البورصة في الرفع من كفاءة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة وكذا تطوير بورصة الجزائر من خلال تشجيع مؤسسات القطاع الخاص على الإستثمار؟

هدفت الدراسة إلى تقييم فعالية أسلوب العرض العمومي في خصوصية القطاع العام وكذا دعم وتطوير بورصة الجزائر من خلال تعبئة موارد القطاع الخاص.

- خلصت الدراسة الى ان أسلوب طرح الأسهم للاكتتاب العام ( العرض العمومي في البورصة ) لم يساعد كثيرا على الارتفاع بكفاءة الأداء المالي للمؤسستين (مؤسسة صيدال ومؤسسة اليانس للتأمينات) بعد الاكتتاب العام، بينما يساعد أسلوب طرح الأسهم للاكتتاب العام كثيرا على الارتفاع بكفاءة الأداء المالي للمؤسستين (مجمع رياض سطيف ومؤسسة تسيير فندق الاوراسي).

## الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

دراسة:

Mohamed. C, Gestion du Résultat et Introduction en Bourse : Cas des Entreprises Tunisiennes, 28ème congrès de l'AFC "Comptabilité et Environnement", France (Mai 2007).

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر الإكتتاب العام على إدارة الأرباح الشركات التونسية خلال فترة 1988-2003 باستخدام نموذجين لتقدم المستحقات التقديرية - نتائج لا تكشف في المتوسط أي إدارة أرباح كبيرة من ناحية إقتصادية بإستثناء المؤسسات العامة وتوصل الباحث إلى ان الشركات الخاصة تدير أرباحها بطريقة أفضل سنة الاكتتاب ، كما لايمكن للشركات الإقتراض لأجل غير مسمى الأرباح المستقبلية لزيادة أرباحها الحالية

### المطلب الثاني: موقع الدراسة من دراسات السابقة

#### الدراسة الأولى:

ركزت دراسة دالي علي لميا على بيان الوضعية المالية للمؤسسات الجزائرية قبل وبعد دخولها للبورصة، بينما في هذه الدراسة سيتم تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الكويت، بالإضافة لاختلاف في فترة الدراسة حيث تشابهت هذه الدراسة في استخدام نسب السيولة،

#### الدراسة الثانية:

ركزت دراسة ( دادن عبد الغني) على قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية من خلال تحليل السلوك المالي في بيئتين مختلفتين حيث تناول عينة من المؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر وعينة أخرى من المؤسسات مسعرة في بورصة باريس ، كما أغفل الباحث تحديد فترة الدراسة ، بينما في هذه الدراسة سيتم في بيئة واحدة من خلال دراسة تأثير التسعير في بورصة الكويت وتحديد فترة الدراسة .

### الدراسة الثالثة:

ركزت الدراسة (رشيد حفصي) على تقييم الأداء المالي لعينة مكن المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بينما في هذه الدراسة سيتم اسقاطها على ثلاث مؤسسات في بورصة الكويت (الشركة أصول للإستثمار، الشركة بيت الإستثمار الخليجي، الشركة الوطنية القابضة) بالإضافة إلى الإختلاف في فترة الدراسة.

### الدراسة الرابعة:

تم الإعتماد في هذه الدراسة (محمد زرقون وهواري السويسي) على شركة واحدة مسعرة في بورصة الجزائر وهي شركة أليانس للتأمينات لقياس أدائها المالي قبل وبعد الدخولها في الفترة الممتدة بين 2008-2012 أما في دراستنا سيتم الاعتماد على ثلاث مؤسسات مسعرة في بورصة الكويت بالإضافة الى الإختلاف في فترة الدراسة.

### الدراسة الخامسة:

ركزت دراسة (محمد زرقون) على اجراء تحليل مقارنة على بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من أجل معرفة آليات الخصوصية المختلفة على الأداء المالي بينما في الدراسة الحالية يتم التركيز على ثلاثة مؤسسات في بورصة الكويت (الشركة أصول للإستثمار ، الشركة بيت الإستثمار الخليجي ، الشركة الوطنية القابضة) بالإضافة إلى الإختلاف في فترة الدراسة .



الجدول رقم (01): يوضح مقارنة الدراسات السابقة بالعربية

الدراسة	زرقون محمد	حفصي رشيد	دادن عبد الغني	هوارى السويسي ومحمد زرقون	دالي علي لمياء
الهدف	تقييم فعالية أسلوب العرض في خوصصة القطاع العام	تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل وبعد دخولها	إساءة نموذج الإنحدار المبكر للمؤسسة الاقتصادية في ظل محيط يتسم بعدم التأكد	إبراز أهمية بورصة القيم ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية	توضيح مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية
الحدود الكانية وزمانية	اربع مؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر	11 مؤسسة مسعرة في بورصة الجزائر (1999-2009)	أربع مؤسسات جزائرية و50 مؤسسة أوروبية التسعينات إلى غاية 2005	شركة اليانس للتأمينات (2008-2012)	مؤسسة الرياض سطيف (76-99)
المتغير المستقل	العرض العمومي في البورصة	التسعير في البورصة	المحاكات المالية	فعالية بورصة القيم	مساهمة بورصة الجزائر
المتغير التابع	الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية	الأداء المالي	قياس وتقييم الأداء المالي	الوضعية المالية للقطاع الخاص	تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية
المنهج المستخدم	التحليل المالي	التحليل إلى المركبات الأساسية ACP التحليل العملي المميز	قانون التوزيع الطبيعي khi-dex.flam bdawilks	التحليل المالي	التحليل المالي

## خلاصة الفصل:

يعتبر قياس الأداء المالي بمثابة المرآة التي تعكس الوضعية المالية للمؤسسة، وذلك بإستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف إستخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية.

وإن من أكثر الأساليب شيوعا في تقييم الأداء المالي هي النسب المالية أو ما يعرف بالمؤشرات التقليدية الذي يعتمد التقييم المحاسبي أساسا لمضمون التحليلي، ومع التطور التدريجي للبيئة الاقتصادية والمالية للمؤسسات، تم تجاوز التقييم المحاسبي للأداء والتحول نحو التقييم الاقتصادي له ، ومن أكثر الأساليب الاقتصادية أو الحديثة في تقييم الأداء نجد القيمة الاقتصادية المضافة ، القيمة السوقية المضافة ، ومؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار.

تناولنا في هذا الفصل تعريف الأداء المالي وأهميته وكده مؤشرات قياسه، تبين لنا أن على المؤسسة لضمان استمراريتها وبقائها وجب عليها رقابة أدائها المالي بصفة مستمرة، وكما تم التطرق الى تعريف البورصة وأنظمة التسعير للمؤسسات في البورصة وهذا من خلال ما توفره من تمويل طويل الأجل عوض الإكتفاء بالتمويل البنكي فقط .

## الفصل الثاني

دراسة تطبيقية لأثر التسعير في البورصة على الأداء المالي

## تمهيد:

بعد التطرق لأدبيات النظرية للأداء المالي والتسعير في البورصة، وكذا الأدبية التطبيقية التي لها صلة بالدراسة الحالية، سنقوم في هذا الفصل بدراسة المؤشرات الحديثة وتقليدية ومعرفة مدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث للأداء المالي لثلاث شركات مدرجة في البورصة.

وبغرض اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة وقيام بتحليل وتفسير نتائج الدراسة الميدانية، تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين كالتالي:

**المبحث الأول:** عرض منهجية وأدوات الدراسة

**المبحث الثاني:** تفسير نتائج الدراسة التطبيقية

### المبحث الأول: عرض منهجية وأدوات الدراسة

في هذا المبحث نوضح كيفية إنجاز الدراسة وذلك بالتطرق إلى الطريقة والأدوات المستخدمة من خلال تفصيل بيانات الدراسة، وكذا شرح الأسلوب الإحصائي المستخدم.

#### المطلب الأول: المنهج، مجتمع وعينة الدراسة

سيتم في هذا المطلب التركيز على اختيار مجتمع الدراسة والعينة، تحديد المتغيرات وكيفية قياسها وطريقة جمعها، وتلخيص المعطيات المجمعة.

#### الفرع الأول: المنهج المتبع في الدراسة

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وتحقيق هدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، كما تم المسح المكتبي من خلال الإطلاع على الكتب والدراسات المرتبطة بالموضوع.

#### الفرع الثاني: اختيار مجتمع وعينة الدراسة

##### أولاً: مجتمع الدراسة: (بورصة الكويت)

يتمثل مجتمع الدراسة في مجموع الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية ماعدا المؤسسات المصنفة ضمن القطاع المالي والخدمات المالية والتأمين، كالبنوك، شركات التأمين... وغيرها من الشركات التي تنتمي إلى تلك القطاعات فان مجتمع الدراسة يبلغ 106 مؤسسة.

##### ثانياً: عينة مجتمع الدراسة

وهي ثلاث مؤسسات مدرجة في بورصة الكويت:

- شركة أصول للإستثمارات ش.م.ك. عامة وشركاته التابعة.
- شركة بيت الإستثمار الخليجي ش.م.ك. ع وشركاته التابعة.
- الشركة الوطنية القابضة ش.م.ك. ع وشركاتها التابعة.

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة

سنعرض في هذا المطلب كل من متغيرات الدراسة وتحديدها ومصدر بيانات الدراسة كذلك الأدوات الإحصائية المستخدمة في هذه الدراسة.

الفرع الأول: تحديد المتغيرات الدراسة وطرق جمعها

المتغير المستقل:

وهي القيمة السوقية: التي تعتبر عن مقياس لحجم التداول في سوق المال.

$$MVS=SP*NS$$

**SP** : يعتبر سعر الإغلاق أو سعر تنفيذ الصفقة

**NS** : تعتبر عدد الأسهم

**MVS** : القيمة السوقية

المتغيرات التابعة:

1- مؤشرات السيولة:

نسبة التداول = أصول متداولة / ديون قصيرة الأجل

2- مؤشرات الأداء الربحية:

معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) = نتيجة الصافية / أموال الخاصة

3- مؤشرات أداء هيكل رأس المال :

نسبة الإستقلالية المالية: أموال خاصة / مجموع الخصوم

## الفرع الثاني: تحديد مصادر البيانات

طريقة جمعها اعتمدت الدراسة على الأدبيات المتوفرة والمتاحة لنا من دراسات وأبحاث ذات صلة بالموضوع لتغطية الجانب النظري من الدراسة، أما الجانب التطبيقي تما الإ اعتماد على التقرير السنوية والمتمثلة في القوائم المالية لهذه الشركات، إلى جانب المنشورات الصادرة في بورصة الكويت، كما تم الاستعانة بشبكة الانترنت للحصول على بعض المعلومات.

## الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

لدراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغير المستقل تم الاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، والتي نختصرها بكلمة "بانل" في دراستنا، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق اختبار فيما بينها، ومنه صياغة نموذج الدراسة. بواسطة اختبار المؤشرات الحديثة لأداء وقدرتها على تفسير المتغير التابع وذلك بواسطة برنامج Eviews9.

وبعد الحصول على الميزانيات وجدول حسابات النتائج لنستخرج العناصر التي نحتاجها لحساب المؤشرات لإدخال تلك بيانات في برنامج Eviews 9، فنتحصل على نتائج التي سنعتمد عليها في التحليل الإحصائي.

## 1 الطريقة المستخدمة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تحليل البيانات بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات أو ما يعرف بنماذج بانل Panel ولقد أصبحت هذه الطريقة تحظى باهتمام من قبل الباحثين لكونها تأخذ بعين الاعتبار أثر التغير في الزمن إلى جانب التغير في المشاهدات المقطعية، وتعرف البيانات المقطعية على أنها مشاهدات مقاسة في فترات زمنية معينة وقد تشمل هذه المشاهدات دول ، مؤسسات، قطاعات... الخ، ويوفر هذا الأسلوب العديد من مزايا مثل

- التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في بعض البيانات المقطعية والزمنية؛
- تعطي البيانات المقطعية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وتعددية خطية أقل بين المتغيرات.

ويقوم أسلوب التحليل المقطعي على بناء 3 نماذج أساسية هي:

نموذج الانحدار التجميعي PRM؛

نموذج الآثار الثابتة FEM ؛

نموذج الآثار العشوائية REM؛

### 1-1 نموذج الانحدار التجميعي:

هو من أبسط النماذج وتكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع فترات الزمنية أي أنه يهمل تأثير الزمن، ويتم كتابة النموذج كما يلي:

$$Y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (1)$$

حيث:

$$\text{VAR} (\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

### 2-1 نموذج التأثيرات الثابتة:

يكون الهدف من خلال البناء هذا النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة المقاطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات المقطعية أي تتعامل مع حالات عدم التجانس والتباين بين المجاميع، حيث وفق الصياغة التالية:

$$Y_{it} = B_{0(t)} + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (2)$$

حيث:

$$\text{VAR} (\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ويقصد بتأثيرات الثابتة أن المعلمة كل مجموعة من البيانات المقطعية لا تتغير خلال الزمن وتتغير جميع المقاطع فقط.



### 3-1 نموذج الآثار العشوائية:

بالنسبة لهذا النموذج تكون فيه معلمات النموذج صحيحة وغير متحيزة ويفترض أن تباين الخطأ ثابت أي متجانس لجميع مشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل المجموعات من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محدودة، ويعامل معامل المقطع كمتغير عشوائي له معدل مقدر  $\mu$  أي:

$$B_{0(t)} = \mu + V_t \quad t = 1.2 \dots \dots N \dots \dots (3)$$

ويكون نموذج الآثار العشوائية كما يلي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (4)$$

حيث يمثل  $V_i$  حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية:

### 2 أساليب المفاضلة بين النماذج:

#### 2-1 المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والنماذج الأخرى

هناك العديد من الاختبارات التي تستخدم من أجل تحديد أي النماذج ملائم والمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة أو العشوائية، ومن الاختبارات مضاعف لاغرانج Lagrange multipliers ويتم تطبيق هذا الاختبار الذي اقترحه Breusch and Pagan بالاعتماد على بواقي تقدير، وتكون صيغته كمايلي:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{e}_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{e}_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2 \dots \dots (5)$$

وتقوم على فرضية عدم على غياب الآثار والخصوصية الفردية.

بناء عليه إذ كانت إحصائية LM أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية نرفض الفرضية التي تنص على غياب الآثار العشوائية أو العكس.

## 2-2- المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يهدف تحديد النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية نعتمد على اختبار Hausman ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما فرضية عدم التي تنص على أن عدم وجود ارتباط بين خصائص العشوائية مع المتغيرات المفسرة، والفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط بين خصائص غير مشاهدة للأفراد والخصائص المشاهدة، وتكون صياغة الاختبار كما يلي:

$$\hat{q} = \widehat{\beta}_w - \widehat{\beta}_{GLS}$$

## المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

في هذا المبحث في المطلب الأول سنقوم بعرض النتائج لدراسة وتحليلها أما المطلب الثاني سيتم مناقشة النتائج بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات أو نفيها.

### المطلب الأول: عرض النتائج المتحصل عليها

#### مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

$r$  يقيس معامل الارتباط الخطي لبيرسون طبيعة وقوة العلاقة بين متغيرين كميين، إشارته السالبة أو الموجبة تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية على التوالي بين متغيرين، وقيمتها قوة العلاقة بينهما. والجدول التالي يبين مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

الجدول رقم 02: يوضح مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary  
Date: 06/21/18 Time: 02:38  
Sample: 2013 2016  
Included observations: 12

Correlation Probability	Y1	Y2	Y3	X
Y1	1.000000 -----			
Y2	0.398299 0.1997	1.000000 -----		
Y3	-0.055851 0.8631	0.521653 0.0820	1.000000 -----	
X	0.575821 0.0501	0.064100 0.8431	-0.489089 0.1066	1.000000 -----

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ( 02 ) وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير التابع  $y_1$  والمتغير المستقل  $x_1$  لان قيمة المعنوية الاحصائية كانت اقل من 0.05 ، بينما نلاحظ عدم وجود اي علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من المتغيرين التابعين  $y_1$  و  $y_2$  والمتغير المستقل  $x$  حيث نلاحظ ان قيمة المعنوية الاحصائية لهذين المتغيرين كانت اكبر من 0.05 .

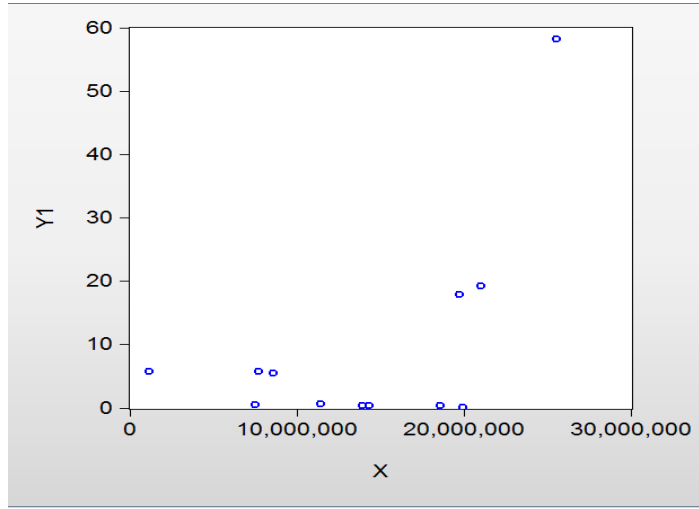
1- تحديد النموذج المناسب لعلاقة التسعير بالاداء المالي:

1-2 تحديد علاقة القيمة السوقية بسيولة المؤسسة:

فيما يلي سنحاول نمذجة سيولة المؤسسات بدلالة القيمة السوقية ونستخدم في ذلك منهجية معالجة بيانات بانل، من خلال تقدير الثلاثة المعروفه ، واختيار النموذج الأحسن لتمثيل العلاقة في الفترة المدروسة

ويمكن الكشف عن نوع العلاقة بين المتغيرين باستخدام التمثيل النقطي:

الشكل رقم 01: يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة



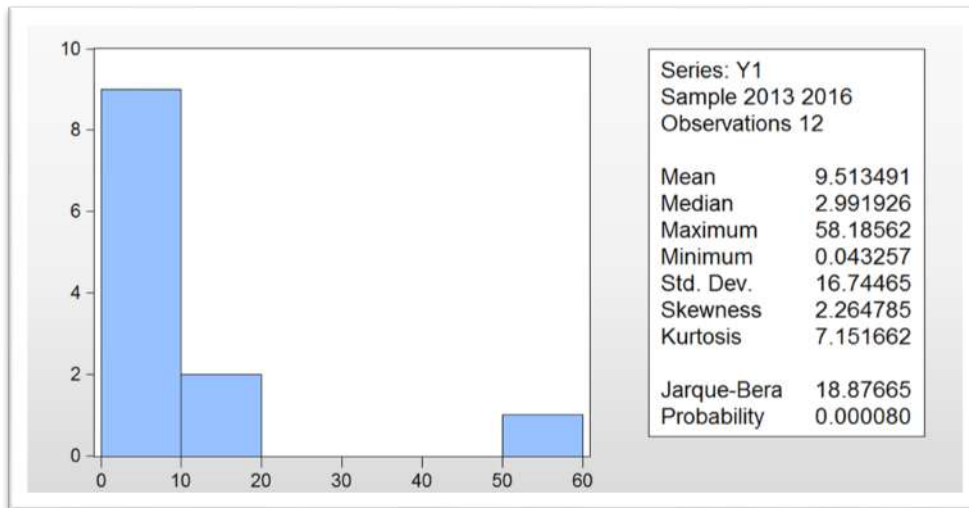
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل تبين في النقاط السفلى تأخذ شكل سحابة تشبه خط المستقيم المائل مما يبين إمكانية وجود علاقة خطية بين المتغيرين

الملاحظة:

قبل تقدير العلاقة مؤشر السيولة بدلالة القيمة السوقية لابد من دراسة إحصائية لتغيرات السيولة للمؤسسات الثلاثة بواسطة معاملات الإحصاء الوصفي المبينة في الجدول التالي:

الشكل رقم 02: يوضح المؤشرات الإحصائية لدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن متوسط قيم السيولة هو 9.5134 حيث تراوحت قيم السيولة للمؤسسات بين 0.043 و 58.18 مما بين عدم تجانس السيولة بين مختلف المؤسسات، وكانت نصف قيم السيولة أقل من 2.991 (الوسيط).

