



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
فرع العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

تحت عنوان:

محددات خلق القيمة في القطاع الصناعي

دراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان  
خلال الفترة 2013 - 2020

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2022/06/11

من إعداد الطالبة: مداني شهيناز

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتورة /: عماني لمياء ( استاذة محاضرة أ / جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) مشرفة

الدكتور قريشي محمد لخضر ( استاذ محاضر ب / جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) رئيسا ومقرر

الدكتورة بن شنة فاطمة ( استاذة محاضرة أ / جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) مناقشة

السنة الجامعية: 2022/2021





جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية و المحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
فرع علوم مالية ومحاسبة، التخصص مالية المؤسسة

تحت عنوان:

محددات خلق القيمة في القطاع الصناعي

دراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان  
خلال الفترة 2013 - 2020

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2022/06/11

من إعداد الطالبة: مداني شهيناز

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتورة /: عماني لمياء ( استاذة محاضرة أ / جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) مشرفة

الدكتور قريشي محمد لخضر ( استاذ محاضر ب / جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) رئيسا ومقرر

الدكتورة بن شنة فاطمة ( استاذة محاضرة أ / جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) مناقشة

السنة الجامعية: 2022/2021

## الشكر

قال الله تعالى : بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

" اَقْرَأْ بِاسْمِ رَبِّكَ الَّذِي خَلَقَ (1) خَلَقَ الْإِنْسَانَ مِنْ عَلَقٍ (2) اِقْرَأْ وَرَبُّكَ الْأَكْرَمُ (3) الَّذِي عَلَّمَ بِالْقَلَمِ (4) عَلَّمَ الْإِنْسَانَ مَا لَمْ يَعْلَمْ "

أتقدم بشكر لكل من سعى معي لتقديم هذا العمل خلال هذه الفترة خاصة الأستاذة المشرفة "عماني لمياء" التي اعتبرها القدوة في العمل والسعي نحو النجاح فقد كانت لي أفضل شخص ألتقيته منذ انتقالي إلى الجامعة، كانت حقاً مرشدة دون كلل أو ملل لا أجد عبارات تمثلها لأنها حقاً كل كلمة جيدة تمثلها فلم أتقدم لتكن مشرفتي إلا عندما رأيت عزيمة و طريقة تمسكها بأصال المعلومات بطريقة جد سلسة وسهلة رغم كل شيء أدعو الله أن يمدها ويمد كل أستاذ التقيته وكان لي مثال في السعي نحو العلم والمثابرة الجنة ونعيمها، وفي الأخير أتقدم بالشكر لكل من المناقش والمشرف.



## الإهداء

أقدم هذا الإهداء لأغلى احبتي

الحمد لله الذي وهبني الجنة والنعيم بوالدتي لأكون إبنة أحن وأرق أم وأخت وصديقة وأب فلم أجد في أحزن أيامي وأساها إلا قمري فقد كانت ملاك لا يعوض فدمي وقلبي ينده بها كل ليلة وصباح فهي كل شيء لي يا قمري الغالي الثمين فهي السند والروح العبارات لا تكفي لوصف قمري "مداني فيروز عائشة".

سندي ووجهتي ودعامة حياتي أبي الحنون منبع السعادة و الإبتسامة في حزني فخر حياتي "مداني محمد العربي".  
ربي سبحانه وتعالى أحبني فوهبني بأخ لا مثيل له بكل معنى محب ومجد ومثابر وحنون وعطوف "تذير رمزي" وأخت ذات حنان وقوة ودعم وافتخار لا أجد ما أصفه بهما أكتفي بقول شكراً والحمد لله لوجودكما.

**الملخص:** تهدف هذه الدراسة إلى إبراز محددات عملية خلق القيمة انطلاقاً من مؤشرات محددة لانتقاء المؤشرات التي تؤثر على القيمة السوقية، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة مكونة من 11 شركة مدرجة ببورصة عمان للفترة الممتدة من 2013 إلى 2020، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، واستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data. وتوصلت الدراسة إلى أن أفضل نموذج هو نموذج الآثار العشوائية الذي أظهر أن الرفع المالي والعائد على حقوق المساهمين لهما أثر إيجابي ذو دلالة احصائية على خلق القيمة، بينما لا يؤثر معدل النمو والمردودية الاقتصادية وحصصة السهم من الأرباح على خلق القيمة.

**الكلمات المفتاحية:** خلق القيمة، مردودية اقتصادية، مردودية مالية، استثمارات، حصصة السهم من الأرباح، رفع مالي.

**Abstract:** This study aims to highlight the determinants of the value creation process based on specific indicators to select the indicators that affect the market value, through an applied study on a sample of 11 companies listed on the Amman Stock Exchange for the period from 2013 to 2020, where the descriptive analytical approach was adopted. And the use of Panel Data models.

The study concluded that the best model is the random effects model, which showed that financial leverage and return on shareholders' equity have a positive and statistically significant effect on value creation, while growth rate, economic return and share of profits do not affect value creation.

**Keywords:** Value creation, economic return, financial return, investments, share of profits, financial leverage.

# قائمة المحتويات

|           |  |
|-----------|--|
| III       | الشكر  |
| IV        | الاهداء  |
| V         | الملخص   |
| VI        | قائمة المحتويات  |
| VII       | قائمة الجداول  |
| VIII      | قائمة الاشكال  |
| IX        | قائمة الرموز و الاختصارات  |
| X         | قائمة الملاحق  |
| ب & ث     | المقدمة  |
| 1         | <b>الفصل الاول: الدراسة النظرية لمحددات خلق القيمة</b>                         |
| 3 إلى 24  | <b>المبحث الاول: مدخل معرفي لمحددات خلق القيمة</b>                             |
| 3 إلى 9   | المطلب الأول: مدخل إلى خلق القيمة  |
| 10 إلى 14 | المطلب الثاني: إستراتيجيات ومحددات خلق القيمة                                  |
| 15 إلى 24 | المطلب الثالث: مقاييس خلق القيمة   |
| 25 إلى 32 | <b>المبحث الثاني: الدراسات السابقة</b>   |
| 25 إلى 28 | المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة   |
| 28 إلى 32 | المطلب الثاني: مقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية            |
| 32        | المطلب الثالث: محل الدراسة الحالية من الدراسات السابقة                         |
| 34        | <b>الفصل الثاني: دراسة قياسية تحليلية لمحددات خلق القيمة في القطاع الصناعي</b> |
| 36 إلى 38 | <b>المبحث الاول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة</b>                     |
| 36 إلى 37 | المطلب الأول: الطريقة المعتمدة في الدراسة                                      |
| 37 إلى 38 | المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة                                    |
| 38 إلى 50 | <b>المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها</b>                        |
| 39 إلى 45 | المطلب الأول: عرض النتائج المتوصل إليها  |
| 45 إلى 50 | المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة                                     |
| 53 إلى 54 | <b>الخاتمة</b>   |
| 56 إلى 63 | <b>قائمة مصادر والمراجع</b>  |
| 65 إلى 69 | <b>الملاحق</b>   |
| 71 إلى 73 | <b>الفهرس</b>  |

| الصفحة    | عنوان الجدول                             | رقم الجدول |
|-----------|--|------------|
| 29 إلى 30 | الدراسات السابقة باللغة العربية          | 01         |
| 31 إلى 32 | الدراسات السابقة باللغة الاجنبية         | 02         |
| 37        | طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة | 03         |
| 39        | نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة   | 04         |
| 41        | مصفوفة الارتباط بين المؤشرات             | 05         |
| 42        | نتائج تقدير نماذج بانل                   | 06         |
| 43        | نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة LSDV    | 07         |
| 44        | نموذج إختبار WOLD                        | 08         |
| 44        | نتائج إختبار Hausman                     | 09         |
| 45        | نتائج إختبار Hausman                     | 10         |



## قائمة الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل                            | رقم الشكل |
|--------|--|-----------|
| 7      | محددات خلق القيمة للمساهمين            | 01        |
| 8      | مخطط القيمة المقدمة للعميل             | 02        |
| 9      | سلسلة القيمة لمايكل بورتر              | 03        |
| 13     | محددات قيمة الشركة من وجهة نظر المخاطر | 05        |
| 14     | التحليل التنافسي وخلق القيمة           | 06        |

## قائمة الرموز والاختصارات

| الرمز                 | الاختصار                         | الرمز                  | الاختصار                    |
|-----------------------|----------------------------------|------------------------|-----------------------------|
| <b>Ex-ante</b>        | الاداء المتوقع                   | <b>R<sub>EXP</sub></b> | نتيجة الاستغلال بعد الضريبة |
| <b>Ex-post</b>        | الاداء المحقق                    | <b>per</b>             | مضاعف سعر (الربحية)         |
| <b>V<sub>CP</sub></b> | قيمة الأموال الخاصة              | <b>BPA</b>             | الارباح المتوقعة            |
| <b>V<sub>D</sub></b>  | قيمة الديون                      | <b>EPS</b>             | قيمة السعر (بربحيته)        |
| <b>V<sub>E</sub></b>  | النمو المتوقع                    | <b>TSR</b>             | العائد الاجمالي للمساهم     |
| <b>VE</b>             | المردودية الاقتصادية المتوقعة    | <b>RI</b>              | الدخل المتبقي               |
| <b>Re</b>             | المردودية الاقتصادية             | <b>CMPC</b>            | تكلفة راس المال             |
| <b>R<sub>CP</sub></b> | المردودية المالية                | <b>EVA</b>             | القيمة الاقتصادية المضافة   |
| <b>CA</b>             | رقم الاعمال                      | <b>EP</b>              | ربح الاقتصادي               |
| <b>DCF</b>            | التدفقت النقدية المخصومة للمنشأة | <b>IV</b>              | مؤشر القيمة (رافعة القيمة)  |
| <b>CB</b>             | القيمة السوقية                   | <b>SVA</b>             | القيمة المساهمية المضافة    |
| <b>CP</b>             | الاموال الخاصة                   | <b>MVA</b>             | القيمة السوقية المضافة      |
| <b>P<sub>P</sub></b>  | الاداء المتوقع                   | <b>P<sub>F</sub></b>   | الاداء المحقق               |
| <b>Q</b>              | نسبة جيمس طوبال                  | <b>CSV</b>             | قيمة المساهمين المبدعين     |
| <b>M&amp;A</b>        | الاندماج&الاستحواذ               | <b>ROA</b>             | العائد على الاصول           |

| الصفحة    | عنوان الملحق                                      | رقم |
|-----------|---|-----|
| 65        | مصفوفة الارتباط                                   | 01  |
| 65        | النموذج التجميعي                                  | 02  |
| 66        | نموذج التأثيرات الثابتة                           | 03  |
| 67        | نموذج التأثيرات العشوائية                         | 04  |
| 68 إلى 69 | بيانات لعينة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان | 05  |

# مقدمة

# مقدمة

من شأن الشركة الإستجابة للإختيارات القادمة، بما فيها استعدادها لها، كما أن تحديد مستقبلها المالي لسنوات القادمة يعتمد على خياراتها، من هنا هل ستعد نفسها لإكتشاف الأداة أو الأدوات اللازمة لعملية خلق القيمة لشركة. تهدف الشركة الاقتصادية مهما كان نوعها سواء مدرجة أو غير مدرجة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو الأطراف المهتمة بها.

تجعل الشركات من القيمة المحرك والهدف الذي تركز عليه عملية التسيير ومنه يحتم عليها إجراء عملية التقييم سواء للشركة ككل أو لفروعها بما يسمح لها الوقوف على قيمتها ومن هذا نجد يتجاوز الجانب الإستراتيجي والمالي حيث يمتد لكافة مستويات الشركة وعليه نجد الجوانب التشغيلية اليومية المتكررة هي الأخرى توجه لخدمة هدف القيمة. يعد الهدف الأساسي للإدارة المالية المعاصرة هو تعظيم قيمة الشركة و/ أو تعظيم قيمة أسهمها في السوق، وترشيد قرارات المدراء من خلال خلق القيمة، التي من خلالها يمكن للمالكين تقدير كفاءة إدارة الشركة وهو ما يركز عليه الفكر الحديث في الإدارة.

تواجه الإدارة العديد من القرارات الإستراتيجية والمالية التي تحدد أداءها وذلك بما يتوافق ويتماشى مع أهدافها المرسومة حيث من أبرز هذه القرارات التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم بإتخاذها هي القرارات المتعلقة بخلق القيمة. يعتبر موضوع تعظيم قيمة الشركة من بين الميادين الرئيسية في مالية المؤسسة، حيث تسعى الإدارة العليا إلى إستغلال الموارد بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة وقيمة المساهمين، وذلك بالبحث عن أفضل الإستراتيجيات التي يمكن إستخدامها في إدارة عملية خلق القيمة، وإيجاد طرق لربط موارد الشركة وأدائها ببعضها البعض، وهذا كله لمعرفة محركات وأدوات خلق القيمة من خلال انتقاء مجموعة من الأدوات التي تسعى لتحقيق هدف الشركة في خلق القيمة. إنطلاقاً مما سبق سنحاول التطرق إلى مجموعة من المحددات المساعدة في خلق قيمة للشركة والوقوف على مدى قوة تأثيرها عليها، وهو ما من شأنه أن يساعد المدراء الماليين بالدرجة الأولى في كشف وضعية الشركة على عدة مستويات، الأمر الذي يترتب عنه الرشادة في إتخاذ القرارات السليمة.

➤ **الإشكالية:** يمكن طرح الإشكالية التالية:

- ما هي أهم محددات خلق القيمة في الشركات القطاع الصناعي في بورصة عمان خلال

الفترة 2020/2013؟

# مقدمة

## ➤ أسئلة فرعية:

### ■ محددات استراتيجية

- ما مدى تأثير معدل نمو الإستثمارات الثابتة على خلق القيمة؟
- ما مدى تأثير المردودية الاقتصادية على خلق القيمة في بورصة عمان؟

### ■ محددات مالية

- ما مدى تأثير الرفع المالي على خلق القيمة في بورصة عمان؟
- ما مدى تأثير حصة السهم الواحد من الأرباح على خلق القيمة في بورصة عمان؟

### ■ محددات متعلقة بالحوكمة

- ما مدى تأثير العائد على حقوق المساهمين على خلق القيمة في بورصة عمان؟

## ➤ فرضيات الدراسة:

### ■ محددات استراتيجية

- توجد علاقة طردية بين المردودية الاقتصادية وخلق القيمة من خلال توليد الفوائض إنطلاقاً من مختلف أنشطتها و تحديد نشاط الشركة الإستغلالي الذي يعرف بخلق القيمة.
- توجد علاقة طردية بين معدل الإستثمارات الثابتة وخلق القيمة.

### ■ محددات مالية

- توجد علاقة طردية بين الرفع المالي وخلق القيمة من خلال تطلعات المساهمين قصيرة المدى.
- توجد علاقة طردية بين حصة السهم الواحد من الأرباح و خلق القيمة من خلال معرفة ماتستطيع الشركة تقديمه لمساهميها.

### ■ محددات متعلقة بالحوكمة

- توجد علاقة طردية بين العائد على حقوق المساهمين وخلق القيمة من خلال تعظيم قيمة أموال المساهمين (حقوق الملكية).

## ➤ هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى إبراز أهم المحددات والمؤشرات في عملية خلق القيمة، إنطلاقاً من آليات محددة لإنتقاء أحسن آلية لخلق القيمة وإختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة.



# مقدمة

## ➤ أهمية الدراسة:

تحتل عملية خلق القيمة بقدر من الإهتمام يظهر من خلال مجموعة من الدراسات والأبحاث، كما أصبحت أهم التحديات التي تواجه الشركات من خلال جميع الأبعاد سواء الاقتصادية أو الإستراتيجية أو المالية، ذلك لأهمية مؤشر قيمة الشركات التي تخلق القيمة في إتخاذ القرارات الإستراتيجية للشركة، من هنا نسلط الضوء على خلق القيمة في بورصة عمان.

## ➤ حدود الدراسة:

- الإطار المكاني: شركات القطاع الصناعي في بورصة عمان
- الإطار الزمني: سيتم إجراء هذه الدراسة خلال (2020/2013)

## ➤ أدوات الدراسة:

يتم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للوصول إلى الإجابة عن الإشكالية وإختبار صحة الفرضيات، حيث تم الإعتماد في هذا المنهج على عرض الأسس النظرية المتعلقة بالموضوع من خلال المراجع المختلفة، بالإضافة إلى إستخدام منهج دراسة حالة في الفصل الثاني.

## ➤ هيكل البحث:

تم التطرق الى فصلين من جانبي البحث حيث:

- الفصل الأول: سيتم التطرق الى الإطار النظري والمفاهيمي لخلق القيمة كما تم تقسيمه إلى مبحثين:

1. مدخل معرفي لمحددات خلق القيمة

2. الدراسات السابقة.

- الفصل الثاني: قد خصص للدراسة التطبيقية على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان القطاع

الصناعي للفترة الممتدة (2020/2013)، حيث تم تقديم مبحثين:

1. الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

2. عرض ومناقشة النتائج الدراسة المتوصل إليها

# الفصل الأول

الدراسة النظرية لمحددات

خلق القيمة

## تمهيد:

يهدف هذا الفصل إلى الخوض في أهم مفاهيم خلق القيمة في القطاع الصناعي، حيث تدرك المنظمات أنه من خلال خلق القيمة يمكن أن تعود بالنفع على المجتمع وتعزيز قدرتها التنافسية في نفس الوقت بين جميع قطاع الصناعة، وفي الأخير توجه نحو العديد من التغيرات والتطورات والإصلاحات في عملية خلق القيمة.

تم تقسمه إلى مبحثين:

- ✓ المبحث الأول: يحاول ان يقدم أهم التعاريف والنظريات بالإضافة الى أهمية خلق القيمة ويعرض كل من عمليات النمو والركائز المالية لخلق القيمة
- ✓ المبحث الثاني: يقدم الدراسات السابقة

## المبحث الأول: مدخل معرفي لمحددات خلق القيمة

إن عملية خلق القيمة هي الهدف الإستراتيجي و المالي الأول للشركات الإقتصادية، حيث يتطلب لتحقيق هذا الهدف مجموعة من الميكانيزمات، سوف نقدم فيمايلي الإطار النظري والمفاهيمي لعملية خلق القيمة على مستوى الشركات الإقتصادية.

## المطلب الأول: مدخل إلى خلق القيمة

إهتم الاقتصاديون الأوائل والدارسون مفهوم القيمة بمعدل الفائدة على التدفقات النقدية وكذا الدراسات المعروفة ليفشر (1907-1930) وويليامز(1938) اللذان عرضا مفهوم مالي للقيمة "يجمع بين سعر الأصل أو ثمنه والدخل المحتمل الحصول عليه" فالفكر الأكاديمي الأكثر حداثة الأقرب إلى مفهوم خلق القيمة كان الأهتمام به بارزاً في أعمال كل من هيكس و مجليف(1984)، رابابورت(1986)، كوبلانكو كولار و مارين(1990-1992)، ستوارت(1991) و فلتام وهولسن(1995)، حيث برز موضوع خلق القيمة في التسعينيات وأصبح بمثابة مسار إستراتيجي لعدد كبير من المنشآت الإقتصادية، ونعني به خلق قيمة للمساهم كما أن ظهور المصطلح كان بسببين هما الحاجة إلى الأموال والمنافسة و بروز المساهم.<sup>1</sup> ومنه نتطرق إلى فرضيات خلق القيمة:<sup>2</sup>

فرضية وجود هيكل مالي أمثل: حيث نجد أن ميلر ومودفلياني شرحا "أن قيمة الشركة لا علاقة له بوجود هيكل مالي أمثل" لكن في سنة 1963 عاد الاقتصاديان وأثبتا صحة الفرضية بقولهم أن قيمة الشركة تزداد مع كل زيادة في الأموال المقترضة وفي سنة 1958 تم الإشارة إلى أن الإستثمارات هي أصل وجوهر القيمة في الشركة و أكدها يليامز و فيشر حيث بينا أن المفهوم المالي للقيمة يجمع بين سعر الأصل و الدخل المحتمل الحصول عليه في المستقبل رفقتهم في سنة 1972 أن علاقة المخاطر المتوقعة مقابل عائد المحفظة المالية إذ اثبتت هذه الدراسة وجود علاقة خطية طردية بين العائد المتوقع والمخاطر التي يمكن وقوعها.

