

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارية

قسم علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة

بعنوان :

تأثير مؤشرات النمو على خلق القيمة المساهمية

"دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن للفترة (2013-2018)"

من إعداد الطالبين:

❖ مايو يمينة

❖ بوقطاية عبير

أمام اللجنة مكونة من السادة:

د/- (أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/- لمياء عماني..... (أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/- (أستاذ، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2020/2019

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارية

قسم علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة

بعنوان:

تأثير مؤشرات النمو على خلق القيمة المساهمية

"دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن للفترة (2013-2018)"

من إعداد الطالبين:

❖ مايو يمينة

❖ بوقطاية عيبر

أمام اللجنة مكونة من السادة:

د- /.....(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د- / لمياء عماني.....(أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د.....(أستاذ، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2020/2019

الإهداء

الله لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك ولعظيم سلطانتك، فالشكر أولاً لله عز وجل على
منه وعونه لإتمام هذا البحث المتواضع .

أهدي تخرجي إلى من جرع الكاس فارغاً ليسقيني قطرة حب، إلى من حصد الأشواك

عن دربي ليمهد لي طريق العلم " **أبي وأمي** "

حفظهما الله وأطال في أعماركما ، فاللهم رب اغفر لهما وأرحمهما وأدخلهما الجنة دون
حساب أو سابق عذاب .

وإلى أحباب قلبي أخوتي وأخواتي القريبين إلى قلبي والبعيدين عن عيني

وإلى كل صديقاتي وزملائي الكرام وبالأخص صديقتي في العمل .

وإلى كل من ساهم في هذا العمل المتواضع

وإلى كل من يؤمن بأن بذور نجاح التغيير هي من ذواتنا وفي أنفسنا قبل أن تكون في

أشياء أخرى.....

برقطايه عبير

الإهداء

إلى روح أبي الطاهرة رحمة الله عليه

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى أعز و أعلى إنسانة في حياتي ، التي أثارت دربي بنصائحها ،
و كانت بحرا صافيا يجري بفيض الحب، والبسمة إذا من زينت حياتي بضياء البدر ،
وشموع الفرخ ، إلى من منحتني القوة والعزيمة ، مواصلة الدرب ، وكانت سببا في
مواصلة دراستي إلى من علمتني الصبر والإجتهاد ، إلى الغالية على قلبي

أمي حبيبتي

إلى خطيبي العزيز الذي ساندني في هذا العمل

إلى إخواني وأخواتي حفظهما الله عز وجل

إلى أعلى كتاكيت العائلة و بالأخص عبد الرحيم

إلى كل العائلة الكريمة وكل زملاء الدراسة متمنية لهم التوفيق

إلى صديقتي العزيزتين: يمينة زناتي ، سهام مناصرية، نجمة مساعيد

إلى كل الأشخاص الذين أحمل لهم كل المحبة والتقدير

إلى من ناسيهم القلم وحفظهم القلب

بسمينة مايو

الشكر والتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

(فتبسم ضاحكا من قولها وقال رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت عليّ وعلى والديّ وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين)

الآية : 19 من سورة النمل

الشكر لله كثيرا . والحمد لله كثيرا على كل شيء يأتي من عنده ...

الحمد لله الذي وفقنا في إتمام هذه الرسالة حمدا كثيرا . كما لا أنسى من قال فيهم الرسول صلى الله عليه وسلم "من لا يشكر الناس لا يشكر الله"

بصدق الوفاء والإخلاص نتقدم بجزيل الشكر إلى مشرفتنا الأستاذة "لياء عماني" التي أشرفت على إنجاز هذه المذكرة وكانت معنا في كل خطوة . وكذا نشكر الأستاذ هتهات السعيد على مساعدته لنا وأشكر أختي مايو جمعة على مساعدتها لي . وإلى زملاء الدراسة على عونهم ، درويش عبد الكريم ، حمايمي توفيق ، زياد أحمد ، وإلى كل أساتذتنا الكرام . كما نتقدم بالشكر والتقدير لكل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاح العمل المتواضع.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة إشكالية تأثير مؤشرات النمو (تطور رقم الأعمال والأصول) على خلق القيمة المساهمية في الشركات عينة الدراسة، والمكونة من 6 مؤسسات موزعة على 4 قطاعات فرعية ضمن قطاع الخدمات، والمدرجة في بورصة عمان - الأردن للأوراق المالية خلال الفترة (2013 / 2018). من أجل معالجة هذه الإشكالية تم الإعتماد على البيانات المنشورة للمؤسسات عينة الدراسة، وإستخدام نموذج "بانل" من 9 Eviews لدراسة العلاقة بين النمو في رقم الأعمال و النمو في الأصول إضافة إلى هامش الربحية ومعدل العائد على الأصول - لاختبار تحكم المؤسسة في التكاليف عندما تنمو - كمتغيرات مستقلة؛ وبين خلق القيمة المساهمية كمتغير تابع مقاسا بمضاعف الأموال الخاصة (الرسملة السوقية/ الأموال الخاصة PBR).

تم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة النمو في الأصول على خلق القيمة المساهمية، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين النمو في رقم الأعمال وهامش الربحية ومعدل العائد على الأصول على خلق القيمة المساهمية.

الكلمات المفتاحية: خلق القيمة - معدل العائد على الأصول - نمو في الأصول - نمو في رقم الأعمال - هامش الربحية - مضاعف الأموال الخاصة.

Summary:

This study aims to discuss the problematic effect of the indicators of growth (the number of businesses and assets) on the creation of the shareholding value. The and because it consists of 6 institutions distributed sample companies of the study listed on the Amman Stock Exchange, in 4 subsectors within the services sector then rely on the Exchange. Alleren Securities. In order to address this problem and extract it "Bael" model, published data of the founder of the study sample from Eviews 9 to dramatize the relationship between growth in the number of businesses and growth in assets in addition to the profit margin and the parameter the knowledge of assets to test the organization's control over costs when they grow—as independent variables; Bin created the shareholding as a change follow absorbent, the denominator of the doubling of private funds (liquid capitalization PBR), funds.

It was found that there is a statistically significant relationship between the and the percentage of growth in assets on the creation of the contribution value absence of a related relationship the statistical significance of the bin growth for and the average ratio of assets to the creation, the wind margin, the business ram of shareholding value.

Al-kalamath for editorial : strangulation of money— the rate of the father over assets — the wealth of assets— not the ram of business— the profit margin — private Money Multiplier.

قائمة المحتويات

الإهداء.....	
شكر وتقدير.....	
I.....	ملخص:
III.....	قائمة المحتويات.
IV.....	قائمة الجداول.
V.....	قائمة الأشكال البيانية.
VI.....	قائمة الملاحق.
أ.....	مقدمة.
2.....	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لخلق القيمة والقيمة السوقية للأسهم
3.....	المبحث الأول: الإطار النظري و المفاهيمي للأداء المالي و خلق القيمة المساهمية
15.....	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول النمو و خلق القيمة
25.....	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن
26.....	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.
32.....	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة.
45.....	الخاتمة.
48.....	المصادر والمراجع.
51.....	الملاحق.
74.....	الفهرس

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول 1.1	محددات خلق القيمة.....	7
الجدول 1.2	مقارنة بين الدراسات السابقة العربية.....	19
الجدول 1.3	مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية.....	19
الجدول 1.4	أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.....	22
الجدول 2.1	تقديم مؤسسات محل الدراسة.....	27
الجدول 2.2	متغيرات المستقلة للدراسة وكيفية حسابها.....	28
الجدول 2.3	نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.....	33
الجدول 2.4	نتائج تقدير أثر مؤشرات النمو المحسوبة على خلق القيمة (الرسمة السوقية / الأموال الخاصة)	
PBR		34
الجدول 2.5	نتائج إختبار مضاعف لاغرانج LM.....	39
الجدول 2.6	نتائج إختبار Hausman.....	40

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
--------	-------------	-----------

الشكل 1.1: عناصر خلق القيمة للمساهمين.....9

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1:	توزيع الشركات على قطاع الدراسة.....	51
الملحق 2:	المؤشرات الإحصائية.....	53
الملحق 3:	نتائج تقدير نماذج بانل γ للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات.....	53
الملحق 4:	اختبارات المفاضلة بين النماذج.....	56
الملحق 5:	علاقة γ بكل متغير على حدى ..	58

مقدمة

توطئة

تعمل المؤسسات في بيئة تتميز بالتغير والديناميكية الشديدة ، وتهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في بورصة القيم إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الاطراف المهتمة بها و وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة من جهة ، أو بالنظر لتطور هدف المؤسسة من جهة أخرى ولعل ما يبرر ويدعم ذلك هو أن استمرارية المؤسسة وهدف إنشائها مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق القيمة لذلك يتعين على مسيري المؤسسات توجيه مختلف القرارات نحو ذلك الهدف .

تعتبر عملية تقييم الأداء المالي من أهم العمليات التي تقوم بها المؤسسة في مجال الرقابة من أجل التحقق من بلوغها الأهداف المراد تحقيقها، والتي إزدادت أهميتها في ظل تعقد وتوسع أنشطة المؤسسات الاقتصادية، وإتسام السوق بالمنافسة التامة ، حيث أصبح لزاما على المدير التعرف على المركز المالي للمؤسسة قبل التفكير في وضع الخطط المستقبلية ، حيث على المدير المالي القيام بمجموعة من الدراسات قبل إتخاذ أي قرارات مالية استراتيجية وتعتبر هذه الدراسات وهي تقييم الاداء المالي، و الذي نركز فيه من خلال هذه الدراسة على مفهوم خلق القيمة .

يعتبر تحقيق هدف البقاء والاستمرار الهدف الأول للمؤسسة الاقتصادية ، لذلك تسعى هذه الأخيرة دائما لتحقيق النمو وذلك من خلال توليد فوائض انطلاقا من مختلف أنشطتها وتحديد نشاطها الإستغلالي وهو ما يعرف بعملية خلق القيمة حيث أصبحت هذه الأخيرة تحظى مكانة جد هامة على مستوى مراكز القيادة والتسيير بالمؤسسات الاقتصادية .

نظرا لأهمية مواضيع خلق القيمة التي تكتسي أهمية بالغة ومتزايدة في المؤسسات الاقتصادية التي لازالت تسعى إلى البحث عن المصادر الكفيلة لتحقيق هذا المطلب ، وفي هذا الإطار تعتبر الموارد المتاحة لها على اختلافها وتنوعها أهم هذه المصادر فلقد تعددت المؤشرات القائمة على خلق القيمة و أصبح ينظر الى هذه المؤشرات بأنها المقياس الحقيقي لأداء الشركة و الذي يبرز مدى قدرتها على خلق القيمة، بالنظر إلى قدرتها في تفسير تغيرات قيمة الشركة وعوائد أسهمها.

الإشكالية الرئيسية:

تبعا للأهمية المتزايدة لموضوع خلق القيمة و للعوامل المؤثرة في عملية خلق القيمة تم صياغة الإشكالية التالية:

__ ما مدى تأثير مؤشرات النمو على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان - الأردن خلال الفترة (2013-2018)؟

التساؤلات الفرعية:

و ينبثق عن الإشكالية الرئيسية التساؤلات الفرعية التالي:

__ هل هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم نمو الأصول على خلق القيمة المساهمية للشركات المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة (2013_2018)؟

__ هل هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم نمو رقم الأعمال على خلق القيمة السوقية المساهمية للشركات المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة (2013_2018)؟

فرضيات البحث:

للإجابة على إشكالية الدراسة تم صياغة الفرضيات التالية:

- __ هناك تأثير إيجابي لحجم نمو الأصول على خلق القيمة المساهمة للشركات المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة (2013_2018)؛
- __ هناك تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم نمو رقم الاعمال على خلق القيمة المساهمة للشركات المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة (2013_2018).

مبررات إختيار الموضوع:

- تشكل العلاقة بين النمو وخلق القيمة موضوعا إشكاليا مهما داخل النظرية المالية ومن خلال الدراسات التطبيقية، وبالتالي يمكن البحث بشكل مستمر في هذا الموضوع لإثراء النقاش؛
- الرغبة في تناول موضوع يربط بين مالية المؤسسة والأسواق المالية، وهذا راجع إلى طبيعة التخصص.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على أهم مؤشرات خلق القيمة وتطبيقات هذه المؤشرات على المؤسسات المدرجة في بورصة عمان- الأردن من خلال العينة المختارة خلال الفترة 2013_2018؛
- تقديم نموذج يفسر العلاقة بين النمو في حجم الأصول و النمو في مستوى رقم الأعمال من ناحية وخلق القيمة المساهمة معبرا عنها بتعظيم القيمة السوقية من ناحية أخرى.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في دعم النقاش المتجدد حول موضوع القيمة كهدف تجمع عليه كل الأطراف الفاعلة في المؤسسة، وتحديد المساهمين من خلال التركيز على خلق القيمة المساهمة عبر تعظيم القيمة السوقية للشركة. بحيث شكّل موضوع "خلق القيمة" محور اهتمام المؤسسات منذ أمد طويل وقد ازداد هذا الاهتمام في الوقت الحالي. وتتميز الدراسات في هذا المجال، وتحديد المحررة باللغات الأجنبية، بالثراء على المستويين النظري والتطبيقي، ويمكن لهذه الدراسة أن تدعم هذا الاتجاه.

حدود الدراسة:

- ✓ **الحدود المكانية:** تمت الدراسة على عينة مكونة من 6 شركات تنتمي لقطاع الخدمات مدرجة في بورصة عمان الأردن.
- ✓ **الحدود الزمنية:** تغطي الدراسة الفترة الممتدة بين (2013-2018).

المنهج والأدوات المستخدمة:

قصد دراسة الموضوع والإحاطة بمختلف جوانبه والإجابة على الإشكالية المطروحة اعتمدنا على المنهج الوصفي للإلمام بالمفاهيم المتعلقة بالجانب النظري، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فتم الاعتماد على أدوات التحليل المالي و أدوات الإقتصاد القياسي المرتبطة بالموضوع لتقييم أداء الشركات بمعيار القيمة، ومن ثمة اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة وفق النموذج المناسب، ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) لتحليل النتائج المتحصل عليها من خلال استخدام البرنامج الإحصائي Eviews 9 .

صعوبات الدراسة:

- عدم إمكانية تطبيق الدراسة في بورصة الجزائر وهذا راجع إلى عدم وجود حجم العينة الكافي وقلة الإفصاح على المعلومات؛
- شساعة الموضوع مما يصعب الإلمام بجميع جوانبه (هناك عدة أبعاد ومؤشرات للتعبير عن النمو، وكذلك الأمر بالنسبة للقيمة)؛
- قلة الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع بشكل مباشر؛
- عدم تمكننا من الحصول على مراجع بعد غلق المكتبات بسبب الحجر الصحي .

هيكل الدراسة:

بهدف دراسة الموضوع قمنا بتناوله في فصلين تسبقهما المقدمة وتليهما بعد ذلك الخاتمة. تمثلت الفصول في:

الفصل الأول: تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول يعرض المفاهيم المتعلقة بالأداء وخلق القيمة وخلق القيمة المساهمية ومقاييس قياسها، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة؛

الفصل الثاني: تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول: الأدبيات

النظرية والتطبيقية لخلق القيمة

المساهمية و النمو

تمهيد

يلقى موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة و التسيير داخل المؤسسات الإقتصادية حيث أضحت المؤسسات تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم ، و كمتقياس شامل يسهم في إتخاذ القرارات الإستراتيجية الشاملة و الدائمة ، و تعتبر عملية خلق القيمة في ظل الظروف المعقدة الحالية من بين أهم التحديات المتعلقة بالمؤسسات و قدرتها على رفع هذا التحدي ، و مما لاشك فيه ان خلق القيمة يعتبر مطلبا حيويا و ضروريا ملحا لضمان البقاء و الإستمرار في السوق ، كما تعد مؤشرات خلق القيمة من أهم مقاييس الأداء و التي كانت في بدايات ظهورها عبارة عن مقاييس أداء محاسبية تقليدية إلا انه بالنظر لقصورها تم تطوير مقاييس حديثة تهتم بتقييم السوق لأداء و ربحية المؤسسات .

من خلال هذا الفصل تم التطرق الى هذه العناصر إنطلاقا من تحديد أهم المفاهيم المتعلقة بالقيمة ، و أيضا خلق القيمة و كذا خلق القيمة بالنسبة للمساهمين و هذا يظهر محتواه في المبحثين التاليين :

✓ المبحث الأول: الإطار النظري و المفاهيمي للأداء المالي و خلق القيمة المساهمية.

✓ المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول النمو وخلق القيمة.

المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للأداء المالي و خلق القيمة المساهمية

إن من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها و ذلك بواسطة التسيير الأمثل لدورة الإستغلال و الإستثمار و التمويل فبالرغم من توفر بعض الموارد الازمة بمختلف أنواعها إلا أنه تصعب عملية إستغلالها إلا عن طريق وجود إدارة جيدة و كفاءة، فلا يمكن لهذه الأخيرة معرفة ما تحققة من نتائج و ما ضاع منها من فرص من أجل تحديد خطط إستراتيجية مستقبلية إلا عن طريق تقييم أدائها و خاصة الأداء المالي ، بحيث تزداد قيمة المؤسسة كلما تمكنت من تحقيق نتائج مالية بشكل مستمر بحيث تتراكم النتائج وتتكون فوائض مالية موجبة، تشكل ما يسمى بثروة المؤسسة.

المطلب الأول : تقييم الأداء المالي من منظور خلق القيمة

وفي هذا المطلب سوف نتطرق الى تعريف الأداء المالي و خلق القيمة و خلق القيمة المساهمية :

الفرع الأول : تعريف الأداء المالي

تعددت المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي وهذا راجع إلى جملة من الأسباب والتي منها إختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين والتخصصات ومجالات البحث، فكل باحث يتناول موضوع الأداء وفق تخصصه ومجال بحثه، كذلك التطور الحاصل في النظرية الاقتصادية والمالية والجهة المستفيدة منه لأن كل طرف يراه من الزاوية التي تخدم مصلحته، ولهذا لا يمكن الإجماع على مفهوم واحد بحيث يتم الوقوف عنده ومن أهم التعريف نذكر ما يلي:

أما السعيد فرحات جمعة فيرى الأداء المالي هو " مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة او الفعالية في إستخدام الموارد المالية المتاحة ، من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"¹

كما يعرف الأداء المالي على انه " تقدم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادة والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة".²

وهناك من يعرف الأداء على أنه "الفرق بين القيمة المقدمة لسوق ومجموع القيم المستهلكة وهي تكاليف مختلف الأنشطة، فبعض الوحدات تعتبر مستهلكة للموارد والتي تسهم سلبيًا في الأداء الكلي عن طريق تكاليفها والأخرى تعتبر مركز ربح، وهي في الوقت نفسه مستهلكة للموارد ومصدر عوائد وتسهم بأمش في الأداء الكلي للمؤسسة"³ هذا التعريف حصر الأداء في الشئانية (تكلفة - قيمة) بحيث تمثل التكلفة الموارد المستهلكة بينما تعكس القيمة الحاجات التي تم إشباعها.