### 1-1-2 نموذج الانحدار التجميعي PRM

جدول رقم 03: يوضح نموذج الانحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: Y1  
Method: Panel Least Squares  
Date: 06/21/18 Time: 02:53  
Sample: 2013 2016  
Periodsincluded: 4  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.725958	9.581319	-1.015096	0.3340
X	1.36E-06	6.10E-07	2.227202	0.0501
R-squared	0.331570	Meandependent var		9.513491
Adjusted R-squared	0.264727	S.D. dependent var		16.74465
S.E. of regression	14.35821	Akaike info criterion		8.317532
Sumsquaredresid	2061.582	Schwarz criterion		8.398350
Log likelihood	-47.90519	Hannan-Quinn criter.		8.287611
F-statistic	4.960430	Durbin-Watson stat		1.419609
Prob(F-statistic)	0.050079			

### المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال النموذج (03) وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من القيمة السوقية X ومؤشر السيولة Y1 حيث نجد ان قيمة المعنوية الاحصائية لهذا الاخير كانت اقل من 0.05 .

وشهد هذا النموذج التجميعي جودة التوفيق نسبة 33 أي أن القيمة السوقية تفسر 33 من التغيرات الإجمالية من مؤشر السيولة ومعنوية كلية الإجمالية.

## 2-1-2 نموذج الاثار الثابتة FEM

## جدول رقم 04 يوضح نموذج الإثارة الثابتة FEM

Dependent Variable: Y1  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 06/21/18 Time: 02:55  
 Sample: 2013 2016  
 Periodsincluded: 4  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.227406	15.10313	0.015057	0.9884
X	6.56E-07	1.02E-06	0.640747	0.5396

## EffectsSpecification

## Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.437558	Meandependent var	9.513491
Adjusted R-squared	0.226643	S.D. dependent var	16.74465
S.E. of regression	14.72536	Akaike info criterion	8.478222
Sumsquaredresid	1734.691	Schwarz criterion	8.639857
Log likelihood	-46.86933	Hannan-Quinn criter.	8.418378
F-statistic	2.074566	Durbin-Watson stat	1.390549
Prob(F-statistic)	0.182049		

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال نموذج التأثيرات الثابتة اعلاه عدم وجود اي علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية ومؤشر السيولة لان قيمة المعنوية الاحصائية اكبر من 0.05.

3-1-2 نموذج الاثار العشوائية REM

جدول رقم 05: يوضح نموذج الإثارة العشوائية REM

Dependent Variable: Y1  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 06/21/18 Time: 02:56  
 Sample: 2013 2016  
 Periodsincluded: 4  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 12  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.725958	9.826325	-0.989786	0.3456
X	1.36E-06	6.26E-07	2.171670	0.0550
EffectsSpecification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncraticrandom			14.72536	1.0000
WeightedStatistics				
R-squared	0.331570	Meandependent var		9.513491
Adjusted R-squared	0.264727	S.D. dependent var		16.74465
S.E. of regression	14.35821	Sumsquaredresid		2061.582
F-statistic	4.960430	Durbin-Watson stat		1.419609
Prob(F-statistic)	0.050079			
UnweightedStatistics				
R-squared	0.331570	Meandependent var		9.513491
Sumsquaredresid	2061.582	Durbin-Watson stat		1.419609

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

من خلال نموذج التأثيرات العشوائية (05) نلاحظ وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية ومؤشر السيولة لان قيمة المعنوية الاحصائية تساوي 0.05 .

4-1-2 اختبارات المفاضلة بين النماذج المقترحة

LM اختبار 1-4-1-2

الجدول رقم 06: يوضح اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.636626 (0.4249)	0.145475 (0.7029)	0.782101 (0.3765)
Honda	-0.797889 --	0.381411 (0.3514)	-0.294494 --
King-Wu	-0.797889 --	0.381411 (0.3514)	-0.376816 --
Standardized Honda	-0.225721 --	0.679366 (0.2485)	-2.582176 --
Standardized King-Wu	-0.225721 --	0.679366 (0.2485)	-2.697807 --
Gourierioux, et al.*	--	--	0.145475 (>= 0.10)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
1%	7.289		
5%	4.321		
10%	2.952		

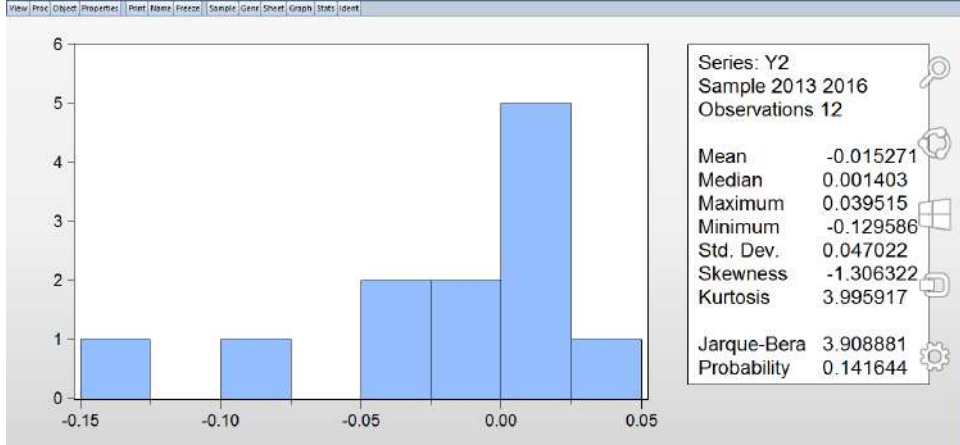
من خلال الجدول اعلاه (06) فان النموذج المناسب وفقا لاختبار لاغرانج هو النموذج التجميعي لان القيمة الاحتمالية لاختبار كانت اكبر من 0.05 .



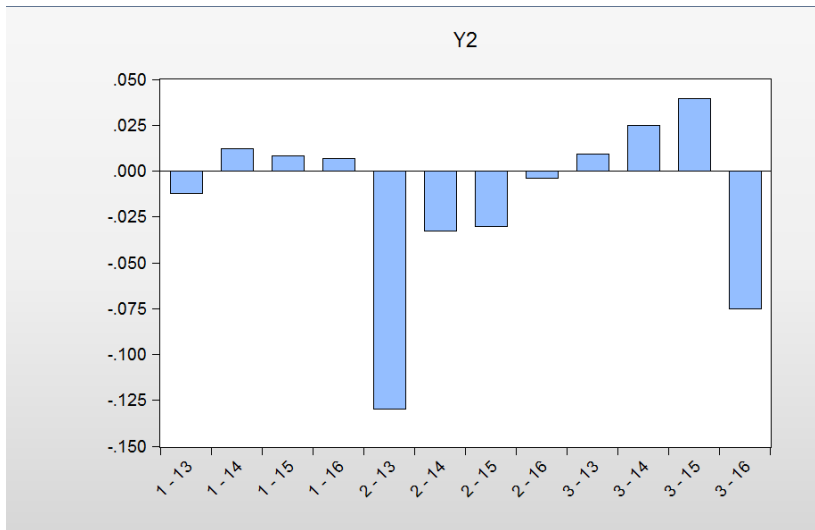
## 2-2 تحديد علاقة القيمة السوقية بربحية المؤسسة:

قبل نمذجة علاقة ربحية المؤسسة ممكن أن نلقى نظرة على أهم المؤشرات الإحصائية لهذا المتغير في ثلاث مؤسسات والملخة في الجدول التالي:

الشكل رقم 03: يوضح علاقة القيمة السوقية بربحية المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9



نلاحظ من خلال الجدول أن متوسط ربحية المؤسسة لجميع المؤسسات هو  $0.039515$  - حيث أن نصف القيم أكبر من  $0.001403$  بينما كانت أكبر قيمة  $0.039515$  وأقل قيمة  $-0.129586$ .

وبنفس الخطوات السابقة يمكن تقدير علاقة ربحية المؤسسة بالنماذج الثلاثة لباتل كما يلي

1-2-2 نموذج الانحدار التجميعي PRM

الجدول رقم 07 يوضح نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: Y2  
Method: Panel Least Squares  
Date: 06/21/18 Time: 03:05  
Sample: 2013 2016  
Periodsincluded: 4  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.021285	0.032842	-0.648112	0.5315
X	4.25E-10	2.09E-09	0.203120	0.8431
R-squared	0.004109	Meandependent var		-0.015271
Adjusted R-squared	-0.095480	S.D. dependent var		0.047022
S.E. of regression	0.049216	Akaike info criterion		-3.034181
Sumsquaredresid	0.024222	Schwarz criterion		-2.953363
Log likelihood	20.20508	Hannan-Quinn criter.		-3.064102
F-statistic	0.041258	Durbin-Watson stat		1.203807
Prob(F-statistic)	0.843114			

Dependent Variable: Y1  
Method: Panel Least Squares  
Date: 06/21/18 Time: 02:53  
Sample: 2013 2016  
Periodsincluded: 4  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.725958	9.581319	-1.015096	0.3340
X	1.36E-06	6.10E-07	2.227202	0.0501
R-squared	0.331570	Meandependent var		9.513491
Adjusted R-squared	0.264727	S.D. dependent var		16.74465
S.E. of regression	14.35821	Akaike info criterion		8.317532
Sumsquaredresid	2061.582	Schwarz criterion		8.398350
Log likelihood	-47.90519	Hannan-Quinn criter.		8.287611
F-statistic	4.960430	Durbin-Watson stat		1.419609
Prob(F-statistic)	0.050079			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال النموذج (07) عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من القيمة السوقية X ومؤشر الربحية Y2 حيث نجد ان قيمة المعنوية الاحصائية لهذا الاخير كانت اقل من 0.05 .