فرضية كفاءة سوق رأس المال: جاءت لمعرفة هل يوجد سوق رأس مال كفاء أو لا، بعد التجربة التي تم القيام بها وجد أن العائد المتوسط للمحفظة المالية للشركات الأولى أكبر من العائد المتوسط للمحفظة المالية للشركات الثانية ب 6% وذلك لمقارنة شركات تقوم بالدعاية ونشر معلومات مشجعة و أسهم لشركات ذات سمعة سيئة وهذه الدراسة جاءت على تساؤل طرحه تايلور و بوندت (1985)، هل يوجد سوق للأسهم؟ مع ربطها بسلوك الفردي والسليبي بالإضافة الى المعلومات التي ترد عليه.

❖ يختلف مفهوم القيمة عن مفهوم السعر فالقيمة هي نتيجة التحليل والتقييم، أما السعر فهو ناتج عن السيرورة والتفاعل بين آليات الطلب والعرض حيث قيل (السعر هو ماتدفعه بينما القيمة هي ماتحصل عليه).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> السعيد بركة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية "مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة(الجزائر)، 2009، ص6.

<sup>2</sup> معاليم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA" دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل-بسكرة"، مجلة العلوم الإنسانية والإجتماعية، الجزائر، 2017، ص401-402.

<sup>3</sup> رجم نصيب، لمياء عماني، سمية بن علي، تقييم المؤسسات، دروس وتطبيقات محلولة، دار الجزائرية، الطبعة الاولى، سنة 2018، ص27.

## الفرع الأول: تعريف خلق القيمة

هي قيمة حقوق المساهمين وهم المالكون القانونيون للشركة الذين يقومون بتوريد أموال رأس المال الدائم وفي حالة التصفية يكون لهم فقط القيمة المتبقية من أصول وأرباح الشركة بعد دفع جميع حقوق الأطراف الأخرى حيث يتحمل المساهمون خطراً غير محدد والدائنون هم الأطراف الأخرى لتوريد النقد للشركة حيث يتحملون خطر محدد مقابل عائد محدد،<sup>1</sup> وهي قدرة الشركة على تمويل احتياجاتها المالية وقدرتها على خلق فوائض في القيمة ذلك لأن الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبطة بمدى تحول تلك الإمكانيات المالية إلى إيرادات مالية، تكون في الأخير ثروة للشركة، وذلك بعد خصم مختلف التكاليف سواء تلك المتعلقة بالاستغلال، أو المتعلقة بتكلفة التمويل.<sup>2</sup>

يمكن خلق القيمة للمساهم عندما تحقق الإدارة تفوق تكاليف الحصول على هذه المداخيل، ومصدرها: أجور الموظفين؛ تكاليف الإستغلال؛ والإستثمارات المادية، الإنخفاض في قيمة الأصول، الضرائب، إنخفاض تكلفة الفرصة البديلة.<sup>3</sup> هي مجموعة الأصول المعرفية التي تحقق قيمة للمنشأة بخلاف القيم المادية خلال سلسلة القيمة المرتبط بها، وتعكس الإمكانيات البشرية والداخلية والخارجية، وتساهم في تدعيم القدرة التنافسية للمنشأة في الأجل الطويل.<sup>4</sup>

**خلق القيمة من المنظور المالي و المحاسبي:** من وجهة نظر مالية، هدف الشركة هو خلق قيمة، أي أن تكون قادرة على القيام بإستثمارات يكون معدل عائدها أعلى من "معدل العائد المطلوب"<sup>5</sup> مع الأخذ في الاعتبار المخاطر، وهي قيمة الشركة من وجهة نظر الأسواق المالية كما أنها قيمة أساسية تمثل مرجعا لتحديد وقياس المخاطر عند الاستحواذ على الشركة.

**خلق القيمة من المنظور الإقتصادي:** إن القيمة كمفهوم هي موضوع متشعب كونها نسبة في مكان وزمان، وتعود جذور مدخل القيمة إلى النظرية الوحدوية التي تهتم بكيفية توفيق الموارد المتاحة داخل الشركة من أجل إستعمالاتها المتعددة بالتركيز على مفهوم الندرة، فالنظريات الاقتصادية عبر فترات اختلفت في مفهوم خلق القيمة بشكل دقيق فقد تحدد بالعرض أو الطلب أو المنفعة، حيث قدم Williams B J 1938 مفهوم للقيمة من منظور اقتصادي، هي كل أصل مادي أو مالي محددة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن أصل معين،<sup>6</sup> وهي القيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية المتاحة المحينة بمعدل تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> ميلان كوبر، الإستشارات الإدارية، مكتب العمل الدولي جنيف، دار النشر شركة أبوغزاله، الطبعة الرابعة، سنة 2015، ص 295.

<sup>2</sup> أمال لعقون، امان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة بإستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف (الجزائر)، سنة 2021، ص 238.

<sup>3</sup> هشام بحري، مقاييس، الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم بين النظري والتطبيقي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قسنطينة 2، 2012، ص 13.

<sup>4</sup> فائزة إبراهيم محمود الغبان، رؤى تصورية قياس رأس المال المعرفي المعيارية ومحددات الافصاح عنها لخلق المنافسة المستدامة في ظل الاقتصاد المعرفي، مجلة دراسات محاسبية ومالية (JAFS)، المجلد الثالث عشر، العدد 44، الفصل الثالث، 2018، ص 144.

<sup>5</sup> زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 1998، ص 316.

<sup>6</sup> لمياء عماني، سلمى كيجلي، خلق القيمة وأقتصاد الأصول غير المادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2017، ص 320.

## الفرع الثاني: أهم النظريات المفسرة لخلق القيمة

خلق القيمة من منظور نظرية الوكالة: تنص على أن فكرة خلق القيمة تقوم على النهج التعاقدية، حيث يتم تكليف المديرين من طرف المساهمين لإدارة رأس المال المستثمر بهدف خلق القيمة أي تعظيم الثروة في الأجل القصير وطويل لصالح المساهمين، ويتحقق هذا الهدف عندما تكون ربحية الشركة أعلى من معدل العائد المطلوب على رأس المال، وبالتالي يكون هنالك خلق للقيمة في حال كان العائد على الأصول الاقتصادية (العائد على رأس المال المستثمر) أعلى من تكلفة التمويل أي تكلفة الديون والأموال الخاصة.<sup>1</sup>

خلق القيمة من منظور نظرية الإشارة: من خلال أسم الإشارة المستمدة من فعل أشار ومنه نجد أن هناك فكرتان رئيسيتين تعتمد عليهما النظرية وهي "أن نفس المعلومة لا يمتلكها كل الأطراف، حيث يمكن أن يتوفر المسيرين على معلومات ليست بحوزة المستثمرين" و "أن المعلومات متوفرة عند كل الأطراف، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة"، ومنه فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيريون لا تتوقف في حد أنها قرارات صحيحة فقط بل لا بد أن يعمل هؤلاء المسيرين على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة وفي فائدة الشركة ومن ثم في فائدة المستثمرين، كما أن الهيكل التمويلي وتوزيعات الأرباح يعتبر من أهم المحددات لقيمة المنشأة التي تتم دراستها بحذر كبير في النظريات المالية وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيه إتخاذ القرارات لمختلف الأعوان.<sup>2</sup>

خلق القيمة من منظور الخيارات الحقيقية: يعتبر تحديد القيمة السوقية العادلة لأصل معين (مادية أو مالي أو "معنوي" غير ملموس) صعبا للغاية لما يكتنف الظروف الاقتصادية من حالات الاضراب وعدم اليقين، ولعل من أفضل المداخل المستخدمة لتقدير القيمة العادلة (الخيارات الحقيقية)، وأن ظهور ما يعرف بأسواق المشتقات المالية في العقد السابع من القرن العشرين والتي تتكون من الخيارات المالية والمستقبليات، وبظهور نموذج بلاك شولز لتسعير عقود الخيارات الذي مكنا نفس النموذج من استخدام تسعير الأصول ذات الطبيعة غير المالية، كالأصول الحقيقية والأصول المعنوية "الغير الملموسة"، وهكذا لخصائصه الفريدة، تجاوز نموذج التسعير الخيارات (بلاك وشولز) الكثير من الأساليب المستخدمة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية، ومنه ظهرت فكرة الخيارات الحقيقية ومنه هي إمتداد لنظرية تسعير الخيارات المالية، إذاً الخيار الحقيقي خيار مرتبط أو مستند لأصول غير مالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> توفيق حماني، أثر مؤشرات خلق القيمة على تسعير الأسهم، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2018، ص5.

<sup>2</sup> شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد10، 2010، ص144-145.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندور، الخيارات الحقيقية ودورها في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد3، 2015، ص58.



## الفرع الثالث: أهمية خلق القيمة

ترتكز النظرية المالية الحديثة على أن هدف الشركة الإقتصادية هو تعظيم قيمتها لفائدة المساهمين (الملاك) أو أصحاب المصالح ككل، و إنطلاقاً من تعريف الشركة<sup>1</sup> هي توافق تنظيمي تهدف في النهاية إلى خلق القيمة وباعتبارها مجموعة من العقود التي تربط مختلف أصحاب المصالح (مديرين، مساهمين، دائنين،....) أين يكون التنسيق بينهم مهم لعمل الشركة، الشكل القانوني للشركة هي أداة تسمح بتعاون هؤلاء الأعوان ذو الأهداف المختلفة.

أن الشركة الاستثمار، والقرارات فيها تتخذ بالشكل الذي يعظم خلق القيمة، يفترض هذا الهدف أن الامكانيات المتاحة (الموارد) التي تسمح بتحقيق الاستثمار تؤدي في النهاية على الحصول على فائض مقارنة ببديل كان من الممكن أن يتسم فيه موفرو الأموال، بالإضافة إلى أنه يجب أن يكون هذا الفائض أكبر من الذي يفترض الحصول عليه لو تم وضع إدارات موفري الأموال في السوق المالي، مع تحمل نفس درجة المخاطرة.

خلق القيمة يأتي من الميزة التنافسية، وهو وسيلة لتمويل وضمان الإستدامة، وخلق القيمة المضافة بالتأكد، لكن لمن؟ تناقضت الآراء حولها فهناك من يرى أن خلق القيمة موجود في الربح أو عائد الملاك (قسمة حقوق الملاك أو القيمة التساهمية)، في المقابل هنالك من يرى أن خلق القيمة المضافة يتم الإستفادة منها من طرف أصحاب المصلحة (القيمة التشاركية)، ومنه إستخدام خلق القيمة الإجمالية كمكافأة المساهمات المقدمة من مختلف أصحاب المصلحة.<sup>1</sup>

## ➤ أولاً: القيمة المقدمة للمساهم

خلق القيمة للمساهم عندما تتجاوز عوائد المساهمين تكلفة الأسهم (العائد على حقوق الملكية)،<sup>2</sup> كما أنها كذلك مجموعة من العلاقات بين المديرين التنفيذيين للشركات المدرجة في البورصة ومجالس الإدارة والبورصات التي توظف المساهمين،<sup>3</sup> إضافة لذلك مساهمة التكنولوجيا في خلق القيمة على المستوى الكلي والقطاعي.<sup>4</sup>

تسعى الشركة في إطار خلق القيمة إلى تعظيم أرباح المساهمين الذين استثمروا أموالهم فيها، و بتالي فإن القيمة في نظرهم هي العلاقة الطردية مع نواتج أسهمهم.

كما أدت العولمة المالية إلى تعميم معيار القيمة للمساهم كنموذج لتقييم الأداء الإقتصادي للشركة، حيث تم تعريف خلق القيمة للمساهم من قبل "Black. A Bachman. J Wright. P" على أنها القيمة الإقتصادية للشركة بعد تخفيض ديونها،<sup>5</sup> الشكل (01) يوضح ذلك:

<sup>1</sup> Cappelliti, I-khouatra, **la mesure de la création de valeur organisationnelle**, overts hall, 2011, p07.

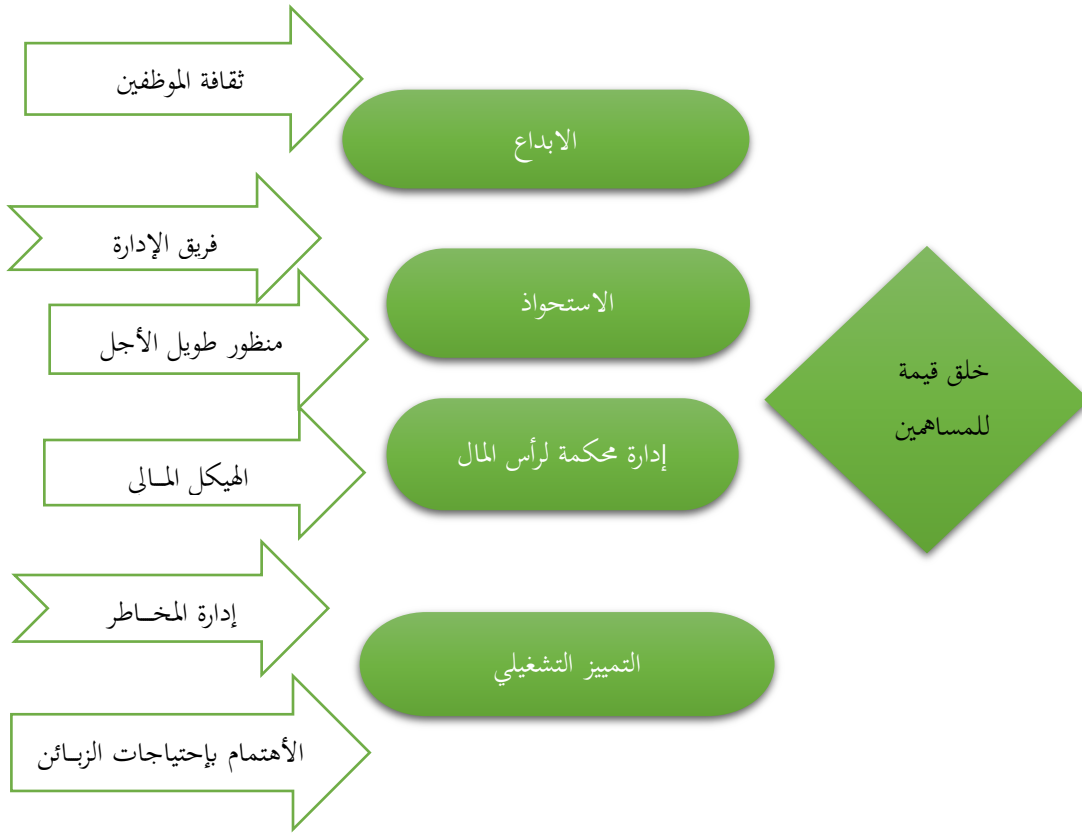
<sup>2</sup> Pablo Fernandez, Alvaro Villanueva, **shareholder value creation in Europe EUROSTOXX50**, workingpaper, 2004, P01.

<sup>3</sup> Fligstein Neil, **Le mythe du marché**, In, Actes de la recherche en sciences sociales. Vol:139, L'exception américaine, 2001, p04.

<sup>4</sup> موسي سهام، داسي وهيبية، مساهمة انترنت الأشياء في خلق القيمة، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، 2020، ص528.

<sup>5</sup> Black A. Wright P. Bachman J. **"Gestion de la valeur actionnariale"**, Dunod, Paris, 1999, p14 .

## الشكل (01): محددات خلق القيمة للمساهمين



Source: Howard E. Johnson, **Stratégies de création de valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance**, p5.

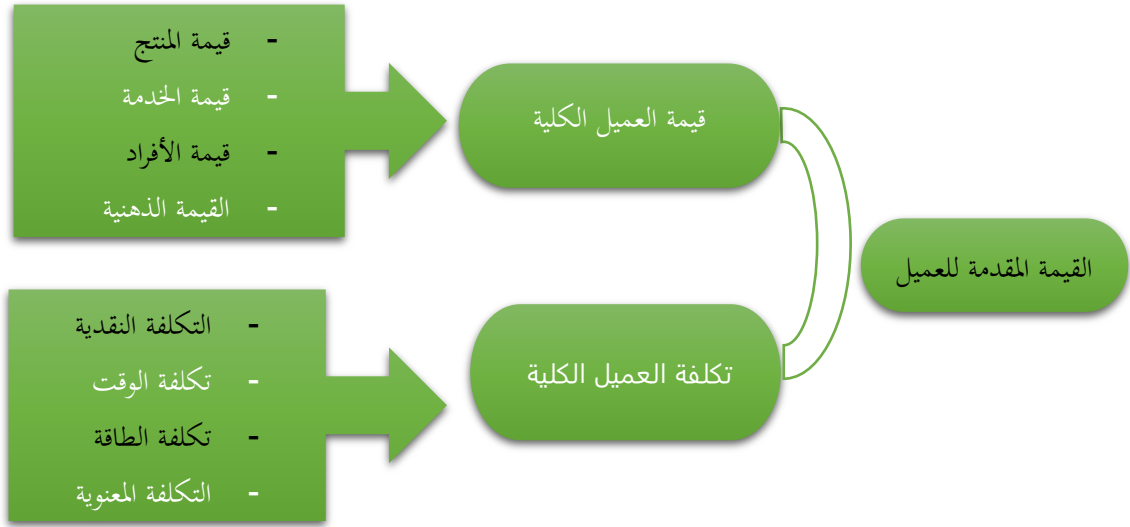
➤ **ثانيا : القيمة المقدمة للعميل وعقدة القيمة و الميزة التنافسية**✚ **القيمة المقدمة للعميل**

عرفها Philippe KOTLER هي الفرق بين قيمة العملاء الكلية والكلفة الكلية حيث تكلفة العميل الكلية هي "ما يحصل عليها العميل نتيجة عملية التبادل مقابل السعر الذي يدفعه فهي تمثل إجمالي النفعة مطروح منها الكلفة التي يتحملها العميل عند إتخاذ قرار الشراء"<sup>1</sup>، كما يحدد العميل القيمة من خلال جودة المنتجات والخدمات التي تقدمها الشركة ومدى ارتباطها بأقل سعر وأقل أجال للتسليم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الطائي يوسف حجيم سلطان، العبادي هاشم فوزي دباس، إدارة علاقة الزبون، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص293.

<sup>2</sup> بوديسة محمد، عشوي نصر الدين، رأس المال البشري و إشكالية خلق القيمة في المؤسسة مقارنة فكرية، مجلة البشائر الاقتصادية، 2018، ص 93.

شكل (02): مخطط القيمة المقدمة للعميل



المصدر: حمودي أحمد، زيدان محمد، فاعلية القيمة المدركة في تحقيق ولاء العميل في سوق خدمة الهاتف النقال، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد 15، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2016، ص 53.

الشكل رقم (02) يوضح قيمة العميل الكلية التي تشمل حسب Freedman سنة 1994 إضافة إلى المردودية المساهمين، يجب أن تأخذ أهمية باقي الأطراف فالميزة التي تكتسبها خلق القيمة للمساهم في المدى الطويل لا يعني تجاهل أهداف الأطراف الأخرى،<sup>1</sup> حيث تتطلب خلق القيمة للمساهمين أن يكون للشركة أكبر عدد من العملاء راضين عن المنتجات المقدمة من طرف عمال الشركة.