¹ السعيد فرحات جمعة ، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة) ، دار المريخ للنشر ، الرياض المملكة العربية السعودية ، 2000 ، ص 38

² عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007، ص34.

³ الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الاداء، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 2009/7-2010، ص218.

ويعرف أيضا "بمدى تحقيق القدرة الإيرادية والقدرة الكسبية في المؤسسة حيث أن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض في أنشطتها الموضحة سابقا من أجل مكافأة عوامل الإنتاج وفقا لنظرية الحديثة"¹.

و من هنا نستنتج ان الأداء المالي هو قدرة المؤسسة على تخفيض تكاليفها و زيادة إيراداتها من أجل الوفاء بالتزاماتها ، و بذلك تكون المؤسسة قد حققت أهدافها المالية .

الفرع الثاني: ماهية خلق القيمة وتقييم الأداء من خلالها

من خلال هذا المطلب سنحاول التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بخلق القيمة ومؤشرات خلق القيمة، ثم محاولة توضيح العلاقة النظرية بين خلق القيمة والقيمة السوقية من خلال جملة من النظريات كنظرية الوكالة و كذا من خلال بعض وجهات النظر .

خلق القيمة هو من جهة زيادة إنتاجية الشركة و من جهة أخرى السعي لتحقيق نمو مستدام و مريح كما يمكن تقييم خلق القيمة من خلال قدرة الشركة على القيام بالإستثمارات أكثر و بأقل خطورة مع عائد أكبر من متوسط التكلفة المرجح لرأس المال و يتم خلق القيمة لصالح جميع المستثمرين و المساهمين و الدائنين (لتحسين الهيكل المالي) للمجتمع .

كما يعرف أيضا على أنه : " مفهوم معقد لدرجة أنه يعتمد في جزء منه على تطلعات مختلفة الأطراف الفاعلة في المؤسسة و عليه خلق القيمة هو في المقام الأول لإستخدام الموارد لتلبية حاجة و مع ذلك في ظل إقتصاد السوق ، نظام الأسعار غالبا ما يكون بديلا جيدا لمفهوم القيمة لقياس الأداء في إستهلاك الفرد لموارد المؤسسة و تقاس القيمة الكلية للمؤسسة من بمخرجاتها معبرا عنها في شكل إجمالي الإيرادات أي عدد الوحدات المباعة مضروبة في السعر و تحقق الشركة أرباحا طالما ان القيمة الكلية تزيد عن التكاليف المدفوعة نظير كل الأنشطة للقيمة بالشركة "

وفقا للرؤية المالية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية التي ترى أن هناك خلق للقيمة إذا كان هناك فائض بعد حصول عارضي رؤوس الأموال على حقوقهم، هنا القيمة التي يتم إنشاؤها هي القيمة المتبقية وهي عوائد للمساهمين فقط الذين يتحملون المخاطر المتبقية.²

"ومن وجهة نظر إقتصادية يمكن خلق القيمة للمساهم عندما تحقق الإدارة مداخيل تفوق تكاليف الحصول على هذه المداخيل، و تنشأ التكاليف من أربعة مصادر هي: أجور الموظفين، تكاليف الإستغلال و الإستثمارات المادية و الإنخفاض في قيمة الأصول، الضرائب، وتكلفة الفرصة البديلة لإستخدام الأموال"³.

ووفقا لما جاءت به نظرية الوكالة فإن فكرة خلق القيمة تقوم على النهج التعاقدية، حيث يتم تكليف المديرين من طرف المساهمين لإدارة رأس المال المستثمر بهدف خلق قيمة أي تعظيم الثروة في الأجل القصير والطويل لصالح المساهمين، ويتحقق هذا الهدف عندما تكون ربحية

¹ عبد العي دادن، مرجع سبق ذكره، ص34.

² صابر عباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من المؤسسات في قطاع المحروقات، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص13.

³ هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قسنطينة2، عدد 2011/01-2012 ص13.

المؤسسة أعلى من معدل العائد المطلوب على رأس المال، وبالتالي يكون هناك خلق للقيمة في حال كان العائد على الأصول الاقتصادية (العائد على رأس المال المستثمر) أعلى من تكلفة التمويل أي تكلفة الديون والأموال الخاصة.¹

ويرتبط التراكم في الفوائض المالية بمجموعة من العناصر الأساسية تتمثل في ما يلي:²

- تدنئة تكلفة رأس المال: وذلك من خلال إختيار مصادر التمويل المناسبة والتي تضمن للمؤسسة تدنئة تكلفة رأس المال اعتمادا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال التي تعبر عن تكلفة الإستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.
- تعظيم الإنتاج وتنوع النشاط: لأنه يساهم في تدنئة التكاليف من خلال إنخفاض التكاليف الثابتة بسبب العلاقة العكسية بين حجم الإنتاج والتكلفة الثابتة للوحدة الواحدة (وفورات الحجم)، وهذا يتحقق من خلال تطبيق إستراتيجية التنوع.
- تطبيق أساليب تسيير تعتمد على مراقبة التكاليف من خلال استخدام أنظمة المحاسبة التحليلية ومراقبة التسيير والموازنات التقديرية.

يمكن اعتبار مؤسسة ما تخلق القيمة إذا كانت تحقق مردودية تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة، وعلى هذا يمكن القول أنه ليس من الضروري أن المؤسسة المحققة لربح المحاسبي محققة للقيمة ويبرر هذا بأن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان تكلفة القروض فقط ولا يأخذ بتكلفة الأموال الخاصة، " المؤسسة المحققة للقيمة هي التي تستطيع تحقيق الربح بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة".³

و في هذا الخصوص لو قمنا بطرح سؤال: هل كل مؤسسة تحقق أرباح هي مؤسسة مربحة؟ فيمكن القول نعم،⁴ لكن طرحنا السؤال بطريقة أخرى، هل كل المؤسسات التي تحقق أرباح تخلق قيمة؟ فإجابة على هذه الإشكالية لا بد من استخدام مداخل التقييم والتي منها **EVA، MVA** وكلا المؤشرين يقيس خلق القيمة.

بشكل عام يمكن ربط خلق القيمة بالمردودية وتكلفة الأموال (الديون + الأموال الخاصة) بحيث أنه لا يمكن إعطاء حكم عن خلق المؤسسة للقيمة أم لا إلا بالفرق بين المر دودية وتكلفة الاموال .

المطلب الثاني : أساسيات عملية خلق القيمة

عملية خلق القيمة هي عملية مركبة وسياق معقد من العمليات التي يمكن أن تفضي إلى خلق القيمة أو إلى تدميرها، ولذلك لا بد من تحديد الأهداف والأهمية والمحددات لهذه العملية.

الفرع الأول: أهداف خلق القيمة:

يعتبر تحقيق البقاء و الاستمرار الهدف الأول للمؤسسة الإقتصادية ، لذلك تسعى هذه الأخيرة دائما لتحقيق النمو و ذلك من خلال توليد فوائض انطلاقا من مختلف أنشطتها و تحديدا نشاطها الإستغلالي و هو ما يعرف بخلق القيمة .

¹ حسنية صيفي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013 ، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016، ص25.

² إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة " حالة المؤسسة الوطنية للتقريب بحاسي مسعود **ENAFOR** ولاية ورقلة- الجزائر"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمؤسسات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 9-8 مارس، 2005، ص344.

³ أشرف الشراوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات - أفاق وتحديات، جامعة لإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006، ص44.

و لعملية خلق القيمة أهداف كثيرة هي :

__ خلق القيمة للمساهم (تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل) : يبحث المساهمون عن عوائد مقابل ما أسهموا به من رؤوس أموال ، و هذا يتوقف على مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد ملائمة مقابل إستثماراتها و نشاطاتها . لتتمكن من إجراء توزيعات مرضية للمساهمين بعد الوفاء بالتزاماتها المالية إتجاه دائنيها ، وهو ما يعتمد بدوره اعتمادا كبيرا على أفراد المؤسسة و نوعية تسييرهم ¹ .

__ تعظيم القيمة السوقية للأوراق المالية : و الهدف من سياسة خلق القيمة هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس المال مؤسسة مسعرة ، أي تعظيم قيمة الأوراق المالية لتي يملكها المساهمون طالما أن إعادة بيعها بسعر أعلى من سعر الإقتناء .

__ توليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية : فتوليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين ، يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة و يسمح بتحقيق هدف مؤسسة إقتصادية تبني مسار خلق القيمة ، لم تحقق تدفقات نقدية كافية فعليها إعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها و النظر بأفق أكبر كما لو قامت بالإستثمار في مشروع مريح ² .

الفرع الثاني: أهمية خلق القيمة

يعتبر خلق القيمة محور إهتمام المؤسسات منذ أمد طويل و قد إزداد هذا الإهتمام خاصة مع نهاية الألفية الثانية أين أصبح بقاء المؤسسة مرهونا بمدى خلقها القيمة لجميع الأطراف الفاعلة ، و هم كل الأطراف التي يمكن أن تؤثر أو تتأثر بنشاط المؤسسة في إطار سعيها لتحقيق أهدافها، و يمكن تصنيفهم لسته مجموعات رئيسية هي : المساهمون ، الزبائن ، الأفراد ، الدائنون ، الموردون ، بقية الأطراف الأخرى ، و لقد إرتبط خلق القيمة لمدة طويلة بالجوانب المالية في المؤسسة حيث سعت هذه الأخيرة لخلق القيمة للمساهمين فحسب ، و بالتالي تعظيم ثروتهم ، و إعتبرت ذلك الهدف المالي الأول الذي يجب تحقيقه ، و هذا ما نلمسه بوضوح في قول G B Stewart " أن الهدف المالي هو تعظيم ثروة المساهمين و فائدة ذلك لا تعود على المساهمين فحسب بل تعود على المؤسسة ككل" ²

لكن و رغم أهمية خلق القيمة للمساهمين إلا أن التركيز على هذا الهدف سيؤدي الى إهمال الأطراف الأخرى للمؤسسة ، خاصة مواردها البشرية و التي تعتبر ثروتها الأساسية ، لاسيما أن التجارب الميدانية أظهرت أن المؤسسات التي تأخذ بعين الإعتبار جميع الأطراف الآخذة في خلق القيمة الأكثر نجاحا و إزدهارا من تلك التي لا تهتم إلا بخلق القيمة للمساهمين ، إضافة الى ذلك فقد وجد كل من Heskett و Kotter أن المؤسسات الأمريكية الكبرى التي أولت الأهمية نفسها لجميع شركائها ، تضاعفت مبيعاتها في ظرف إحدى عشرة سنة أربعة أضعاف مبيعات المؤسسات التي ركزت إهتمامها على المساهمين فحسب ، و هذا يثبت بوضوح أهمية خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة ، حيث يجب على المؤسسة أن تخلق القيمة لكل واحدة من هذه المجموعات ، و بالمقابل تسهم كل مجموعة في خلق القيمة للمؤسسة ، و يمكن أن تتجلى أهمية كذلك من خلال تأثيرها على عدد من الأدوات و المتغيرات الأساسية بالنسبة للمؤسسة ، مثل : التنافسية و الإستراتيجية و ثقافة المؤسسة .

1 وفاء رعي ، سميرة براهيمية ، آليات خلق القيمة و دورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة الإقتصادية (دراسة ميدانية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر) ، شهادة ماستر ، جامعة 8 ماي 1945 ، قالمة ، 2013/2014 ص 7.

² وفاء رعي ، سميرة براهيمية ، مرجع سابق ذكره ، ص 9

الفرع الثالث: محددات خلق القيمة:

عملية خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين ما هي إلا نتيجة لجملة من القرارات والإجراءات التي يقوم بها المسيرون، ومعلوم أن النتائج لها مسببات لذا على المسيرين البحث في محددات خلق القيمة (Value drivers) التي تناولها Rappaport سنة 1998 في كتابه Creating shareholder value نذكرها كالاتي:

1- معدل نمو المبيعات (النمو في رقم الأعمال)؛

2- هامش الربح النقدي الناتج عن التشغيل (نتيجة الإستغلال الصافية)؛

3- معدل الضريبة على الأرباح؛

4- الاستثمار في رأس المال العامل؛

5- الإستثمارات الثابتة (النمو في الاستثمارات) ؛

6- الهيكل المالي (التكلفة الوسطية المرجحة)؛

7- الفترة الزمنية.

هذه المحددات ترجع إلى قرارات تتخذها الإدارة متمثلة في قرارات تشغيلية وإستثمارية وقرارات التمويل و كل من هذه القرارات تؤدي إلي عدد معين من الأسباب.

الجدول 1.1: محددات خلق القيمة

المعلومات الأساسية	المتغيرات و المؤشرات	طريقة الحساب
نمو والنشاط	معدل النمو	التغير في رقم الأعمال / رقم الأعمال السابق
سياسة الإستثمار الربحية المالية	معدل الإستثمار	الإستثمارات الصناعية / رقم الأعمال
الخط المالى سياسة توزيعات	معدل الربحية المالية	النتيجة / رقم الأعمال
الأرباح	الاحتياج لرأس المال العامل % من رقم الأعمال	المخزونات + حقوق الإستغلال - ديون الإستغلال/رقم الاعمال
	معدل الإستدانة (الرفع المالى)	الديون المالية / الأموال الخاصة (نهاية الدورة)
	معدل توزيع النتيجة الصافية	توزيعات الأرباح / النتيجة
	القيم غير المنقولة % من إجمالي الأصول	القيم غير المنقولة / الأصول (القيمة الإجمالية)

المصدر: (Christian Hoarau) نقلا عن لمياء عماني، شهرزاد زغيب، إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة 10-11 نوفمبر 2009، ص6.

وسوف نركز في هذه الدراسة على تأثير معدل النمو على خلق القيمة من خلال النمو في الاستثمارات (النمو في حجم الأصول) والنمو في رقم الأعمال. حيث تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة على المدى الطويل بشكل إيجابي بعمليات النمو الداخلي، والمقصود بعمليات النمو الداخلي هو مستوى الاستثمار في الأصول الثابتة، نسبة الإنفاق على أعمال البحث والتطوير، والتركيز على الاستثمارات ذات الطبيعة الاستراتيجية على المدى الطويل. كما تتأثر قيمة المؤسسة بتقييم فعالية القرارات الاستراتيجية فيما يخص خلق أو تدهور القيمة في حالات الاندماج، أي أنها تتأثر بعمليات النمو الخارجي أيضا، إذ تستهدف عملية الشراء الحصول على حصة سوقية، وإيجاد شكل من أشكال التعاضدية، بتحسين نتائج النشاطات الموجودة أو المحصّل عليها¹.

المطلب الثالث : خلق القيمة المساهمية (Shareholder value)

سنحاول من خلال هذا المطلب أن نتعرض لموضوع خلق القيمة المساهمية باعتبارها قيما على المسيرين، وهي قيمة يعتبرها المساهمون حقا أساسيا من حقوقهم إضافة إلى الأرباح التي يحصلون عليها.²

الفرع الأول : تعظيم القيمة للمساهم

هو مفهوم قريب من خلق القيمة ، إلا أنه يتميز عنه كون هذا الأخير يخصص القيمة التي ينبغي إنشاؤها حصريا للمساهمين فقط ، و ليس لصالح جميع موردي المؤسسة بالأموال . كما حظي مفهوم " خلق القيمة للمساهمين " أو القيمة المضافة للمساهمين (SVA) ، بتدعيم أغلبية كبيرة من الإقتصاديين . و قد تم تطوير هذا النهج من قبل Rappaport في الثمانينات ، و يمكن إستخدامه لتقدير القيمة التي تم إنشاؤها للمساهمين أو إستخدامها كأساس لصياغة و تقييم القرارات الإستراتيجية .

و من جانب آخر تطرق Howard E Johnson لخلق القيمة المساهمين من منظور المقاولاتية و حدد من خلال الشكل رقم 2: أهم العناصر الواجب توفرها ضمن هذا السياق من أجل زيادة فرص النجاح و هي كالتالي:

__ فريق إدارة قوي يعزز التواصل المفتوح و المتكرر؛

__ ثقافة تنظيمية يدعمها موظفون متحمسون؛

__ الإهتمام بإحتياجات العملاء؛

__ هيكل مالي يستخدم القليل من الإقتراض ؛

__ تصميم تدريجي لإدارة المخاطر ؛

__ وجهة نظر طويلة الأجل لخلق القيمة للمساهم ؛

¹ عماني لمياء ، كيهلي عائشة سلمة ، خلق القيمة و إقتصاد الأصول غير المادية ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة ، المجلد 2017 ، العدد 12 ، 2017 ، ص 15

² بالمخادف سامية ، بوزيان عثمان ، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين ، مجلة الدراسات الإقتصادية و المالية : جامعة الشهيد حمه لخضر ، الوادي ، المجلد 11 ، العدد 2018 ، ص 171

يحتل مفهوم خلق القيمة للمساهم مكانة هامة في الإدارة المعاصرة لشركات الأعمال بإعتباره الهدف الأساسي الذي يتمحور حوله الفكر الإستراتيجي لأي شركة . و قد سعت أغلب الشركات الهادفة إلى خلق القيمة للمساهم لتبني مقاييس أداء أكثر تعبيراً عن هذا الهدف و إستخدامها سواء على المستوى الداخلي في عملية إتخاذ القرارات و على المستوى الخارجي بتحسين الإتصال المالي مع مجتمع المستثمرين.