### 2-2-2 نموذج الاثار الثابتة FEM

#### الجدول رقم 08: يوضح الإثار الثابتة FEM

Dependent Variable: Y2  
Method: Panel Least Squares  
Date: 06/21/18 Time: 03:06  
Sample: 2013 2016  
Periodsincluded: 4  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006491	0.047771	-0.135887	0.8953
X	-6.20E-10	3.24E-09	-0.191529	0.8529
EffectsSpecification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.286481	Meandependent var	-0.015271	
Adjusted R-squared	0.018911	S.D. dependent var	0.047022	
S.E. of regression	0.046576	Akaike info criterion	-3.034276	
Sumsquaredresid	0.017354	Schwarz criterion	-2.872640	
Log likelihood	22.20565	Hannan-Quinn criter.	-3.094119	
F-statistic	1.070676	Durbin-Watson stat	1.714450	
Prob(F-statistic)	0.414336			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال نموذج التأثيرات الثابتة (08) عدم وجود اي علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية X ومؤشر الربحية Y2 لان قيمة المعنوية الاحصائية اكبر من 0.05 .

## 3-2-2 نموذج الاثار العشوائية REM

جدول رقم 09: يوضح نموذج الإثار العشوائية

Dependent Variable: Y2  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 06/21/18 Time: 03:07  
 Sample: 2013 2016  
 Periodsincluded: 4  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 12  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.014958	0.043478	-0.344050	0.7379
X	-2.21E-11	2.59E-09	-0.008512	0.9934
EffectsSpecification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.032931	0.3333
Idiosyncraticrandom			0.046576	0.6667
WeightedStatistics				
R-squared	0.000008	Meandependent var		-0.008817
Adjusted R-squared	-0.099991	S.D. dependent var		0.042352
S.E. of regression	0.044419	Sumsquaredresid		0.019730
F-statistic	7.97E-05	Durbin-Watson stat		1.483321
Prob(F-statistic)	0.993054			
UnweightedStatistics				
R-squared	-0.000438	Meandependent var		-0.015271
Sumsquaredresid	0.024333	Durbin-Watson stat		1.202741

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

من خلال نموذج التأثيرات العشوائية ( 09 ) نلاحظ عدم وجود اي علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية X ومؤشر الربحية Y2 لان قيمة المعنوية الاحصائية اكبر من 0.05 .

4-2-2 اختبارات المفاضلة بين النماذج المقترحة

LM اختبار 1-4-2-2

الجدول رقم 10: يوضح اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Nullhypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.018754 (0.8911)	0.340581 (0.5595)	0.359335 (0.5489)
Honda	0.136945 (0.4455)	-0.583593 --	-0.315828 --
King-Wu	0.136945 (0.4455)	-0.583593 --	-0.263020 --
Standardized Honda	1.086957 (0.1385)	-0.360289 --	-2.611284 --
Standardized King-Wu	1.086957 (0.1385)	-0.360289 --	-2.537627 --
Gourieriou, et al.*	--	--	0.018754 (>= 0.10)

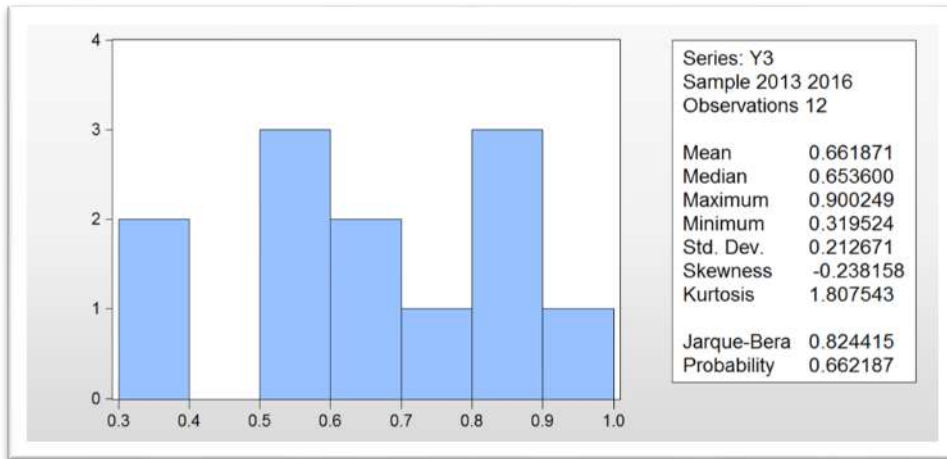
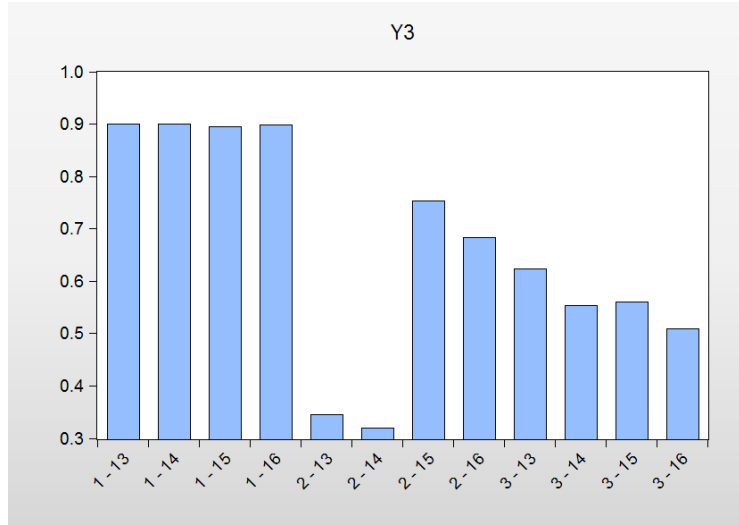
\*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

من خلال الشكل اعلاه ( 10) فان النموذج المناسب وفقا لاختبار لاغرانج هو النموذج التجميعي لان القيمة الاحتمالية لاختبار كانت اكبر من 0.05 .

3-2 تحديد علاقة القيمة السوقية بهيكل رأس مال الشركة :

الشكر رقم 04: يوضح علاقة القيمة السوقية بهيكل رأس المال الشركة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

1-3-2 نموذج الانحدار التجميعي PRM

الجدول رقم 11: يوضح نموذج الانحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: Y3  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 06/21/18 Time: 03:10  
 Sample: 2013 2016  
 Periodsincluded: 4  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.869422	0.129826	6.696802	0.0001
X	-1.47E-08	8.27E-09	-1.773188	0.1066
R-squared	0.239208	Meandependent var		0.661871
Adjusted R-squared	0.163129	S.D. dependent var		0.212671
S.E. of regression	0.194553	Akaike info criterion		-0.285211
Sumsquaredresid	0.378509	Schwarz criterion		-0.204394
Log likelihood	3.711268	Hannan-Quinn criter.		-0.315133
F-statistic	3.144196	Durbin-Watson stat		0.700319
Prob(F-statistic)	0.106600			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال النموذج ( 11 ) عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من القيمة السوقية X ومؤشر هيكل راس المال Y3 حيث نجد ان قيمة المعنوية الاحصائية لهذا الاخير كانت اقل من 0.05 .

2-3-2 نموذج الاثار الثابتة FEM

الجدول رقم 12 نموذج الاثارة الثابتة FEM

Dependent Variable: Y3  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 06/21/18 Time: 03:11  
 Sample: 2013 2016  
 Periodsincluded: 4  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.769568	0.138880	5.541226	0.0005
X	-7.61E-09	9.42E-09	-0.808135	0.4424

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.705178	Meandependent var	0.661871
Adjusted R-squared	0.594620	S.D. dependent var	0.212671
S.E. of regression	0.135407	Akaike info criterion	-0.899867
Sumsquaredresid	0.146680	Schwarz criterion	-0.738232
Log likelihood	9.399202	Hannan-Quinn criter.	-0.959710
F-statistic	6.378346	Durbin-Watson stat	1.528418
Prob(F-statistic)	0.016245		

نلاحظ من خلال نموذج التأثيرات الثابتة اعلاه (12) عدم وجود اي علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية X ومؤشر هيكل راس المال Y3 لان قيمة المعنوية الاحصائية اكبر من 0.05 .



3-3-2 نموذج الاثار العشوائية REM

الجدول رقم 13: نموذج الإثارة العشوائية REM

Dependent Variable: Y3  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 06/21/18 Time: 03:12  
 Sample: 2013 2016  
 Periodsincluded: 4  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 12  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.789474	0.183008	4.313877	0.0015
X	-9.02E-09	8.81E-09	-1.023534	0.3302
EffectsSpecification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.221957	0.7288
Idiosyncraticrandom			0.135407	0.2712
WeightedStatistics				
R-squared	0.102444	Meandependent var		0.193106
Adjusted R-squared	0.012688	S.D. dependent var		0.130558
S.E. of regression	0.129727	Sumsquaredresid		0.168291
F-statistic	1.141361	Durbin-Watson stat		1.354639
Prob(F-statistic)	0.310476			
UnweightedStatistics				
R-squared	0.203715	Meandependent var		0.661871
Sumsquaredresid	0.396168	Durbin-Watson stat		0.575447

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

من خلال نموذج التأثيرات العشوائية ( 13 ) نلاحظ عدم وجود اي علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية X ومؤشر هيكل راس المال Y3 لان قيمة المعنوية الاحصائية اكبر من 0.05 .

2-3-4 اختبارات المفاضلة بين النماذج المقترحة

2-3-4-1 اختبار LM

جدول رقم 14: يوضح اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Nullhypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3.597311 (0.0579)	1.695724 (0.1928)	5.293034 (0.0214)
Honda	1.896658 (0.0289)	-1.302199 --	0.420345 (0.3371)
King-Wu	1.896658 (0.0289)	-1.302199 --	0.645561 (0.2593)
Standardized Honda	3.557919 (0.0002)	-1.134485 --	-1.606841 --
Standardized King-Wu	3.557919 (0.0002)	-1.134485 --	-1.258699 --
Gourierioux, et al.*	--	--	3.597311 ( $< 0.10$ )

\*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل اعلاه ( 14 ) فان النموذج المناسب وفقا لاختبار لاغرانجهو نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية لان القيمة الاحتمالية لاختبار كانت اكبر من 0.05 .

Husman 2-4-3-2 اختبار المفاضلة

جدول رقم 15 : يوضح اختبار المفاضلة

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	0.178699	1	0.6725	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X	-0.000000	-0.000000	0.000000	0.6725

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول اعلاه ( 15 ) نلاحظ ان النموذج المناسب هو نموذج التأثيرات العشوائية ونلاحظ من خلال ملاحظة القيمة الاحتمالية للمعنوية الاحصائية والتي كانت اكبر من 0.05 .