#### ✚ عقدة القيمة و الميزة التنافسية:

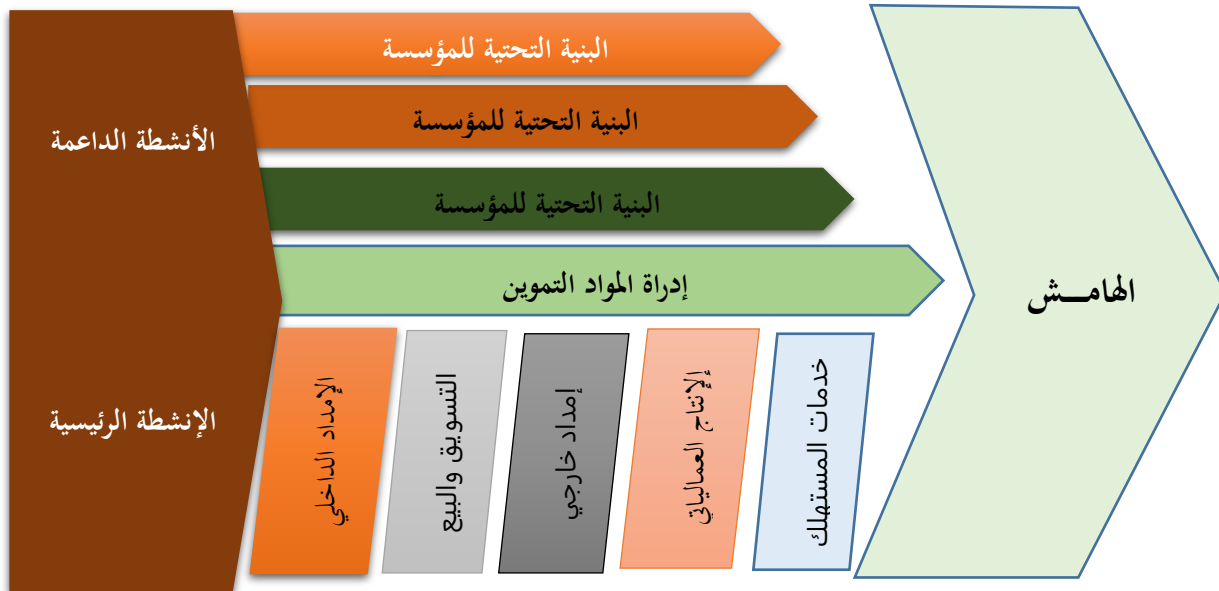
القيمة التنافسية والإستراتيجية: هي نتيجة لعلاقات الشركة مع بيئتها وخلق القيمة هنا يتم من خلال اختيار وتركيب الأنشطة بهدف خلق ميزة تنافسية، واقترح بورتر استخدام مفهوم القيمة أو سلسلة النشاطات للحصول على ميزة تنافسية،<sup>2</sup> تتعلق القيمة التنافسية بعلاقة الشركة مع بيئتها، وخلق القيمة يكون نتيجة للإختيارات ومزيج الأنشطة الشركة بغرض خلق قيمة، هنا الشركة تخلق قيمة من خلال خبرتها ودرايتها لذلك لديها مصلحة لتقييم كل عنصر في حلقة القيمة من أجل تعزيز مزاياها. جاء Michel Porter في كتابه حول الميزة التنافسية أن "القيمة التي يكون باستطاعة الشركة أن تخلقها لزبائنهم من خلال توفير أسعار أقل من منافسيها أو تقديم منافع أو خدمات مميزة في المنتج كتعويض للزيادة المفروضة في الأسعار"، ولكي تحقق الشركات نجاحها التنافسي ينبغي عليها أن تملك ميزة تنافسية إما في شكل نفقات أقل أو في صورة تقديم منتجات مميزة مع

<sup>1</sup> Ehbar A. **EVA: economic Value Added**, éd Village Mondile, Paris, 2000, P9.

<sup>2</sup> بوليمة مرمي، البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2012/2011، ص6.

قدرتها على الإحتفاظ بهذه المزايا على المدى الطويل،<sup>1</sup> كما يوضح الشكل (03):

### الشكل (03): سلسلة القيمة لمايكل بورتر



المصدر: الوليد هلاي، الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية ودورها في خلق القيمة، أطروحة ماجستير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009، ص76.

- ❖ **الأنشطة الرئيسية:** هي الأنشطة التي لها علاقة بتصميم وخلق وتسليم المنتج بالإضافة إلى تسويقه ودعمه وتوفير خدمات ما بعد البيع، وبذلك تضم كل من الإمدادات الداخلية والخارجية، العمليات، التسويق والمبيعات، خدمات المستهلك.<sup>2</sup>
- ❖ **أنشطة الدعم:** تزود الأنشطة الأولية في سلسلة القيمة بالمدخلات الأزمة التي تسمح لها بالتحقق والحدوث، وهي: البنية الأساسية للشركة، إدارة الموارد البشرية البحث والتطوير، الشراء (إدارة المواد)،<sup>3</sup> ومن ثم تأتي عملية شراء المواد الأولية واللوازم التي تدخل في ممارسة الأنشطة الأولية، وهذه الأنشطة تنجز في أقسام متخصصة، بعضها مختص في التوريد وتوظيف الأفراد أما البنية التحتية فهي تغطي التكاليف الإدارية، تكاليف التخطيط، تكاليف قسم المالية والمحاسبة، التكاليف القانونية.<sup>4</sup> على هذا الأساس فإن سلسلة القيمة للشركة في الإقتصاد الصناعي تنطوي ضمن نظام أكبر هو نظام القيمة الذي يتضمن كل من حلقة القيمة للموردين، حلقة القيمة للشركة، حلقة القيمة لقناة التوزيع والعملاء.

<sup>1</sup> أحمد بن الدين، المناولة الصناعية كاستراتيجية لتحقيق الميزة التنافسية في المؤسسات الصناعية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص41.

<sup>2</sup> أحمد بن الدين، مرجع سبق ذكره، ص27.

<sup>3</sup> الوليد هلاي، الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية ودورها في خلق القيمة، أطروحة ماجستير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009، ص77.

<sup>4</sup> ضيف الله داود، حزة علي ناصر الرضي، دور الميزج الترويجي في خلق قيمة للعميل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف "المسيلة"، مذكرة ماستر، 2018، ص28.

## المطلب الثاني: استراتيجيات ومحددات خلق القيمة

إذا أخذنا بعين الاعتبار "خماسي القيمة" أو نموذج استراتيجية القيمة" المقترح من قبل Mckinsey والذي يشير إلى أن للشركة قيمتين قيمتها الحالية وقيمتها بعد إعادة الهيكلة حيث يمكننا التركيز في المدى القصير على القيمة ذات الطبيعة المالية من خلال الاعتماد على الركائز المالية لخلق القيمة والتي غالباً لا تؤثر بشكل مباشر على عمليات الاستغلال (خماسي القيمة)، في المدى المتوسط والطويل يتم الاهتمام وتركيز الجهود على خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية و الاستراتيجية ويتم الأخذ بعين الاعتبار للأصول غير المادية مادام السوق قد ثمن على المدى القصير الأصول المادية والمعنوية والمالية المسجلة محاسبياً.<sup>1</sup>

## الفرع الأول: عمليات النمو لخلق القيمة

يرجع أصل المصطلحين النمو الداخلي والنمو الخارجي إلى الباحثين الأمريكيين الذين استخدموا في أبحاثهم كل من النمو الداخلي Internal growth و النمو الخارجي External growth للتعبير عن عدة مظاهر مختلفة في الإقتصاد وإدارة الأعمال، إختلف المفهوم من باحث إلى آخر حسب الآتي:<sup>2</sup>

❖ تم إستخدامه للتعبير عن مصادر تمويل النمو في النشاط، فيقترن حينها النمو الداخلي بمصادر التمويل الداخلي والنمو الخارجي بمصدر التمويل الخارجي.

❖ إستخدامه للتعبير عن منابع رقم الأعمال فيعتبر مصطلح النمو الخارجي عن الارتفاع في رقم الأعمال المحقق في الخارج (نمو الصادرات) ويعتبر النمو الداخلي عن الارتفاع في رقم الأعمال الذي تحققه الشركة في منشأها الأصلي.

**إستراتيجية النمو الداخلي:** يعتمد النمو الداخلي على الاستثمارات الداخلية وتطوير القدرات الإنتاجية للشركة دون اللجوء إلى التحالف مع منظمات أخرى ويتم بفتح ورشات إنتاج إضافية لدعم النشاط الحالي أو إنشاء وحدات أخرى تهتم بتنظيم أنشطة جديدة،<sup>3</sup> و يسمى النمو الداخلي بالنمو العضوي وتم تعريفه كالتالي:

- "هو خيار إستراتيجي لنمو الشركة، بالإعتماد على مواردها الخاصة "إبداع في منتجات جديدة، توسع في موقع المنتج، فتح فرع تجاري"<sup>4</sup>؛

- يحدث النمو الداخلي في الشركة نتيجة للتفاعلات التي تحصل بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية والتي هي بمثابة مؤشرات فنية تمثل المراكز الحساسة للنمو فيكشف تحليل تلك المتغيرات عن مختلف السلوكيات الاقتصادية والمالية التي تنتجها الشركات لتسجيل مختلف معدلات النمو.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المياء عماني، سمية بن علي، الخيارات الحقيقية "خلق القيمة والمرونة"، مجلة إضافات اقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر، العدد2، 2018، ص194.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، محاولة ضبط مفهومي النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة كمنطق للمفاضلة بينهما، مجلة الباحث، 2008، ص2.

<sup>3</sup> كحيحة أكرام، دور إستراتيجية النمو الداخلي كخيار في تحسين أداء المؤسسة من منظور بطاقة الأداء المتوازن، قسم علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، علوم التسيير، بسكرة، ص53.

<sup>4</sup> عبد الوهاب بلمهدي، عادل لعجالي، إستراتيجية نمو المؤسسة الاقتصادية "أشكال الواقع والتقييم"، وحدة بحث تنمية الموارد البشرية، جامعة سطيف، ص24.

<sup>5</sup> عبد الوهاب دادن، سلوك المؤسسات البترولية في تمويل نموها الداخلي، دراسة مقارنة بين المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) والمؤسسة الوطنية للتقريب (ENAFOR)، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي، جامعة ورقلة، الجزائر، ص100.

- إمكانية تحليل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية والمالية التي تكون تحت سيطرة ومراقبة الشركة، بإبراز الميكانيزمات المتحركة في النمو الداخلي لها.<sup>1</sup>

**إستراتيجية النمو الخارجي:** هو حيازة الشركة لإجمالي أو جزء من الموارد الداخلية المرتبطة فيما بينها على شكل وحدة اقتصادية والتي لها قدرة على إنتاج السلع وخدمات وذلك باللجوء إلى عملية الاندماج، الابتلاع، المساهمة مع السيطرة، كما نشير أن الشركة تتمكن من الإستفادة من الموارد الخارجية التي تم حيازتها عن طريق مجموعة من العمليات، لأن التموقع الجديد يسمح لها بإستخدام الموارد الطبيعية، العمومية المتوفرة في محيط الشركة المستهدفة.<sup>2</sup>

- حسب R PATUREL تم تعريف النمو الخارجي على أنه عمليات الحيازة المباشرة، الجزئية أو الكلية، لشركة أو فرع عن طريق الإبتلاع، أو الحيازة الغير المباشرة عن طريق السيطرة على شركة أخرى بامتلاك الشركة لحصة هامة من رأس مالها يكفي لتولي السيطرة عليها وإدارتها أو السيطرة دون مساهمة مباشرة وذلك بوسيط مالي (الشركات القابضة، صناديق الإستثمار، الوكالات المالية.....)، أو بواسطة شركة أخرى تقع تحت سيطرة وإدارة الشركة، وذلك بواسطة مجموعة من عوامل الإنتاج المرتبطة فيما بينها بعلاقات تنظيمية داخلية ولها القدرة على الإنتاج و/أو تقديم خدمات والإستحواذ على الحصة السوقية.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: الركائز المالية لخلق القيمة

إن الركائز المالية لخلق القيمة تتمثل في الرفع المالي و الإستدانة، إعادة شراء الإسهام، إدارة المخاطر المالية كما إن تغيير المحاسبي يؤديان إلى خلق قيمة فائضة لصالح المساهمين، فيمكن إعتبار ذلك قيمة مالية غير قابلة للإستدانة وليست قيمة اقتصادية مستدامة، لأن تلك القرارات لن تؤدي إلى توليد تدفقات جديدة بل إلى تغيير شكل التدفقات النقدية، ومنه يمكن القول في أن خلق القيمة هو سيرورة نتائجها على المدى الطويل، فعلى المدى القصير هنالك ضغوط على المنافسين وأخرى من المساهمية.

البحث عن أو الحفاظ على خلق القيمة وليس هدم القيمة في

هذا الإطار من الحديث

➤ **أولاً: الرفع المالي و الإستدانة:** سبب زيادة الربحية المالية هو الزيادة في المديونية، بمعدل يقل عن معدل الربحية الإقتصادية، وتعرف الرافعة المالية على أنها نسبة أو درجة إستخدام الشركة لأموال الغير في سد احتياجاتها المالية بهدف الرفع من أرباحها

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، عبد الوهاب دادن، تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الإقتصادية كأسلوب لتقييم الأداء المالي، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005، ص520.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، محاولة ضبط مفهومي النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة كمنطق للمفاضلة بينهما، مرجع سابق، ص41.

<sup>3</sup> إيمان بوغرارة، محددات خلق القيمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرياح، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، مذكرة ماستر، 2018، ص 24-25.



التشغيلية قبل الفوائد والضرائب كما يحدث الرفع المالي كنتيجة لوجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في الفوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة حيث يقيس مدى التغير في الربح الصافي أو العائد المتاح للملاك جراء التغير الحاصل في النتيجة الاقتصادية وهذا في ظل بقاء العوامل الأخرى ثابتة، كما أن الشركة عندما تقوم بالإستدانة واستثمار الأموال المقترضة في المجال الصناعي والتجاري فإنها تحصل جراء من ذلك على نتيجة اقتصادية التي تكون من المفروض أعلى من التكاليف المالية للمديونية، ففي هذه الحالة تحقق الشركة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، الفائض يعود إلى الملاك ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة.

أما سياسة الإستدانة هي من الموارد المالية الضرورية حيث يتوقف حجم الإستدانة تبعاً لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الإقتراض والخطر المالي، وتكمن أهميتها في الدور الذي تلعبه في توفير الموارد الضرورية لإستمرار النشاط و عدم تمكن قدرة الشركة على التمويل الذاتي في إحداث النمو المطلوب في رأس المال، كما أنها متغير أساسي لتحقيق نمو الأصول الاقتصادية وبالخصوص الرفع من القدرات الإنتاجية.<sup>1</sup>

➤ **ثانياً: إعادة شراء الإسهام:** هي إحدى الركائز المالية لخلق القيمة، حيث ان تغيير المعالجة المحاسبية يؤديان إلى خلق فائض لصالح المساهمين، هي عملية تتشابه مع سياسة توزيع الأرباح، ذلك أن الشركة في العملية الأولى تعيد توزيع الأرباح الناتجة عن إرتفاع السعر،<sup>2</sup> وهو ما يكسب الشركة ميزة ضريبية أفضل، كما أن العملية تتم من خلال الأسواق المالية كآلية تعزل القرارات المالية غير الإعتيادية، فإن كانت عمليات توزيع الأرباح تدرج ضمن القرارات المالية الإعتيادية الذي يتحقق بتأثير الزمن، فإن عمليات إعادة شراء السهم تعتبر أداة لتسيير رأس مال الشركات.<sup>3</sup>

**إدارة المخاطر:** تعد إدارة المخاطر واحدة من ركائز خلق القيمة، وتعرف بأنها إمكانية حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه وهي عدم التأكد من التدفقات النقدية وينظر إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها،<sup>4</sup> كما أن الخطر هو حالة عدم اليقين المحيطة بالمشروع وتغير العوامل البيئية الداخلية والخارجية طيلة المدة يجعله يؤثر على التدفقات النقدية،<sup>5</sup> وشكل (05) يوضح ذلك:

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 250.

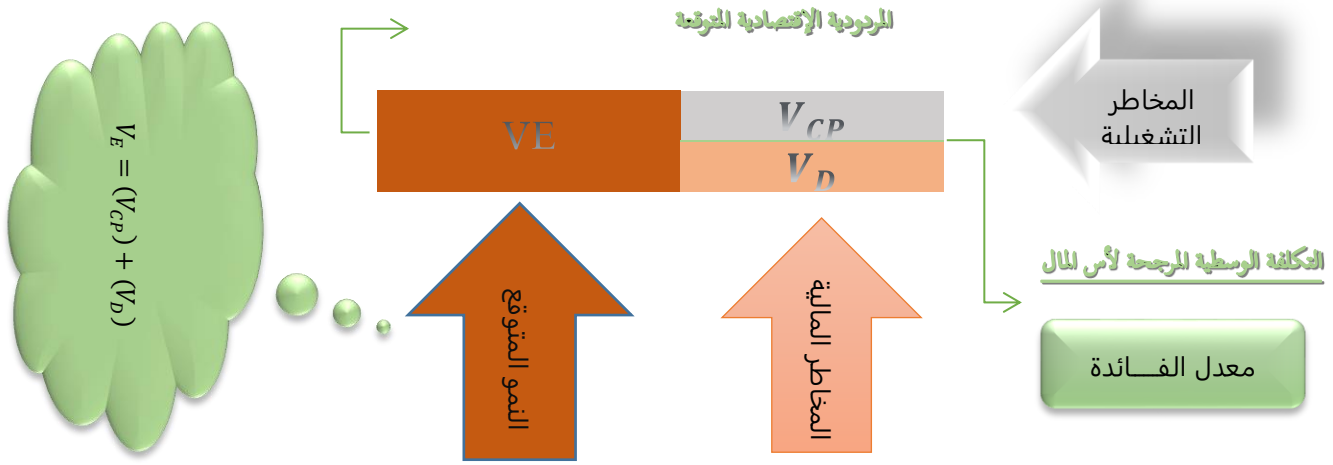
<sup>2</sup> عبيدي نعيمة، حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة "دراسة تحليلية من منظور المدخل الأنضباطي"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، بالجلفة، الجزائر، ص 375.

<sup>3</sup> شوقي بوقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010، ص 146.

<sup>4</sup> عيساوي سهام، مرغادلخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 2014، ص 152.

<sup>5</sup> لمياء عماني، سميرة بن علي، الخيارات الحقيقية "خلق القيمة والمرونة"، مرجع سابق، ص 199.

الشكل (04): محددات قيمة الشركة من وجهة نظر المخاطر



المصدر: نصيب رجم، لمياء عماني، سمية بن علي، تقييم المؤسسات، مرجع سابق، ص 25.