و قد تعددت وجهات النظر حول مفهوم خلق القيمة:

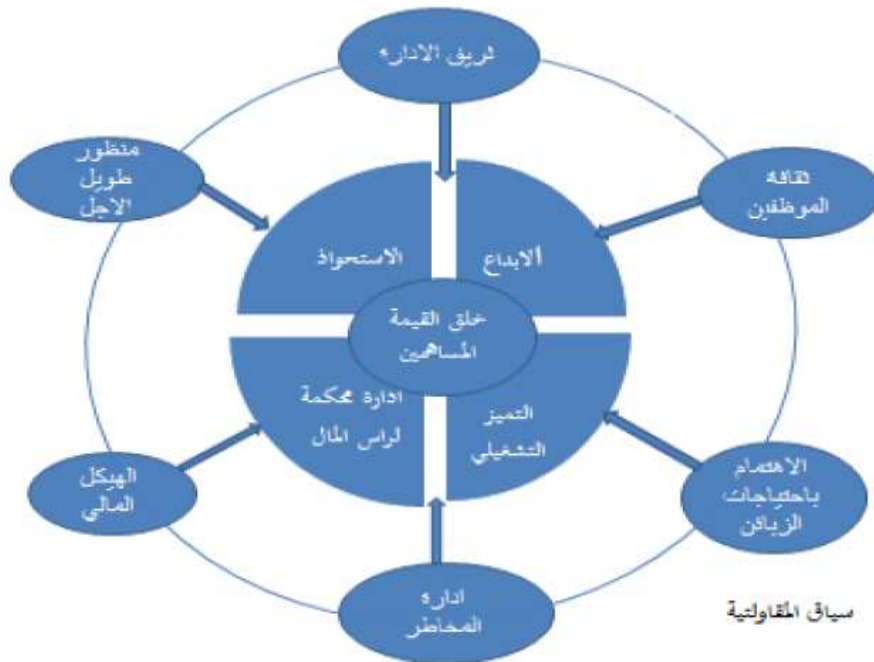
ـ "فمن وجهة نظر الإقتصادية يمكن خلق القيمة للمساهم عندما تحقق الإدارة مداخيل تفوق تكاليف الحصول على هذه المداخيل . و تنشأ التكاليف من أربعة مصادر هي : الأجور ، الموظفين ، تكاليف الإستغلال و الإستثمارات المادية و الإنخفاض في قيمة الأصول ، الضرائب ، و تكلفة الفرصة البديلة لإستخدام الأموال"

ـ "و كذا يمكن أن تعرف القيمة من وجهة نظر المساهمين بأنها العائد الإجمالي الذي يحصل عليه المساهم معبرا عنه بتوزيعات و الزيادة في سعر السهم ، و يمكن أن تحسب تلك القيمة كقيمة حالية لتدفقات النقدية "

ـ " خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين ماهي إلا نتيجة لحملة من الإجراءات التي يقوم بها المسيريون"

ـ الشكل رقم 1: عناصر خلق القيمة للمساهمين:

ـ الشكل التالي يوضح ذلك:



Source: Howard E. Johnson. Strategies de Creation de Valeur pour l' actionnaire dans un contexte de faible croissance, p. 0

إن النظر لخلق القيمة من المنظور المالي للمؤسسة ، يستدعي بالدرجة الأولى نحو خلق القيمة المالية للمساهمين ، و هو الهدف الذي يسعى المدير التنفيذي لتحقيقه من أجل تعظيم ثروة المساهمين عن طريق خلق القيمة ، مما يستهدف تعظيم العائد على رؤوس الأموال ، بحيث أصبحت زيادة قيمة المساهمين جزءاً مهماً من الناحية الإستراتيجية في عملية صنع القرار ، و في الآونة الأخيرة ، بدأت العديد من الشركات لتنفيذ مبادئ قيمة المساهمين من تطوير الإستراتيجية إلى قياس الأداء و يتم تنفيذ هذه المبادئ في جميع وحدات الأعمال في الشركة ، و يظهر ذلك كيف ان قيمة المساهمين أصبحت أكثر أهمية بالنسبة للإدارة العليا للنظر فيها كجزء من إستراتيجيتها و ذلك عند إستخدام قيمة المساهمين في التقييمات الإستراتيجية للخطط المستقبلية .¹

كما أن تعظيم القيمة للمساهمين يكون من خلال ما يلي :

- خلق المؤسسة لأداء فعال ؛
- الإحتفاظ بقوة عاملة محفزة ؛
- تركيز مكثف على تقديم فوائد لجميع المساهمين؛

بإختصار ، تعظيم القيمة هو مستوى أعلى بكثير من الأداء و هو يدفع بالمؤسسة نحو تركيز جهودها لإيجاد أفضل طريقة ممكنة لتشغيل المؤسسة ، و في هذا السياق تم تحويل هذا الهدف (تعظيم قيمة المساهمين) من قبل العديد من الأوائل لتعظيم قيمة المساهمين ، إلى مقياس أداء واضح للمساهمين يسمى العائد الإجمالي للمساهمين TSR.

الفرع الثاني : العوامل المؤدية الى تطور مفهوم خلق القيمة المساهمية

لتطور مفهوم خلق القيمة المساهمية و تبلوره ظروف و أسباب يمكن إجمالها في العناصر التالية :²

- **الحاجة الى الأموال والمنافسة:** لقد سمح تطور مفهوم خلق القيمة للمنشآت بطلب مختلف حاجياتها مما أدى الى إرتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في سنوات الثمانينات ، الشيء الذي أسهم في تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين الإقتصاديين الخواص منهم و العموميين في سوق رؤوس الأموال ، فساد عدم التنظيم المالي و صعب إقتناء الأموال بأكثر حرية بصفة مباشرة من السوق ، الشيء الذي جعل المنشآت تبحث عن معيار تحتكم إليه لتحقيق الإستقرار المالي ، ففي ظل المنافسة الشديدة من أجل الحصول على الأموال بالنسبة للمنشآت الإقتصادية و نمو الإقتصاديات الدولية ، برزت القواعد المحاسبية و المالية و ظهرت أيضا مفاهيم جديدة كخلق القيمة ، و يبدو ذلك واضحا من خلال نجاح بعض المنشآت التي تهتم بالرفع المالي ، بالإضافة الى الشروط التي يملئها السوق في التقييم كإنعكاس للتوجهات العالمية على المستوى العالمي .

- **بروز المساهم:** العامل الثاني الذي ساهم في تطور مفهوم خلق القيمة يكمن في ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم ، ففي سنوات التسعينيات تجسد ذلك في ظهور معاهد الإستثمار و صناديق المعاش و المنظمات الأخرى المسيرة لمنتجات الإذخار الجماعي ، و التي كانت كلها تهدف الى إيجاد مكانة للمساهم لتحقيق إستقراره ، حيث مكنته من المطالبة بمروددية مقبولة في إطار ظروف السوق ، و ذلك لأن نسبة المروددية تمثل أداة للإتصال المالي مع ما يسمى حوكمة المؤسسات .

- **التحول نحو الأصول الأكثر ربحية:** فلقد أدت المنافسة المتزايدة في سوق السلع والخدمات لدعم متطلبات المستثمرين في الأسواق المالية ولتشجيع المؤسسات على إدارة تكاليفها من خلال التركيز على الموارد والنشاطات التي تسمح لها بتحقيق أعلى الأرباح، والتي تتيح لها فرصة

¹ بالهادف سامية ، بوزيان عثمان ، مرجع سابق ذكره ، ص 172.

² وفاء ربيعي ، سميرة براهيمية ، مرجع سابق ذكره ، ص 6-7

الهيمنة على السوق، وهو ما يسمح لها بتحقيق تدفقات نقدية كبيرة تغطي إلي حد كبير إحتياجات إستهلاك رأس المال لتغطية المخاطر، وهنا على المؤسسة أن تبحث عن الأصول المرتبطة بالمشاريع التي تحقق لها أعلى ربحية وبالتالي خلق قيمة مضافة.

الفرع الثالث : مقاييس خلق القيمة المساهمية

و للإشارة تندرج مؤشرات خلق القيمة في الإقتصاد الجديد ما يعرف بنظم قياس و تقييم الأداء ، والتي كانت في بداية ظهورها عبارة عن مقاييس أداء محاسبية تقليدية إلا أنه بالنظر لظهورها و مع تطور المؤسسات على كل المستويات الداخلية و الخارجية ظهرت أدوات قياس حديثة تستطيع أن تعكس هدف خلق القيمة للمساهم من أبرزها : مكتب ستارن و ستوارت الذي قدم مقياس القيمة الإقتصادية المضافة **EVA** ومقياس القيمة السوقية **MVA**، مكتب **Holt value-Braxton Associate** الذي طور مقياس عائد التدفق النقدي على الإستثمار **CFROI** وتم تبنيه من طرف مكتب بوسطن للإستشارة **BCG**، مكتب لاك للإستشارات **L.E.K consulting** مع مقياس القيمة المضافة للمساهمين **SVA**، مكتب بسطن الذي قدم مقياس العائد الإجمالي للمساهم **TSR**، و لهذا ظهرت عدت مقاييس لإعطاء رؤية واضحة للمساهم أو المسير أو المستثمر للمؤسسة محل التقييم .

وتتمثل أهم مؤشرات خلق القيمة في ما يلي:

__ القيمة الإقتصادية المضافة **EVA**.

__ القيمة السوقية المضافة **MVA**.

__ القيمة المضافة للمساهم **SVA** .

__ معدل العائد الإجمالي للمساهم

__ مؤشر خلق القيمة **IV** .

__ لنسبة **Marris** .

1 - القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): تعبر هذه الأخيرة على الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الإقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة و تكلفة الموارد التي إستخدمتها ، و يساعد هذا المؤشر على قياس قيمة الثروات التي شكلتها المؤسسة من خلال فترة زمنية معينة مع الأخذ بتكلفة الأموال الخاصة ، علاوة على تكلفة المديونية شريطة تحقيق فوائض إيجابية لغرض تشكيل الثروة و إيرادات تسمح بتغطية فوائد المقترضين و أرباح المساهمين . ويمكن حسابها كالآتي:¹

$$EVA = RE (1 - T) - CMPC * CI$$

من خلال التفكير في الربحية، يتم إعادة كتابة **EVA** كما يلي:

$$EVA = (ROIC - CMPC) * CI$$

¹ هواري السويسي ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية في الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2008 ، ص 242

ROIC: معدل العائد على رأس المال المستثمر

CI: رأس المال المستثمر

- صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة والتي هي نفسها نتيجة الإستغلال بعد الضريبة.
- معدل تكلفة رأس المال $CMPC$ تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تحسب إنطلاقا من الهيكل المالي للمؤسسة (بين الديون ورأس المال).

من وجهة نظر "تقنية يتبين المفهوم الأساسي لنموذج القيمة الإقتصادية المضافة في الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الإقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة زمنية معينة وتكلفة الموارد المالية التي تستخدمها"¹، عموما فإن القيمة الإقتصادية المضافة تعبر عن مقدار الإضافة التي استطاعت المؤسسة تحقيقها لحملة الأسهم.

كما يمكن إعتبارها أداة للتحفيز إذا ما تم إعتبارها أداة على أساسها توزع المكافأة الشيء الذي يدفع المسيرين لرفع من أدائهم، كما يمكن أن تكون أداة لترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، وهذا المؤشر يحسب لكل سنة. رغم الإضافة التي قدمها هذا المؤشر من خلال إدخاله لمفهوم التكلفة الوسطية المرجحة إلا انه لم يسلم من العيوب والمتمثلة في صعوبة حساب تكلفة رأس المال، كذلك يتطلب حسابه إجراء العديد من التعديلات، كما أنه يقيس الأداء في المدى القصير.

2 - القيمة السوقية المضافة: (MVA)

طور هذا المؤشر من قبل G. B. Stewart & J. M. Stern سنة 1990 عرف هذا المؤشر على أنه يمثل "القيمة² الحالية للقيم الإقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة من قبل الأسواق المالية مخصومة بتكلفة رأس المال التي تمثل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، كما تمثل الفرق بين القيمة الإقتصادية و السعر السوقي لأسهم المؤسسة". يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الإقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الإقتصادية المضافة المقدرة لحظة³.

وتحسب وفق العلاقة التالي: ⁴

$$MVA = \sum_{t=0}^n \frac{EVA}{(1+K)^t}$$

¹ Mondher Cherif ، Stéphane dubreuille ، **Création de valeur et capital-investissement** ، collection Synthex ، Pearson Education France 2009 ، p68.

² نايت عطية مرهم ، محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي - دراسة تطبيقية للفترة 2011/2014 ، مجلة البحوث الإقتصادية و المالية ، جامعة أم البواقي ، المجلد 5 ، العدد 01 ، جوان ، 2018 ، ص 717.

³ هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07/2009-2010، ص 62

⁴ نفس المرجع السابق، ص 62.

EVA: القيمة الإقتصادية المضافة

K: التكلفة الوسطية المرجحة

هذا المؤشر من شأنه أن يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصة للمؤسسة وقيمتها الدفترية ويتضح ذلك من خلال إستعمال مبتكري القيمة الإقتصادية المضافة لمفهوم القيمة السوقية.

تقييم القيمة السوقية المضافة كمؤشر: هذا المقياس رغم أنه يتجاوز الفترة المحدودة إلا أنه لا يمكن تطبيقه إلا على المؤسسات المدرجة في البورصة.

3 - القيمة المضافة للمساهم (SVA):

إن مقارنة القيمة المضافة للمساهم SVA هي مقارنة تم تقديمها من طرف الأمريكي ألفريد رابابورت Alfred Rappaport حيث يعرف القيمة من وجهة نظر المساهم وفق هذه المقاربة بأنها قيمة المؤسسة مطروحا منها قيمة الديون. و تساوي قيمة المؤسسة للتدفقات النقدية المخصومة للمؤسسة (Discount Cash-Flow (DCF مضافا إليها قيمة الأصول غير التشغيلية و الأوراق المالية القابلة للتداول. و يكون من السهل قياس SVA لكل فترة إذا ما توافرت لدينا القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية لكل فترة" ¹.

"تمثل الأرباح الإقتصادية الناتجة عن الأعمال التجارية التي تتجاوز الحد الأدنى المطلوب من العائد، من قبل مقدمي رأس المال، والقيمة المضافة تعني أن يكون صافي التدفقات النقدية يتجاوز التكلفة الإقتصادية لرأس المال وإنتاج أرباح تشغيلية" ².

$$SVA = [[(ROE \times CPn-1) - (Kcp \times CPn-1)] / (Kcp - g)] + CPn-1 + VD$$

ROE: عائد على حقوق المساهمين

CPn-1: الأموال الخاصة قبل نهاية السنة

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة

G: معدل نمو ثابت

VD: الإستدانة الصافية

وتحسب القيمة المضافة للمساهم SVAt للفترة t بالفرق ما بين القيمة في نهاية الفترة (SHVt+1) وفي بدايتها (SHVt) وفق العلاقة التالية:

$$SVAt = SHVt+1 - SHVt$$

4 - معدل العائد الإجمالي للمساهم:

هو مؤشر يقيس مقدار العوائد المحققة لصالح المساهمين خلال فترة زمنية محددة، ففي غالب الأحيان المساهم يرى زيادة في سعر السهم مع مرور الوقت و حصوله على أرباح نقدية من المؤسسة، و هذا المؤشر يحسب عادة لثلاث أو خمس سنوات الماضية، و يسمى كذلك بالعائد

¹ هشام بحري، مرجع سبق ذكره، ص17.

² صابر عباسي، مرجع سبق ذكره، ص21.

الإجمالي على حقوق المساهمين و يتم حسابه بالطريقة التالية: ¹

$$TSR = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

5 - مؤشر خلق القيمة (IV):

له مفهوم آخر و هو رافعة القيمة ، و هو يمثل العلاقة بين المردودية المالية RCP و تكلفة الأموال الخاصة KCP لدى مؤسسة ما ، و ذلك كالتالي: ²

$$IV = \frac{RCP}{KCP}$$

هناك خلق للقيمة إذا كان مؤشر القيمة: $IV > 1$

مؤشر القيمة يدل على وجود خلق القيمة طالما حصل المساهم على عوائد تفوق التي توقعها، لكنه لا يقيس القيمة، كما أنه يكتفي بتقييم الأداء من خلال الرجوع إلى النتائج المحققة، دون أفق نحو المستقبل .

6 - نسبة Marris:

حيث تعبر هذه النسبة عن العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم و القيمة الدفترية لحقوق المساهمين. ³

$$M = \frac{CB}{CP}$$

- حالة الوضع الراهن: CP / CB يساوي 1

- حالة إنشاء القيمة $CP / CB < 1$

- حالة تدمير القيمة: $CP / CB > 1$

نسبة CP / CB تقدر إنشاء أو تدمير القيمة من خلال مواجهة إثنين من المتغيرات:

- القيمة السوقية: تعني القيمة السوقية للأسهم إذا كانت الشركة مدرجة أو بالقيمة المخصصة للتدفقات النقدية المجانية أو توزيعات الأرباح إذا

لم تكن الشركة مدرجة. وفي هذه الحالة يكون سعر الخضم الذي سيتم إستخدامه هو تكلفة رأس المال.

- CP: حقوق الملكية (أو صافي القيمة الدفترية) إن وجدت، المعدلة للنفقات غير الملموسة أو الأصول ولا سيما البحث والتطوير أو

النفقات الإعلانية من أجل الحصول على قيمة دفترية أكثر إقتصادا.

¹ لمياء عماني، شهرزاد زغب، إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة محمد بوضياف، 10-11 نوفمبر 2009، ص7.

² د. معاليم سعاد ، أ. بوحفص سميحة ، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA (دراسة حالة : مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنيرال كابل -

بمسكرة) ، مجلة العلوم الإنسانية والإجتماعية ، العدد 30 ، سبتمبر ، 2017 ، ص 403.

³ د. معاليم سعاد ، أ. بوحفص سميحة ، مرجع سابق ذكره ، ص 403

ويتم التعبير عن هذه النسبة أيضا بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (PBR : Price to Book Ratio) خاصة إذا كانت محسوبة عن سهم واحد.

وسوف تكون هي نفسها نسبة Tobin أو Q عندما لا تكون للديون قيمة سوقية، لأن نسبة توبين تعبر عن نسبة القيمة السوقية للأصل الاقتصادي (الأموال الخاصة والديون) إلى القيمة الدفترية

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول النمو وخلق القيمة

من خلال هذا المبحث سنحاول استعراض بعض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، مع إجراء مقارنة، من خلال ذكر أوجه التشابه و الإختلاف مع هذه الدراسة.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

نجد العديد من الأبحاث و الدراسات في مختلف الدول ناقشت أبعاد مختلفة مرتبطة بالنمو في بعض المؤشرات (رقم الأعمال و الأصول) و كذا خلق القيمة المساهمية، حيث عاجلت كل منها الموضوع الموضوع من زوايا مختلفة، و في هذا الإطار سنحاول عرض الدراسات ذات الصلة بالموضوع محل الدراسة و من ثم تحديد موقع الدراسة الحالية من بقية الدراسات السابقة.

- سيتم من خلال هذا المطلب تناول أهم الدراسات باللغة العربية والأجنبية محل الدراسة.