2- اختبار المعنوية الاحصائية للنموذج المناسب

3-1 اختبار المعنوية الاحصائية لنموذج العلاقة بين القيمة السوقية و مؤشر السيولة

بعد القيام بتحديد النماذج واجراء اختبارات المفاضلة توصل الى ان النموذج المناسب هو النموذج التجميعي وكانت المعادلة على النحو التالي :

$$Y1 = -9.72595777106 + 1.35964372097 * X$$

إن اختيار النموذج التجميعي كنموذج ملائم لتفسير العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية يظهر أن العلاقة ثابتة في المؤسسات و أن هذه المعادلة تفسرها وكأنها مؤسسة واحدة بالشكل التالي :

من خلال معامل القيمة السوقية يبين أن هناك دلالة إحصائية لتأثر القيمة السوقية على السيولة في المؤسسات بشكل موجب.

حيث عند زيادة القيمة السوقية بوحدة واحدة تزيد السيولة ب 1.359 وحدة وهذا في الفترة المدروسة مما يظهر أهمية القيمة السوقية في تحديد السيولة . ونفسر ذلك بأن هناك علاقة طردية بين السيولة والقيمة السوقية .

### 1-1-3 اختبار المعنوية الاحصائية للمعالم المقدرة

#### 1-1-1-3 اختبار المعنوية الاحصائية للثابت :

من خلال الشكل رقم ( 2.1 ) نلاحظ عدم وجود معنوية احصائية للثابت المقدر والتي كانت قيمته-9.72595777106 وذلك لان قيمته الاحتمالية كانت اكبر من 0.05.

#### 2-1-1-3 اختبار المعنوية الاحصائية للمتغير X

من خلال الشكل ( 2.1 ) نلاحظ ان قيم الاحتمالية للمتغير X كانت اقل من 0.05 وبالتالي فان للمتغير دلالة احصائية.

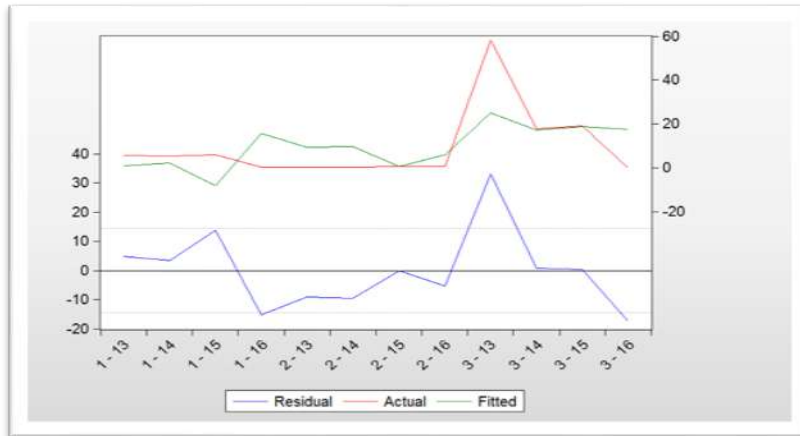
### 2-1-3 اختبار المعنوية الكلية للنموذج

من خلال الشكل ( 2.1 ) نجد ان القيمة الاحتمالية للمعنوية الاحصائية الكلية كانت اقل من 0.05 وبالتالي فإنها ذات دلالة احصائية .

### 3-1-3 معامل التحديد $R^2$

من خلال النموذج المقدر فان قيمة معامل التحديد كانت تساوي 33 % اي ان النموذج يشير الى ان يفسر 33 بالمئة من اجمالي التغيرات الحاصلة لمؤشر السيولة يعود للتغيرات الحاصلة للقيمة السوقية . من خلال الإختبارات السابقة يظهر أهمية النموذج التجميعي في تفسير علاقة السيولة بالقيمة السوقية للمؤسسات المدروسة في الفترة .

وهذا يظهر عند مقارنة القيم السيولة الحقيقية المسجل للفترة مع القيم السيولة المقدرة (fihed) في الشكل التالي :



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews9

نلاحظ شبه التطابق بين المنحنيين المقدر والأصلي للسيولة بدلالة القيمة السوقية

### 3-3-2 اختبار المعنوية الاحصائية لنموذج العلاقة بين القيمة السوقية و مؤشر الربحية

بعد القيام بتحديد النماذج واجراء اختبارات المفاضلة توصل الى ان النموذج المناسب هو النموذج التجميعي وكانت المعادلة على النحو التالي :

$$Y2 = -0.021285 + 4.2510 * X$$

### 3-2-1 اختبار المعنوية الاحصائية للمعالم المقدرة

#### 3-2-1-1 اختبار المعنوية الاحصائية للثابت :

من خلال الشكل رقم ( 5.1 ) نلاحظ عدم وجود معنوية احصائية للثابت المقدر والتي كانت قيمته - 0.021285 وذلك لان قيمته الاحتمالية كانت اكبر من 0.05 .

#### 3-2-1-2 اختبار المعنوية الاحصائية للمتغير X

من خلال الشكل ( 5.1 ) نلاحظ ان قيم الاحتمالية للمتغير X كانت اكبر من 0.05 وبالتالي فانه لا توجد للمتغير دلالة احصائية.

### 3-2-2 اختبار المعنوية الكلية للنموذج

من خلال الشكل (5.1) نجد ان القيمة الاحتمالية للمعنوية الاحصائية الكلية كانت اكبر من 0.05 وبالتالي فانه لا يوجد دلالة احصائية للنموذج المقدر.

### 3-2-3 معامل التحديد R<sup>2</sup>

من خلال النموذج المقدر فان قيمة معامل التحديد كانت تساوي 0 % اي ان النموذج لا يفسر اي من التغيرات الحاصلة لمؤشر الربحية بدلالة القيمة السوقية .

### 3-3 اختبار المعنوية الاحصائية لنموذج العلاقة بين القيمة السوقية و هيكل رأس المال

بعد القيام بتحديد النماذج واجراء اختبارات المفاضلة توصل الى ان النموذج المناسب هو النموذج التجميعي وكانت المعادلة على النحو التالي :

$$Y3 = 0.769567715007 - 7.61090273388 * X$$

### 3-3-1 اختبار المعنوية الاحصائية للمعالم المقدرة

#### 3-3-1-1 اختبار المعنوية الاحصائية للثابت :

من خلال الشكل رقم (11.1) نلاحظ وجود معنوية احصائية للثابت المقدر والتي كانت قيمته 0.769567715007 وذلك لان قيمته الاحتمالية كانت اقل من 0.05.

#### 3-3-1-2 اختبار المعنوية الاحصائية للمتغير X

من خلال الشكل (11.1) نلاحظ ان قيم الاحتمالية للمتغير X كانت اكبر من 0.05 وبالتالي فانه لا توجد للمتغير دلالة احصائية .

### 3-3-2 اختبار المعنوية الكلية للنموذج

من خلال الشكل (11.1) نجد ان القيمة الاحتمالية للمعنوية الاحصائية الكلية كانت اقل من 0.05 وبالتالي فانه يوجد دلالة احصائية للنموذج المقدر.

### 3-3-3 معامل التحديد $R^2$

من خلال النموذج المقدر فان قيمة معامل التحديد كانت تساوي 71 % اي ان النموذج يفسر اي من التغيرات الحاصلة لمؤشر هيكل راس المال بدلالة القيمة السوقية .

### المطلب الثاني : تفسير النتائج

لقد قمنا من خلال بحثنا بإختيار مجموعة من المقاييس وإختبار أثرها على الأداء المالي للمؤسسة ، وذلك إعتبار أن هذه المقاييس تعتبر ذات دلالة وأكثر منطقية، وبالنظر إلى الدراسات السابقة والتي رأينا إختلافا في نتائجها فمنها من يقبل مقياسا على أنه يؤثر ، والآخر ينفي أي علاقة بينه وبين الأداء المالي ، وبعد إجراء الإختبارات كانت النتائج أيضا مطابقة لبعض الدراسات ومنافية لأخرى، ويمكن اعتبار ذلك الاختلاف يعود إلى إختلاف الأسواق التي تم تطبيق الدراسة عليها، فسوق الكويت يعتبر من أقوى الأسواق الناشئة العربية، ولذلك نجد النتائج والتي مثلها نموذج التأثيرات الثابتة لنماذج بانل أنها تدل على عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشرات هيكل راس المال ومؤشرات الربحية وكانت هذه النتائج مخالفة لكل الدراسات السابقة التي اعتمدنا عليها في البحث الدراسة الحالية .

فإن المستثمرين في سوق الكويت لا يهتمون بمقاييس الربحية عند اتخاذهم للقرار الاستثماري في الأسهم، وبالمقابل نلاحظ إهتمامهم بمقاييس تقييم سيولة المؤسسة حيث كان المقياس الوحيد الذي كان له دلالة إحصائية من بين المتغيرات المدروسة حيث لاحظنا وجود دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشرات السيولة، أي أن المستثمر في سوق الكويت للأوراق المالية يكون أكثر تفاعلاً بمستقبل السهم كلما كانت حجم سيولة المؤسسة أكبر.

وبناء على ما سبق ، وبالإضافة إلى القدرة التفسيرية للنموذج المقدر ، فإنه يمكن القول بان المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية يهتمون بالتحديد مقياس قياس سيولة المؤسسة ، .

## خلاصة الفصل:

لقد خصصنا هذا الفصل للجانب التطبيقي لدراستنا، فقد قدمنا فيه مختلف الخطوات المتبعة بداية من عرض إجراءات الدراسة إنتقالا إلى أدواتها وصولا إلى قاعدة البيانات، حيث تعرفنا على متغيرات الدراسة وقمنا بعرض السلاسل الزمنية المقطعية، والنماذج المكونة لها، وكذلك طرق إختبارات المفاضلة بين النماذج ثم تقدير معلمات النموذج.

وكان الهدف مما جاء في هذا الفصل تجريب ما جاء في الجانب النظري، وإختبار مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي على تفسير القيمة السوقية للمؤسسة، ومن خلال إستخدامنا لنموذج بانل وتحديدنا للنموذج المناسب ودراسته، ثم تحليل نتائجه، تم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية.

فإنه توصلنا من خلال النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس السيولة وبالتحديد مؤشر نسبة التداول، بينما لم نجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية لباقي المؤشرات المالية المتمثلة في مؤشرات الربحية وهيكل رأس المال المدرجة في دراستنا.