يعبر الشكل 4 عن محددات خلق القيمة في الشركة نجد من ناحية التدفقات النقدية المتوقعة بناء على معدلات المردودية الاقتصادية المحققة ومعدلات النمو، ومن جهة أخرى نجد التكلفة الممثلة في المعدل العائد المطلوب من طرف عارضي رأس المال تتم بأخذ بعين الإعتبار للمخاطر القائمة والمحتملة خاصة المخاطر التشغيلية والمخاطر المالية.<sup>1</sup>

#### ✓ المخاطر المالية:

هي الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات التغيرات المالية، كما أنها التذبذبات التي تصيب نتيجة الإستغلال بعد الضريبة، أي التذبذبات في العائد المتاح للمساهمين (حملة الأسهم العادية) بسبب إستخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة،<sup>2</sup> وتتمثل التصنيفات الحديثة للمخاطر المالية في نظرية التمويل للمخاطر المنتظمة والغير المنتظمة الذي يستعمل في تقييم الأصول المالية.<sup>3</sup>

#### ✓ المخاطر التشغيلية:

هي الخسارة المحتملة الناتجة عن عدم تنفيذ العمليات المصرفية بكفاءة وفعالية نتيجة مجموعة عوامل داخلية بسبب الأخطاء البشرية المهنية الناتجة عن عدم كفاءة أو أخطاء العمليات بسبب عدم الدقة أو الضعف تقنية المعلومات التي تؤدي إلى خسائر التشغيل، أو العوامل الخارجية نتيجة لكوارث طبيعية أو اختراق أنظمة البنوك و الاحتيال المالي والسرقة والسطو والجرائم الإلكترونية، ومخاطر السيولة والمخاطر السياسية كتغيير في سعر الصرف، مع حصر الأصول المادية والغير الملموسة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عماني لمياء، سمية بن علي، تقييم المؤسسات، مرجع سابق، ص 25.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل المعاصر، الطبعة 2، مدخل الكتب العربي الحديث، 2003، ص 262.

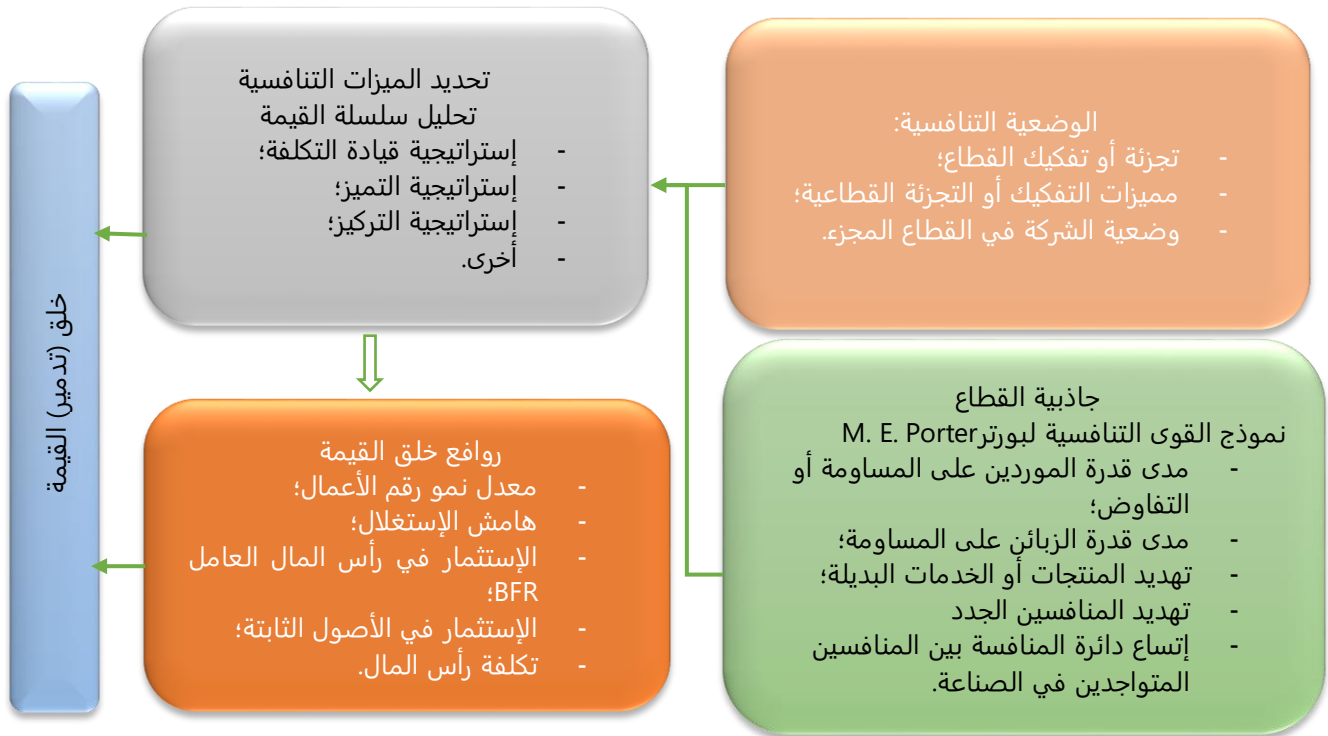
<sup>3</sup> حراق مصباح، إدارة المخاطر المالية في مؤسسة التأمين، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالوصوف ميلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أطروحة ماستر، 2021، ص 17.

<sup>4</sup> خالد محمد عثمان أحمد، إطار مقترح لقياس وتقييم مسببات المخاطر التشغيلية في البنوك وفقا لمتطلبات بازل، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 2018، ص 278.

الفرع الثالث: حوكمة الشركة لخلق القيمة

ولدت فكرة الحوكمة الشركة من أكثر من مدرسة فكرية، فلقد جاءت هذه الفكرة في علم الإدارة وعلم السياسة فمن الإدارة جاءت من مدرسة إدارة الجودة الشاملة حيث هي فلسفة الإدارة الحديثة خلال التسعينيات حيث أصبحت أسلوب حياة للمنظمات الاقتصادية خاصة الصناعية ومنهج المنافسة والبقاء في الأسواق، حيث أصبح السعي نحو ارضاء العملاء والتحسين المستمر للأداء والعمل كفريق يعد السمة الأساسية للعمل الإداري، ويرجع بشكل أساسي هذا التعريف الى تأثير القرارات الاستراتيجية على خلق القيمة حيث أن السياسة العامة للشركة محددة من طرف المديرين وتعظيم القيمة هي تحت مسؤولياتهم.<sup>1</sup>

الشكل(05): التحليل التنافسي وخلق القيمة



المصدر: عبيدي نعيمة، مرجع سابق، ص373.

أن الحوكمة تمكن من رفع الكفاءة الاقتصادية للشركة من خلال وضع أسس العلاقة بين مديري الشركة ومجلس الإدارة والمساهمين، كما انها تعمل على وضع الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله تحديد أهداف الشركة وسبل تحقيقها من خلال توفير الحوافز المناسبة لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية لكي يعملوا على تحقيق أهداف الشركة التي ترعى مصلحة المساهمين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طاسين عائشة، دحاج صحراوي حمودي، دور الميكانزمات الداخلية للحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة، دراسة عينة مؤسسات CAC40 للفترة 2014-2016، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد18، العدد2، مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة سطيف1، الجزائر، 2018، ص130-131.

<sup>2</sup> بن الزاوي عبد الرزاق، مسعودي جميلة، دور تطبيق مبادئ الحوكمة في تفعيل أبعاد المسؤولية الاجتماعية، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد12، جامعة خيضر بسكرة، 2017، ص166.

## المطلب الثالث: مقاييس تقييم خلق القيمة:

في بداية القرن التاسع عشر كان التركيز على مقاييس محاسبية تقليدية، "الربح المحاسبي والمردودية" ومع مرور الوقت تم ملاحظة أنها غير قادرة على قياس خلق القيمة للمساهمين، بسبب عدم أخذ بعين الإعتبار "تكلفة رأس المال" والإكتفاء بالتكاليف الداخلية فقط ولا تأخذ المخاطر بعين الإعتبار وسهولة التلاعب بهذه المؤشرات لإمكانية وجود بعض الأعباء ونتيجة في الأخير من الجدول "حساب النتائج أو التدفقات" ولا يمكن اكتشاف أي منها تم التلاعب بها إذا بسبب هذا دفع المسؤولين بالبحث عن أكثر مؤشرات نجاعة وكفاءة، من بين أهم مؤشرات قياس خلق القيمة مؤشري القيمة "الإقتصادية المضافة/السوقية المضافة" اللذان جمعاً كلياً من المفهوم النظري والعملي لخلق القيمة تنطبق لهما بشكل مفصل بالإضافة إلى مؤشرات أخرى تسعى لخلق القيمة.<sup>1</sup>

## الفرع الأول: المدخل المحاسبي

المدخل المحاسبي في تقييم أداء الشركة بمعيار خلق القيمة يعتمد على المردودية والربحية التي تعد أساسية في عملية التشخيص المالي وتحليل الاستراتيجية المالية وتقييم الأداء، حتى عندما يتم الاعتماد على المؤشرات ذات الطبيعة البورصية في تقييم الأداء تبقى المردودية ذات تأثير على طرق حساب تلك المؤشرات.<sup>2</sup>

## ➤ أولاً: الرافعة المالية:

بعيداً عن تضارب آراء الاقتصاديين والماليين فالمردودية تقيس مدى تحقيق مشروع المشتريات المتعلقة بأداء الأنشطة وهيكل التكلفة كما أنها تعبر عن حصيلة النتائج السياسية والقرارات التي إتخذها المشروع فيما يخص السيولة والوضع المالي.<sup>3</sup>

المردودية الاقتصادية (Re):

يعتبر من أهم المؤشرات خلق القيمة حيث يستخدم في تقييم الشركة ككل أو إختيار وتقييم المشروع المراد تمويله، ويتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال، فإذا كان هذا المؤشر أكبر من تكلفة التمويل فهناك خلق للقيمة، أما إذا كان العكس فنقول هناك هدر للقيمة، وتحسب كالاتي:<sup>4</sup>

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الإقتصادية

$$R_e\% = \frac{R_{EXP}(1 - IS)}{AE} = \frac{R_{EXP}(1 - IS)}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$

<sup>1</sup> عبد الباقي بضيف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، 2012، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، ص33.

<sup>2</sup> عماني لمياء، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية "التركيب المالي وإعادة الهيكلة"، الدار الجزائرية، الطبعة الأولى، ص125.

<sup>3</sup> صالح محمد الحناوي، أدوات تحليل والتخطيط في الإدارة، دار النهضة العربية، ص65.

<sup>4</sup> علي بن صب، سيدي أحمد عبادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد2، 2012، ص114.

ويمكن تشخيصها من خلال تجزئتها إلى:<sup>1</sup>  
 معدل الربحية: أي الهامش الاستغلالي أو الهامش التشغيلي بعد الضريبة (نتيجة الإستغلال بعد الضريبة/ رقم الأعمال) والذي يقيس معدل الهامش المحقق من قبل الشركة على مبيعاتها ويعد مؤشر لقياس الأداء الخارجي لكونه يتأثر بضغط المنافسة.  
 معدل دوران الأصل الإقتصادي: (رقم الأعمال/ الأصل الإقتصادي) والذي يقيس قدرة الشركة وكفاءتها في إستخدام الأصول ويمكن إعتباره مؤشر لقياس الأداء الداخلي يتوقف بشكل أساسي على الطريقة التي من خلالها تقوم الشركة باستغلال أصولها لتحقيق رقم الأعمال المستهدف.

✚ المردودية المالية (Rcp):

تعرف بأنها مردودية الأموال الخاصة بحيث تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة الشركة وتدخل في مكوناتها كافة عناصر والحركات المالية إذ أنها تعبر عن قدرة الشركة على توليد الأرباح عن طريق الأموال المقدمة من طرف المساهمين، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول الحسابات والأموال الخاصة من الميزانية، ويمكن حساب مردودية الأموال الخاصة كالآتي:<sup>2</sup>

مردودية الأموال الخاصة (Rcp) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

إن التسيير الجيد والفعال في إستخدام رأس المال يؤديان حتماً إلى إيجابية تتعلق بالفائض الإجمالي للاستغلال إن المردودية المالية للأموال الخاصة تتأثر مباشرة بالافتراض والاستدانة من الغير أي مديونية الشركة وقدرتها على تسديد دينها غير أن الفوائد تطرح من الضريبة المدفوعة من الأخذ بعين الإعتبار للتدفق النقدي.

➤ ثانياً: ربحية السهم ومضاعف السعر -الربحية

رغم أن مضاعف السعر - الربحية (per: Price Earnings Ratio) - يأخذ بمعطيات الأسواق المالية، إلا أنه يرتبط بقيمة السهم P - بربحيته (EPS: Earning Par Share/BPA) - أو حصته من الأرباح المحققة أو المتوقعة وفق القواعد المحاسبية المعمول بها "يمكن أن لا يستجيب المستثمرون الماليين كثيراً بهذا المؤشر لإمكانية التلاعب في الحسابات.<sup>3</sup>

$$PER = \frac{\text{السعر السهم}}{\text{ربحية السهم}} = \frac{P}{BPA}$$

ومنه نجد:

$$BPA = \frac{\text{الأرباح الصافية المحققة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

<sup>1</sup> عماني الميا، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق، ص126.

<sup>2</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان-الأردن، 2011، ص283.

<sup>3</sup> عماني الماء، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق، ص29.

## ➤ ثالثاً: العائد الإجمالي للسهم

إن معدل الإجمالي للمساهم TSR يحسب مردودية المساهم حيث يشتري السهم في بداية المدة، ثم يلمس التوزيعات، والتي يفترض غالباً أنه يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم جديدة، بالإضافة إلى أن المساهم يقدر محافظته للأوراق المالية في نهاية المدة، على أساس آخر سعر للسهم، ويتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقي مضافاً إليه توزيعات منسوبة إلى السعر، وهو

في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض وإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة، ويحسب كالتالي:<sup>1</sup>

$$TSR = \frac{(P_0 + D - P_1)}{P_0}$$

## الفرع الثاني: مدخل الاقتصادي

يركز هذا المدخل على الأداء المالي الداخلي لقياس القيمة، لتعظيم العائد على الاستثمار (المردودية/ الربحية) وتقليل معدل تكلفة رأس المال.

## ➤ أولاً: القيمة الاقتصادية المضافة

في عام 1989 قامت الشركة الأمريكية الاستشارية Stern Stewart & Co التي مقرها نيويورك، بالترويج لبديل عن الدخل المتبقي Residua Income (RI) تحت إختصار جديد للقيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) بإعتباره أداة لقياس الأداء وخلق القيمة، وأظهرت العديد من الدراسات محط إهتمام الكثير من الباحثين للقيمة الاقتصادية المضافة الذي يعكس قيمة الشركة وخلق القيمة للمساهمين، خاصة بعد تبني وتنفيذ نظام الإدارة على أساس القيمة،<sup>2</sup> تعتبر عملية خلق القيمة المضافة من أبرز المؤشرات الحديثة ولأكثرها حداثة و استخدام في جانب قياس القيمة وإعطاء تعبير واضح حول أدائها، إذ يقوم على الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، وتتغير الشركة بتغيره، حيث هو المقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض.<sup>3</sup>

يتجاوز الربح الاقتصادي أو القيمة الاقتصادية المضافة المفهوم المحاسبي للتكلفة حيث ينظر لمكافأة رأس المال أي مكافأة الأموال الخاصة على أنها قيد أو تكلفة، وبالتالي تحسب على أساس "الأموال الخاصة والديون"، تكون الشركة قادرة على خلق قيمة في مدة محددة عندما تتمكن من تحقيق مردودية اقتصادية AE بعد الضريبة على الأصل الاقتصادي تفوق تكلفة رأس المال

<sup>1</sup> عماني الميا، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق، ص 29.

<sup>2</sup> بلال عدنان مهنا، استخدام مقياس القيمة المضافة (EVA) لتفسير خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس المالية التقليدية، رسالة أعدت استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والمحاسبة، جامعة تشرين، 2017، ص 2-3.

<sup>3</sup> عابد عبد الله كشميري، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، المجلة العربية للنشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، جدة، 2020-2021، ص 209.



(الاموال الخاصة والديون الصافية)، تتفوق القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر اقتصادي لخلق القيمة على المردودية (العائد على رأس المال/العائد على حقوق الملكية) كمؤشر محاسبي بحت،<sup>1</sup> يأخذ بعين الإعتبار لتكلفة الفرصة البديلة من خلال معدل تكلفة رأس المال CMPC الذي يعبر عن المقدار الذي تدفعه الشركة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة كما يمكن النظر إليها على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون بإستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة،<sup>2</sup> كما أنها العائد المعياري المنتظر في الشركة "المتوقع/المطلوب" من قبل عارضي رأس المال، بالإضافة إلى درجة المخاطر وحجم الأصل الاقتصادي.

يعد تعريف Stern و Stewart الأقرب والادق حيث عرف القيمة الاقتصادية المضافة " مقياس لإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت والفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض،<sup>3</sup> ويتم حساب قيمة EVA بطريقة التالية:

طريقة الفرنكوفونية:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (R\% - \text{CMPC}) \text{CI} \dots\dots(1) \\ \text{EVA} &= R_{\text{exp}}(1-\text{IS}) - \text{CMPC} \times \text{CI} \dots\dots(2) \end{aligned}$$

طريقة الإنجلوساكسونية:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (\text{ROCE}\% - \text{WACC}) \text{CE} \dots\dots(1) \\ \text{EVA} &= \text{EBIT} - \text{WACC} \times \text{CE} \dots\dots(2) \end{aligned}$$

بعد القيام بعدت تعديلات للقيمة الإقتصادية المضافة نجد:

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

لحساب تكلفة رأس المال/معدل التكلفة الوسطية المرجحة نستخدم المعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$\text{CMPC}/\text{WACC} = i(1-\text{IS}) \frac{D}{D+CP} + R_{\text{MEDAF}} \frac{CP}{CP+D}$$

<sup>1</sup> عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سبق ذكره، ص132.

<sup>2</sup> ممداني شهبناز، أثر تكلفة راس المال على ربحية الشركات، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد7، العدد2، 2022، ص3.

<sup>3</sup> سويسي الهواري، رضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد10، العدد2، 2017، ص801.

<sup>4</sup> خالد سيف الاسلام بوخلخال، علال بن ثابت، قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة، دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة2009-2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد12، العدد01، محبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، 2020، ص149.

1>EVA تمكن الشركة من خلق قيمة للمساهمين، بعد مكافئتهم عن المخاطر في شكل توزيعات أرباح.

1<EVA تمكن الشركة من خلق قيمة للمساهمين، على عكس من ذلك هنالك هدر للقيمة في غير صالح المساهمين.

ROCE / Ré% المردودية الإقتصادية ( معدل العائد على رؤوس الأموال المستخدمة/ المستثمرة).

WACC / CMPC تكلفة رأس المال(معدل التكلفة الوسطية المرجحة).

CE / CI / TCE رأس المال المستثمر(رؤوس الأموال المستخدمة).

NOPAT / EBIT / Rexp(1-IS) نتيجة الإستغلال بعد الضريبة (الأرباح قبل الفوائد والضريبة).

✚ خلق القيمة المتراكم:

وهذا بإفتراض وجود ريع سنوي ثابت مستقر للربح الإقتصادية يمكننا تقدير خلق القيمة المتراكم حيث يقدر "بخلق القيمة الإجمالي المتأصل في نشاط الشركة" أي "القيمة الحالية لمجموع الربح الإقتصادي السنوي المنتظر(وجود ريع دائم للقيمة الإقتصادية المضافة بشكل مستقر"، بحسب بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{خلق لقيمة المتراكم} = \sum_{n=1}^{\infty} \left( \frac{\text{الربح الإقتصادي}}{(1+\text{معدل تكلفة رأس المال})^t} \right) = \frac{\text{الربح الإقتصادي}}{\text{معدل تكلفة رأس المال}} = \frac{EP}{K}$$

$$AE = CE + \frac{EP}{K}$$

$$\text{ومنه إلاتي : } AE = \frac{ROCE \times CE}{K}$$

$$EP = (ROCE - WACC) CE$$

حيث:  $k=wacc$  النتيجة الإقتصادية:  $ROCE \times CE$

إذ كانت النتيجة الإقتصادية غير كافية مقارنة مع تكلفة رأس المال فالشركة تتعرض إلى تدهور في القيمة (هدر القيمة).