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

دراسة : إلياس بن ساسي جامعة ورقلة الجزائر 1997 – 1999

النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة (حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب حاسي مسعود ENAFOR للفترة 1997 – 1999، ورقلة، الجزائر

هدفت الدراسة إلى مناقشة مدى تأثير نمو مؤشرات الأداء المالي والاستراتيجي في خلق القيمة في المؤسسة الوطنية للتنقيب؟ و كان من أبرز نتائجها: اعتماد المؤسسة الوطنية للتنقيب في تمويل نموها على التمويل الذاتي باستخدام النتائج الإيجابية التي حققتها ابتداء من سنة 1996 حيث ساهمت هذه النتائج في الرفع من الأموال الخاصة وذلك بعد التآكل الكبير الذي شهدته قبل سنة 1996، نتيجة لتراكم الخسائر المتتالية. اما رصيد المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو، فحققت المؤسسة رصيد موجب خلال السنتين الأخيرتين، مما يعني أن المؤسسة تمكنت من تمويل احتياجات المالية للنمو الداخلي بالاعتماد على التمويل الذاتي. كما مثلت الديون النسبة العظمى من تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة منذ نشأتها وذلك يرجع لعدة أسباب متعلقة بطبيعة استثمارات المؤسسة (سلع رأسمالية) وأخرى متعلقة بالمحيط المالي للمؤسسة والامتيازات الممنوحة لقطاع النفط والمحروقات إلى جانب الدور الذي تلعبه شركة سوناطراك بصفتها عميل وممول مهم.

هناك غياب كلي لدور عمليات رأسمال في تمويل الاحتياجات المالية للنمو. حيث لم تلجأ المؤسسة إلى الرفع في رأسمالها عدا المظهر المالي الذي شهدته المؤسسة 1995 من خلال عملية شراء ديون أدت إلى رفع رأسمال المؤسسة.

الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية

أولا دراسة: ليفنت أتونال / علي عثمان غوربوس / أصلي إبيرس للفترة 1993/2014

بعنوان

Does High Growth Create Value for Shareholders?

Evidence from S&P500 Firms

عاجلت الدراسة الاشكالية التالية: ما العلاقة بين معدل النمو و انشاء قيمة المساهمين ؟

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين معدل النمو وخلق قيمة للمساهم، باستخدام عينة من 243 شركة غير مالية ضمن مؤشر ستاندرد وبورز 500 (S & P500)، التي لديها 22 سنة من البيانات المتتالية المتاحة (1993-2014). يستخدم نموذج معدل النمو المستدام - وهو معدل تمويل النمو دون الحاجة لزيادة رأس المال أو استخدام المزيد من الرفع المالي - (SGR) لتقسيم العينة إلى مجموعتين كشركات عالية النمو وشركات نمو معتدل، باستخدام منهج Panel data.

حيث توصلت الدراسة أنه إذا كان معدل نمو المبيعات أقل من معدل النمو المستدام (SGR) فسوف يعزز خلق القيمة للمساهم بمعدل أعلى بكثير مقارنة بحالة معدل النمو في المبيعات أعلى من معدل النمو المستدام. فالشركات تختار عندما تجد التمويل اللازم أن تنمو بسرعة على حساب تدهور الأرباح. تدفع زيادة الاستثمارات إلى زيادة الإيرادات ولكنها تخلق أيضًا حاجات كبيرة للنقدية، وتؤدي إلى انخفاض التدفق النقدي الحر الذي يعد المدخل الرئيسي في تحديد القيمة. وبالتالي قد تؤدي عوامل النمو السريع إلى تدهور القيمة للمساهم. تركز الدراسة على مساهمة نمو المبيعات في تحديد قيمة المساهمين. حيث يمكن تعظيم هذه القيمة عند النمو المعتدل في المبيعات، أي النمو في ظل معدل النمو المستدام (SGR)، بينما يتم تدمير القيمة عندما تتجاوز معدلات نمو المبيعات معدل النمو المستدام SGR. ولن يتم استرداد تلك القيمة التي تم هدرها إلا عندما يتجاوز معدل نمو المبيعات كثيرا معدل النمو المستدام.

ثانيا: دراسة: : زاهر عبد الفتاح السليحات و فاروق رفيق التهاموني سنة 2011/2002 بالانجليزية

هذه الدراسة بعنوان:

The Impact of Accounting Indicators and Growth on the Market Value

مشكلة الدراسة تتمحور حول الدراسة حول مدى تأثير المؤشرات المحاسبية الحالية والمستقبلية والنمو على القيمة السوقية لأسهم البنوك الأردنية. من خلال دراسة العلاقة بين أداء البنوك الأردنية وبين النمو؛ تأثير النمو الحالي والمستقبلي للبنوك الأردنية على القيمة السوقية؛ وتحديد أي من مؤشرات المحاسبية تعكس أداء السوق للبنوك الأردنية؟

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير المؤشرات المحاسبية التي تتمثل في: معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية والأرباح للسهم الواحد بالإضافة إلى النمو الذي يقاس بمعدل النمو المستدام كمتغيرات مستقلة على القيمة السوقية للأسهم، وتأثيرها أيضا على نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية (PBR)، وعلى عوائد الأسهم في السوق كمتغيرات تابعة. من خلال التطبيق على عينة من البنوك الأردنية للفترة الممتدة من 2002 إلى 2011، وباستخدام اختبار الانحدار البسيط وطريقة المربعات الصغرى.

وكان من أهم نتائج الدراسة : من خلال الدراسة التطبيقية تبين أن كل من مؤشرات العائد على الأصول والعائد على الأسهم والنمو الحالي لها تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق وعلى نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية، بينما لا يوجد أي تأثير لمؤشرات العائد على الأصول والعائد على الأسهم والنمو الحالي على عوائد الأسهم في السوق. كما يوجد تأثير إيجابي للمؤشرات المحاسبية المستقبلية والنمو المستقبلي على القيمة السوقية. وأن أفضل المؤشرات المحاسبية التفسيرية للتغيرات في القيمة السوقية للبنوك الأردنية هي قيمة الأرباح لكل سهم (EPS)، إضافة إلى أن جميع المؤشرات المحاسبية الحالية تؤثر إيجابيا على سعر السهم في السوق ونسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية. وهذا يدل على أن أداء السوق لأسهم البنوك الأردنية يتأثر بهذه المؤشرات، مما يعني انعكاس الأداء المالي للبنوك مقاسا بالمؤشرات المحاسبية على الأداء في السوق، وتأثير القرارات التي تتخذها البنوك الأردنية للاحتفاظ بالأرباح على ربحية الأسهم وبالتالي على الأداء في السوق.

ثالثا: دراسة : فيديانيتا هستنوفيانا و سيتي راجل هندياني سنة 2011/2009

بعنوان:

The influence of profitability asset growth and sales growth toward firm value

عالجت هذه الدراسة إشكالية تحديد العوامل التي قد تؤثر على قيمة الشركة في مجال صناعة التعدين ؟

هدف هذا البحث إلى تحديد العوامل التي قد تؤثر على القيمة السوقية للشركة في شركات التعدين، حيث يكون الهدف الرئيسي للشركة هو تعظيم القيمة، والعوامل أو المتغيرات المستخدمة لقياس ذلك هي: الربحية والقدرة على السداد ونمو الأصول و نمو المبيعات كمتغيرات مستقلة و مؤشر توين Q (نسبة القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية) كمتغير تابع.

خلصت الدراسة إلى أن المتغيرات المستقلة تؤثر على القيمة السوقية للشركة في شركات التعدين المدرجة في بورصة أندونيسيا للفترة 2009-2011، كما توصلت أيضا إلى أنه بعد دراسة تأثير كل متغير مستقل على حدا تبين أن الربحية ونمو المبيعات لا يؤثران على القيمة السوقية للشركة في شركات التعدين عكس القدرة على الوفاء بالديون ومعدل نمو الأصول.

رابعا دراسة : وليام سي هاوس / مايكل إ. فيلد فيلد جامعة أركنساس في سنة 1987

هذه الدراسة بعنوان:

Developments in Business & Experiential Exercises. Volume

The Impact of Sales and Income Growth on Profitability and Market Value

Measures in Actual and Simulated Industries

عالجت الدراسة الإشكالية التالية: هل يمكن لنفقات البحث والتطوير ونفقات الإعلان ، ونمو الأصول ونفقات المعدات ان تؤثر على المبيعات ونمو الدخل بطرق مماثلة في مختلف البيئات؟

هدفت هذه الدراسة إلى مناقشة أثر نفقات البحث والتطوير والإنفاق على الإعلانات ونمو الأصول باعتبارها وسيطا يؤثر على نمو المبيعات والدخل كمتغيرات مستقلة على القيمة السوقية للشركة كمتغير تابع، من خلال اختبار تأثيرات متغيرات النمو والبحث والتطوير على الربحية والقيمة السوقية للأسهم. تم جمع البيانات لمدة عامين لـ 29 شركة تقدم منتجا واحدا و 28 شركة تقدم منتجاتين، حيث تتأثر نتائج المبيعات والدخل بالتسويق، السعر، والبحث والتطوير من خلال أسلوب المحاكاة (البحث أكاديمي). ومن أجل مقارنة نتائج المباريات نتيجة المحاكاة مع الصناعات في العالم الحقيقي تم جمع البيانات الحقيقية للسنوات 1992 و 1993 عن متغيرات: النمو ، والبحث والتطوير، والدخل ، والقيمة السوقية لـ 48 شركة للمنتجات المعمرة (أي شركات الكمبيوتر والإلكترونيات) و 48 شركة منتجات قابلة للتأمين (أي شركات الأدوية والمواد الكيميائية) . كان هناك ارتباط بين: نمو المبيعات والدخل والأصول، وإيرادات البحث والتطوير/ المبيعات ، والعائد على المبيعات للفترة مع العائد على الأسهم والقيمة السوقية للأسهم لنفس الفترة باستخدام برنامج SAS لتوفير مقارنات في الصناعة.

وكان من أبرز نتائج الدراسة: نمو المبيعات والدخل في الشركات ذات المنتجين له تأثير كبير على القيمة السوقية من خلال التوسع في المصانع والمعدات (أي نمو الأصول) وكثافة البحث التي تحدث تأثيرا إيجابيا غير مباشر؛ كما يدفع نمو المبيعات والأصول في الشركات ذات المنتج الواحد إلى جانب نمو الدخل في السنة الأولى إلى زيادة القيمة السوقية. ويبدو أن كثافة الإعلان مع التأثير الإيجابي لنمو الدخل في السنة الأولى يكون له تأثير أكبر على العائد على الأسهم كبديل للقيمة السوقية.

أما في بيئات الصناعة الفعلية فيبدو نمو المبيعات هو متغير النمو الذي يمارس أكبر تأثير على القيمة السوقية، معززا بالتأثير غير المباشر لنمو الأصول، و يكون لكثافة أنشطة البحث أثر إيجابي على النمو في السنة الأولى بالنسبة لشركات المنتجات القابلة للتأمين وتأثير سلبي على النمو في السنة الثانية بالنسبة لشركات المنتجات المعمرة.

خامسا: دراسة : اردي بامينتو ديوكو/ سيتياي جوني سيناغا سنة 2011/2007

بعنوان:

Firm Growth and Dividend Policy on ،The Effect of capital Structure

Profitability and Firm Value of the Oil Palm Plantation Companies in Indonesia

عالجت الدراسة الإشكالية التالية: ما مدى تأثير هيكل رأس المال ونمو الشركة و سياسة توزيع الأرباح على الربحية و القيمة الثابتة لشركات لنخيل الزيت في اندونيسيا ؟

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر هيكل رأس المال ، ونمو الشركة و سياسة توزيع الأرباح على الربحية والقيمة السوقية لشركات مزارع النخيل النفطية في اندونيسيا، و قد كان الغرض من هذه الدراسة هو اختبار و تحليل تأثير هيكل رأس المال و نمو الشركات و سياسة الأرباح على قيمة الشركة، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. حيث كانت العينة في هذه الدراسة هي شركات مزارع النخيل النفطية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011/2007 التي نشرت بيانات مالية على مدى فترة خمس سنوات في سوق رأس المال الإندونيسي. وبناء على هذه المعايير يكون عدد الشركات في العينة خمس شركات من أصل ثلاثة عشر شركة مدرجة. المتغيرات التابعة في هذه الدراسة تتمثل في: الربحية (تقاس من خلال العائد على حقوق الملكية ROE)، وقيمة الشركة (قيمة الشركة: تقاس حسب نسبة القيمة السوقية أو الرسالة إلى القيمة الدفترية PBV)؛ بينما المتغيرات المستقلة تتمثل في هيكل رأس المال (الذي يقاس بنسبة الدين إلى حقوق الملكية) ، و معدل نمو الشركة (يقاس بالنمو في إجمالي الأصول) ، و سياسة توزيع الأرباح (تقاس على أساس نسبة توزيع الأرباح).

وتمثلت نتائج الدراسة للعلاقات المباشرة بين المتغيرات فيما يلي: لهيكل رأس المال علاقة خطية بالربحية و القيمة السوقية و لهيكل رأس المال تأثير سلبي كبير على الربحية والقيمة السوقية لشركات مزارع النخيل النفطية المدرجة في سوق الأسهم الإندونيسية. بينما ليس للنمو في الشركة علاقة خطية مع الربحية ، و لكن له علاقة خطية مع القيمة السوقية. كما أن النمو القوي له تأثير سلبي وغير معنوي على الربحية والقيمة السوقية. ويعود ذلك إلى خصائص صناعة زيت النخيل التي تبلغ فترة الاستثمار فيها نحو ثلاث سنوات وتبدأ في الإنتاج في السنة الرابعة. أما سياسة توزيع الأرباح فلها علاقة مباشرة مع الربحية، ولا علاقة لها مع قيمة الشركة (القيمة السوقية)، وكان لها تأثير إيجابي وهام على الربحية، ولكنه غير معنوي على قيمة الشركة. ويدل تأثير سياسة توزيع الأرباح على العائد على رأس المال أن الشركات تستخدم نظام المكافآت على أساس تفضيلات المستثمر لتوزيعات الأرباح مقابل الأرباح الرأسمالية (الناجمة عن فروقات أسعار الأسهم).

من ناحية أخرى ومن منظور العلاقات غير المباشرة ترتبط الربحية بعلاقة خطية مع قيمة الشركة، وللربحية تأثير إيجابي ومهم على قيمة الشركة . وهذا يبين أن الشركات أعطت إشارة إيجابية للمستثمرين الذين يتوقعون أن تزيد إدارة الشركة من الأرباح الموزعة بزيادة صافي أرباح الشركة. و هيكل رأس المال تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة من خلال الربحية ، ويشير هذا إلى أن الزيادة في مؤشر رأس المال كانت بمثابة إشارة سلبية للمستثمرين الذين يعتبرون ذلك تعرضاً لمخاطر الإفلاس المحتمل. بينما النمو الثابت له تأثير سلبي ضئيل على قيمة الشركة من خلال الربحية، هذا يدل على أن نمو الشركة لا يمثل عامل استجابة من قبل المستثمر أو لا يؤثر على موقف المستثمرين، على الرغم من أن نمو الشركة قد يزيد صافي دخلها في المستقبل.

سادسا: دراسة Hung Ngoc Dang/ Van Thi Thuy Vu/ Xuan Than

بعنوان:

The Impact of Growth Firm Size . Capital Structure. And Profitability on Enterprises value

إلى أي مدى يؤثر النمو وحجم الشركة و هيكل رأس المال و الربحية على قيمة المؤسسة في فيتنام للفترة 2016/2012 ؟ حيث استخدمت الدراسة عينة مكونة من 214 شركة غير مالية مدرجة في بورصة هو تشي منه. وقد تمثلت بيانات البحث في البيانات التي تم جمعها من البيانات المالية المفصّل عنها من قبل المؤسسات الفيتنامية وهي معلومات تغطي التحليل لفترة خمس سنوات، وتم الاستعانة بنتائج الانحدار بواسطة المربعات الصغرى المعمقة لاختبار فرضيات نموذج Tobin's . اعتمدت الدراسة على عامل النمو وهيكل رأس المال وحجم الشركة كمتغيرات مستقلة و ربحية وقيمة المؤسسة كمتغيرات تابعة.

و تلخصت نتائجها فيما يلي : الحجم والربحية هما عاملان لهما أثار إيجابية على قيمة المؤسسة، في المقابل يرتبط هيكل رأس المال ارتباطا عكسيا بقيمة المؤسسة؛ عامل النمو ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة مع ذلك عند استخدام مقياس EV أو TobinQ فإن النتائج ليست إيجابية.العلاقة العكسية بين هيكل رأس المال والربحية يعني أنه كلما زاد الدين كلما انخفضت قيمة العائد على حقوق الملكية، وبالتالي أثرت على القيمة السوقية. كنتيجة لذلك يتعين على الشركات أن تتوخى الحذر عندما تقرر تعبئة القروض، والأسهم التفضيلية . يكون لعامل الحجم تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة عند قياسه بالقيمة العادلة ، ونتيجة لذلك ينبغي على الشركات توسيع وإقامة شراكات مع الشركاء في الداخل والخارج من أجل الحصول على المزيد من الأصول لاسيما الأصول الثابتة ، بالإضافة إلى ذلك تحتاج الشركات إلى إدارة التكاليف المرتبطة بإدارة المبيعات والنشاط .

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

تركز أغلب الدراسات على اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية في تفسير الأداء المالي، إلا أن لكل دراسة أهدافها بالإعتماد على متغيرات خاصة بها، كما أنها أجريت في بيئات وأزمنة مختلفة وعليه فكل دراسة لها نتائجها.

الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات العربية

الجدول 1. 2: مقارنة بين الدراسات السابقة العربية

الدراسة	الهدف من الدراسة	متغيرات الدراسة	الحدود الزمنية و المكانية	النتائج المتوصل لها
دراسة : إلياس بن ساسي جامعة ورقلة الجزائر 1997-1999	مناقشة مدى تأثير نمو مؤشرات الأداء المالي والإستراتيجي في خلق القيمة في المؤسسة الوطنية للتنقيب	التغير التابع : النمو المتغير المستقل : خلق القيمة	المؤسسة الوطنية للتنقيب خلال 1996	<ul style="list-style-type: none"> تمكنت المؤسسة من تمويل احتياجات المالية للنمو الداخلي بالاعتماد على التمويل الذاتي الرفع من الاموال الخاصة و ذلك بعد التاكل الكبير الذي شهدته قبل سنة 1996 نتيجة لتراكم الخسائر المتتالية حققت المؤسسة رصيد موجب خلال السنتين الأخيرتين مثلت نسبة الديون النسبة العظمى من تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة و ذلك يرجع لعدة أسباب متعلقة بطبيعة استثمارات المؤسسة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الدراسات السابقة العربية

الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات الأجنبية

الجدول 1. 3: مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية

الدراسة	الهدف من الدراسة	متغيرات الدراسة	الحدود الزمنية و المكانية	النتائج المتوصل لها
دراسة : فيديانينا هستنوفيانا و سيتي راجل هندياني سنة 2011/2009	مناقشة الى أي مدى يؤثر النمو و حجم الشركة و هيكل راس المال و الربحية على قيمة المؤسسة	المتغيرات المستقلة : النمو وهيكل رأس المال و حجم الشركة و الربحية	عينة من 214 مؤسسة في الفيتنام غير مدرجة في السوق المالي خلال الفترة 2016/2012	<ul style="list-style-type: none"> -اهم النتائج المتوصل لها: الحجم والربحية هما عاملان لهما أثار إيجابية على قيمة المؤسسة . يرتبط هيكل راس المال ارتباطا عكسيا بقيمة المؤسسة بينما عامل النمو ليس له تأثير على قيمة المؤسسة. هناك علاقة عكسية بين هيكل رأس المال و الربحية يعني انه كلما زاد الدين كلما إنخفضت قيمة العائد على حقوق الملكية و بالتالي أثرت

على القيمة السوقية . لعامل الحجم تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة عند قياسه بالقيمة العادلة		(الشركة)		
أهم النتائج المتوصل لها : _ بالنسبة للعلاقات المباشرة: • النمو في الشركة ليس له علاقة خطية مع الربحية و لكن له علاقة خطية مع القيمة السوقية . _ و من منظور العلاقات غير المباشرة: • ترتبط الربحية بعلاقة خطية مع قيمة الشركة و لها تأثير إيجابي و مهم على قيمة الشركة.	شركات مزارع النخيل النفطية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011/2007 5 شركات من أصل 13 شركة مدرجة	المتغيرات المستقلة: هيكل رأس المال و معدل النمو الشركة و توزيع الأرباح و الربحية المتغير التابع: خلق القيمة (تعظيم قيمة الشركة)	إختبار و تحليل تأثير هيكل رأس المال ، و نمو الشركة و سياسة توزيع الأرباح على الربحية و القيمة السوقية	دراسة : اردي باميتو ديوكو/ سيتيادي جوني سينغا سنة 2011/2007
أهم النتائج المتوصل لها: • نمو المبيعات والدخل في الشركات ذات المنتجين له تأثير كبير على القيمة السوقية. • كما يدفع نمو المبيعات والأصول في الشركات ذات المنتج الواحد إلى جانب نمو الدخل في السنة الأولى إلى زيادة القيمة السوقية.	جمع البيانات الحقيقية لعينة من 29 شركة تقدم منتجاً واحداً و 28 شركة تقدم منتجات خلال الفترة 1992 و 1993	المتغير المستقل: متغيرات النمو وأعمال البحث والتطوير المتغير التابع: الربحية والقيمة السوقية	تأثير متغيرات النمو والبحث والتطوير على الربحية والقيمة السوقية للأسهم.	دراسة : وليام سي هاوس / مايكل إي. فيلد فيلد جامعة أركنساس في سنة 1987
_ اهم ما توصلت اليه : • المتغيرات المستقلة تؤثر على القيمة السوقية لشركات التعدين المدرجة في بورصة أندونيسيا للفترة 2009-2011 • عند دراسة الأثر بشكل مستقل: الربحية ونمو المبيعات لا يؤثران على القيمة السوقية للشركة في شركات التعدين عكس القدرة على الوفاء بالديون ومعدل نمو الأصول.	عينة من شركات التعدين المدرجة في بورصة أندونيسيا خلال الفترة 2009-2011	المتغيرات المستقلة: الربحية والقدرة على السداد ونمو الأصول و نمو المبيعات . المتغير التابع: خلق القيمة مقاساً بمؤشر توبين Q (نسبة القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية)	تحديد العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للشركة في شركات التعدين، حيث يكون الهدف الرئيسي للشركة هو تعظيم القيمة.	دراسة : ليفنت أتونال / علي عثمان غوربوس / أصلي إيبوس للفترة 2014/1993
أهم النتائج المتوصل لها: • إذا كان معدل نمو المبيعات أقل من معدل النمو المستدام (SGR) فسوف يعزز خلق القيمة للمساهم بمعدل أعلى بكثير مقارنة بحالة معدل النمو في المبيعات أعلى من معدل النمو المستدام. • تدفع زيادة الاستثمارات إلى زيادة الإيرادات ولكنها تخلق أيضاً حاجات كبيرة للنقدية، وتؤدي إلى انخفاض التدفق النقدي الحر الذي يعد المدخل الرئيسي في تحديد القيمة. وبالتالي قد تؤدي عوامل النمو السريع إلى تدهور القيمة للمساهم. • تركز الدراسة على مساهمة نمو المبيعات في تحديد قيمة المساهمين حيث يمكن تعظيم هذه القيمة عند النمو المعتدل في المبيعات، أي النمو في ظل معدل النمو المستدام (SGR)	عينة من 243 شركة غير مالية ضمن مؤشر ستاندرد و بورز 500 (S & P500)، التي لديها 22 سنة من البيانات المتتالية المتاحة خلال الفترة (1993-2014).	المتغير المستقل: معدل النمو المتغير التابع: خلق القيمة للمساهم	إختبار العلاقة بين معدل النمو وخلق قيمة للمساهم.	دراسة : ليفنت أتونال / علي عثمان غوربوس / أصلي إيبوس للفترة 2014/1993

اهم النتائج المتوصل لها : _أهم النتائج المتوصل لها: • إذا كان معدل نمو المبيعات أقل من معدل النمو المستدام (SGR) فسوف يعزز خلق القيمة للمساهم بمعدل أعلى بكثير مقارنة بحالة معدل النمو في المبيعات أعلى من معدل النمو المستدام.	عينة من البنوك الأردنية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2011.	المتغيرات المستقلة: معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية والأرباح للسهم الواحد	إختبار تأثير المؤشرات المحاسبية على نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة	دراسة: زاهر عبد الفتاح السليحات و فاروق رفيق التهاموني سنة 2011/2002
---	--	--	--	---

<ul style="list-style-type: none"> • مؤشرات العائد على الأصول والعائد على الأسهم والنمو الحالي لها تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق وعلى نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية. • أداء السوق لأسهم البنوك الأردنية يتأثر بهذه المؤشرات، مما يعني انعكاس الأداء المالي للبنوك مقاسا بالمؤشرات المحاسبية على الأداء في السوق، وتأثير القرارات التي تتخذها البنوك الأردنية للاحتفاظ بالأرباح على ربحية الأسهم وبالتالي على الأداء في السوق. 		<p>بالإضافة إلى النمو الذي يقاس بمعدل النمو المستدام. المتغير التابع : خلق القيمة (PBR) وعوائد الأسهم</p>	<p>الدفترية (PBR)، وعلى عوائد الأسهم (في السوق)</p>	
---	--	---	---	--

الجدول السابق يوضح أهم أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات الأجنبية فيما يلي:
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الدراسات السابقة الأجنبية

الفرع الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

سيتم في هذا المطلب تحديد موقع هذه الدراسة وما يميزها عن الدراسات السابقة.

أولاً : أوجه التشابه :

- معظم الدراسات اعتمدت على مؤشر خلق القيمة للمساهم في قياس المتغير التابع؛
- تشابهت الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية من كونها أخذت جميعها من مجتمع الدراسة بيانات من مواقع بورصات مختلفة؛
- أغلب الدراسات هدفت إلى البحث عن أهم العوامل المؤثرة في خلق القيمة المساهمية، مركزة على مؤشرات النمو.

ثانياً : أوجه الاختلاف :

هناك العديد من أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من حيث المكان والزمان وحجم العينة ونوع المتغيرات والقطاع والجدول الموالي يوضح أوجه الاختلاف بينهما :

الجدول 4.1 : أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

الدراسات السابقة	الدراسة الحالية	
أجريت الدراسة في دول مختلفة منها العربية والأجنبية وخلال فترات مختلفة.	أجريت الدراسة على قطاعات من المؤسسات العاملة في بورصة عمان في الأردن للفترة الممتدة من 2013-2018.	من حيث المكان والزمان
تناولت الدراسات السابقة عينات مختلفة منها الأكبر ومنها الأقل من الدراسة الحالية.	تناولت الدراسة 06 مؤسسات موزعة على أربع قطاعات الناشطة في بورصة عمان الأردن .	من حيث العينة
تناولت أغلب الدراسات متغيرات مختلفة عن الدراسة الحالية لتوضيح الأثر الذي يحدث على خلق القيمة ، استخدمت مختلف البرامج (SPSS / Eviews 9).	هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير نمو المؤشرات المحسوبة على خلق القيمة المساهمية للعينة المختارة، واستخدمت برنامج Eviews 9.	من حيث نوع المتغيرات

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على الدراسات السابقة

خلاصة الفصل :

لقد تم التركيز في هذا الفصل على الأدبيات النظرية فقط تم التعرف على تقييم الأداء وكل عناصره وكذا مفهوم خلق القيمة و خلق القيمة المساهمية عبر تعظيم القيمة السوقية ، وركزنا على مقاييس خلق القيمة المساهمية التي شهدت عدة تطورات من خلال هذا الفصل توصلنا إلى النتائج التالية:

- تعتبر عملية تقييم الاداء المالي عنصر أساسي وخطة هامة تمكننا من معرفة الوضعية المالية للمؤسسة وتشخيصها ؛
 - يعتبر خلق القيمة المساهمية مطلباً حيوياً وضرورة ملحة لتحقيق أهداف المؤسسة ؛
- وفي الفصل الثاني سنحاول إسقاط ما تطرقنا إليه في الجانب النظري على الدراسة التطبيقية .

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

تمهيد:

من خلال ما سبق عرضه في الفصل الأول، سيتم إسقاط الدراسة لهذا الموضوع على الواقع العملي، وهذا من خلال دراسة حالة لعدد من المؤسسات التي تنشط في السوق المالي الأردني ، ولقد تم هذا الاختيار نظرا لأن مختلف نظريات تنطلق من وجود المؤسسة ونشاطها في السوق المالي وتقوم بعمليات التمويل اعتمادا على السوق المالي حيث تلعب البورصة دورا مهما في حياة المؤسسة كمصدر للتمويل أو مصدر للمعلومات أو قياس القيمة السوقية للمؤسسة...إلخ.

حيث سنتناول في هذا الفصل عرض ما يلي:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات والنموذج المتبع

المبحث الثاني: عرض وتحليل النتائج

المبحث الأول: الطريقة والأدوات والنموذج المتبع.

في هذا المبحث سنتطرق إلى كيفية إجراء الدراسة الميدانية على مؤسسات القطاع الخدماتي باستخدام نموذج بانل .

المطلب الأول: طريقة إجراء الدراسة الميدانية.

في هذا المطلب يتم عرض وتحليل متغيرات الدراسة :

الفرع الأول :مجتمع الدراسة.

يتكون مجتمع الدراسة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الأردني (سوق تداول)، والذي يعتبر من بين أهم الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية و حجم التداول وعدد الشركات المدرجة مقارنة بكل من بورصة الدار البيضاء ، ومصر.

1_ نظرة عامة عن بورصة عمان الأردن :

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ، و تدار من قبل القطاع الخاص و مصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة . تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء و مدير تنفيذي يتولى إدارة و متابعة الأعمال اليومية للبورصة .

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات و الجمعيات و المنظمات العالمية و إبرام الإتفاقيات معها ، و المشاركة في المؤتمرات و الندوات العربية و العالمية وهي عضو فاعل في إتحاد البورصات العربية ، و إتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية ، و الإتحاد الدولي للبورصات ، و المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية .

يتكون مجلس إدارة السوق من سبعة أعضاء و مدير تنفيذي يتولى إدارة الشؤون اليومية للبورصة ، تتكون عضوية البورصة من الوسطاء لحسابهم و أي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية ، و الذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة . و تم فصل مهام البورصة عن مهام هيئة الأوراق المالية و مركز إيداع الأوراق المالية و ذلك لتعزيز العمل المؤسسي و فصل الأدوار بين المؤسسات الثلاث و تم إعطاؤهم دورا أكبر . و بدلا من أن يكونو مسؤولين أمام وزير المالية أصبحوا مسؤولين أمام رئيس الوزراء بشكل مباشر .

2- أهداف بورصة عمان الأردن :

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية و السلع و المشتقات و تشغيلها و إدارتها و تطويرها داخل المملكة و خارجها ؛
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوي العرض و الطلب على الاوراق المالية المتداولة ؛
- نشر ثقافة الإستثمار في الأسواق المالية و الخدمات التي تقدمها الشركة .

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

الفرع الثاني: عينة الدراسة.

ونظراً لأنه يوجد عدد كبير من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان مصنفة في شكل قطاعات و بالتالي فإنه يمكن اللجوء إلى أسلوب العينة، وقد شملت كل المؤسسات التي تنتمي إلى قطاع الخدمات حيث بلغ عددها 6 شركة خلال سنة 2018/2013 ويمكن توضيحها في الجدول رقم (2.1).

الجدول 1.2: تقديم مؤسسات محل الدراسة.

القطاع	المؤسسات	عددها
الطاقة و المنافع	_ آفاق للطاقة _ كهرباء محافظة اربد	2
التكنولوجيا والإتصال	_ الإتصالات الأردنية _ الفارس الوطنية للإستثمار و التصدير	2
قطاع النقل	_ الخطوط البحرية الوطنية	1
قطاع الصناعة (الأدوية و الصناعات الطبية)	_ الحياة للصناعة الدوائية	1

المصدر : من إعداد الطالبين بناء على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني لبورصة عمان 1.

<https://www.ase.com.jo/ar/products-services/securities-types/shares>

يوضح الجدول السابق التعريف بمؤسسات محل الدراسة والمتمثلة في مؤسسات قطاع الخدمات سنة 2018/2013.

الفرع الثالث: شرح متغيرات الدراسة.

تكمن أهمية البحث العلمي من خلال تحديد متغيرات البحث التي تشكل القاعدة العلمية والتطبيقية لإجراء

البحث العلمي، إذ لا بد أن يحدد المتغيرات المستقلة وكذلك المتغير التابع .

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

1- المتغير التابع : يتمثل المتغير التابع في خلق القيمة المساهمية والذي تم التعبير عنه في هذه الدراسة بنسبة **Marris** أو مضاعف الأموال الخاصة **PBR**، تقيس هذه النسبة القيمة السوقية للأموال الخاصة (الرسمة السوقية) إلى القيمة المحاسبية للأموال الخاصة (القيمة الدفترية)، هناك إمكانية لخلق القيمة مستقبلا طالما أن الرسمة السوقية أكبر من قيمة الأموال الخاصة، أي عندما تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

2- المتغيرات المستقلة : وتمثلت في مجموعة من المؤشرات الخاصة بالنمو ، ويمكن إنجازها في ما يلي:

تم الإعتماد في هذه الدراسة على مؤشر نمو الأصول ، الذي يعكس السياسة الإستثمارية ، لأنها تعبر عن نسبة تطور الأصول ونمو حجم المؤسسة بما فيها الإستثمارات بمختلف أنواعها و المخزونات و الزبائن يعني أنها في زيادة أو نقصان على مر السنوات ، و كذا مؤشر نمو رقم الأعمال، الذي يعكس السياسة التجارية ، التي تعبر عن التغير أو الزيادة في رقم الأعمال ، وقد أضفنا هامش الربحية ، الذي يعبر عن مدى نجاح الشركة في التعامل مع مواردها المالية و المكاسب التي تجنيها من خلال أنشطتها التجارية ، و أخيرا معدل العائد على الأصول، الذي يعطي فكرة عن مدى كفاءة الشركة في إستخدام أصولها لتحقيق الأرباح .

ثانيا: كيفية حساب متغيرات الدراسة

الجدول 2.2 متغيرات المستقلة للدراسة وكيفية حسابها:

الرمز	كيفية حسابه	المتغير
X_1	(أصول السنة الحالية - أصول السنة الماضية) / أصول السنة الماضية	المؤشر 1 = نمو في الأصول
X_2	(رقم الأعمال السنة - رقم الأعمال السنة الماضية) / رقم الأعمال السنة الماضية	المؤشر 2 = نمو رقم الأعمال
X_3	النتيجة الصافية / رقم الأعمال	المؤشر 3 = هامش الربحية
X_4	النتيجة الصافية / الأصول	المؤشر 4 = معدل العائد على الأصول

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع المستخدمة في الجانب النظري

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

يشتمل إطار الدراسة على التعريف ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية، والتي نختصرها بكلمة "بانل" في دراستنا، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق الاختبار فيما بينها.

الفرع الأول : أدوات الإحصاء الوصفي

وهي تسمى بمقاييس الموضع أو المتوسطات Averages وهي تلخص البيانات عن طريق إيجاد قيمة متوسطة لها ومن أكثر مقاييس النزعة المركزية استخدامنا ما يلي :

- الانحراف المعياري؛
- المتوسط الحسابي؛
- أعلى قيمة؛
- أدنى قيمة.

الفرع الثاني : تقديم لنماذج بانل

أولاً : تعريف بيانات بانل

نعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات بانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت. فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي نصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية (شركات أو دول) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة، إن التقدير حسب هذه البيانات له مزايا مهمة ويعطي نتائج أكثر دقة تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية، لذلك يمكن القول بأن معطيات بانل تتمتع بعدد مضاعف بعد زمني وبعد فردي، هذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية ونشاط في الاقتصاد القياسي¹.

¹ بدرابي شهيناز، تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص 201.

ثانيا : النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W.Green (1993) من هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي : نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية وعليه فإن نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة الآتية :

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (1)$$

1- نموذج الانحدار التجميعي :

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع معاملات $\beta_{0(i)}$ و β_i ثابتة لجميع الفترات الزمنية (بمهل أي تأثير للزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي ويكتب بالصيغة الآتية :

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (2)$$

حيث أن $E\varepsilon(it)=0$ و $var\varepsilon(it) = \sigma_\varepsilon^2$ ، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2)

2- نموذج التأثيرات الثابتة :

الهدف منه هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_i ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية ¹:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (3)$$

حيث أن $E\varepsilon(i)=0$ و $var\varepsilon(it) = \sigma_\varepsilon^2$.

¹ مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في المتطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013، ص 16.

3- نموذج التأثيرات العشوائية :

في نموذج التأثيرات العشوائية يكون حد الخطأ ε_{it} ذو توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى σ_{ε}^2 ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات العشوائية صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_0(i)$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي¹ :

$$\beta_0(i) = \mu + Vi \quad i=1,2,\dots,N \quad \dots\dots(4)$$

وبتعويض المعادلة (4) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي :

$$y_{it} = \mu + Vi + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (5)$$

وسيتتم اختبار النموذج الملائم في هذه الدراسة وستقوم بتشخيص القوة الإحصائية له من خلال هذه الاختبارات :

– إختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة؛

– المعنوية الكلية للنموذج المقدر.

من أجل تسهيل عملية الحساب والوصول إلى العلاقة بين مؤشرات النمو وخلق القيمة المساهمية لعينة الدراسة استخدمنا برنامج مساعدنا في

ذلك وهي: **Microsoft Office Excel 2010** وبرنامج **Eviews 9**.