الأختام

## الخاتمة:

حولنا من خلال هذا البحث تقييم الأداء المالي لثلاث مؤسسات مسعرة في بورصة الكويت من خلال الإعتماد على مجموعة من المؤشرات المختلفة التي يمكن من خلالها رصد أنماط الأداء المالي، وتطلب ذلك الإعتماد على فصلين، أولهما الأدبيات النظرية للأداء المالي، وثاني دراسة التطبيقية وهذا وفق المنهج المذكور سابقا، وخلصت الدراسة إلى ما يلي:

من خلال دراستنا التطبيقية حاولنا معالجة الإشكالية الرئيسية وبعد مجموعة من الفرضيات كانت النتائج كما يلي:

## الفرضية الأولى:

تعتبر عملية تقييم الأداء المالي أهمية كبيرة للمؤسسة الاقتصادية، من خلال إستخدام مؤشرات أداء المالي التقليدية تعرفنا على نقاط القوة والضعف وهذا ما أثبتت صحة الفرضية الأولى بناء على النتائج المتوصل إليها.

-تعتبر عملية تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات مؤشر هام للتعرف على الوضعية المالية للشركة.

## الفرضية الثانية:

تمثلت الفرضية الثانية في توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال (2012-2015) قد تم إثباتها وذلك من خلال النتائج التالية من خلال معامل القيمة السوقية يبين أن هناك دلالة إحصائية لتأثر القيمة السوقية على السيولة في المؤسسات بشكل موجب.

حيث عند زيادة القيمة السوقية بوحدة واحدة تزيد السيولة ب 1.359 وحدة وهذا في الفترة المدروسة مما يظهر أهمية القيمة السوقية في تحديد السيولة. ونفسر ذلك بأن هناك علاقة طردية بين السيولة والقيمة السوقية.

## الفرضية الثالثة:

تمثلت الفرضية الثالثة: في توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت قد تم نفيها وذلك من خلال: نلاحظ عدم وجود معنوية احصائية للثابت المقدر والتي كانت قيمته -0.021285 وذلك لان قيمته الاحتمالية كانت اكبر من 0.05 ، نلاحظ ان قيم الاحتمالية للمتغير X كانت اكبر من 0.05 وبالتالي فانه لا توجد للمتغير دلالة احصائية .

من خلال النموذج المقدر فان قيمة معامل التحديد كانت تساوي 0 % اي ان النموذج لا يفسر اي من التغيرات الحاصلة لمؤشر الربحية بدلالة القيمة السوقية.

الفرضية الرابعة:

تمثلت الفرضية في توجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال فترة 2012-2015 قد تم رفضها وذلك من خلال نتائج التالية:

من خلال الشكل رقم ( 11.1 ) نلاحظ وجود معنوية احصائية للثابت المقدر والتي كانت قيمته 0.769567715007 وذلك لان قيمته الاحتمالية كانت اقل من 0.05 .

نلاحظ ان قيم الاحتمالية للمتغير X كانت أكبر من 0.05 وبالتالي فانه لا توجد للمتغير دلالة احصائية. من خلال النموذج المقدر فان قيمة معامل التحديد كانت تساوي 71 % اي ان النموذج يفسر اي من التغيرات الحاصلة لمؤشر هيكل راس المال بدلالة القيمة السوقية.

توصيات :

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج من خلال هذه الدراسة، فانه يمكن تلخيص أهم الضرورية ويمكن

الاستفادة منها في البورصة السعودية خاصة وبورصات عامة، وذلك على النحو التالي :

- ✓ الإتصال الدائم مع المؤسسات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة في البورصة ؛
- ✓ التأكد من كفاءة نظام المعلومات المالية التي يتم إصدارها؛
- ✓ التأكد من إنتظام حركة السوق وذلك من خلال حجم التداول و ذلك من تقلبات الأسعار ورسملة السوقية المستمرة خلال كامل فترة الدراسة؛
- ✓ التأكد من استمرارية تداول الأسهم في البيئة المختارة خلال كامل فترة الدراسة؛
- ✓ تعزيز القدرة التنافسية بشكل يتيح للمؤسسة خلق قيمة مضافة من خلال الرفع من مستويات أرباحها؛
- ✓ حرص المؤسسات على الرفع من مستوى الأرباح الصافية مقابل الخفض من ثمن تكلفة رأس المال قدر الإمكان الذي من شأنه يتيح خلق ثروة؛

أفاق الدراسة:

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، و إنفتاح الأسواق وتربطها، ومن خلال ما تسعى له المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى ذلك وما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته، وبناء على ما ورد وما تم التوصل إليه في هذه الدراسة يمكن وضع الآفاق التالية:

- تطبيق الدراسة مثل هذه في البيئة الجزائرية وما منعنا من دراسة حالة السوق المالي الجزائري هو الضعف

الذي يعرفه من حجم مؤسسات المدرجة وحجم التداول؛

إدخال بعض المتغيرات المالية أو الاقتصادية الجديدة لهذه الدراسة لفهم العوامل المؤثرة على القيمة المؤثرة

على القيمة السوقية ؛

إجراء دراسة مقارنة في سوقين مختلفين .

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الاعمال للمنشر -الرياض 2000
2. الياس بن ساسي ،يوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية ) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، طبعة 2، دار وائل للنشر، عمان،الأردن 2011
3. برشاشي بوعلام ،الأمين في الاقتصاد،دار المحمدية،الجزائر،2000.
4. حليلة بن خروف دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات و اتخاذ القرارات  
مذكرة ماجستير جامعة احمد لوقرة بومرداس الجزائر 2009.
5. حمزة محمد الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، طبعة 2 ،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان  
الأردن 2008.
6. زرقون محمد دراسة قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات  
الاقتصادية، المسعرة في البوصة مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة العدد 01.
7. شمعون شمعون ،التسعيرة الرسمية،دار هومة للنشر،الجزائر،1999.
8. عاطف وليم اندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسة ،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية  
،مصر،2008.
9. عبد الفتاح المغربي، بطاقة الأداء المتوازن المدخل المعاصر لقياس الأداء  
الاستراتيجي، طبعة 01،المكتبة العصرية لنشر و التوزيع، مصر،2009
10. عصام حسين أسواق الأوراق المالية {البورصة}دار أسامة لنشر، الأردن، عمان  
2010
11. عماني لمياء وشهرزاد زغيب، بعد مداخلة بعنوان إشكالية تقييم الأداء المالي من خلال  
خلق القيمة الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة يومي 10 و 11جامعة  
المسيلة،2009.
12. ليندة سيوان، واقع و افاق بورصة الجزائر في ظل التحديات الاقتصادية، مذكرة ماستر،  
غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 2012
13. مجيد الرخي التقويم الأداء باستخدام النسب المالية دار المنهج عمان الأردن طاعة 1  
2007
14. محمد صالح الحناوي نهال فريد مصطفى الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات  
الاعمال) د.ط المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية 2008.
15. محمد محمود الخطيب الأداء المالي واثره على عوائد اسهم الشركات دار الحامد عمان  
الأردن طبعة 2010

16. مريم شكري محمود نايم تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن رسالة ماجستير غير منشورة جامعة الشرق الوسط الأردن 2013
17. مقبل علي احمد، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لادوات التقويم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة دراسة تطبيقية ،طالب دراسات عليا دكتوراء، حلب، سوريا.
18. نعمة ضباح، التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمدخير بسكرة، الجزائر، 2007-2008.
19. Fayez Salim hddad , the relation ship between economic value added an stock and stock returns , Evidance from jordanian banks , EURO journals piblishing in 2012.

الملاحق



بيت الاستثمار الخليجي ش.م.ك.ع. وشركاته التابعة

بيان الدخل الشامل المجمع  
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2013

(معاد إدراجها)* 2012 دينار كويتي	2013 دينار كويتي	إيضاحات
(257,939)	(1,772,040)	خسارة السنة
		الإيرادات الشاملة الأخرى
(1,798,203)	(811,080)	بنود سيتم إعادة تصنيفها إلى بيان الدخل المجمع في فترات لاحقة: التغير في القيمة العادلة للموجودات المالية المتاحة للبيع
4,423	(13,278)	المحول إلى بيان الدخل المجمع من بيع موجودات مالية متاحة للبيع
2,183,822	601,979	9 متاحة للبيع
194,026	581,280	10 حصة في الإيرادات الشاملة الأخرى لشركات زميلة
63,769	(422,803)	تعديلات تحويل عملات أجنبية
647,837	(63,902)	الإيرادات الشاملة الأخرى
389,898	(1,835,942)	إجمالي الإيرادات (الخسائر) الشاملة للسنة
		الخاص بـ:
309,972	(1,781,933)	مساهمي الشركة الأم
79,926	(54,009)	الحصص غير المسيطرة
389,898	(1,835,942)	

\* بعض المبالغ المبينة هنا لا تقابل البيانات المالية المجمعة كما في 31 ديسمبر 2012 وتمكس التعديلات التي تم إجراؤها كما هو مبين بالتفصيل في إيضاح 3.

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 25 تشكل جزءًا من هذه البيانات المالية المجمعة.





شركة أصول للاستثمار - ش.م.ك عامة  
وشركاتها التابعة

بيان الدخل المجمع للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2015

(جميع المبالغ بالدينار الكويتي)

2014	2015	إيضاح	
31,383	15,791		الإيرادات
(198,912)	(801,841)	14	أرباح مدينو التمويل
594,141	722,544	15	صافي خسائر استثمارات
886,786	578,119	16	أرباح استثمارات عقارية
56,692	44,820		رد مخصصات
60,046	59,508		مجمول ربح التشغيل
5,686	(9,569)		أتعاب إدارة محافظ وصناديق
27,820	27,580		(خسائر)/ أرباح مخزون
1,463,642	636,952		إيرادات أخرى
(831,682)	(602,279)		المصروفات والأعباء الأخرى
(377,651)	(290,381)	17	تكاليف موظفين
(1,209,333)	(892,660)		مصروفات أخرى
254,309	(255,708)		صافي (خسارة)/ ربح السنة قبل الاستقطاعات
(2,219)	-		حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي
252,090	(255,708)		صافي (خسارة)/ ربح السنة
244,356	(256,944)		يوزع كما يلي:
7,734	1,236		بمساهمي الشركة الأم
252,090	(255,708)		حقوق الجهات غير المسيطرة
1.30	(1.36)	19	(خسارة)/ ربحية السهم المتاحة لمساهمي الشركة الأم (فلس)

إن الإيضاحات المرفقة تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.