➤ **ثانيا: القيمة المساهمية المضافة (SVA):**

يعرفها ألفريد رابابورت من وجهة نظر المساهم بأنها قيمة المنشأة مطروحا منها قيمة الديون، وتساوي قيمة المنشأة للتدفقات النقدية المخصومة للمنشأة DCF مضافا إليها قيمة الأصول التشغيلية والأوراق المالية القابلة للتداول، وهي مؤشر سهل القياس إذ توفرت القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية لكل فترة،<sup>2</sup> وهي الأرباح الإقتصادية الناتجة عن الأعمال التجارية التي

<sup>1</sup> عماني لمياء، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق، ص 134-135.

<sup>2</sup> هشام بحري، مرجع سابق، ص 17.

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.<sup>1</sup>

$$SVA = \left[ \frac{[(ROE \times CP_{N-1}) - (K_{CP} \times CP_{N-1})]}{(K_{CP} - G)} \right] + CP_{N-1} + VD$$

وتحسب القيمة المضافة للمساهم  
للفترة كالأتي:

$$SVA_T = SHV_{T+1} - SHV_T$$

$SHV_{T+1}$ : القيمة في نهاية الفترة

ROE: عائد على حقوق المساهمين

$CP_{N-1}$ : الأموال الخاصة قبل نهاية السنة

G: معدل النمو الثابت

VD: الاستدانة الصافية

### الفرع الثالث: المؤشرات البورصية

هنالك العديد من المؤشرات (النسب والهوامش) والنماذج (المصفوفات) التي تم تطويرها لتستوعب التطور الحاصل على مستوى الأسواق المالية ولتواكب الصعود القوي لمفهوم خلق القيمة للمساهم، ومنه يتم عرض مجموعة من المؤشرات:<sup>2</sup>

#### ➤ أولاً: مؤشر القيمة و نسبة Marris

✓ مؤشر القيمة

يعتبر مؤشر القيمة IV: Indicateur de valeur أو كما يسمى أيضا "رافعة القيمة" من مؤشرات خلق القيمة ex-post أي التي يقيس الأداء المحقق، حيث يقيس نسبة المردودية المالية المحققة إلى المردودية المالية المطلوبة من طرف المستثمرين الماليين والمحصل عليها من خلال نموذج تقييم الأصول MEDAF/CAPM، وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$IV = \frac{R_F\%}{R_{MEDAF}}$$

وهناك خلق للقيمة إذا كان كؤشر القيمة:  $IV > 1$  مؤشر 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 محو المستقبل.

<sup>1</sup> صابر عباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، ص 21.

<sup>2</sup> عماني لمياء، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق، ص 137.

<sup>3</sup> عماني لمياء، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق، ص 137.

✓ نسبة Marris:

من مؤشرات خلق القيمة ex-ante (الأداء المتوقع)، تقيس هذه النسبة القيمة السوقية للأموال الخاصة (الرسمة السوقية) إلى القيمة المحاسبية للأموال الخاصة، هناك إمكانية لخلق القيمة مستقبلا طالما أن الرسمة السوقية أكبر من قيمة الأموال الخاصة، وتدعم هذه النظرة المتفائلة بمعلومات إيجابية عن سياسة توزيع الأرباح، المردودية الاقتصادية، حجم الديون وتكلفتها، وتقدم القيمة السوقية CB مؤشرا على القيمة المستمدة من الإمكانيات الحالية والمستقبلية للشركة، في حين أن CP هو تقدير للقيمة التي تفرض على الإستراتيجية السابقة، وتهدف القيمة الدفترية لحقوق الملكية المعدلة إلى إعطاء تقدير للموارد المتراكمة التي استثمارها المساهمون في الماضي،<sup>1</sup> المقارنة بين هذين المتغيرين يجعل من الممكن تقييم ما إذا كانت الشركة في المستقبل تستطيع الحفاظ على نفسها، ولها القدرة على خلق القيمة أو على العكس هدر هذه القيمة:

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

- حالة الوضع الراهن: CP/CB يساوي 1

- حالة خلق القيمة: CP/CB < 1

- حالة تدمير القيمة: CP/CB > 1

➤ نسبة CP/CB تقدر خلق أو تدمير القيمة من خلال مواجهة اثنين 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 الخصم الذي سيتم استخدامه هو تكلفة رأس المال.

- الأموال الخاصة CP: حقوق الملكية (صافي القيمة الدفترية) إن وجدت، المعدلة للنفقات غير الملموسة أو الأصول ولاسيما البحث والتطوير أو النفقات الإعلانية من أجل الحصول على قيمة دفترية أكثر اقتصادا.

➤ **ثانياً: القيمة السوقية المضافة:**

هي القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة، والتي يتم تحينها بالتكلفة الوسطية المرجحة كما أنها كذلك الفرق بين القيمة السوقية للشركة بما فيه من أموال خاصة وديون والقيمة المحاسبية لنفس المجموع،<sup>2</sup> وهو يقيس الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموع

<sup>1</sup>Christian hoarau, stian Hoarau, **Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire**, IAE de Paris (Université Paris 1 • Panthéon - Sorbonne) – GREGOR, 2000, p3.

<sup>2</sup> عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي (AFD) خلال الفترة 2006-2011، مجلة الوحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، جامعة ورقلة، الجزائر، 2014، ص26.

من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لتلك اللحظة،<sup>1</sup> يعكس هذا المؤشر MVA ارتفاع القيمة والأموال المستثمرة، وهو معدل مردودية الرافعة المالية للمساهم، ويمكن للمؤشر أن ينخفض عن القيمة السوقية حتى لو كانت الأصول الاقتصادية حققت مردودية أعلى من تكلفة رأس المال والسبب يعود لتدني توقعات الأرباح المستقبلية لذا وجب توخي الحذر أثناء رسم التوقعات المستقبلية،<sup>2</sup> تحسب بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

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

MVA: القيمة السوقية المضافة

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

T: الفترة

يستخدم مؤشر القيمة السوقية المضافة للحكم على الأداء المالي الداخلي للشركة من خلال تحفيز المسيرين لإتخاذ القرارات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة الشركة المسعرة في البورصة، كما يعكس المؤشر إرتفاع القيمة والأموال المستثمرة وهو معدل مردودية الرافعة المالية للمساهم، ويمكن للمؤشر أن ينخفض عن القيمة السوقية حتى لو كانت الأصول الاقتصادية حققت مردودية أعلى من تكلفة رأس المال، حيث أن الهدف من أستعمال هذا المؤشر هو تحفيز كل الفاعلين بالشركة لإتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للشركة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للشركة من خلال تأثيره على القيمة البورصية حيث يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصية للشركة وقيمتها الدفترية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Pierre vernimen, Pascl quiry, yann le fur, **Finance d'entreprise** 9<sup>o</sup> édition, Dalloz, paris, 2011, p673.

<sup>2</sup> دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء للإنداز المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتور، في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص50.

<sup>3</sup> هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قاس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009-2010، ص61.

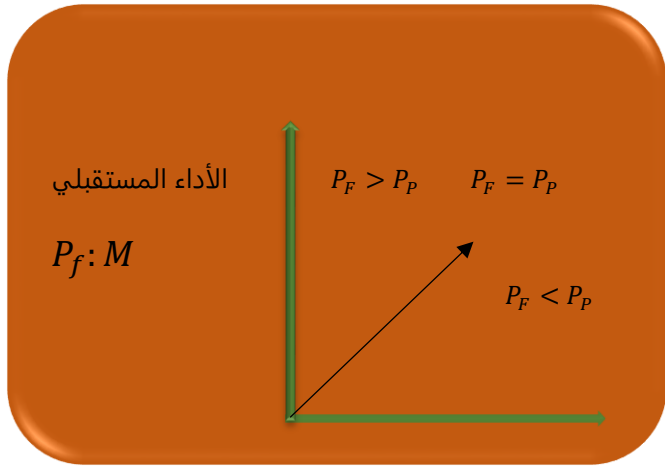
<sup>4</sup> هوارى سويسى، مرجع سابق، نفس الصفحة.

➤ ثالثاً: خط القيمة و نسبة Q

✓ خط القيمة

حسب (Strategic Planning Associates 1981) نجد على المحور الأفقي تقييماً للأداء المحقق من خلال مؤشر القيمة في حين على المحور العمودي نجد تقييماً للأداء المتوقع من خلال مؤشر M، بحيث تكون وضعيات الشركة بشكل التالي:

- الشركات التي تتموقع أعلى الخط (خط القيمة):<sup>1</sup>  
الأداء المتوقع أفضل من الأداء المحقق  
 $P_F > P_P$
- الشركات التي تتموقع تحت الخط: الأداء المتوقع أقل من الأداء المحقق  $P_F < P_P$
- الشركات التي على خط القيمة: يتعادل عندها الأداء المحقق مع الأداء المتوقع  $P_F = P_P$



✓ نسبة Q:

هي نسبة لجيمس طوبال وهي نسبة خلق القيمة السوقية ومقارنتها بالقيمة المحاسبية، والتي تتحقق في السوق بإستخدام نسبة Q وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

ومنه  $Q > 1$  أي إنشاء قيمة بمعنى أن القيمة الحالية للمداخل التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً أعلى من القيمة المحاسبية التي إعتمدت من خلال العقود التي تتم في السوق، أي القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة المحاسبية.

$$Q = \frac{\text{القيمة السوقية للشركة}}{\text{قيمة إستبدال الأصول}} = \frac{V(AE)}{AF}$$

<sup>1</sup> عماني لمياء، بن علي سمية، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، مرجع سابق الذكر، ص 140-141.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نمان فريد مصطفى، زمنية ذكي قرياص، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص 79.

## ➤ رابعاً: مصفوفة Marakon Associates:

تضع مصفوفة على المحور الأفقي بين المردودية المالية المحققة والمردودية المطلوبة من طرف المستثمرين الماليين، كما أنها تحدد موقع الشركات نسبة إلى الأداء المحقق والأداء المتوقع في آن واحد، وتستخدم لتقييم نظام الحوكمة (أداء المديرين) في الشركات حسب الحالات الأربع التالية (أثر الاستثمار في الحوكمة على الأداء المالي):<sup>1</sup>



- وضعية مربكة: شركات لم تتمكن من خلق القمة في الماضي، لا ينتظر منها أن تفعل ذلك مستقبلاً.
- وضعية متراجعة: شركات تمكنت من خلق القيمة في الماضي، لكنها لن تستمر في ذلك مستقبلاً.

## الشكل 6: مصفوفة Marakon Associates

- وضعية انتعاش: شركات لم تتمكن من خلق القيمة في الماضي، لكنها قد تتمكن من ذلك مستقبلاً.
- وضعية ممتازة: شركات تمكنت من خلق القيمة في الماضي، ويمكنها أن تستمر في ذلك مستقبلاً ومنه الفكرة الرئيسية التي تجمع بين مختلف مقاييس القمة هي أن تحقق القيمة للمساهم يتم فقط

عندما يحصل فارق إيجابي بين هامش الربح وتكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> عمانى لبياء، شهرزاد زغيب، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين، على الخط، ص10.

## المبحث الثاني: الدراسات السابقة

نستعرض في هذا المبحث بعض الدراسات السابقة باللغتين "العربية" و "الأجنبية" التي تناولت موضوع خلق القيمة، بهدف التوسع وفهم الموضوع بمختلف جوانبه وتبيان موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة وإبراز الإضافة التي يمكن أن تقدمها هذه الدراسة.

## المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع خلق القيمة إلا أن الملاحظ في الدراسات السابقة باللغة العربية إهتمام كبير بهذا الموضوع ومنه نتناول بعض الدراسات ونقوم بعرضها كآلاتي.

## الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

أولاً: **امال لعقون و امان يوسفى 2021**: مجلة الدراسات الإقتصادية مخبر تنمية الموارد البشرية جامعة فرحات عباس- سطيف-(الجزائر)، تحت عنوان "خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2019/2002"، حيث هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة على قيمة المؤسسة الأوراسي.

توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة تكامل مشترك بين القيمة الإقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة كما أن مؤسسة الأوراسي قادرة على خلق القيمة لمساهميها ولكل الأطراف ذات المصلحة، وتمثلت النتيجة في أن مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة ماهي إلا مؤشر الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال.

ثانياً: **دراسة أسماء أيمن وعبدالغني دادن(2021/2020)**: مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة (الجزائر)، تحت عنوان "دور القرارات المالية في خلق القيمة للمساهمين دراسة حالة مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقية للأوراسي خلال الفترة (2002/2017)، حيث هدفت الدراسة إلى إختبار مدى مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة للمساهم كما تم قياس قيمة المؤسسة باستخدام القيمة الإقتصادية المضافة المعدلة، كما تمثلت عينة الدراسة في مجمع صيدال ومؤسسة الأوراسي (2017/2002) حيث تم إستخدام الإنحدار الخطي البسيط ومعامل الارتباط.

توصلت الدراسة إلى وجود إرتباط سالب بين مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة المعدلة و الهيكل المالي وعدم وجود تأثير لقرار الإستثمار و قرار توزيع الأرباح على خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي، ووجود تأثير سالب لقرار الإستثمار على القيمة المضافة المعدلة وعدم وجود تأثير على المتغيرات الممثلة للهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على خلق القيمة في مجمع صيدال.



**ثالثاً:** دراسة بن عيشة كريمة ونجار حياة (2021/2020): مجلة البشائر الاقتصادية تحت عنوان أثر المخاطر المالية على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية" دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي باستخدام نماذج البانل"، حيث هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر المخاطر المالية على خلق القيمة لعينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018، بالإعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data والاستعانة ببرنامج التحليل R Studio.

توصلت الدراسة إلى أفضل نموذج لتفسير الظاهرة هو نموذج الآثار الثابتة، في حين لم يسجل أي أثر للمردودية المالية على خلق القيمة.

**رابعاً:** دراسة مختفي حميدة 2018: مجلة الإقتصاد والتنمية - مخبر التنمية المحلية المستدامة - جامعة يحي فارس - المدينة، تحت عنوان "إدارة المخاطر ودورها في خلق القيمة بالبنوك دراسة ميدانية بعينة مختارة من الوكالات البنكية بمدينة المدينة"، حيث تمثلت أهداف الوكالات البنكية في البقاء والإستقرار، إستقرار الأرباح، وتقليل القلق، تعظيم القيمة، تقليل التكاليف، وصولاً إلى تحديد العلاقة بين إدارة المخاطر وخلق القيمة بإستخدام المنهج الإحصائي عن طريق إستخدام الإستهيبان، لغرض جمع البيانات من أفراد العينة وبلغ عددها (50) مفردة كما تم إستخدام SPSS لتحليل بيانات الاستبيان.

توصلت الدراسة إلى نتيجة أن هنالك دور لإدارة المخاطر في عملية خلق القيمة في البنوك بنسبة 70%.

**خامساً:** دراسة طاسين عائشة ودحاج صحراوي حمودي 2018: مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير، مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة سطيف 1، تحت عنوان "دور المكنائزيمات الداخلية لحوكمة المؤسسات في خلق القيمة في المؤسسة - دراسة عينة مؤسسات CAC40 للفترة (2016/2014)"، هدفت الدراسة لقياس أثر الحوكمة على خلق القيمة، تمثلت العينة في ضم المؤسسات المقيدة في بورصة باريس المدرجة في المؤشر CAC40 خلال (2016/2014) مع محاولة بناء مؤشر كفاءة الحوكمة، بالإعتماد على برنامج تطويق البيانات DEA بالإضافة إلى مخرجات EViews9.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بالمتغير EVA و Q.

**سادساً:** دراسة سويسسي الهواري ورمضاني حميدة (2017): مجلة الواحات للبحوث والدراسات، مخبر أداء المؤسسات و الإقتصاديات في ظل العولمة، تحت عنوان "قياس أداء المؤسسة الإقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010/2015)"، حيث هدفت الدراسة إلى قياس مدى قدرة

المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل عام ومجمع صيدال بشكل خاص على خلق قيمة للمساهمين والأطراف ذات المصالح وذلك من خلال قياس وتحليل تطور خلق القيمة من قبل مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من (2010/2015)، كما تم الإعتماد على مخرجات EVIEWS10 ومجموعة من المحددات لقياس خلق القيمة المتمثلة في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA وQ TOBIN'S.

توصلت الدراسة إلى أن مجمع صيدال قادر على خلق قيمة مضافة على كل الأطراف المعنية وكذلك قادرة على خلق ورسملة قيمة سوقية بورصية كما تم تحقيق نسبة Q TOBIN'S موجبة أكبر من الواحد خلال كل فترة الدراسة والذي يفضي نظرة حول الإستثمار لدى مجمع صيدال.


سابعاً: **دراسة نایت عطية مريم (2014/2011)**: مجلة البحوث الاقتصادية والمالية جامعة باجي مختار-عنابة، تحت عنوان "محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفق لفرع نشاطها الصناعي" حيث هدفت الدراسة إلى الكشف عن العوامل المحددة لعملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها 41 مؤسسة صناعية جزائرية كبرى و مساهمة، بالإعتماد على طريقة التحليل العاملي والتمييزي.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن معامل الارتباط هو  $R=0.487$  ومنه إرتباط موجب ضعيف بين دوال التمييز كما تختلف عملية خلق القيمة في المؤسسات الصناعية في الجزائر بإختلاف فرع النشاط الذي تنشط فيه المؤسسة والعامل المميز هو مؤشر القيمة الحالية الصافية (سياسة تشغيلية، تكلفة رأس المال).


### الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

أولاً: **دراسة (Alberto Pezzi 2018)**: International Journal of Business and Management, Canadian Center for Science and Education, Business Studies, Determinants of value creation in cross-border University of Romatri-Italy تحت عنوان mergers and acquisitions a case study of the software industry، حيث هدفت إلى دراسة سوق البرمجيات وتحديد المصادر التي تعزز حقوق الملكية، من خلال قياس وتحليل تطور الإستثمارات عن طريق الإندماج والإستحواذ (M&A) وزيادة حجم الشركة وتحقيق نمو جديد، من خلال معرفة الإستراتيجيات لخلق القيمة.


تم التوصل إلى أنه كلما كانت الشركة المستهدفة أصغر سنا زادت إمكانية خلق قيمة حيث يوجد إرتباط بين عائد السوق وحجم الشركة المستثمرة والشركة المستهدفة في عمليات الاندماج.

Business, Economics International journal :Sliman S. Alsoboa (2017) دراسة ثانياً:  the effect of the economic value added and the return on the value generated for shareholders A: A comparative study in the Jordanian public industrial companies during the period (2015-2011)، حيث هدفت الدراسة الى معالجة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، وقيمة المساهمين (CSV) في الشركات الصناعية العامة الأردنية مقارنة بالعائد على الأصول (ROA).

توصلت الدراسة إلى أن شركات القطاع الصناعي العام تعتمد على مؤشرات متنوعة لتقييم وقياس خلق القيمة، خاصة الحديثة منها.

International Journal of Economics and Financial Issues, Institute of Management Technology, United Arab Emirates Academy, University of Dubai :Rajesh Kumar(2015) دراسة ثالثاً:  Examination from UAE Market، هدفت الدراسة إلى معرفة مدى إرتباط محددات خلق القيمة بإجمالي الأصول وعلاقة الحجم بالقيمة السوقية وعلاقة الرافعة بمخاطر المساهمين، كما تمت الدراسة على عينة مكونة من 61 شركة مدرجة في الإمارات العربية المتحدة، تم الإعتماد على حساب مجموعة من المؤشرات من خلال الإستعانة بالقوائم المالية.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج المتمثلة في إرتباط الحجم من حيث إجمالي أصول الشركة بشكل عكسي بخلق القيمة، بالإضافة إلى العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة كلما زادت الرافعة زادت مخاطر المساهمين في الأسهم وبالتالي زيادة العوائد المتوقعة.