ثالثاً: إختبارات التحديد (أساليب اختيار النموذج الملائم للبيانات الطولية)

بعد معرفة مختلف النماذج التي يقدمها بانل لابد من إختيار أحد هذه النماذج والذي يمثل العلاقة بين المتغيرات و القيمة السوقية تمثيلاً جيداً، ولأجل إيجاد النموذج الملائم يتم استخدام ما تسمى باختبارات التحديد كما ذكرنا سابقاً بوجود نموذجين رئيسيين من النماذج الطولية وعلى هذا الأساس يطرح السؤال الآتي: ما هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات دراسة ؟

لغرض الإجابة عن مثل هكذا تساؤل سوف نقوم بعرض أسلوبين،

¹ عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، العدد 1، 2010، ص 19.

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

✓ لأول: مضاعف الانحدار LM لغرض الاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي و(نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية)؛

ويكون ذلك وفق الفرضيتين التاليتين:

H0: P >0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار المجمع)

H1: P <0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الأثار الثابتة أو نموذج الأثار العشوائية)

✓ الثاني: Hausman هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة.

ويكون ذلك من خلال إختبار مقدرات النموذجين في ظل فرضيتين هما فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة حيث:

H0:P >0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الأثار العشوائية)

H1:P <0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الأثار الثابتة)

المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعدها تم تحديد الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة سنتناول فيما يلي عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها وتحليلها من أجل الوصول إلى الاستنتاجات النهائية.

المطلب الأول : عرض وتحليل نتائج الدراسة

بعدها تم القيام بتجميع المعلومات المتحصلة عليها والخاصة بعينة الدراسة وتلخيصها ومتابعتها في ما سبق، سنقوم من خلال هذا المطلب بعرض أهم نتائج الدراسة المتوصل إليها من خلال المعلومات المتوفرة للمتغيرات محل الدراسة.

الفرع الأول : تحليل أولي لمتغيرات الدراسة

سنتطرق في هذا الفرع إلى تحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لنسبة الرسملة السوقية للأموال الخاصة بدلالة المؤشرات؛

أولا : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنقوم في هذا التحليل بحساب بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة من خلال برنامج Excel 9 وبالاعتماد على الملاحق ثم حساب كل من المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أدنى قيمة وأعلى قيمة من أجل معرفة خاصية المتغيرات، وهي مبينة في الجدول التالي :

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

الجدول 3.2 نتائج الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	PBR (Y)	(X1) %	(X2) %	(X3) %	(X4) %
Mean	2.381111	0.044846	0.288826	0.114039	0.046264
Maximun	7.480000	0.231000	9.180000	0.629000	0.140000
Minimum	0.000000	-0.900000	-0.902000	-0.226000	-0.090000
Std.Dev	2.145413	0.187547	1.566001	0.187182	0.050775

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتماد على برنامج Excel 9

من خلال الجدول رقم 3.2 : للإحصاءات الوصفية للمتغيرات الرئيسية التي تشمل على كل من المتوسط والانحراف المعياري وأدنى قيمة وأعلى قيمة وكانت المشاهدات التي تمثل عينة الدراسة (30) طيلة سنوات الدراسة، حيث كان متوسط الرملة السوقية للأموال الخاصة (PBR) قد بلغ 2.381111 بانحراف معياري يقدر بـ 2.145413 وقد بلغت أدنى قيمة له 0.000000 وأعلى قيمة هي 7.480000 ، أما بالنسبة لمؤشر نمو الأصول فقد بلغ المتوسط 0.044846 بانحراف معياري يقدر بـ 0.187547 حيث بلغت أدنى قيمة -0.900000 وأعلى قيمة 0.231000 ، أما مؤشر نمو في رقم الأعمال فقد بلغ المتوسط بـ 0.288826 بانحراف معياري 1.566001 وأدنى قيمة -0.902000 وأعلى قيمة 9.180000 أما مؤشر هامش الربحية فقد بلغ المتوسط بـ 0.114039 بانحراف معياري 0.187182 وأدنى قيمة -0.226000 وأعلى قيمة 0.629000 ، أما مؤشر معدل على الأصول فقد بلغ المتوسط بـ 0.046264 بانحراف معياري 0.050775 وأدنى قيمة -0.090000 وأعلى قيمة 0.140000

من خلال الجدول نلاحظ أن هناك انحراف كبير في نسبة الرملة السوقية للأموال الخاصة (PBR) ومؤشر النمو في رقم الأعمال.

الفرع الثاني : نتائج تقدير نموذج الدراسة

من أجل تحديد مدى قدرة مؤشرات المحسوبة المتمثلة في (النمو في الأصول و النمو في رقم الأعمال و هامش الربحية و معدل العائد على الأصول) على تفسير خلق القيمة المساهمية خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2018، يتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية، وعليه يمكن تلخيص نتائج التقدير باعتماد على برنامج Eviews 9 في الجدول الآتي:

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

الجدول 4.2: نتائج تقدير أثر مؤشرات النمو المحسوبة على خلق القيمة (الرسملة السوقية /الأموال الخاصة) PBR

T= مجموع مشاهدات بانل =			الفترة :	
نموذج التقدير			المعاملات	متغيرات
نموذج الإندار	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج التأثيرات العشوائية REM		
التجميعي PER				
2.616937	2.107324	2.129443	β_0	C
0.0000	0.0000	0.0070	(prob)	
2.339639	-1.036679	-0.974219	β_1	X1
0.2480	0.0999	0.1158	(prob)	
-0.099370	-0.013624	-0.016870	β_2	X2
0.6801	0.8170	0.7737	(prob)	
-1.212900	0.669115	0.605653	β_3	X3
0.6341	0.3750	0.4173	(prob)	
-3.755219	5.358553	4.996599	β_4	X4
0.6870	0.1625	0.1821	(prob)	
-0.043427	0.949374	0.122430	Adjuted R-squared	
0.635830	73.92715	2.220713	f-statistic	
0.640796	0.0000000	0.089639	(Prob) f-statistic	

المصدر : من إعداد الطالبتين باستخدام الملحق 2 اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9.

من أجل تقدير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول أعلاه يمكن تحليل النماذج القياسية لخلق القيمة المساهمية بدلالة المؤشرات المحسوبة للنمو وفقا للإطار القياسي المتبع والذي يشمل نموذج بانل، ويتم التحليل كل نموذج على حدى من خلال القيم الاحتمالية للمعاملات الجزئية، معامل التحديد والقيم الاحتمالية الكلية للنموذج.

حتى تكون للمعاملات دلالة إحصائية من عدمها فهذا يقوم على فرضيتين هما:

$$H_0 : \beta_0 = 0 \quad \text{إذا } H_0 \text{ ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10 \%}$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0 \quad \text{إذا } H_1 \text{ لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10 \%}$$

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

حيث نختار :

H_0 إذا كانت $\text{prob} > 0.1$

H_1 إذا كانت $\text{prob} < 0.1$

نختار H_0 إذا كانت $\text{prob} > 0.1$ والفرضية البديلة في الحالة العكسية.

1- نموذج الانحدار التجميعي

معادلة النموذج :

$$y = 2.616937 + 2.339639X_1 - 0.099370X_2 - 1.212900X_3 - 3.785219X_4$$

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 11:47
Sample: 2013 2018
Periods included: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.616937	0.511368	5.117526	0.0000
X1	2.339639	1.986961	1.177496	0.2480
X2	-0.099370	0.238692	-0.416311	0.6801
X3	-1.212900	2.523086	-0.480721	0.6341
X4	-3.785219	9.232711	-0.406730	0.6870
R-squared	0.075822	Meandependent var		2.381111
Adjusted R-squared	-0.043427	S.D. dependent var		2.145413
S.E. of regression	2.191503	Akaike info criterion		4.535298
Sumsquaredresid	148.8832	Schwarz criterion		4.755231
Log likelihood	-76.63536	Hannan-Quinn criter.		4.612061
F-statistic	0.635830	Durbin-Watson stat		0.146823
Prob(F-statistic)	0.640796			

المصدر : من إعداد الطالبتين باعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 9**

التحليل والتفسير: يتضح لنا من خلال النموذج والمعادلة المقدرة أن:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن جميع القيم الاحتمالية لها قيمة أكبر من 0.1، وهذا ما يشير إلى أن جميع المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية باستثناء الثابت ومنه نقبل الفرضية H_0 ونرفض H_1 ، كما نلاحظ بناء على نتائج التقدير أن قيمة الإحصائية المرفقة بإحصائية فيشر $\text{Prob}(f)$ -statistic هو 0.640796 وهي أكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.1) وهو ما يدل على عدم وجود معنوية كلية للنموذج.

2- نموذج الآثار الثابتة:

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

معادلة النموذج:

$$Y=2.107324-1.036679x_1-0.013624x_2+0.669115x_3+5.358553x_4+(CX=F)$$

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 11:58
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.107324	0.176343	11.95014	0.0000
X1	-1.036679	0.607630	-1.706103	0.0999
X2	-0.013624	0.058296	-0.233700	0.8170
X3	0.669115	0.741348	0.902566	0.3750
X4	5.358553	3.728110	1.437338	0.1625

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.962392	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.949374	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.482723	Akaike info criterion	1.611385
Sumsquaredresid	6.058554	Schwarz criterion	2.051251
Log likelihood	-19.00493	Hannan-Quinn criter.	1.764910
F-statistic	73.92715	Durbin-Watson stat	1.370459
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : من إعداد الطالبتين باعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

CROSSID	Effect
1	-1.486084
2	-1.609709
3	-0.393345
4	-1.010674
5	4.823539
6	-0.323727

التحليل والتفسير : يتضح لنا من خلال النموذج والمعادلة المقدرة أن :

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

- أي أن هناك علاقة عكسية بين Y (الرسمة السوقية / الأموال الخاصة) و $X1$ (نمو في الأصول) و $X2$ (النمو في رقم الأعمال) حيث كلما زادت قيمة $X1$ و $X2$ تنخفض قيمة Y ، ولا يوجد تأثير لبقية المتغيرات .
 - وفي المقابل علاقة طردية بين Y (الرسمة السوقية / الأموال الخاصة) و $X3$ (هامش الربحية) و $X4$ (معدل العائد على الأصول) فكلما زادت قيمة $X3$ و $X4$ يزيد مؤشر خلق القيمة ، لأن الإشارة موجبة.
 - قيمة R^2 بلغت 0.962 أي أن هذه المعادلة المقدرة تفسر ب 96% من المتغيرات الإجمالية ل Y .
 - نلاحظ أنه إحصائية فيشر حيث في هذا النموذج $\text{Prob F-Statistic}=0.0000$ أي أنها أقل من 0.1 مما يدل على المعنوية الكلية للنموذج.
 - من خلال الإختبار نبحت عن ما إذا كانت القيم المقدرة ل $x1$ و $x2$ و $x3$ و $x4$ ، هل لديها دلالة في الواقع أم هي معدومة لذلك نضع الفرضيتين في كل مرة ونقارن القيم : prob ب 10% حيث كانت القيم للمتغيرات الإحصائية على التوالي حيث :
 - $\text{Prob}=0.0000 > 10\%$ أي أن C تختلف معنويا عن الصفر في الواقع (لها قيمة إحصائية) لتأثير C على Y عند مستوى المعنوية 10% أي أن هذا المعامل له معنوية إحصائية ؛
 - $\text{Prob}=0.0999 > 10\%$ أي أن $X1$ تختلف معنويا عن الصفر في الواقع يوجد دلالة إحصائية لتأثير $X1$ على Y عند مستوى المعنوية 10%، أي هذا المعامل له معنوية إحصائية؛
 - $\text{Prob}=0.8170 < 10\%$ أي أن $x2$ لا تختلف معنويا عن الصفر في الواقع (قيمتها معدومة في الواقع) ومنه لا توجد دلالة إحصائية لتأثير $x2$ على Y عند مستوى معنوية 10% ، أي هذا المعامل ليس له معنوية إحصائية ؛
 - $\text{Prob}=0.3750 < 10\%$ أي أن $x3$ لا تختلف معنويا عن الصفر في الواقع ومنه لا توجد دلالة إحصائية لتأثير $x3$ على Y عند مستوى معنوية 10%، أي هذا المعامل ليس له معنوية إحصائية؛
 - $\text{Prob}=0.1625 < 10\%$ أي أن $x4$ لا تختلف معنويا عن الصفر ومنه لا توجد دلالة إحصائية لتأثير $x4$ على Y عند مستوى معنوية 10%، أي هذا المعامل ليس له معنوية إحصائية .
- يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحصائية للمعاملات الجزئية مرفوضة إحصائيا ما عدا $X1$ ، باستثناء الثابت وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 0.949374 وهي نسبة كبيرة، كما نلاحظ بناء على نتائج التقدير أن قيمة الإحتمال المرفق بإحصائية فيشر ($\text{Prob}(f\text{-statistic})$ هو 0.000000 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0.1) وهو ما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

3- نموذج الآثار العشوائية:

$$Y=2.1294-0.9742X1-0.01587X2+0.50565X3+4.9965X4+(CX= R^2) : \text{معادلة النموذج}$$

DependentVariable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 09/10/20 Time: 11:59
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36
Swamy and Aroraestimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.129443	0.736754	2.890304	0.0070
X1	-0.974219	0.602179	-1.617824	0.1158
X2	-0.016870	0.058150	-0.290104	0.7737
X3	0.605653	0.736684	0.822134	0.4173
X4	4.996599	3.660866	1.364868	0.1821

EffectsSpecification		S.D.	Rho
Cross-section random		1.753825	0.9296
Idiosyncraticrandom		0.482723	0.0704

WeightedStatistics			
R-squared	0.222724	Meandependent var	0.265883
Adjusted R-squared	0.122430	S.D. dependent var	0.550420
S.E. of regression	0.515626	Sumsquaredresid	8.241981
F-statistic	2.220713	Durbin-Watson stat	0.992843
Prob(F-statistic)	0.089639		

UnweightedStatistics			
R-squared	-0.118767	Meandependent var	2.381111
Sumsquaredresid	180.2311	Durbin-Watson stat	0.045403

	CROSSID	Effect
1	1	-1.449191
2	2	-1.562242
3	3	-0.370300
4	4	-1.031263
5	5	4.739164
6	6	-0.326167

المصدر : من إعداد الطالبتين باعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 9**

التحليل والتفسير : يتضح لنا من خلال النموذج والمعادلة المقدرة أن :

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحصائية للمعاملات الجزئية مرفوضة إحصائياً (أي قيم الاحتمال أكبر من 0.1)، باستثناء الثابت وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 0.122430 وهي نسبة ضعيفة، كما نلاحظ بناء على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر (Prob(f-statistic) هو 0.089639 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.1) وهو ما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

الفرع الأول : نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة

من أجل تحديد النموذج المناسب للبيانات الطويلة للتحقق من خاصية التجانس أو عدم تجانس النموذج المستخدم سوف نقوم بعرض أسلوبين هما: اختبار لاغرونج (LM) و اختبار Hausman بحيث تظهر نتائج المفاضلة بدء من:

أولاً: نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والعشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى، ويكون ذلك وفق الفرضيتين التاليتين:

H0: P > 0.1 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار الجموع)

H1: P < 0.1 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية)

كانت نتائج تقدير الاختبار كما هو موضح في الجدول أدناه :

الجدول رقم 5.2: نتائج اختبار مضاعف لاغرونج LM

Null (no rand Effect Alternative)	Cross-section	Period	Both
Breusch-pagan	61.4478	32.3963	64.64474
Prob	0.0000	0.0735	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات Eviews 9

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM التي بلغت للقاطع 61.44078 ، أما للفترة فكانت تساوي 3.203963 ، أما بالنسبة للقاطع والفترة معا فيساوي 64.64474 بإحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الإنحدار التجميعي لا يناسب هذه الدراسة.

ثانياً: نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يستخدم اختبار Hausman لاختيار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، ويكون ذلك من خلال إختبار مقدرات النموذجين في ظل فرضيتين هما فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة حيث:

$$H_0:P >0.1$$

(بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية)

$$H_1:P <0.1$$

(بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة)

وتظهر نتائجه في الجدول التالي:

الجدول 6.2: نتائج اختبار Hausman

Hausman test			
Test Summary	Chi-statistic	Chi-sq-df	Prob
Cross-section	8.380076	4	0.0789

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات Eviews 9

يشير اختبار Hausman الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (3 درجات) إلى 8.370076، وباحتمال (0.0789)، مما يدل على قبول الفرضية العدمية H_0 ، ورفض الفرضية البديلة التي تقول بأن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة.

الفرع الثاني : دراسة المعنوية الإحصائية :

التحليل والتفسير: أما بنسبة لتشخيص القوى الإحصائية للنموذج كالأتي:

أولاً : إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة: بالإعتماد على نموذج الآثار الثابتة :

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة وفق فرضيتين:

$$H_0 = \beta_0 = 0$$

$$H_1 =: \beta_0 \neq 0$$

أ- اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت β_0

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ β_0 تساوي 0.0000 أقل من 0.10 ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 ، أي أن β_0 تختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10%.

ب- اختبار المعنوية الإحصائية لـ X_1 و X_2 و X_3 و X_4 :

انطلاقًا من الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لـ X_1 كانت $\text{prob} = 0.0999$ أصغر تمامًا من مستوى معنوية 10% ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ، أي أن المعلمة تختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل X_1 والمتغير التابع PBR.

والقيمة الاحتمالية لـ X_2 تساوي $\text{prob} = 0.8170$ أكبر تمامًا من مستوى معنوية 10% ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة لا تختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل X_2 والمتغير التابع PBR.

والقيمة الاحتمالية لـ X_3 تساوي $\text{prob} = 0.3750$ أكبر تمامًا من مستوى معنوية 10% ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة لا تختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل X_3 والمتغير التابع PBR.

والقيمة الاحتمالية لـ X_4 تساوي $\text{prob} = 0.1625$ أكبر تمامًا من مستوى معنوية 10% ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة لا تختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل X_4 والمتغير التابع PBR.

– اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

$$H_0 = \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0.$$

$$H_1: \text{ou mois } (\beta_j \neq 0)$$

وتتم من خلال مقارنة القيمة المحسوبة F_c بالقيمة F_c 0.1 فإذا كانت أقل فإن للمعالم معنوية إحصائية والعكس صحيح. نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية للنموذج تساوي 0.000000 أقل من 0.1، ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن للنموذج معنوية إحصائية كلية.

الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول نمو المؤشرات وتأثيرها على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن

المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة

بعدما تم عرض نتائج الدراسة في المطلب السابق سيتم في هذا المطلب تحليل ومناقشة ما توصلنا إليه من نتائج نهائية.