شركة أصول للاستثمار - ش.م.ك عامة  
وشركاتها التابعة

بيان المركز المالي المجموع كما في 31 ديسمبر 2015

(جميع المبالغ بالدينار الكويتي)

2014	2015	إيضاح	
2,590,463	2,311,728		الموجودات
250,000	550,000	5	النقد والندف المعادل
1,565,450	1,145,293	6	استثمارات في مرابحات ووكالات ودائع لدى مؤسسات مالية
495,422	408,072		استثمارات مالية بالقيمة العادلة - بيان الدخل
600,487	1,174,369	7	أرصدة مدينة أخرى
6,508,421	6,523,031	8	أراضي وعقارات تحت التطوير
8,733,202	8,847,449	9	استثمارات متاحة للبيع
222,969	-		استثمارات عقارية
3,384	1,491		مخزون
20,969,798	20,961,433		موجودات أخرى
			إجمالي الموجودات
			المطلوبات وحقوق الملكية
906,177	773,546	10	المطلوبات
234,353	290,300		دائنون وأرصدة دائنة أخرى
1,140,530	1,063,846		مكافأة نهاية الخدمة
			إجمالي المطلوبات
18,870,504	18,870,504	11	حقوق الملكية
(2,663)	(2,663)	12	رأس المال
80,749	80,749	13	أسهم خزانة
(29,968)	(1,246)		احتياطي قانوني
215,870	511,078		احتياطي ترجمة بيانات مالية بعملة أجنبية
696,109	439,165		احتياطي التغير في القيمة العادلة
19,830,601	19,897,587		أرباح مرحلة
(1,333)	-		إجمالي حقوق الملكية المتاحة لمساهمي الشركة الأم
19,829,268	19,897,587		حقوق الجهات غير المسيطرة
20,969,798	20,961,433		إجمالي حقوق الملكية
			إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية

إن الإيضاحات المرفقة تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.

سليمان أحمد العميري  
نائب رئيس مجلس الإدارة

عادل إبراهيم الهاجري  
رئيس مجلس الإدارة



شركة أصول للاستثمار - ش.م.ك عامة  
وشركاتها التابعة

بيان الدخل المجمع للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2013

(جميع المبالغ بالدينار الكويتي)

2012	2013	إيضاح	
			الإيرادات
85,398	33,562		أرباح مدينو التمويل
(356,013)	(203,291)	16	خسائر استثمارات
1,260,757	1,271,893	17	أرباح استثمارات عقارية
302,393	77,291	18	صافي رد مخصصات
(98,819)	13,483		مجمعل ربح/ (خسارة) التشغيل
86,132	69,800		أتعاب ادارة محافظ وصناديق
7,059	(82,097)		التغير في القيمة العادلة للمخزون
97,404	26,690	19	إيرادات أخرى
<u>1,384,311</u>	<u>1,207,331</u>		
			المصروفات والأعباء الأخرى
(493,581)	(683,341)		تكاليف موظفين
(129,510)	(126,453)		إيجارات
(119,866)	(13,656)		أعباء وكالات داننة
(490,195)	(190,540)	20	مصروفات أخرى
<u>(1,233,152)</u>	<u>(1,013,990)</u>		
151,159	193,341		صافي ربح السنة قبل الاستقطاعات
(1,638)	(1,770)		حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي
(4,952)	(10,131)		ضريبة دعم العمالة الوطنية
(1,981)	(4,053)		مصرفوف الزكاة
<u>142,588</u>	<u>177,387</u>		صافي ربح السنة
			يوزع كما يلي:
173,477	180,677		مساهمي الشركة
(30,889)	(3,290)		حقوق الجهات غير المسيطرة
<u>142,588</u>	<u>177,387</u>		
0.92	0.96	22	ربحية السهم المتاحة لمساهمي الشركة (فلس)

إن الإيضاحات المرفقة تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.



شركة أصول للاستثمار - ش.م.ك عامة  
وشركاتها التابعة

بيان المركز المالي المجمع كما في 31 ديسمبر 2013

(جميع المبالغ بالدينار الكويتي)

2012	2013	إيضاح	
			<b>الموجودات</b>
1,065,466	2,525,849	5	النقد والنقد المعادل
250,000	250,000	6	استثمارات في مرابحات ووكالات وودائع لدى مؤسسات مالية
2,241,803	1,991,789	7	استثمارات مالية بالقيمة العادلة من خلال بيان النخل
957,144	944,247	8	مدينو تمويل
205,690	178,746		أرصدة مدينة أخرى
3,809,560	5,759,791	9	استثمارات متاحة للبيع
12,153,018	9,206,413	10	استثمارات عقارية
299,380	217,283	11	مخزون
8,911	5,474		موجودات أخرى
<u>20,990,972</u>	<u>21,079,592</u>		<b>إجمالي الموجودات</b>
			<b>المطلوبات وحقوق الملكية</b>
			<b>المطلوبات</b>
716,609	1,028,273	12	دائون وأرصدة دائنة أخرى
735,301	-		وكالات دائنة
123,819	172,000		مكافأة نهاية الخدمة
<u>1,575,729</u>	<u>1,200,273</u>		<b>إجمالي المطلوبات</b>
			<b>حقوق الملكية</b>
18,870,504	18,870,504	13	رأس المال
(2,663)	(2,663)	14	أسهم خزانة
36,428	56,091	15	احتياطي قانوني
(48,690)	(46,525)		احتياطي ترجمة بيانات مالية بعملة أجنبية
250,044	534,568		احتياطي التغير في القيمة العادلة
315,397	476,411		أرباح مرحلة
<u>19,421,020</u>	<u>19,888,386</u>		<b>إجمالي حقوق الملكية المتاحة لمساهمي الشركة</b>
(5,777)	(9,067)		حقوق الجهات غير المسيطرة
<u>19,415,243</u>	<u>19,879,319</u>		<b>إجمالي حقوق الملكية</b>
<u>20,990,972</u>	<u>21,079,592</u>		<b>إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية</b>

إن الإيضاحات المرفقة تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة

سليمان أحمد العميري  
نائب رئيس مجلس الإدارة

عادل إبراهيم الهاجري  
رئيس مجلس الإدارة

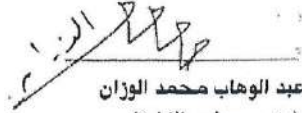


الشركة الوطنية الدولية القابضة ش.م.ك.ع. وشركاتها التابعة

بيان المركز المالي المجموع  
في 31 ديسمبر 2013

2012 دينار كويتي	2013 دينار كويتي	إيضاحات	
			<b>الموجودات</b>
832,514	1,780,808	5	أرصدة لدى البنوك ونقد
20,267	874,715	6	مدينون وموجودات أخرى
267,354	291,119	7	موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
31,436,498	31,828,653	8	موجودات مالية متاحة للبيع
126,733	113,203		استثمار في شركة زميلة
9,068,420	3,073,850	9	عقارات استثمارية
1,732	955		أثاث ومعدات
<u>41,753,518</u>	<u>37,963,303</u>		<b>مجموع الموجودات</b>
			<b>حقوق الملكية والمطلوبات</b>
			<b>حقوق الملكية</b>
21,262,500	21,262,500	10	رأس المال
5,959,546	2,813,184	10	علاوة إصدار أسهم
-	160,596	11	احتياطي قانوني
11,190,262	11,613,498		احتياطي التغيرات المتراكمة في القيمة العادلة
(1,357,272)	(1,357,272)	12	أسهم خزينة
318,561	318,561		احتياطي أسهم خزينة
(3,146,362)	1,339,533		أرباح محتفظ بها (خسائر متراكمة)
<u>34,227,235</u>	<u>36,150,600</u>		<b>إجمالي حقوق الملكية</b>
			<b>المطلوبات</b>
553,147	477,064	5	حسابات مكشوفة لدى البنوك
973,136	1,335,639	13	مدينون ومطلوبات أخرى
6,000,000	-	9	قرض محدد الأجل
<u>7,526,283</u>	<u>1,812,703</u>		<b>إجمالي المطلوبات</b>
<u>41,753,518</u>	<u>37,963,303</u>		<b>مجموع حقوق الملكية والمطلوبات</b>

  
علي أحمد البغلي  
(نائب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي)

  
عبد الوهاب محمد الوزان  
(رئيس مجلس الإدارة)

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 18 تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.

الشركة الوطنية الحولية القابضة ش.م.ك.ع. وشركاتها التابعة

بيان الدخل الشامل المجمع  
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2013

2012 دينار كويتي	2013 دينار كويتي	
(3,146,362)	1,500,129	ربح (خسارة) السنة
		إيرادات شاملة أخرى:
		إيرادات (خسائر) شاملة أخرى ليتم إعادة تصنيفها إلى بيان الدخل
		المجمع في الفترات اللاحقة:
		موجودات مالية متاحة للبيع:
(1,214,717)	514,202	- التغير في القيمة العادلة
(32,236)	(268,285)	- معاد تصنيفها إلى بيان الدخل المجمع عند البيع
1,271,782	177,319	- معاد تصنيفه إلى بيان الدخل المجمع من انخفاض القيمة
24,829	423,236	إجمالي الإيرادات الشاملة الأخرى للسنة
(3,121,533)	1,923,365	إجمالي الإيرادات (الخسائر) الشاملة للسنة

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 18 تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.