Thèse en vue de l'obtention du Doctorat :Dounia KERZABI(2015) دراسة رابعاً:  Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse، هدفت الدراسة إلى دراسة محددات خلق القيمة للمساهمين لعينة من الشركات المغاربية المدرجة في البورصة، من أجل ذلك تم اختبار آثار فرضية تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح، فرضية الربحية، فرضية السياسة المالية وكذا حجم الشركة، على خلق القيمة.

توصلت الدراسة إلى أن للسياسة المالية تأثير إيجابي على قيمة المساهمين في المؤسسات الجزائرية ولكن ليس لها أي تأثير إيجابي على خلق القيمة في المؤسسات في المغرب وتونس.

**المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية**

## الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

ستتم المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية من خلال الجدول الآتي:

## الجدول رقم (01) : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

| الدراسة                                      | الهدف من الدراسة   | الأدوات المستخدمة  | الحدود الزمنية والمكانية  | النتائج المتوصل إليها   |
|--|--|--|---|---|
| امال لعقون وامان يوسفى (2021)                | هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قيمة المؤسسة الأوراسي.   | تم الإعتماد على مخرجات VECM وEViews10.   | دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002/2019.  | توصلت الدراسة إلى وجد علاقة تكامل مشترك بين القيمة الاقتصادية المضافة وقيمة المؤسسة كما أن المؤسسة الأوراس قادرة على خلق القيمة لمساهميها ولكل الأطراف ذات المصلحة.   |
| دراسة أسماء أيمن وعبد الغني دادن (2020/2021) | هدفت الدراسة إلى إختبار مدى مساهمة القرارات المالية في خلق القيمة للمساهم كما تم قياس قيمة المؤسسة باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة. | تم إستخدام الإنحدار الخطي البسيط ومعامل الإرتباط.  | دراسة حالة مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندققي للأوراسي خلال الفترة (2002/2017). | - ومنه كانت النتيجة أن هناك إرتباط سالب بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و الهيكل المالي وعدم وجود تأثير لقرار الإستثمار و قرار توزيع الأرباح على خلق القيمة في مؤسسة الأوراسي.<br>- وجود تأثير سالب لقرار الإستثمار على القيمة المضافة المعدلة وعدم وجود تأثير على المتغيرات الممثلة للهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على خلق القيمة في مجمع صيدال. |
| دراسة بن عيشة كريمة ونجار حياة (202/2020)    | هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر المخاطر المالية على خلق القيمة لعينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018        | بالاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data والاستعانة ببرنامج التحليل R Studio.  | دراسة لعينة من 30 مؤسسات مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2018/2014)  | توصلت الدراسة إلى أفضل نموذج لتفسير الظاهرة هو نموذج الآثار الثابتة، في حين لم يسجل أي أثر للمردودية المالية على خلق القيمة.  |
| دراسة حميدة محنتفي (2018)                    | حيث تمثلت أهدافها في البقاء والإستقرار، إستقرار الأرباح، وتقليل القلق، تعظيم القيمة، تقليل التكاليف، وصولاً إلى                                | بإستخدام المنهج الإحصائي عن طريق إستخدام الإستبيان، لغرض جمع البيانات من أفراد العينة وبلغ عددها(50) | دراسة ميدانية بعينة مختارة من الوكالات البنكية بمدينة المدينة.                  | توصلت الدراسة إلى نتيجة أن هنالك دور لإدارة المخاطر في عملية خلق القيمة في البنوك بنسبة 70%.  |

|   |   |  |  |  |
|---|---|--|--|--|
|   |   | مفردة كما تم استخدام SPSS لتحليل بيانات الاستبيان.   | تحديد العلاقة بين إدارة المخاطر وخلق القيمة.   |  |
| دراسة طاسين عائشة ودحاج صحراوي حمودي 2018 | دراسة عينة مؤسسات CAC40 للفترة (2014/2016) و Q.   | بالإعتماد على برنامج تطبيق البيانات DEA بالإضافة إلى مخرجات EViews9.   | هدفت الدراسة لقياس أثر الحوكمة على خلق القيمة، تمثلت العينة في ضم المؤسسات المقيدة في بورصة باريس المدرجة في المؤشر CAC40 خلال (2016/2014) مع محاولة بناء مؤشر كفاءة الحوكمة.  |  |
| دراسة سويسي الهواري ورمضاني حميدة 2017    | دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010/2015).   | تم الإعتماد على مخرجات EViews10 ومجموعة من المحددات لقياس خلق القيمة المتمثلة في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA و Q TOBIN'S. | حيث هدفت الدراسة إلى قياس مدى قدرت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل عام ومجمع صيدال بشكل خاص على خلق قيمة للمساهمين والأطراف ذات المصالح وذلك من خلال قياس وتحليل تطور خلق القيمة من قبل مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من (2010/2015). |  |
| دراسة نايت عطية مرهم (201/2014) (1)       | أجريت الدراسة على عينة قوامها 41 مؤسسة صناعية جزائرية كبرى و مساهمة، دراسة تطبيقية للفترة- 2014-2011 (المال). | بالإعتماد على طريقة التحليل العاملي والتميزي و بيانات من نوع السلاسل الزمنية SPSS.   | هدفت الدراسة إلى الكشف عن العوامل المحددة لعملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية.   |  |

المصدر: من إعداد الطالبة

### الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

ستتم المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية من خلال الجدول الآتي:

## الجدول رقم (02): المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

| الدراسة                                     | الهدف من الدراسة   | الأدوات المستخدمة   | الحدود المكانية والزمانية   | النتائج التوصل إليها   |
|---|--|---|---|--|
| دراسة<br><b>Alberto Pezzi</b><br>(2018)     | هدفت إلى دراسة سوق البرمجيات وتحديد المصادر التي تكثف حقوق الملكية، من خلال قياس وتحليل تطور الإستثمارات عن طريق الإندماج والإستحواذ (M&A) وزيادة حجم الشركة وتحقيق نمو جديد من خلال معرفة الإستراتيجيات لخلق القيمة.        | حيث تم الإعتماد على مخرجات OLS .EViews.   | دراسة حالة صناعة البرمجيات  | تم التوصل إلى جملة من النتائج المتمثلة في حقيقة تنوع السوق الجغرافي ونتائج سوق الأسهم يؤثر على عمر الشركة المستهدفة بقوة وعلى عمليات الإندماج والإستحواذ بالإضافة إلى ذلك كلما كانت الشركة المستهدفة أصغر سنا زادت إمكانية خلق قيمة حيث يوجد إرتباط بين عائد السوق وحجم الشركة المستثمرة والشركة المستهدفة.                |
| دراسة<br><b>Sliman S. Alsoboa</b><br>(2017) | هدفت الدراسة الى معالجة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) .  | تم الإعتماد على قيمة المساهمين (CSV) في الشركات الصناعية العامة الأردنية مقارنة بالعائد على الأصول (ROA). | دراسة مقارنة في الشركات الصناعية العامة الأردنية خلال الفترة (2011-2015). | توصلت الدراسة إلى أن شركات القطاع الصناعي العام تعتمد على مؤشرات متنوعة لتقييم وقياس خلق القيمة، خاصة الحديثة منها.  |
| دراسة<br><b>Rajesh Kumar</b><br>(2015)      | هدفت الدراسة إلى معرفة مدى إرتباط محددات خلق القيمة بإجمالي الأصول وعلاقة الحجم بالقيمة السوقية وعلاقة الرافعة بمخاطر المساهمين، كما تمت الدراسة على مجموعة من العينة المتكونة من 61 شركة مدرجة في الإمارات العربية المتحدة. | تم الإعتماد على حساب مجموعة من المؤشرات من خلال الإستعانة بالقوائم المالية.                               | فحص تجريبي من سوق الإمارات العربية المتحدة                                | توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج المتمثلة في إرتباط الحجم من حيث إجمالي أصول الشركة بشكل عكسي بخلق القيمة حيث كلما زاد حجم القيمة السوقية للأسهم ستكون القيمة التي يتم انشاؤها أعلى بالإضافة إلى العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة كلما زادت الرافعة زادت مخاطر المساهمين في الأسهم وبالتالي زيادة العوائد المتوقعة. |

|  |   |  |   |   |
|--|---|--|---|---|
| دراسة<br><b>Dounia<br/>KERZABI(2015)</b> | هدفت الدراسة إلى دراسة محددات خلق القيمة للمساهمين لعينة من الشركات المغاربية المدرجة في البورصة. | من أجل ذلك تم اختبار آثار فرضية تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح، فرضية الربحية، فرضية السياسة المالية وكذا حجم الشركة، على خلق القيمة. | حالة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لبلدان المغرب العربي. | توصلت الدراسة إلى أن للسياسة المالية تأثير إيجابي على قيمة المساهمين في المؤسسات الجزائرية ولكن ليس لها أي تأثير إيجابي على خلق القيمة في المؤسسات في المغرب وتونس. |
|--|---|--|---|---|

المصدر: من أعداد الطالبة

### المطلب الثالث: محل الدراسات الحالية من الدراسات السابقة

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

➤ أولاً: من حيث الأهداف والبرامج المعتمدة والحدود المكانية والزمانية:

تمثلت أهمية هذه الدراسة في محاولة بناء نموذج لخلق القيمة من خلال نسبة MARRIS وذلك من خلال مناقشة أثر بعض محددات خلق القيمة ذات الطبيعة الاستراتيجية والمالية، حيث يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الحديثة لتقييم وقياس خلق القيمة. هدفت الدراسة إلى تحليل محددات خلق القيمة ذات الطبيعة الاستراتيجية والمالية والوقوف على دلالاتها وتأثيرها على خلق القيمة مقاسة بنسبة Marris لأسهم بورصة عمان، كما هدفت إلى قياس كفاءة كل من المؤشرات المستقلة " المردودية الاقتصادية ومعدل نمو الاستثمارات الثابتة و الرفع بالاضافة الى حصة السهم الواحد من الأرباح والعائد على حقوق المساهمين". تم استخدام نماذج الزمنية المقطعية (بانل) لنمذجة العلاقة بين نسبة Marris والمتغيرات المستقلة، بحيث تم استخدام برنامج Excel و Eviews12 وتقدير النماذج ببيانات بانل Panel Date.

➤ ثانياً: من حيث النتائج:

بعد إجراء الدراسة تم التوصل إلى أن مؤشر خلق القيمة مقاساً بنسبة Marris ببورصة عمان، تأثر بالرفع المالي والعائد على حقوق المساهمين، وهذا ما اختلفت فيه دراستنا مع الدراسات السابقة.

## خلاصة الفصل:

بعد استعراض هذا الجزء النظري الذي من خلاله قمنا بتقديم مجموعة من المعارف و المفاهيم خلق القيمة وكيفية تأثير مجموعة من المؤشرات على الشركة ومدى أهمية خلق القيمة وسعيها في تحقيق غاية الشركة من خلال معرفة كل مؤشر ومدى اتساقه مع مساعي الشركة مع بيان طريقة حسابه وجوانب تأثيره وتأثره، كما تم اوضح ان عملية خلق القيمة تتحدد من خلال التركيز على أبعادها الاقتصادية، الاستراتيجية، الاجتماعية والتنافسية وبهذا يجب إعطاء أكثر مرونة للهيكل التنظيمي الذي يشجع الموارد البشرية على التعلم والمبادرة من اجل التكيف السريع مع متغيرات البيئة وبتالي أنتاج قيم أكبر للأطراف ذات مصلحة، ولتأسيس قاعدة للميزة التنافسية وضمان ديمومتها يجب تحديد مؤشرات لقياسها تتماشى مع وضعية الشركة في قطاعها التنافسي بسبب تعدد أبعاد خلق القيمة.



# الفصل الثاني

دراسة قياسية تحليلية لمحددات خلق القيمة  
في القطاع الصناعي

## تمهيد:

نسعى في هذا الفصل الى التعرف على كيفية تأثير محددات خلق القيمة في القطاع الصناعي خلال الفترة 2013 الى 2020 وذلك بإتباع المنهج القياسي حيث يتم التركيز على دراسة وتحليل البيانات المتاحة وذلك بإستخدام بعض المؤشرات الإحصائية والاقتصادية، كمقاييس النزعة المركزية والتشتت... واستخدام نماذج بانل لتحديد النموذج المفسر للعلاقة بين متغيرات. بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى المبحثين التاليين:

✓ المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

✓ المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

### المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يمثل هذا المبحث بالنسبة للدراسة جزء أساسي لمعرفة العلاقة بين المتغيرات ومدى تأثيرها ببعضها البعض من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، بحيث يشتمل على الطريقة المعتمد عليها في الدراسة من خلال المطلب الأول وتحديد الأدوات المستخدمة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

#### المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

#### الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

➤ **أولاً: مجتمع الدراسة:** يتمثل مجتمع الدراسة في شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان.  
 ➤ **ثانياً: عينة الدراسة:** تتمثل عينة الدراسة في إحدى عشرة شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان هي: (شركة أساس للصناعات الخرسانية، شركة الأردنية للصناعات الاناييب، شركة الصناعات البيوكيماوية الوسيطة، شركة العربية لصناعة الألمنيوم ارال، شركة القدس للصناعات الخرسانية، شركة الوطنية لصناعة الألمنيوم، الشركة الوطنية لصناعة الصلب، شركة دار الدواء للتنمية والاستثمار، شركة فيلادلفيا لصناعة الأدوية، شركة مصانع الكابلات المتحدة، شركة مصانع الأجواخ الأردنية) وذلك باستعمال البيانات المتعلقة بالفترة الزمنية من 2013 الى غاية 2020.

#### الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

#### ➤ أولاً: صياغة وتحديد متغيرات الدراسة

يدرس هذا النموذج أثر محددات خلق القيمة في القطاع الصناعي، فتأخذ دالة مؤشر خلق القيمة الشكل التالي:

$$\text{MARRIS Ratio} = f(\text{ROI}, \text{GROW}, \text{LEV}, \text{EPS}, \text{ROE})$$

حيث أن:

المتغير التابع: يتمثل في مؤشر لقياس خلق القيمة هو نسبة MARRIS ؛  
 المتغيرات المستقلة: تتمثل في: المردودية الاقتصادية، معدل نمو الاستثمارات الثابتة، الرفع المالي، حصة السهم الواحد من الأرباح، العائد على حقوق المساهمين.

#### ➤ ثانياً: تحديد كيفية حساب متغيرات الدراسة

يوضح الجدول أدناه المتغيرات المتعلقة بالدراسة وكيفية حسابها؛

الجدول رقم (2- 1): طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة

| الرمز المعبر عنها | كيفية حسابها  | المتغيرات                    |
|-------------------|---|------------------------------|
| MARRIS_Ratio      | القيمة السوقية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية  | نسبة MARRIS                  |
| ROI               | نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصل الاقتصادي   | المردودية الاقتصادية         |
| GROW              | (الاستثمارات الثابتة للسنة الحالية - الاستثمارات الثابتة للسنة الماضية) / الاستثمارات الثابتة للسنة الماضية | معدل نمو الاستثمارات الثابتة |
| LEV               | الديون المالية الصافية / الأموال الخاصة (حقوق الملكية)  | الرفع المالي                 |
| EPS               | الأرباح الصافية / عدد الأسهم  | حصة السهم الواحد من الأرباح  |
| ROE               | الأرباح الصافية / الأموال الخاصة (حقوق الملكية)   | العائد على حقوق المساهمين    |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول.

### المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

يشمل هذا المطلب على التعريف ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي يرمز لها بكلمة "بنال" وإيجائيات هذا النموذج، حيث تأخذ بياناته ثلاثة أشكال رئيسية مستخدمة في التقدير.

#### الفرع الأول: تعريف وخصائص بيانات بنال

➤ **أولاً: تعريف بيانات بنال:** سلاسل بيانات بنال هي البيانات التي تجمع بين بيانات سلسلة زمنية وبيانات سلسلة مقطعية، نستخدم بيانات بنال كأداة لتحديد النموذج الأمثل المفسر للظاهرة المراد دراستها وذلك كون الدراسة تحتوي على سلاسل مقطعية (6) متغيرات ومجموعة مؤسسات وفترة دراسة).

➤ **ثانياً: خصائص بيانات بنال:** لتطبيق بيانات بنال يجب أن تحتوي الدراسة بينات سلسلة زمنية وبيانات مقطعية حيث:

#### السلاسل الزمنية:

هي مجموعة قيم مشاهدات ظاهرة عشوائية مرتبة عبر الزمن وهي ايضا بيانات يمكن الحصول عليها بصورة تكرارية منظمة تتغير مع تغير الزمن ومن اهم سلاسلها تلك الخاصة بالمؤشرات الاقتصادية، أما من الناحية الرياضية نقول إن متغير الزمن المستقل  $t$  والقيم المناظرة له المتغير التابع  $y$  وان كل قيمة في الزمن  $t$  يقابلها قيم للمتغير التابع  $y$  فإن دالة في الزمن  $t$  أي  $y = f(t)$

البيانات المقطعية:

هي تلك التي البيانات التي تأخذ متغير أو ظاهرة في نقطة زمنية وتدرس مجموعة مقاطع كالبلدان أو الاشخاص أو الحيوانات حيث يكون الهدف منها المقارنة.<sup>1</sup>

**الفرع الثاني: الأشكال الأساسية لتحليل بيانات بنال:** لتحليل بينات بنال لدينا ثلاثة أنواع من النماذج للتقدير وهي:

➤ **أولاً: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS Regression Model):**

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بنال حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_1$ ،  $\beta_2$ ، ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن)، وبغرض التقدير تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية بعد أن ترتب قيم المتغير التوضيحي وقيم متغير الاستجابة بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا، وبعدد مشاهدات مقداره  $(N \cdot T = 88, N = 11, T = 8)$ .

➤ **ثانياً: نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect OLS Model):**

يقصد بنموذج الآثار الثابتة بأن المعلمة  $\beta_1$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، إنما التغير يكون فقط في مجاميع هذه البيانات. ويهدف هذا النموذج الى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية بمفردها وذلك من خلال جعل المعلمة  $\beta_1$  تتفاوت من مجموعة الى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة من البيانات المقطعية (حالة عدم التجانس بين تباين بين المجاميع).

➤ **ثالثاً: نموذج الآثار العشوائية (Random Effect OLS Model):**

يقصد بنموذج الآثار الثابتة بأن المعلمة  $\beta_1$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، إنما التغير يكون فقط في مجاميع هذه البيانات، ويهدف هذا النموذج الى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية بمفردها وذلك من خلال جعل المعلمة  $\beta_1$  تتفاوت من مجموعة الى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة من البيانات المقطعية<sup>2</sup> (حالة عدم التجانس بين تباين بين المجاميع).

## المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التطرق في المبحث السابق لطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة سنتناول في هذا المبحث إلى عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها وتحليلها إحصائياً في المطلب الأول، ومناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها في المطلب الثاني.

<sup>1</sup> اطلع على الرابط بتاريخ 2022/10/05 على الساعة 18:38

[https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures/10/10\\_2021\\_05\\_17:06\\_28\\_19\\_PM.pdf](https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures/10/10_2021_05_17:06_28_19_PM.pdf)

<sup>2</sup> زكريا يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21) 2012، ص 270.

## المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة:

سيتم في هذا الفرع عرض أهم نتائج الدراسة ومن ثم تحليلها

## الفرع الأول: عرض أهم النتائج

بهدف وصف وتنظيم البيانات الإحصائية للظاهرة قيد الدراسة فقد تم الاعتماد على بعض المقاييس الإحصائية من أجل فهم وإبراز بعض خواص متغيرات الدراسة وذلك على النحو التالي:

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

| متغيرات الدراسة   | MARRIS   | ROI       | GROW       | LEV       | EPS       | ROE        |
|-------------------|----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| Mean              | 0.924898 | 0,388408  | 9,271583   | 0,279306  | 1,267168  | 0,394602   |
| المتوسط الحسابي   |          |           |            |           |           |            |
| Median            | 0.951000 | 0.061163  | -0.026538  | 0.194636  | 0.035178  | 2.003500   |
| الوسيط            |          |           |            |           |           |            |
| Maximum           | 4.092000 | 26,8846   | 814,5661   | 1.4280    | 15,8852   | 51,0060    |
| أعلى قيمة         |          |           |            |           |           |            |
| Minimum           | 0.142000 | -1,3307   | -0,4946    | 0,0000    | -35,7290  | -39,0240   |
| أقل قيمة          |          |           |            |           |           |            |
| Std.Dev           | 0.536372 | 2,8880258 | 86,8317019 | 0,3241927 | 5,5627676 | 14,0541220 |
| الانحراف المعياري |          |           |            |           |           |            |
| CV                | 57.9926  | 743.554   | 936.536    | 116.071   | 438.992   | 3561.59    |
| معامل الاختلاف    |          |           |            |           |           |            |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel و SPSS.26

➤ أولاً: من خلال الجدول (2-2) يتبين لنا ما يلي: **يق الملاحظة:**

## ✓ المردودية الاقتصادية:

إن نسبة المردودية الاقتصادية ROI تتراوح بين أقل قيمة وهي -1,3307 % للشركة الوطنية لصناعة الصلب محققة خلال سنة 2019 وأعلى قيمة وهي 26,8846 % لشركة مصانع الكابلات المتحدة محققة خلال سنة 2017. أي بمتوسط حسابي بلغ 0,388408% وانحراف معياري بلغ 2,8880258% ومعامل اختلاف بلغ 743.5% .

## ✓ معدل نمو الاستثمارات:

إن معدل نمو الاستثمارات الثابتة GROW تراوح بين أقل قيمة وهي  $-0,4946\%$  للشركة الوطنية لصناعة الصلب محققة خلال سنة 2016 وأعلى قيمة وهي  $814,5661\%$  للشركة العربية لصناعة الألمنيوم ارال محققة خلال سنة 2013. أي بمتوسط حسابي بلغ  $9,271583\%$  وانحراف معياري بلغ  $86,8317019\%$  ومعامل اختلاف بلغ  $936.5\%$ .

## ✓ نسبة الرفع المالي:

نسبة الرفع المالي LEV تراوح بين أقل قيمة وهي  $0,0000\%$  لشركة القدس للصناعات الخرسانية، الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم محققة خلال سنتي 2015، 2016 على التوالي، شركة أساس للصناعات الخرسانية، الشركة الأردنية لصناعات الانابيب، شركة الصناعات البتروكيماوية الوسيطة والشركة العربية لصناعة الألمنيوم ارال محققة خلال سنة 2014، 2015، 2016، 2017 على التوالي، شركة الصناعات البتروكيماوية الوسيطة والعربية لصناعة الألمنيوم ارال محققة خلال سنتي 2019، 2020 على التوالي، شركة مصانع الكابلات المتحدة محققة خلال سنة 2019. أعلى قيمة  $1.4280\%$  لشركة دار الدواء للتنمية والاستثمار محققة خلال سنة 2019 أي بمتوسط حسابي بلغ  $0,279306\%$  وانحراف معياري بلغ  $0,3241927\%$  ومعامل اختلاف بلغ  $116\%$ .

## ✓ حصة السهم الواحد من الأرباح:

حصة السهم الواحد من الأرباح EPS تتراوح بين أقل قيمة وهي  $-35,7290\%$  لشركة أساس للصناعات الخرسانية محققة خلال سنة 2020 وأعلى قيمة وهي  $15,8852\%$  لشركة فيلادلفيا لصناعة الأدوية محققة خلال سنة 2018. أي بمتوسط حسابي بلغ  $1,267168\%$  وانحراف معياري بلغ  $5,5627676\%$  ومعامل اختلاف بلغ  $439\%$ .

## ✓ العائد على حقوق المساهمين:

العائد على حقوق المساهمين ROE تراوح بين أقل قيمة وهي  $-39,0240\%$  لشركة أساس للصناعات الخرسانية محققة خلال سنة 2019 وأعلى قيمة وهي  $51,0060\%$  لشركة مصانع الأجواخ الاردنية محققة خلال سنة 2014. أي بمتوسط حسابي بلغ  $0,394602\%$  وانحراف معياري بلغ  $14,0541220\%$  ومعامل اختلاف بلغ  $3561.5\%$ .

## ✓ مؤشر نسبة MARRIS:

مؤشر نسبة MARRIS تراوح بين أقل قيمة وهي 0.142000 % لشركة دار الدواء للتنمية والاستثمار محققة خلال سنة 2020 وأعلى قيمة وهي 4.092000 % لشركة مصانع الأجواخ الأردنية محققة خلال سنة 2014. أي بمتوسط حسابي بلغ 0.924898 % وانحراف معياري بلغ 0.536372 % ومعامل اختلاف بلغ 58%.

## ➤ ثانياً: علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة

نعني بمصفوفة الارتباط الخطي وجود علاقة بين عاملين أو أكثر، وأن كل منهما يؤثر على الآخر أي أن التأثير متبادل إما إيجاباً أو سلباً، نستعمل لهذا الغرض معامل الارتباط الخطي البسيط (بيرسون).<sup>1</sup>

## الجدول رقم (2-3): مصفوفة الارتباط بين المؤشرات

|               | MARRIS | ROI   | GROW   | LEV    | EPS    | ROE    |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>MARRIS</b> | 1      | 0,061 | 0,014  | 0,061  | 0,163  | 0,400  |
| Sig.          |        | 0,572 | 0,897  | 0,571  | 0,129  | 0,000  |
| <b>ROI</b>    |        | 1     | -0,012 | 0,233  | -0,017 | -0,246 |
| Sig.          |        |       | 0,912  | 0,029  | 0,873  | 0,021  |
| <b>GROW</b>   |        |       | 1      | -0,086 | 0,231  | 0,041  |
| Sig.          |        |       |        | 0,428  | 0,031  | 0,703  |
| <b>LEV</b>    |        |       |        | 1      | -0,189 | -0,575 |
| Sig.          |        |       |        |        | 0,078  | 0,000  |
| <b>EPS</b>    |        |       |        |        | 1      | 0,312  |
| Sig.          |        |       |        |        |        | 0,003  |
| <b>ROE</b>    |        |       |        |        |        | 1      |
| Sig.          |        |       |        |        |        |        |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS.26

نلاحظ من خلال الجدول (2-3) أنه يوجد ارتباط خطي موجب بين مؤشر مارييس والمردودية الاقتصادية فقد بلغت قيمة الدلالة الاحصائية 0,572 وهي قيمة أكبر من 0,05؛ و يوجد ارتباط خطي موجب بين مؤشر مارييس ومعدل الاستثمارات الثابتة فقد بلغت قيمة الدلالة الاحصائية 0,897 وهي قيمة أكبر من 0,05، بالإضافة إلى وجود ارتباط خطي موجب بين مؤشر مارييس والرفع المالي فقد بلغت قيمة الدلالة الاحصائية 0,897 وهي قيمة أكبر من 0,05.

<sup>1</sup> إسماعيل محمد بن قانة، الإحصاء الوصفي والحيوي - دروس وتطبيقات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011، ص 139.



كما أنه يوجد ارتباط خطي موجب بين مؤشر ماركس وحصة السهم الواحد من الأرباح فقد بلغت قيمة الدلالة الاحصائية 0,129 وهي قيمة أكبر من 0,05؛ لا يوجد ارتباط خطي بين مؤشر ماركس والعائد على حقوق المساهمين اذ بلغت قيمة الاحتمال 0,000 وهي قيمة أقل من 0,05.

➤ ثالثاً: نتائج تقديرات نماذج بنال للعلاقة المدروسة: مقدمة في الجدول رقم (2-4).

### الجدول رقم (2-4): نتائج تقدير نماذج بانل

| النموذج العشوائي     | النموذج الثابت       | النموذج التجميعي     | المتغيرات            |                 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------|
| 0.718658<br>(0.0000) | 0.715595<br>(0.0000) | 0.706861<br>(0.0000) | $\beta_0$            | المعالم المقدرة |
| 0.020786<br>(0.1698) | 0.020164<br>(0.1886) | 0.023594<br>(0.1891) | $\beta_1$            |                 |
| 0.000232<br>(0.6360) | 0.000263<br>(0.5953) | 0.000101<br>(0.8639) | $\beta_2$            |                 |
| 0.663093<br>(0.0018) | 0.677943<br>(0.0061) | 0.693840<br>(0.0004) | $\beta_3$            |                 |
| 0.002677<br>(0.7704) | 0.002715<br>(0.7829) | 0.003306<br>(0.7322) | $\beta_4$            |                 |
| 0.018799<br>(0.0001) | 0.015808<br>(0.0018) | 0.025226<br>(0.0000) | $\beta_5$            |                 |
| 0.001176             | 0.000000             | 0.000013             | Prob<br>(Fstatistic) | المعنوية الكلية |
| 0.278569             | 0.595549             | 0.303627             | R-squared            |                 |
| 0.001176             | 1.531870             | 0.984723             | Durbin-Watson stat   |                 |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS26

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه (2-4) أن المعنوية الجزئية والكلية لنماذج بنال المقدرة للنماذج الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية) كانت لها دلالة إحصائية.

### الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معاملات النموذج الملائم

➤ أولاً: المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة

لغرض المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة نعيد تقدير نموذج الآثار الثابتة مع إدخال المتغيرات الصورية النتائج يوضحها الجدول (5-2):

الجدول رقم (2 - 5): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة LSDV

| Dependent Variable: MARRIS              |             |            |                    |           |
|---|-------------|------------|--------------------|-----------|
| Method: Panel Least Squares             |             |            |                    |           |
| Date: 04/22/22 Time: 00:19              |             |            |                    |           |
| Sample: 2013 2020                       |             |            |                    |           |
| Periods included: 8                     |             |            |                    |           |
| Cross-sections included: 11             |             |            |                    |           |
| Total panel (balanced) observations: 88 |             |            |                    |           |
| Variable                                | Coefficient | Std. Error | t-Statistic        | Prob.     |
| C                                       | 0.637433    | 0.171135   | 3.724745           | 0.0004    |
| ROI                                     | 0.020164    | 0.015191   | 1.327409           | 0.1886    |
| GROW                                    | 0.000263    | 0.000493   | 0.533564           | 0.5953    |
| LEV                                     | 0.677943    | 0.239984   | 2.824955           | 0.0061    |
| EPS                                     | 0.002715    | 0.009816   | 0.276581           | 0.7829    |
| ROE                                     | 0.015808    | 0.004867   | 3.248291           | 0.0018    |
| D1                                      | -0.353380   | 0.219154   | -1.612476          | 0.1112    |
| D2                                      | 0.030347    | 0.246331   | 0.123195           | 0.9023    |
| D3                                      | -0.186659   | 0.268434   | -0.695364          | 0.4891    |
| D4                                      | 0.360194    | 0.210388   | 1.712046           | 0.0912    |
| D5                                      | -0.296082   | 0.218627   | -1.354283          | 0.1799    |
| D6                                      | 0.409631    | 0.224019   | 1.828558           | 0.0716    |
| D7                                      | -0.026609   | 0.252570   | -0.105354          | 0.9164    |
| D8                                      | -0.059240   | 0.273496   | -0.216602          | 0.8291    |
| D9                                      | 0.744480    | 0.232799   | 3.197949           | 0.0021    |
| D10                                     | 0.237101    | 0.222272   | 1.066712           | 0.2897    |
| Root MSE                                | 0.339170    |            | R-squared          | 0.595549  |
| Mean dependent var                      | 0.924898    |            | Adjusted R-squared | 0.511288  |
| S.D. dependent var                      | 0.536372    |            | S.E. of regression | 0.374967  |
| Akaike info criterion                   | 1.039007    |            | Sum squared resid  | 10.12321  |
| Schwarz criterion                       | 1.489432    |            | Log likelihood     | -29.71631 |
| Hannan-Quinn criter.                    | 1.220472    |            | F-statistic        | 7.067926  |
| Durbin-Watson stat                      | 1.531870    |            | Prob(F-statistic)  | 0.000000  |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews12 .

وبغرض معرفة هل يمكننا اعتبار جميع معاملات المتغيرات الصورية معدومة أم لا نضع الفرضيتين التاليتين

- الفرضية الصفرية: معاملات المتغيرات الصورية جميعها مساوية للصفر.
- الفرضية البديلة: هذه المعاملات ليست جميعها مساوية للصفر.

وللتحقق تجري اختبار Wald على النموذج المقدر أي الجدول رقم (2- 5) السابق. نتائج اختبار بينها الجدول (2- 6) أدناه.

### الجدول رقم (2- 6): نتائج اختبار Wald

| Equation: Untitled |          |          |             |
|--------------------|----------|----------|-------------|
| Test Statistic     | Value    | df       | Probability |
| F-statistic        | 9.029314 | (11, 72) | 0.0000      |
| Chi-square         | 99.32246 | 11       | 0.0000      |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews12 .

نلاحظ من خلال نتائج اختبار wald أن قيمة الاحتمال المرافق لقيمة إحصاءه فيشر المحسوبة معنوية عالية جدا. ويعني هذا عدم قبول الفرضية الصفرية وبالتالي قبول الفرضية البديلة، أي ليست جميع معاملات المتغيرات الصورية مساوية للصفر. كما هو موضح في نتائج الجدول (2- 5) أعلاه.

### ➤ ثانيا: المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

إن الاختلاف بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية يكمن في أن الأول يفترض أن المقاطع تختلف في حدّها الثابت، بينما يفترض الثاني أن المقاطع تختلف في حدّ الخطأ. لغرض معرفة أي نموذج نقبل تجري اختبار Hausman حيث:

- الفرضية الصفرية: قبول نموذج الآثار العشوائية
- الفرضية البديلة: قبول نموذج الآثار الثابتة.

### الجدول رقم (2- 7): نتائج اختبار Hausman

| 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                     | 8.297484          | 5            | 0.1406 |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews12 .

نلاحظ من خلال النتائج المحصل عليها لاختبار هوسمان هي قبول فرضية الصفرية لأن قيمة الاحتمال هي 0.1406 وهي أكبر من مستوى الدلالة  $\alpha = 0.05$  أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية والموضح في الجدول (2-8).

### الجدول رقم (2-8): نتائج اختبار Hausman

| Dependent Variable: MARRIS                        |             |            |                    |          |
|---|-------------|------------|--------------------|----------|
| Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) |             |            |                    |          |
| Date: 04/22/22 Time: 00:36                        |             |            |                    |          |
| Sample: 2013 2020                                 |             |            |                    |          |
| Periods included: 8                               |             |            |                    |          |
| Cross-sections included: 11                       |             |            |                    |          |
| Total panel (balanced) observations: 88           |             |            |                    |          |
| Swamy and Arora estimator of component variances  |             |            |                    |          |
| Variable  | Coefficient | Std. Error | t-Statistic        | Prob.    |
| C   | 0.718658    | 0.102198   | 7.032010           | 0.0000   |
| ROI   | 0.020786    | 0.015008   | 1.384978           | 0.1698   |
| GROW  | 0.000232    | 0.000488   | 0.475015           | 0.6360   |
| LEV   | 0.663093    | 0.205606   | 3.225071           | 0.0018   |
| EPS   | 0.002677    | 0.009141   | 0.292861           | 0.7704   |
| ROE   | 0.018799    | 0.004477   | 4.199306           | 0.0001   |
| Effects Specification                             |             |            |                    |          |
|   |             |            | S.D.               | Rho      |
| Cross-section random                              |             |            | 0.244985           | 0.2992   |
| Idiosyncratic random                              |             |            | 0.374967           | 0.7008   |
| Weighted Statistics                               |             |            |                    |          |
| Root MSE  | 0.369164    |            | R-squared          | 0.214413 |
| Mean dependent var                                | 0.440181    |            | Adjusted R-squared | 0.166512 |
| S.D. dependent var                                | 0.418894    |            | S.E. of regression | 0.382432 |
| Sum squared resid                                 | 11.99283    |            | F-statistic        | 4.476116 |
| Durbin-Watson stat                                | 1.316974    |            | Prob(F-statistic)  | 0.001176 |
| Unweighted Statistics                             |             |            |                    |          |
| R-squared   | 0.278569    |            | Mean dependent var | 0.924898 |
| Sum squared resid                                 | 18.05703    |            | Durbin-Watson stat | 0.874687 |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews12 .

### المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها

#### الفرع الأول: تحليل النتائج المتوصل إليها

بعد الحصول على النتائج الإحصائية من خلال برنامج Eview12 بحيث يمكن تحليل نتائج الدراسة الإحصائية كما يلي:

➤ **أولاً: تحليل نتائج تقدير النموذج التجميعي:** يتضح من نتائج التقدير الذي يوضحه الملحق (02) ما يلي:

- للثابت C دلالة إحصائية، ويفسر هذا بوجود متغيرات أخرى تفسر المتغير التابع؛ ويتوافق هذا مع النظرية الاقتصادية.
- ليس لمعامل المتغير المستقل " المردودية الاقتصادية ROI " معنوية إحصائية؛
- ليس لمعامل المتغير المستقل " معدل نمو الاستثمارات الثابتة GROW " معنوية إحصائية؛
- لمعامل المتغير المستقل " الرفع المالي LEV " معنوية إحصائية عالية جداً كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.69 % مما يعني أن الرفع المالي يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.
- ليس لمعامل المتغير المستقل " حصة السهم الواحد من الأرباح EPS "، معنوية إحصائية؛
- لمعامل المتغير المستقل " العائد على حقوق المساهمين ROE " معنوية إحصائية عالية جداً كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد العائد على حقوق المساهمين بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.02 % مما يعني أن ROE يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.
- تحقق المعنوية الكلية للنموذج المقدر بالنظر إلى دلالة إحصاءه فيشر المحسوبة. بالرغم وجود ارتباط خطي وهذا ما توضحه قيمة Durbin-Watson.
- القدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.30، أي أن المعادلة المقدرة تفسر لنا 30 % من النموذج المقدر وهي نسبة تفسر عن القدرة التفسيرية المقبولة.

➤ **ثانياً: تحليل نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة:** يتضح من نتائج التقدير الذي يوضح الجدول الموضح في الملحق (3) ما يلي:

- للثابت C دلالة إحصائية، ويفسر هذا بوجود متغيرات أخرى تفسر المتغير التابع؛ ويتوافق هذا مع النظرية الاقتصادية.
- ليس لمعامل المتغير المستقل " المردودية الاقتصادية ROI " معنوية إحصائية؛
- ليس لمعامل المتغير المستقل " معدل نمو الاستثمارات الثابتة GROW " معنوية إحصائية؛
- لمعامل المتغير المستقل " الرفع المالي LEV " معنوية إحصائية عالية جداً كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.67 % مما يعني أن الرفع المالي يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.
- ليس لمعامل المتغير المستقل " حصة السهم الواحد من الأرباح EPS "، معنوية إحصائية؛

- لمعامل المتغير المستقل " العائد على حقوق المساهمين ROE " معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد العائد على حقوق المساهمين بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.01 % مما يعني أن ROE يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- تحقق المعنوية الكلية للنموذج المقدر بالنظر إلى دلالة إحصاءه فيشر المحسوبة. بالرغم وجود ارتباط خطي وهذا ما توضحه قيمة Durbin-Watson.

- القدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.59، أي أن المعادلة المقدرة تفسر لنا 59 % من النموذج المقدر وهي نسبة تفسر عن القدرة التفسيرية المقبولة.