تحليل نتائج قدرة تفسير مؤشرات النمو للمؤسسات الاقتصادية على خلق القيمة المساهمية :

❖ كشفت الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل النمو في الأصول (X_1) والمتغير التابع مضاعف الأموال الخاصة : الرسملة السوقية /الأموال الخاصة (PBR) للمؤسسات محل الدراسة ، أي أن المتغير المستقل يؤثر على المتغير التابع سلباً، ويمكن تفسير ذلك بأن المساهمين يفضلون دائماً سياسة توزيع الأرباح بدل احتجازها لإعادة استثمارها. عندما تنمو المؤسسة من خلال زيادة الحجم وارتفاع قيمة الأصول فإنها تمول هذا النمو من خلال الأرباح المحتجزة والديون، وسوف يشكل التمويل الذاتي للنمو إشارة سلبية للمساهمين خاصة إذا لم يقتنعوا بجدوى المشاريع الممولة، فهم يتوقعون مردودية عالية من هذه المشاريع الجديدة. عدم رضا المساهمين عن سياسة النمو يترجم في عدم تامين سعر السهم في السوق المالي مما يؤثر على الرسملة البورصية للمؤسسة.

❖ كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل النمو في رقم الأعمال (X_2) والمتغير التابع الرسملة السوقية /الأموال الخاصة (PBR) للمؤسسات الاقتصادية ، أي أن المتغير المستقل لا يؤثر على المتغير التابع .

❖ كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل هامش الربحية (X_3) والمتغير التابع الرسملة السوقية /الأموال الخاصة (PBR) للمؤسسات الاقتصادية ، أي أن المتغير المستقل لا يؤثر على المتغير التابع .

❖ كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل العائد على الأصول (X_4) والمتغير التابع الرسملة السوقية /الأموال الخاصة (PBR) للمؤسسات الاقتصادية ، أي أن المتغير المستقل لا يؤثر على المتغير التابع .

يمكن أن يرجع ذلك إلى عدم اهتمام المستثمرين بالسياسة التجارية للشركة (النمو التجاري)، خاصة إذا كانوا يحصلون على توزيعات أرباح منتظمة على أسهمهم (لا تتأثر بزيادة أو انخفاض الأرباح في حدود معينة)، وبالتالي إذا لم تنعكس عليهم زيادة (انخفاض) الربحية إيجاباً (سلباً) من خلال زيادة (انخفاض) ربحية السهم (توجه جزء من الأرباح لإعادة الاستثمار) فسوف لن يؤثر ذلك أيضاً على سعر السهم في السوق المالي، وبالتالي على خلق القيمة المساهمية.

خلاصة الفصل :

من خلال الدراسة التطبيقية التي اجريناها ، باستعمال 4 متغيرات ألا وهي (نمو رقم الأعمال ، نمو في الأصول ، هامش الربحية ، معدل العائد على الأصول) كمتغيرات مستقلة تؤثر على خلق القيمة المساهمية التي تعتبر متغير تابع .

بالإعتماد على القوائم المالية ل6 مؤسسات مدرجة في بورصة عمان حيث تنتمي لعدة قطاعات وهي : (قطاع التكنولوجيا والإتصال ، قطاع الطاقة والمنافع ، قطاع الصناعة الدوائية، قطاع النقل) لمدة 5سنوات حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى مبحثين وتحصلنا على النتائج التالية :

هناك علاقة عكسية لنمو في الأصول مع خلق القيمة المساهمية حيث كلما زاد النمو في الأصول انخفض مؤشر خلق القيمة، ولا يوجد تأثير لبقية المتغيرات .

الخاتمة

الخاتمة :

تعتبر خلق القيمة للمساهمين من أبرز أهداف و اهتمامات المؤسسات الإقتصادية النامية منذ نشأها وظهورها إلى حد الساعة ، تحت مفهوم تحقيق المصلحة الخاصة يؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنفعة العامة أي تحقيق مصلحة كل أطراف التعامل ، من خلال هذه الدراسة حاولنا الوصول إلى مدى تأثير النمو في رقم الأعمال والنمو في الأصول وهامش الربحية ومعدل العائد على الأصول على خلق القيمة المساهمية وذلك من خلال التطرق إلى مفاهيم ، أدوات ، نظريات ، وكذا التطرق إلى خلق القيمة وأخيرا قمنا بإسقاط ذلك على العينة المدروسة المكونة من 6 مؤسسات مدرجة في البيئة الأردنية (بورصة عمان) ؛

في هذه الدراسة عملنا على مناقشة واختبار الإشكالية الرئيسية و المتمثلة في : ما مدى تأثير مؤشرات النمو على خلق القيمة المساهمية للمؤسسات المدرجة في بورصة الأردن ؟

و قد توصلنا للنتائج التالية من خلال دراستنا ألا و هي :

- هناك تأثير سلبي للنمو في الأصول على خلق القيمة المساهمية أي هناك علاقة عكسية. إن كل مؤسسة كغيرها من المؤسسات تعمل على تعظيم القيمة من خلال التركيز على زيادة الأصول التي تولد قيمة مضافة لأعمالها خاصة بالنسبة للمؤسسات المدرجة والمسعرة في السوق المالي لتمكن من خلق للقيمة بالنسبة للمساهمين. وتبعاً لنتائج هذه الدراسة لا توجد استجابة إيجابية لسعر الأسهم (من خلال الرسلة البورصية ومعامل الأموال المضاعفة) للسياسة الاستثمارية للمؤسسات محل الدراسة.
- عدم وجود تأثير لمؤشرات النمو في رقم الأعمال، هامش الربحية ، معدل العائد على الأصول على المتغير التابع وهو خلق القيمة المساهمية، ورغم أن استراتيجية المؤسسة تعمل على تعظيم القيمة المتوقعة من السياسات الإنتاجية والتجارية والاستثمارية والمالية، إلا أنه قد لا تحدث استجابة من قبل المستثمرين لسياسة معينة لأسباب تتطلب الدراسة مستقبلاً.

مقترحات الموضوع :

على ضوء النتائج السابقة يمكن تقديم المقترحات التالية:

- على المؤسسات التنوع والتوسع في استثماراتها عندما تكون هناك سياسة اتصال مالي قوية مع المساهمين لإقناعهم بجدوى تلك الاستثمارات لتفادي تأثير ذلك على قيمتها السوقية؛
- على المؤسسات محل الدراسة مراجعة سياساتها الاستثمارية ودعم اتصالها المالي مع المساهمين؛
- البحث عن محددات النمو في بعض المؤشرات التي تشير إلى قدرة المؤسسة على خلق القيمة.

أفاق الدراسة :

- من خلال الدراسة تبين أن هذا الموضوع هو موضوع متشعب ، لذلك يمكن فتح الموضوع للطلبة مستقبلا لتناول هذا الموضوع من منظور آخر كما يجدر التنويه أنه تم التطرق إلى بعض النقاط المهمة التي قد تكون مواضيع للبحوث المستقبلية مثل : قياس خلق القيمة في المؤسسة ، مدى تأثير النمو العائد على حقوق الملكية في تعظيم القيمة للإدارة .
- مدى تأثير مؤشرات الربحية على خلق القيمة للمساهمين.

المصادر والمراجع

1. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان- الأردن، سنة 2011.

الأطروحات والمذكرات الجامعية
أطروحات الدكتوراه

2. بدر اوي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2015.
3. حسنية صيفي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016.
4. صابر عباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من المؤسسات في قطاع المحروقات، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
5. عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007.
6. هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، جامعة الجزائر، 2008، ص 242

مذكرات الماجستير والماستر:

7. وفاء ربيعي، سميرة براهيمية، الليات خلق القيمة ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة ميدانية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر)، شهادة ماستر، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، 2013/2014 ص 7

المجلات:

8. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الاداء، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 2009/7-2010.
9. بالمهادف سامية، بوزيان عثمان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الاقتصادية لخضر، الوادي، المجلد 11، العدد 02، 2018 ص 171
10. عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، العدد 1، 2010، ص 19

11. معاليم سعاد ، أ. بوحفص سميحة ، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA (دراسة حالة : مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنيرال كابل- بسكرة) ، مجلة العلوم الإنسانية و الإجتماعية ، العدد 30 ، سبتمبر، 2017، ص403
12. نايت عطية مريم ، محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي- دراسة تطبيقية للفترة 2011/2014، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، جامعة أم البواقي ، المجلد 5 ، العدد 1، جوان، 2018، ص 717 .
13. هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قسنطينة2، عدد 2011/01-2012.
14. هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد2009/07-2010.

الملتقيات والدورات التدريبية:

15. أشرف الشراوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات - أفاق وتحديات، جامعة لإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006.
16. إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة "حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFOR ، ولاية ورقلة- الجزائر"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمؤسسات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 9- 8 مارس، 2005.
17. لمياء عماني، شهرزاد زغيب، إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة ، الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة محمد بوضياف، 10-11 نوفمبر 2009.
18. مجدي الشريحي ، أثر تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية ، جامعة الشلف ، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في المتطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة ، 2013، ص 16.

المواقع الإلكترونية:

<https://www.ase.com.jo/ar/products-services/securities-types/shares>.19

المراجع باللغة الأجنبية:

الكتب

20. A Black .p.wright et J.Bachaman ، gestion de la valeur actionnariale، dunod ،paris، 1997.
21. Mondher Cherif ، Stéphane dubreuille، Création de valeur et capital-investissement، collection Synthex، Pearson Education France2009.

الملاحق

الملحق 1: توزيع الشركات على قطاع الدراسة من خلال Excel

المؤسسة الخطوط البحرية الوطنية الاردنية						
	المتغير التابع	المتغير المستقل				معدل العائد
	y	x1	x2	x3	x4	معدل العائد
2013	1.19	-0.04	-0.246	0.067	0.0225	0.037
2014	1.01	-0.00747	0.246	0.053	0.0221	0.0378
2015	1.01	-0.019	-0.00321	0.0928	0.0394	0.0615
2016	1.17	-0.00948	-0.68	0.584	0.0799	0.2389
2017	1.39	0.022	0.066	0.629	0.0899	0.133
2018	1.1	-0.03	0.0103	0.5	0.0744	0.1049

المؤسسة الاتصالات الاردنية :						
	المتغير التابع	المتغير المستقل				معدل العائد
	y	x1	x2	x3	x4	معدل العائد
2013	3.27	-0.9	-0.126	0.145	0.0836	0.142
2014	2.8	-0.048	-0.0319	0.122	0.0716	0.074
2015	2.8	-0.018	-0.902	0.476	0.0278	0.049
2016	1.73	0.075	9.18	0.052	0.029	0.067
2017	1.6	0.05	-0.031	0.072	0.0368	0.087
2018	1.03	-0.043	-0.026	0.065	0.0341	0.077

المؤسسة كهرباء محافظة اربد :						
	المتغير التابع	المتغير المستقل				معدل العائد
	y	x1	x2	x3	x4	معدل العائد
2013	7.23	0.217	0.143	0.019	0.018	0.196
2014	6.42	0.159	0.241	0.03	0.03	0.365
2015	6.05	0.186	-0.888	0.014	0.013	0.204
2016	6.71	0.119	0.955	0.033	0.029	0.424
2017	7.48	0.166	0.034	0.021	0.016	0.314
2018	7.3	0.22	-0.02	0.002	0.013	0.31

المؤسسة الحياة للصناعات الدوائية						
	المتغير التابع	المتغير المستقل				معدل العائد
	y	x1	x2	x3	x4	معدل العائد
2013	1.14	0.0718	0.161	0.204	0.135	0.151
2014	1.58	0.1404	0.11	0.217	0.14	0.1615
2015	1.26	0.0796	-0.0345	0.217	0.1254	0.1427
2016	1.06	0.136	0.00233	0.223	0.1134	0.1278
2017	1.03	0.1547	0.208	0.194	0.1033	0.1257
2018	0.88	0.177	0.109	0.222	0.1116	0.1438

المؤسسة الفارس الوطنية للاستثمار و التصدير						
	المتغير التابع	المتغير المستقل				معدل العائد
	y	x1	x2	x3	x4	معدل العائد
2013	0.73	-0.024	-0.09	-0.138	-0.057	0.015
2014	0	-0.063	-0.238	-0.226	-0.09	-0.057
2015	1.13	-0.00609	0.418	-0.1	0.053	0.011
2016	0.4	0.019	0.529	0.0034	0.0027	-0.216
2017	1.53	0.102	0.077	-0.041	-0.046	-0.283
2018	1.86	-0.102	0.124	0.0092	0.013	-0.511

المؤسسة آفاق للطاقة:						
	المتغير التابع	المتغير المستقل				معدل العائد
	y	x1	x2	x3	x4	معدل العائد
2013	1.92	0.197	0.775	0.24	0.07	0.14
2014	2.47	0.033	0.23	0.02	0.071	0.139
2015	2.05	0.123	-0.173	0.022	0.058	0.126
2016	1.97	0.197	-0.0073	0.027	0.057	0.143
2017	1.89	0.231	0.193	0.025	0.053	0.156
2018	1.53	0.049	0.083	0.01	0.022	0.074

تقدير نماذج بواسطة منهجية بانل

CROSSID المقطع	
1	المؤسسة الخطوط البحرية الوطنية الاردنية
2	المؤسسة الحياة للصناعات الدوائية
3	: المؤسسة الاتصالات الاردنية
4	المؤسسة الفارس الوطنية للاستثمار و التصدير
5	: المؤسسة كهرباء محافظة اربد
6	: المؤسسة آفاق للطاقة

الملحق 2: المؤشرات الاحصائية

	Y	X1	X2	X3	X4	R
Mean	2.381111	0.044846	0.288826	0.114039	0.046264	0.097544
Median	1.555000	0.060900	0.050000	0.052500	0.038100	0.126900
Maximum	7.480000	0.231000	9.180000	0.629000	0.140000	0.424000
Minimum	0.000000	-0.900000	-0.902000	-0.226000	-0.090000	-0.511000
Std. Dev.	2.145413	0.187547	1.566001	0.187182	0.050775	0.169212
Skewness	1.486226	-3.581066	5.268267	1.201071	-0.375664	-1.417219
Kurtosis	3.754434	19.08425	30.56403	4.323652	3.436577	6.806398
Jarque-Bera	14.10696	464.9987	1306.192	11.28351	1.132638	33.78405
Probability	0.000864	0.000000	0.000000	0.003547	0.567611	0.000000
Sum	85.72000	1.614460	10.39772	4.105400	1.665500	3.511600
Sum Sq. Dev.	161.0980	1.231083	85.83259	1.226299	0.090234	1.002144
Observations	36	36	36	36	36	36

الملحق 3 : نتائج تقدير نماذج بانل y بدلالة المؤشرات

أولاً: النموذج التجميعي :

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 11:47
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.616937	0.511368	5.117526	0.0000
X1	2.339639	1.986961	1.177496	0.2480
X2	-0.099370	0.238692	-0.416311	0.6801
X3	-1.212900	2.523086	-0.480721	0.6341
X4	-3.755219	9.232711	-0.406730	0.6870
R-squared	0.075822	Meandependent var	2.381111	
Adjusted R-squared	-0.043427	S.D. dependent var	2.145413	
S.E. of regression	2.191503	Akaike info criterion	4.535298	
Sumsquaredresid	148.8832	Schwarz criterion	4.755231	
Log likelihood	-76.63536	Hannan-Quinn criter.	4.612061	
F-statistic	0.635830	Durbin-Watson stat	0.146823	
Prob(F-statistic)	0.640796			

ثانيا: نموذج الاثار الثابتة

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 11:58
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.107324	0.176343	11.95014	0.0000
X1	-1.036679	0.607630	-1.706103	0.0999
X2	-0.013624	0.058296	-0.233700	0.8170
X3	0.669115	0.741348	0.902566	0.3750
X4	5.358553	3.728110	1.437338	0.1625

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.962392	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.949374	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.482723	Akaike info criterion	1.611385
Sumsquaredresid	6.058554	Schwarz criterion	2.051251
Log likelihood	-19.00493	Hannan-Quinn criter.	1.764910
F-statistic	73.92715	Durbin-Watson stat	1.370459
Prob(F-statistic)	0.000000		

	CROSSID	Effect
1	1	-1.486084
2	2	-1.609709
3	3	-0.393345
4	4	-1.010674
5	5	4.823539
6	6	-0.323727

ثالثا: نموذج الاثار العشوائية

DependentVariable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section randomeffects)
Date: 09/10/20 Time: 11:59
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36
Swamy and Aroraestimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.129443	0.736754	2.890304	0.0070
X1	-0.974219	0.602179	-1.617824	0.1158
X2	-0.016870	0.058150	-0.290104	0.7737
X3	0.605653	0.736684	0.822134	0.4173
X4	4.996599	3.660866	1.364868	0.1821

EffectsSpecification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.753825	0.9296
Idiosyncraticrandom	0.482723	0.0704

WeightedStatistics

R-squared	0.222724	Meandependent var	0.265883
Adjusted R-squared	0.122430	S.D. dependent var	0.550420
S.E. of regression	0.515626	Sumsquaredresid	8.241981
F-statistic	2.220713	Durbin-Watson stat	0.992843
Prob(F-statistic)	0.089639		

UnweightedStatistics

R-squared	-0.118767	Meandependent var	2.381111
Sumsquaredresid	180.2311	Durbin-Watson stat	0.045403

	CROSSID	Effect
1	1	-1.449191
2	2	-1.562242
3	3	-0.370300
4	4	-1.031263
5	5	4.739164
6	6	-0.326167

الملحق 4 : اختبارات المفاضلة بين النماذج

اولا : اختبار مضاعف لاغرنج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	61.44078 (0.0000)	3.203963 (0.0735)	64.64474 (0.0000)
Honda	7.838417 (0.0000)	-1.789962 --	4.276904 (0.0000)
King-Wu	7.838417 (0.0000)	-1.789962 --	4.276904 (0.0000)
Standardized Honda	10.84871 (0.0000)	-1.660677 --	2.707446 (0.0034)
Standardized King-Wu	10.84871 (0.0000)	-1.660677 --	2.707446 (0.0034)
Gourierioux et al.*	--	--	61.44078 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

hausman اختبار :ثانيا

CorrelatedRandomEffects - Hausman Test
Equation:Untitled
Test cross-section randomeffects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.370076	4	0.0789

Cross-section randomeffects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-1.036679	-0.974219	0.006595	0.4418
X2	-0.013624	-0.016870	0.000017	0.4307
X3	0.669115	0.605653	0.006894	0.4447
X4	5.358553	4.996599	0.496866	0.6076

Cross-section randomeffects test equation:

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 12:00
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.107324	0.176343	11.95014	0.0000
X1	-1.036679	0.607630	-1.706103	0.0999
X2	-0.013624	0.058296	-0.233700	0.8170
X3	0.669115	0.741348	0.902566	0.3750
X4	5.358553	3.728110	1.437338	0.1625