الشركة الوطنية الدولية القابضة ش.م.ك.ع. وشركاتها التابعة

بيان الدخل المجمع  
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2013

2012	2013	إيضاحات
دينار كويتي	دينار كويتي	
99,137	70,987	أرباح محققة من بيع موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
(3,600)	(22,493)	خسائر غير محققة من موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
32,236	268,285	أرباح محققة من بيع موجودات مالية متاحة للبيع
(1,271,782)	(177,319)	خسائر انخفاض قيمة موجودات مالية متاحة للبيع
-	743,926	ربح بيع عقارات استثمارية
(1,538,713)	765,513	9 التخفيض في القيمة العادلة لعقارات استثمارية
18,921	(13,530)	حصة في نتائج شركة زميلة
100,164	474,044	إيرادات توزيعات أرباح
(2,563,637)	2,109,413	صافي أرباح (خسائر) الاستثمار
(339,271)	(463,751)	مصروفات إدارية
(2,902,908)	1,645,662	أرباح (خسائر) التشغيل
32,663	171	إيرادات فوائد
73,756	29,748	إيرادات أخرى
(131)	28,565	ربح (خسارة) تحويل عملات أجنبية
(349,742)	(98,182)	تكاليف تمويل
(3,146,362)	1,605,964	ربح (خسارة) السنة قبل حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي وضريبة دعم العمالة الوطنية والزكاة
-	(16,060)	حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي
-	(39,125)	ضريبة دعم العمالة الوطنية
-	(15,650)	الزكاة
-	(35,000)	مكافأة أعضاء مجلس الإدارة
(3,146,362)	1,500,129	ربح (خسارة) السنة
(15.25) فلس	7.28 فلس	4 ربحية (خسارة) السهم الأساسية والمخفضة

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 18 تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.

بيت الاستثمار الخليجي ش.م.ك.ع. وشركاته التابعة

بيان المركز المالي المجمع  
كما في 31 ديسمبر 2015

2014	2015	إيضاحات	
دينار كويتي	دينار كويتي		
			<b>الموجودات</b>
3,353,938	4,994,900	6	أرصدة لدى البنوك وودائع قصيرة الأجل
777,625	612,132	7	موجودات مالية مرجحة بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
6,938,158	5,587,825	8	موجودات مالية متاحة للبيع
34,898,754	32,874,936	9	استثمار في شركات زميلة
4,847,672	3,453,969	10	عقارات استثمارية
573,622	121,237		موجودات أخرى
<u>51,389,769</u>	<u>47,644,999</u>		<b>مجموع الموجودات</b>
			<b>حقوق الملكية والمطلوبات</b>
			<b>حقوق الملكية</b>
16,420,244	16,420,244	11	رأس المال
2,041,720	343,089	11	احتياطي قانوني
(149,468)	1,055,583	11	التغيرات المترجمة في القيمة العادلة
(146,770)	(88,037)	11	احتياطي تحويل عملات أجنبية
(2,982,298)	-	11	أسهم الخزينة
940,578	-		احتياطي أسهم الخزينة
(1,628,918)	(7,714,395)	11	خسائر مترجمة
<u>14,495,088</u>	<u>10,016,484</u>		<b>حقوق الملكية الخاصة بمساهمي الشركة الأم</b>
231,854	141,144		الحصص غير المسيطرة
<u>14,726,942</u>	<u>10,157,628</u>		<b>إجمالي حقوق الملكية</b>
			<b>المطلوبات</b>
35,632,310	36,390,900	12	دائنو مرابحة
1,030,517	1,096,471	13	مطلوبات أخرى
<u>36,662,827</u>	<u>37,487,371</u>		<b>إجمالي المطلوبات</b>
<u>51,389,769</u>	<u>47,644,999</u>		<b>مجموع حقوق الملكية والمطلوبات</b>

  
بشار ناصر التويجري  
الرئيس التنفيذي

  
طلال خالد الناصر  
رئيس مجلس الإدارة

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 24 تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.

بيت الاستثمار الخليجي ش.م.ك.ع. وشركاته التابعة

بيان الدخل الشامل المجموع  
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2015

2014	2015	إيضاحات
دينار كويتي	دينار كويتي	
(1,670,000)	(6,174,114)	خسارة السنة
		إيرادات (خسائر) شاملة أخرى
		إيرادات (خسائر) شاملة أخرى سيتم إعادة تصنيفها إلى بيان الدخل
		المجموع في فترات لاحقة:
98,168	(23,483)	المحول إلى بيان الدخل المجموع من بيع موجودات مالية متاحة للبيع
360,541	1,557,877	8 المحول إلى بيان الدخل المجموع عند انخفاض قيمة موجودات مالية متاحة للبيع
458,709	1,534,394	
		خسائر شاملة أخرى سيتم إعادة تصنيفها إلى بيان الدخل المجموع في
		فترات لاحقة:
(641,710)	(959,346)	صافي التغير في القيمة العادلة لموجودات مالية متاحة للبيع
(298,786)	630,003	9 حصة في الإيرادات الشاملة الأخرى لشركات زميلة
218,862	56,660	تعديلات تحويل عملات أجنبية
(721,634)	(272,683)	
(262,925)	1,261,711	إيرادات (خسائر) شاملة أخرى
(1,932,925)	(4,912,403)	إجمالي الخسائر الشاملة للسنة
		الخاص بـ:
(1,906,043)	(4,821,693)	مساهمي الشركة الأم
(26,882)	(90,710)	الحصص غير المسيطرة
(1,932,925)	(4,912,403)	

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 24 تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.

بيت الاستثمار الخليجي ش.م.ك.ع. وشركائه التابعة

بيان الدخل المجمع  
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2015

2014	2015		
سيار كويتي	سيار كويتي	إيضاحات	
281,130	324,982		<b>الإيرادات</b>
			أرباح محققة من بيع موجودات مالية مدرجة بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
86,911	111		خسائر غير محققة من موجودات مالية مدرجة بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
(188,435)	(104,557)	7	أرباح (خسائر) محققة من بيع موجودات مالية متاحة للبيع
(98,168)	23,483		حصص في نتائج شركات زميلة
1,191,277	(1,006,407)	9	إيرادات توزيعات أرباح
26,193	21,566		التخبر في القيمة العادلة لعقارات استثمارية
(431,457)	(1,573,827)	10	إيرادات أخرى
448,864	227,473		
<u>1,316,315</u>	<u>(2,087,176)</u>		<b>إجمالي (الخسائر) الإيرادات</b>
			<b>المصروفات</b>
(295,775)	(266,632)		مصروفات إدارية
(482,047)	(472,206)		تكاليف موظفين
9,871	25,206		ربح تحويل عملات لجنبية
(360,541)	(1,806,656)	4	خسائر انخفاض قيمة موجودات مالية متاحة للبيع وأخرى
(1,671,486)	(1,393,522)	12	مصروفات مراجعة، بالصافي
(186,337)	(173,128)		مصروفات استثمار
<u>(2,986,315)</u>	<u>(4,086,938)</u>		<b>إجمالي المصروفات</b>
<u>(1,670,000)</u>	<u>(6,174,114)</u>		<b>خسارة السنة</b>
			<b>الخاصة بـ:</b>
(1,628,918)	(6,085,477)		مساهمي الشركة الأم
(41,082)	(88,637)		الحصص غير المسيطرة
<u>(1,670,000)</u>	<u>(6,174,114)</u>		
			<b>خسارة السهم الأساسية والمخفضة الخاصة</b>
(10.42)	(37.07)	5	بمساهمي الشركة الأم (فلس)

إن الإيضاحات المرفقة من 1 إلى 24 تشكل جزءاً من هذه البيانات المالية المجمعة.

الشركة الوطنية الدولية القابضة ش.م.ك.ع.  
وشركاتها التابعة  
دولة الكويت

بيان الدخل المجمع للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2015

(جميع المبالغ بالدينار الكويتي)		
2014	2015	إيضاح
		الإيرادات
397,360	660,096	12 أرباح استثمارات
717,996	10,629	أرباح بيع عقارات استثمارية
268,002	87,186	7 التغير في القيمة العادلة لعقارات استثمارية
3,422	-	ربح بيع شركة زميلة
17,449	2,523	ربح تحويل عملات أجنبية
51,264	62	إيرادات أخرى
<u>1,455,493</u>	<u>760,496</u>	
		المصاريف
419,641	428,856	13 مصاريف أخرى
7,406	11,957	تكاليف تمويل
<u>427,047</u>	<u>440,813</u>	
1,028,446	319,683	ربح السنة قبل الاستقطاعات
(9,256)	(2,877)	حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي
(24,706)	(1,588)	مدرية دعم العملة الوطنية
(9,882)	-	الزكاة
(35,000)	-	مكافأة أعضاء مجلس الإدارة
<u>949,602</u>	<u>315,218</u>	ربح السنة
4.52	1.50	14 ربحية السهم الأساسية والمخفضة (فلن)

إن الإيضاحات المرفقة تشكل جزءاً لا يتجزأ من هذه البيانات المالية المجمعة

الشركة الوطنية الدولية القابضة ش.م.ك.ع.  
وشركاتها التابعة  
دولة الكويت

بيان المركز المالي المجمع كما في 31 ديسمبر 2015

(جميع المبلغ بالدينار الكويتي)

2014	2015	إيضاح	الموجودات
1,769,338	1,656,322	3	نقد وأرصدة لدى البنوك
25,893	411,807	4	مدينون وموجودات أخرى
300,994	236,372	5	موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال الأرباح أو الخسائر
33,244,913	29,676,234	6	موجودات مالية متاحة للبيع
3,022,163	2,758,415	7	عقارات استثمارية
6,262	30,618		أثاث ومعدات
<u>38,369,563</u>	<u>34,769,768</u>		مجموع الموجودات
			المطلوبات وحقوق الملكية
			المطلوبات
-	142,291	3	حساب مكتوف لدى البنك
1,971,957	407,342	8	دائنون ومطلوبات أخرى
<u>1,971,957</u>	<u>549,633</u>		إجمالي المطلوبات
			حقوق الملكية
21,262,500	21,687,750	9	رأس المال
2,813,184	2,813,184		علاوة إصدار أسهم
263,441	295,409	10	إحتياطي قانوني
11,941,775	10,067,610		إحتياطي التغيرات المتراكمة في القيمة العادلة
(1,357,272)	(1,357,272)	11	أسهم خزينة
318,561	318,561		إحتياطي أسهم خزينة
1,155,417	394,893		أرباح مرحلة
<u>36,397,606</u>	<u>34,220,135</u>		إجمالي حقوق الملكية
<u>38,369,563</u>	<u>34,769,768</u>		مجموع المطلوبات وحقوق الملكية

إن الإيضاحات المرفقة تشكل جزءاً لا يتجزأ من هذه البيانات المالية المجمعة

ممدوح عبد الغنى الشريبي  
الرئيس التنفيذي

عبد الوهاب محمد الوزان  
رئيس مجلس الإدارة