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.962392	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.949374	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.482723	Akaike info criterion	1.611385
Sumsquaredresid	6.058554	Schwarz criterion	2.051251
Log likelihood	-19.00493	Hannan-Quinn criter.	1.764910
F-statistic	73.92715	Durbin-Watson stat	1.370459
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق 5 : علاقة Y بكل متغير على حدى

أولا : علاقة y بدلالة كل x1

النموذج التجميعي :

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 12:01
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.275794	0.365354	6.229015	0.0000
X1	2.348415	1.920046	1.223103	0.2297
R-squared	0.042145	Meandependent var		2.381111
Adjusted R-squared	0.013973	S.D. dependent var		2.145413
S.E. of regression	2.130372	Akaike info criterion		4.404423
Sumsquaredresid	154.3085	Schwarz criterion		4.492396
Log likelihood	-77.27961	Hannan-Quinn criter.		4.435128
F-statistic	1.495982	Durbin-Watson stat		0.113325
Prob(F-statistic)	0.229701			

نموذج الاثار الثابتة

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 12:01
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.438782	0.088233	27.64034	0.0000
X1	-1.285977	0.576641	-2.230116	0.0336

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.953883	Meandependent var		2.381111
Adjusted R-squared	0.944341	S.D. dependent var		2.145413
S.E. of regression	0.506148	Akaike info criterion		1.648690
Sumsquaredresid	7.429382	Schwarz criterion		1.956596
Log likelihood	-22.67641	Hannan-Quinn criter.		1.756157
F-statistic	99.97217	Durbin-Watson stat		1.418684
Prob(F-statistic)	0.000000			

	CROSSID	Effect
1	1	-1.311775
2	2	-1.117666
3	3	-0.423249
4	4	-1.512995
5	5	4.654907
6	6	-0.289222

نموذج الاثار العشوائية

DependentVariable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section randomeffects)
Date: 09/10/20 Time: 12:02
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36
Swamy and Aroraestimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.436564	0.912022	2.671607	0.0115
X1	-1.236506	0.575171	-2.149807	0.0388

EffectsSpecification		S.D.	Rho
Cross-section random		2.223514	0.9507
Idiosyncraticrandom		0.506148	0.0493

WeightedStatistics			
R-squared	0.118302	Meandependent var	0.220330
Adjusted R-squared	0.092370	S.D. dependent var	0.534745
S.E. of regression	0.509450	Sumsquaredresid	8.824338
F-statistic	4.561949	Durbin-Watson stat	1.184024
Prob(F-statistic)	0.039975		

UnweightedStatistics			
R-squared	-0.056065	Meandependent var	2.381111
Sumsquaredresid	170.1299	Durbin-Watson stat	0.061413

	CROSSID	Effect
1	1	-1.297658
2	2	-1.112105
3	3	-0.410200
4	4	-1.497235
5	5	4.608528
6	6	-0.291331

اختبارات التفضيل بين النماذج

اختبار مضاعف لاغرنج

Lagrange Multiplier Tests for RandomEffects

Nullhypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	67.04226 (0.0000)	3.027880 (0.0818)	70.07014 (0.0000)
Honda	8.187934 (0.0000)	-1.740080 --	4.559321 (0.0000)
King-Wu	8.187934 (0.0000)	-1.740080 --	4.559321 (0.0000)
Standardized Honda	9.563636 (0.0000)	-1.590211 --	2.760144 (0.0029)
Standardized King-Wu	9.563636 (0.0000)	-1.590211 --	2.760144 (0.0029)
Gourierioux· et al.*	--	--	67.04226 (< 0.01)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
1%	7.289		
5%	4.321		
10%	2.952		

hausman اختبار

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section randomeffects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.445102	1	0.2293

Cross-section randomeffects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-1.285977	-1.236506	0.001694	0.2293

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 09/10/20 Time: 12:03

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.438782	0.088233	27.64034	0.0000
X1	-1.285977	0.576641	-2.230116	0.0336

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.953883	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.944341	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.506148	Akaike info criterion	1.648690
Sumsquaredresid	7.429382	Schwarz criterion	1.956596
Log likelihood	-22.67641	Hannan-Quinn criter.	1.756157
F-statistic	99.97217	Durbin-Watson stat	1.418684
Prob(F-statistic)	0.000000		

ثانيا : علاقة y بدلالة x2

النموذج التجميعي :

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 09/10/20 Time: 12:04

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.398686	0.368717	6.505494	0.0000
X2	-0.060851	0.234720	-0.259249	0.7970

R-squared	0.001973	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	-0.027381	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	2.174587	Akaike info criterion	4.445507
Sumsquaredresid	160.7801	Schwarz criterion	4.533480
Log likelihood	-78.01913	Hannan-Quinn criter.	4.476212
F-statistic	0.067210	Durbin-Watson stat	0.058762
Prob(F-statistic)	0.797006		

نموذج الاثار الثابتة

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 09/10/20 Time: 12:04
 Sample: 2013 2018
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.397231	0.091757	26.12599	0.0000
X2	-0.055812	0.061345	-0.909807	0.3704

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.947473	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.936606	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.540178	Akaike info criterion	1.778829
Sumsquaredresid	8.461970	Schwarz criterion	2.086735
Log likelihood	-25.01892	Hannan-Quinn criter.	1.886297
F-statistic	87.18308	Durbin-Watson stat	1.112655
Prob(F-statistic)	0.000000		

	CROSSID	Effect
1	1	-1.257877
2	2	-1.233727
3	3	-0.117228
4	4	-1.447937
5	5	4.472094
6	6	-0.415326

نموذج الاثار العشوائية

DependentVariable: Y
 Method: Panel EGLS (Cross-section randomeffects)
 Date: 09/10/20 Time: 12:04
 Sample: 2013 2018
 Periodsincluded: 6
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 36
 Swamy and Aroraestimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.397243	1.028561	2.330678	0.0258
X2	-0.055855	0.061320	-0.910876	0.3688
EffectsSpecification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.509404	0.9557
Idiosyncraticrandom			0.540178	0.0443
WeightedStatistics				
R-squared	0.024525	Meandependent var		0.208449
Adjusted R-squared	-0.004165	S.D. dependent var		0.531075
S.E. of regression	0.532179	Sumsquaredresid		9.629311
F-statistic	0.854822	Durbin-Watson stat		0.977794
Prob(F-statistic)	0.361708			
UnweightedStatistics				
R-squared	0.001960	Meandependent var		2.381111
Sumsquaredresid	160.7823	Durbin-Watson stat		0.058560

	CROSSID	Effect
1	1	-1.248253
2	2	-1.224281
3	3	-0.116285
4	4	-1.436847
5	5	4.437812
6	6	-0.412147

اختبارات التفضيل بين النماذج

اختبار مضاعف لاغرنج

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	78.98828 (0.0000)	3.483026 (0.0620)	82.47131 (0.0000)
Honda	8.887535 (0.0000)	-1.866287 --	4.964773 (0.0000)
King-Wu	8.887535 (0.0000)	-1.866287 --	4.964773 (0.0000)
Standardized Honda	9.801766 (0.0000)	-1.723120 --	3.144170 (0.0008)
Standardized King-Wu	9.801766 (0.0000)	-1.723120 --	3.144170 (0.0008)
Gourierioux et al.*	--	--	78.98828 (< 0.01)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
1%	7.289		
5%	4.321		
10%	2.952		

hausman اختبار

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	0.000592	1	0.9806

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X2	-0.055812	-0.055855	0.000003	0.9806

Cross-section random effects test equation:

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 12:05
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.397231	0.091757	26.12599	0.0000
X2	-0.055812	0.061345	-0.909807	0.3704

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.947473	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.936606	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.540178	Akaike info criterion	1.778829
Sumsquaredresid	8.461970	Schwarz criterion	2.086735
Log likelihood	-25.01892	Hannan-Quinn criter.	1.886297
F-statistic	87.18308	Durbin-Watson stat	1.112655
Prob(F-statistic)	0.000000		

ثالثا : علاقة y بدلالة x3

النموذج التجميعي :

DependentVariable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/10/20 Time: 12:06
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.596761	0.420611	6.173780	0.0000
X3	-1.891018	1.938718	-0.975396	0.3363

R-squared	0.027221	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	-0.001391	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	2.146905	Akaike info criterion	4.419884
Sumsquaredresid	156.7128	Schwarz criterion	4.507857
Log likelihood	-77.55791	Hannan-Quinn criter.	4.450589
F-statistic	0.951398	Durbin-Watson stat	0.096402
Prob(F-statistic)	0.336253		

نموذج الاثار الثابتة

DependentVariable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 09/10/20 Time: 12:07
 Sample: 2013 2018
 Periodsincluded: 6
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.250204	0.116302	19.34786	0.0000
X3	1.147915	0.676032	1.698018	0.1002

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.950860	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.940693	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.522475	Akaike info criterion	1.712187
Sumsquaredresid	7.916425	Schwarz criterion	2.020093
Log likelihood	-23.81936	Hannan-Quinn criter.	1.819654
F-statistic	93.52421	Durbin-Watson stat	1.173100
Prob(F-statistic)	0.000000		

	CROSSID	Effect
1	1	-1.473647
2	2	-1.336185
3	3	-0.223514
4	4	-1.214332
5	5	4.592029
6	6	-0.344351

نموذج الاثار العشوائية

DependentVariable: Y
 Method: Panel EGLS (Cross-section randomeffects)
 Date: 09/10/20 Time: 12:07
 Sample: 2013 2018
 Periodsincluded: 6
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 36
 Swamy and Aroraestimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.255786	0.982099	2.296902	0.0279
X3	1.098971	0.673234	1.632376	0.1118

EffectsSpecification

	S.D.	Rho
Cross-section random	2.388776	0.9543
Idiosyncratic random	0.522475	0.0457

Weighted Statistics

R-squared	0.073408	Meandependent var	0.211773
Adjusted R-squared	0.046155	S.D. dependent var	0.532084
S.E. of regression	0.519659	Sumsquaredresid	9.181554
F-statistic	2.693607	Durbin-Watson stat	1.009484
Prob(F-statistic)	0.109971		

Unweighted Statistics

R-squared	-0.040832	Meandependent var	2.381111
Sumsquaredresid	167.6759	Durbin-Watson stat	0.055277

	CROSSID	Effect
1	1	-1.451942
2	2	-1.320819
3	3	-0.219740
4	4	-1.214249
5	5	4.551131
6	6	-0.344381

اختبارات التفضيل بين النماذج

اختبار مضاعف لاغرنج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	72.43777 (0.0000)	3.441774 (0.0636)	75.87955 (0.0000)
Honda	8.511038 (0.0000)	-1.855202 --	4.706387 (0.0000)
King-Wu	8.511038 (0.0000)	-1.855202 --	4.706387 (0.0000)
Standardized Honda	10.13684 (0.0000)	-1.716457 --	2.963199 (0.0015)
Standardized King-Wu	10.13684 (0.0000)	-1.716457 --	2.963199 (0.0015)

Gourierioux· et al.* -- -- 72.43777
(< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

hausman اختبار

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	0.634505	1	0.4257

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X3	1.147915	1.098971	0.003775	0.4257

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 09/10/20 Time: 12:08

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.250204	0.116302	19.34786	0.0000
X3	1.147915	0.676032	1.698018	0.1002

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.950860	Mean dependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.940693	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.522475	Akaike info criterion	1.712187
Sumsquared resid	7.916425	Schwarz criterion	2.020093
Log likelihood	-23.81936	Hannan-Quinn criter.	1.819654
F-statistic	93.52421	Durbin-Watson stat	1.173100
Prob(F-statistic)	0.000000		

رابعاً : علاقة y بدلالة x4

النموذج التجميعي :

DependentVariable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 09/10/20 Time: 12:09
 Sample: 2013 2018
 Periodsincluded: 6
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.670422	0.488529	5.466247	0.0000
X4	-6.253497	7.166577	-0.872592	0.3890
R-squared	0.021904	Meandependent var		2.381111
Adjusted R-squared	-0.006863	S.D. dependent var		2.145413
S.E. of regression	2.152763	Akaike info criterion		4.425334
Sumsquaredresid	157.5693	Schwarz criterion		4.513308
Log likelihood	-77.65602	Hannan-Quinn criter.		4.456039
F-statistic	0.761417	Durbin-Watson stat		0.094059
Prob(F-statistic)	0.389006			

نموذج الاثار الثابتة

DependentVariable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 09/10/20 Time: 12:09
 Sample: 2013 2018
 Periodsincluded: 6
 Cross-sections included: 6
 Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.990240	0.166862	11.92749	0.0000
X4	8.448734	3.144798	2.686575	0.0118

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.956741	Meandependent var		2.381111
Adjusted R-squared	0.947790	S.D. dependent var		2.145413
S.E. of regression	0.490215	Akaike info criterion		1.584721
Sumsquaredresid	6.969013	Schwarz criterion		1.892627
Log likelihood	-21.52497	Hannan-Quinn criter.		1.692188
F-statistic	106.8956	Durbin-Watson stat		1.205398
Prob(F-statistic)	0.000000			

	CROSSID	Effect
1	1	-1.307386
2	2	-1.858005
3	3	-0.183598
4	4	-0.873544
5	5	4.707194
6	6	-0.484662

نموذج الاثار العشوائية

DependentVariable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section randomeffects)
Date: 09/10/20 Time: 12:10
Sample: 2013 2018
Periodsincluded: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36
Swamy and Aroraestimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.006867	1.008319	1.990309	0.0546
X4	8.089330	3.116584	2.595576	0.0138

EffectsSpecification		S.D.	Rho
Cross-section random		2.436280	0.9611
Idiosyncraticrandom		0.490215	0.0389

WeightedStatistics			
R-squared	0.166477	Meandependent var	0.194941
Adjusted R-squared	0.141961	S.D. dependent var	0.527120
S.E. of regression	0.488273	Sumsquaredresid	8.105971
F-statistic	6.790699	Durbin-Watson stat	1.028438
Prob(F-statistic)	0.013501		

UnweightedStatistics			
R-squared	-0.093321	Meandependent var	2.381111
Sumsquaredresid	176.1318	Durbin-Watson stat	0.047331

	CROSSID	Effect
1	1	-1.295611
2	2	-1.818711
3	3	-0.182051
4	4	-0.891600
5	5	4.666207
6	6	-0.478235

اختبارات التفضيل بين النماذج

اختبار مضاعف لاغرنج

Lagrange Multiplier Tests for RandomEffects
Nullhypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	74.02628 (0.0000)	3.456213 (0.0630)	77.48250 (0.0000)
Honda	8.603853 (0.0000)	-1.859089 --	4.769268 (0.0000)
King-Wu	8.603853 (0.0000)	-1.859089 --	4.769268 (0.0000)
Standardized Honda	10.48289 (0.0000)	-1.721305 --	3.095018 (0.0010)
Standardized King-Wu	10.48289 (0.0000)	-1.721305 --	3.095018 (0.0010)
Gourierieux et al.*	--	--	74.02628 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

hausman اختبار

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	0.731200	1	0.3925

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X4	8.448734	8.089330	0.176657	0.3925

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 09/10/20 Time: 12:10

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	1.990240	0.166862	11.92749	0.0000
X4	8.448734	3.144798	2.686575	0.0118

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.956741	Meandependent var	2.381111
Adjusted R-squared	0.947790	S.D. dependent var	2.145413
S.E. of regression	0.490215	Akaike info criterion	1.584721
Sumsquaredresid	6.969013	Schwarz criterion	1.892627
Log likelihood	-21.52497	Hannan-Quinn criter.	1.692188
F-statistic	106.8956	Durbin-Watson stat	1.205398
Prob(F-statistic)	0.000000		

الفهرس

الفهرس

رقم الصفحة	العنوان
.....	الإهداء.....
.....	شكر وتقدير.....
I.....	ملخص:.....
III.....	قائمة المحتويات.....
IV.....	قائمة الجداول.....
V.....	قائمة الأشكال البيانية.....
VI.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	مقدمة.....
2.....	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لخلق القيمة المساهمية و النمو.....
3.....	المبحث الأول: الإطار النظري و المفاهيمي للأداء المالي و خلق القيمة المساهمية.....
3.....	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي من منظور خلق القيمة.....
3.....	الفرع الأول: تعريف الأداء المالي.....
4.....	الفرع الثاني: ماهية خلق القيمة و تقييم الأداء من خلالها.....
5.....	المطلب الثاني: أساسيات عملية خلق القيمة.....
5.....	الفرع الأول: أهداف خلق القيمة.....
6.....	الفرع الثاني: أهمية خلق القيمة.....
7.....	الفرع الثالث: محددات خلق القيمة.....
8.....	المطلب الثالث: خلق القيمة المساهمية ((Shareholder value).....
8.....	الفرع الأول: تعظيم القيمة للمساهم.....
10.....	الفرع الثاني: العوامل المؤدية إلى تطور مفهوم خلق القيمة المساهمية.....
11.....	الفرع الثالث: مقاييس خلق القيمة المساهمية.....

15	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول النمو و خلق القيمة
15	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
15	الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية
15	الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية
19	المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
19	الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات العربية
19	الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات الأجنبية
21	الفرع الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
23	خلاصة الفصل الأول:
	الفصل الثاني: اختبار أثر مؤشرات خلق القيمة المساهمية في تفسير النمو للمؤسسات
24	المدرجة في بورصة عمان الأردن
25	تمهيد
26	المبحث الأول : الطريقة والأدوات و النموذج المتبع
26	المطلب الأول: طريقة إجراء الدراسة الميدانية
26	الفرع الأول: مجتمع الدراسة
27	الفرع الثاني: عينة الدراسة
27	الفرع الثالث: شرح متغيرات الدراسة
29	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
29	الفرع الأول: أدوات الإحصاء الوصفي
29	الفرع الثاني: تقديم لنماذج بانل
32	المبحث الثاني: عرض و مناقشة النتائج المتوصل إليها
32	المطلب الأول: عرض و تحليل نتائج الدراسة
32	الفرع الأول: تحليل أولي لمتغيرات الدراسة
33	الفرع الثاني : نتائج تقدير نموذج الدراسة
39	المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

39	الفرع الأول: تحليل نتائج إختبارات المفاضلة بين النماذج الدراسية
40	الفرع الثاني: دراسة المعنوية الإحصائية
43	خلاصة الفصل الثاني
45	الخاتمة
48	المصادر والمراجع
51	الملاحق
51	الملحق 1: توزيع الشركات على قطاع الدراسة من خلال Excel
52	الملحق 2: المؤشرات الإحصائية
53	الملحق 3: نتائج تقدير نماذج بانل Y للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات
56	الملحق 4: إختبارات المفاضلة بين النماذج
58	الملحق 5 : علاقة Y بكل متغير على حدى
74	الفهرس