➤ **ثالثاً: تحليل نتائج المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت:** يتضح من نتائج التقدير الذي يوضحه الجدول (2-5) و (2-6) ما يلي:

- للثابت C(1) معنوية إحصائية عالية جدا، يفسر هذا بوجود متغيرات أخرى تفسر المتغير التابع؛ ويتوافق هذا مع النظرية الاقتصادية.

- لمعامل المتغير المستقل " الرفع المالي LEV " وهو المعامل C(2) معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كلما زادت الرفع المالي بوحدة واحدة يزداد مؤشر MARRIS بـ 0.67 %، مما يعني ان الرفع المالي يؤثر بشكل موجب على هذا الأخير؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- لمعامل المتغير المستقل " العائد على حقوق المساهمين ROE " وهو المعامل C(5) معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كلما زاد العائد على حقوق المساهمين بوحدة واحدة يزداد مؤشر MARRIS بـ 0.01 % مما يعني ان حصة السهم الواحد من الأرباح يؤثر بشكل موجب على هذا الأخير؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- معامل واحد من أصل 10 معاملات له معنوية إحصائية؛  
- تحقق المعنوية الكلية للنموذج المقدر بالنظر إلى دلالة إحصاءه فيشر المحسوبة، بالرغم وجود ارتباط خطي وهذا توضحه قيمة Durbin-Watson.

➤ **رابعاً: تحليل نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية:** يتضح من نتائج التقدير الذي يوضحه الملحق (04) ما يلي:

- للثابت C معنوية إحصائية، ويفسر هذا بوجود متغيرات أخرى تفسر المتغير التابع؛ ويتوافق هذا مع النظرية الاقتصادية.

- ليس لمعامل المتغير المستقل " المردودية الاقتصادية ROI " معنوية إحصائية؛

- ليس لمعامل المتغير المستقل " معدل نمو الاستثمارات الثابتة GROW " معنوية إحصائية؛

- لمعامل المتغير المستقل " الرفع المالي LEV " معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.66 % مما يعني أن الرفع المالي يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- ليس لمعامل المتغير المستقل " حصة السهم الواحد من الأرباح EPS "، معنوية إحصائية؛

- لمعامل المتغير المستقل " العائد على حقوق المساهمين ROE " معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد العائد على حقوق المساهمين بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.01 % مما يعني أن ROE يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- القدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.21، أي أن المعادلة المقدرة تفسر لنا 21 % من النموذج المقدر وهي نسبة تفسر عن القدرة التفسيرية المقبولة.

➤ **خامساً: تحليل نتائج المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي:** يتضح من نتائج التقدير الذي يوضحه

الجدول (2-8) ما يلي:

- للثابت C معنوية إحصائية عالية جدا، ويفسر هذا بوجود متغيرات أخرى تفسر المتغير التابع؛ ويتوافق هذا مع النظرية الاقتصادية.

- ليس لمعامل المتغير المستقل " المردودية الاقتصادية ROI " معنوية إحصائية؛

- ليس لمعامل المتغير المستقل " معدل نمو الاستثمارات الثابتة GROW " معنوية إحصائية؛

- لمعامل المتغير المستقل " الرفع المالي LEV " معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.66 % مما يعني أن الرفع المالي يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- ليس لمعامل المتغير المستقل " حصة السهم الواحد من الأرباح EPS "، معنوية إحصائية؛

- لمعامل المتغير المستقل " العائد على حقوق المساهمين ROE " معنوية إحصائية عالية جدا كذلك وبإشارة موجبة، أي أن كل ما زاد العائد على حقوق المساهمين بوحدة واحدة تزداد نسبة خلق القيمة بـ 0.01 % مما يعني أن ROE يؤثر بشكل موجب على نسبة MARRIS؛ ويتوافق هذا مع النظرية المالية.

- قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن النموذج العشوائي هو النموذج الأمثل.

## الفرع الثاني: مناقشة الفرضيات

➤ أولاً: بناءً على الدراسات السابقة التي تم تجميعها وتحليلها وتلخيص نتائجها تم صياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

✓ المحددات الاستراتيجية

● الفرضية الأولى: توجد علاقة طردية بين المردودية الاقتصادية وخلق القيمة؛

● الفرضية الثانية: توجد علاقة طردية بين معدل نمو الاستثمارات الثابتة وخلق القيمة؛

✓ المحددات المالية

● الفرضية الثالثة: توجد علاقة طردية بين الرفع المالي وخلق القيمة ؛

● الفرضية الرابعة: توجد علاقة طردية بين حصة السهم من الأرباح وخلق القيمة .

✓ محددات متعلقة بالحوكمة

● الفرضية الخامسة: هناك علاقة طردية بين العائد على حقوق المساهمين كمؤشر على الحوكمة وإدارة أموال المساهمين بشكل فعال وخلق القيمة.

➤ ثانياً: وانطلاقاً من نتائج الدراسة التطبيقية فقد توصلنا الى ما يلي:

إن العوامل المؤثرة على خلق القيمة على مستوى الشركات الصناعية الأردنية هي: الرفع المالي والعائد على حقوق المساهمين؛

- نفي فرضية وجود علاقة طردية بين المردودية الاقتصادية وخلق القيمة وذلك لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بالنسبة لهذا المحدد، وهذا راجع الى عدم اهتمام المستثمرين بالجانب التقييمي للمشاريع وعدم اعتباره مقياساً مفسراً للقيمة السوقية لأنه مقياساً يعبر عن الأداء الكلي للشركة وهو الأداء المالي ذو الطبيعة الاقتصادية الناتج عن تحسين عمليات الاستغلال.

- نفي فرضية وجود علاقة طردية بين معدل الاستثمارات الثابتة وخلق القيمة وهذا يفسر بأن نظرة المستثمرين قصيرة المدى فقط إذ يكون اهتمامهم على خلق القيمة من خلال التسعير وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للأسهم.

- تأكيد الفرضية التي مفادها وجود علاقة طردية بين الرفع المالي وخلق القيمة، وهذا يتوافق على ما تنص عليه النظرية المالية حيث يتم اللجوء إلى الاستدانة لزيادة مردودية السهم.

- نفي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حصة السهم الواحد من الأرباح وخلق القيمة. يفسر هذا بتفضيل المستثمرين للتوزيعات النقدية التي يحصلون عليها بدل احتجاز الأرباح لتمويل النمو والربحية الكامنة للسهم.



- أكدت النتائج القياسية وجود علاقة طردية بين العائد على حقوق المساهمين وخلق القيمة. يفسر هذا باهتمام المستثمرين بهذا الأخير كونه مؤشرا للتقييم المالي للشركة حيث يعبر عن مدى كفاءة إدارة الشركات في توظيف أموال المساهمين والتحكم في التكاليف لتحقيق الأرباح بشكل أمثل وبالتالي تعظيم أسعار الأسهم وخلق قيمة عالية.

## خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة أثر عملية خلق القيمة لبعض الشركات الصناعية وتحديد محددات ونوع العلاقة، وبغرض هذا تمت الدراسة في بعض شركات بورصة عمان التي تعد من أهم البورصات للأوراق المالية، حيث تم توصل النتائج الإحصائية والقياسية الى ما يلي:

- تميزت قيم متغيرات الدراسة باختلافها من شركة صناعية الى أخرى، لكنها كلها تصبو الى ان لمؤشر الرفع المالي ومؤشر العائد من حقوق المساهمين أثر موجب في خلق القيمة؛
- أثبتت علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة الى وجود علاقة دالة إحصائية لبعض المؤشرات المحددة لخلق القيمة وهذا يتوافق مع ما توصلنا اليه في الفصل النظري؛
- تقدير النموذج التجميعي توصل الى ان الرفع المالي والعائد على حقوق المساهمين يؤثر في خلق القيمة؛
- تقدير نموذج الأثر الثابت توصل الى الرفع المالي والعائد على حقوق المساهمين يؤثر في خلق القيمة؛
- المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، أكدت نتائج اختبار وولد على ان نموذج الآثار الثابتة هو الأمثل وهذا راجع الى ان النموذج التجميعي يهمل عنصر الزمن ويتجاهل أثر الشركة، وهذا اختراق لإحدى فرضيات المربعات الصغرى؛
- المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، أكدت نتائج اختبار هوسمان على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل وهذا يعتبر تفسيراً منطقياً باعتبار النموذج يقوم على أساس أن هناك اختلاف بين تجانس الشركات وان ليست كلها متشابهة.

# الخاتمة

## خاتمة

### خاتمة:

يبرر هدف الشركة في تعظيم قيمتها وخاصة القيمة المتعلقة بنسبة Marris ضمن مالية الأسواق، وذلك انطلاقاً من رفع المردودية (المردودية المالية ومردودية السهم)، والذي يبنى على أساس تحسين النتائج وتقليص التكاليف، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية والقيمة التي يتم خلقها للمساهمين، حيث يتأثر تسعير الأسهم بالمعلومات المتعلقة بتقليل التكاليف ووجود أية إمكانيات لخلق القيمة سواء المالية أو الإقتصادية أو السوقية الناتجة عنهما. ومن هذا المنطلق حاولت الدراسة الوقوف على مدى تأثير محددات خلق القيمة ذات الطبيعة الاستراتيجية والمالية على تفسير خلق القيمة للشركات المدرجة ببورصة عمان للفترة ما بين (2013-2020).

العمل مقدم في فصلين، حيث تعرض الفصل الأول إلى الأدبيات النظرية لأهم المفاهيم المتعلقة بخلق القيمة ومختلف مؤشراتهما، ثم أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، بينما الفصل الثاني فتمثل في صياغة النموذج الذي يفسر تأثير نسبة Marris للعينة المأخوذة من مجتمع الدراسة بمؤشرات القيمة ذات الطبيعة الاستراتيجية والمالية في فترة زمنية محددة، وتم استخدام أساليب إحصائية حديثة تمثلت في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel ونماذجها، من أجل الإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات.

### ✓ نتائج اختبار الفرضيات

أفضت نتائج اختبار فرضيات إلى مايلي:

✚ بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في " توجد علاقة طردية بين المردودية الاقتصادية وخلق القيمة" فقد تم نفيها، وذلك من خلال النتائج التالية:

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية وخلق القيمة ببورصة عمان عند مستوى معنوية 0.05 بالنسبة لهذا المحدد، وهذا راجع إلى عدم اهتمام المستثمرين بالجانب التقييمي للمشاريع وعدم اعتباره مقياساً مفسراً للقيمة السوقية لأنه مقياساً يعبر عن الأداء الكلي للشركة وهو الأداء المالي ذو الطبيعة الاقتصادية الناتج عن تحسين عمليات الاستغلال.

✚ بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في " توجد علاقة طردية بين معدل نمو الاستثمارات الثابتة وخلق القيمة" فقد تم نفيها وذلك من خلال:

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الاستثمارات الثابتة وخلق القيمة ببورصة عمان عند مستوى معنوية 5%، وهذا يفسر بأن نظرة المستثمرين قصيرة المدى فقط إذ يكون اهتمامهم على خلق القيمة من خلال التسعير وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للأسهم.

✚ بالنسبة للفرضية الثالثة " وجود علاقة طردية بين الرفع المالي وخلق القيمة" فقد تم إثباتها وذلك من خلال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وخلق لقيمة ببورصة عمان عند مستوى معنوي 5%، وهذا يتوافق على ما تنص عليه النظرية المالية حيث يتم اللجوء إلى الاستدانة لزيادة مردودية السهم.

## خاتمة

بالنسبة للفرضية الرابعة " وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حصة السهم الواحد من الأرباح وخلق القيمة" تم نفي الفرضية، وذلك:

- لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حصة السهم الواحد من الأرباح وخلق القيمة ببورصة عمان عند مستوى معنوية 5%، ويفسر هذا بتفضيل المستثمرين للتوزيعات النقدية التي يحصلون عليها بدل احتجاز الأرباح لتمويل النمو والربحية الكامنة للسهم.

بالنسبة للفرضية الخامسة " وجود علاقة طردية بين العائد على حقوق المساهمين وخلق القيمة" تم إثباتها وذلك لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق المساهمين وخلق القيمة ببورصة عمان عند مستوى معنوي 5%، يفسر هذا باهتمام المستثمرين بهذا الأخير كونه مؤشرا للتقييم المالي للشركة حيث يعبر عن مدى كفاءة إدارة الشركات في توظيف أموال المساهمين والتحكم في التكاليف لتحقيق الأرباح بشكل أمثل وبالتالي تعظيم أسعار الأسهم وخلق قيمة عالية. بناء على النتائج السابقة يمكن الانتقال إلى التوصيات.

### ✓ توصيات الدراسة:

- محاولة تفسير خلق القيمة في المؤسسات خارج الإطار النظري المتعارف عليه في هذا المجال بالانفتاح على محددات أخرى ذات طبيعة استراتيجية ومتعلقة بالحوكمة من أجل تحسين عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية.

- زيادة اهتمام الشركات بإصدار تقارير مفصلة وشفافة متعلقة بالمؤشرات ذات الصلة بخلق القيمة، وذلك بغرض التحسين من أداء الأسهم في السوق المالي انطلاقا من تحسين الوعي لدى المستثمرين حول القيمة ومحدداتها ومصادرها.

### ✓ آفاق الدراسة:

- محاولة اجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تفسر لنا مدى فعالية محددات خلق القيمة في تفسير تلك القيمة في البورصات وذلك عن طريق زيادة عدد المتغيرات المفسرة والتوسع في فترة الدراسة التي من شأنها أن تقدم لنا نتائج أكثر توافقا مع ما تنص عليه النظرية المالية.

- التوسع نحو أكثر من مفهوم لخلق القيمة، من خلال تجاوز القيمة المساهمية والاهتمام بدور الأطراف ذات المصلحة في التأثير على الاستراتيجيات التي يمكن أن تخلق القيمة في الشركات الصناعية؛

# قائمة المصادر والمراجع

✓ المراجع العربية:

الكتب:

- 1) الطائي يوسف حجيم سلطان، العبادي هاشم فوزي دباس، إدارة علاقة الزبون، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 2) الياس بن ساسي، الخيارات الإستراتيجية لنمو المؤسسة، الطبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.
- 3) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان-الأردن، 2011.
- 4) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
- 5) إسماعيل محمد بن قانة، الإحصاء الوصفي والحيوي - دروس وتطبيقات-، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن - 2011.
- 6) رجم نصيب، لمياء عماني، سمية بن علي، تقييم المؤسسات "دروس وتطبيقات محلولة"، دار الجزائرية، الطبعة الاولى، سنة 2018.
- 7) روبرت تي "كيوساكي، لماذا يزداد الأثرياء ثراءً، مكتبة جرير، الطبعة الاولى 2019.
- 8) زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 1998.
- 9) صالح محمد الحناوي، أدوات تحليل والتخطيط في الإدارة، دار النهضة العربية.
- 10) عبد الوهاب بلمهدي، عادل لعجالي، إستراتيجية نمو المؤسسة الاقتصادية "أشكال النوافع والتقييم"، وحدة بحث تنمية الموارد البشرية، جامعة سطيف.
- 11) عماني لمياء، بن علي سمية، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية "التركيب المالي وإعادة الهيكلة"، الدار الجزائرية، الطبعة الأول، 2021.
- 12) ميلان كوبر، الإستشارات الإدارية، مكتب العمل الدولي جنيف، دار النشر شركة أبوغزاله، الطبعة الرابعة، سنة 2015.

## قائمة المصادر والمراجع

- (13) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل المعاصر، الطبعة 2، مدخل الكتب العربي الحديث، 2003.
- (14) محمد صالح الحناوي، نهان فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياص، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001.

### المجلات:

- (1) أمال لعقون، امان يوسف، مجلة الدراسات الاقتصادية، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، جامعة فرحات عباس، سطيف (الجزائر)، سنة 2021.
- (2) إلياس بن ساسي، محاولة ضبط مفهومي النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة كمنطق للمفاضلة بينهما، مجلة الباحث، 2008.
- (3) بن الزاوي عبد الرزاق، مسعودي جميلة، دور تطبيق مبادئ الحوكمة في تفعيل أبعاد المسؤولية الاجتماعية، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12، جامعة خيضر بسكرة، 2017.
- (4) بوديسة محمد، عشوي نصر الدين، رأس المال البشري و إشكالية خلق القيمة في المؤسسة مقارنة فكرية، مجلة البشائر الاقتصادية، 2018.
- (5) حمودي أحمد، زيدان محمد، فاعلية القيمة المدركة في تحقيق ولاء العميل في سوق خدمة الهاتف النقال، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2016.
- (6) خالد سيف الاسلام بوخلخال، علال بن ثابت، قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة، دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019، مجلة الدراسات العدد الاقتصادية، المجلد 12، العدد 01، مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الغواط، الجزائر، 2020.
- (7) خالد محمد عثمان أحمد، إطار مقترح لقياس وتقييم مسببات المخاطر التشغيلية في البنوك وفقا لمتطلبات بازل، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 2018.



## قائمة المصادر والمراجع

- (8) زكريا يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائي، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21) 2012.
- (9) سويسي الهواري، رضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017.
- (10) شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010.
- (11) شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010.
- (12) طاسين عائشة، دحاج صحراوي حمودي، دور الميكانزمات الداخلية للحكومة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة، دراسة عينة مؤسسات CAC40 للفترة 2014-2016، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 2، مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2018.
- (13) عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD) خلال الفترة 2006-2011، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، جامعة ورقلة، الجزائر، 2014.
- (14) عابد عبد الله كشميري، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، المجلة العربية للنشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، جدة، 2020-2021.
- (15) علي بن ضب، سيدي أحمد عيادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 2، 2012.

## قائمة المصادر والمراجع

- (16) عيساوي سهام، مرغادلخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 2014.
- (17) عبيد نعيمة، حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة "دراسة تحليلية من منظور المدخل الأنضباطي"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، بالجلفة، الجزائر.
- (18) عبد الكريم قندور، الخيارات الحقيقية ودورها في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد3، 2015.
- (19) عبد الوهاب دادن، سلوك المؤسسات البترولية في تمويل نموها الداخلي، دراسة مقارنة بين المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) والمؤسسة الوطنية للتنقيب (ENAFOR)، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي، جامعة ورقلة، الجزائر.
- (20) فائزة إبراهيم محمود الغبان، رؤى تصورية قياس رأس المال المعرفي المعيارية ومحددات الافصاح عنها لخلق المنافسة المستدامة في ظل الأقتصاد المعرفي، مجلة دراسات محاسبية ومالية (JAFS)، المجلد الثالث عشر، العدد44، الفصل الثالث، 2018.
- (21) لمياء عماني، سمية بن علي، الخيارات الحقيقية "خلق القيمة والمرونة"، مجلة إضافات اقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر، العدد2، 2018.
- (22) لمياء عماني، سلمى كيجلي، خلق القيمة وأقتصاد الأصول غير المادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2017.
- (23) معالم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA" دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل-بسكرة-"، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، الجزائر، 2017.

## قائمة المصادر والمراجع

- (24) موسي سهام، داسي وهيبة، مساهمة انترنت الأشياء في خلق القيمة، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة محمد خيضر بسكرة(الجزائر)، 2020.
- (25) مداني شهيناز، أثر تكلفة راس المال على ربحية الشركات، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد7، العدد2، 2022.
- (26) هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قسنطينة2، 2012.
- (27) هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قاس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009-2010.

### الملتقيات والمؤتمرات:

- (1) السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية"مدخل القيمة الاقتصادية المضافةEVA، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة(الجزائر)، 2009.
- (2) عبد المجيد قدي، عبد الوهاب دادن، تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية كأسلوب لتقييم الأداء المالي، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005.

### الأطروحات والمذكرات:

#### ➤ أطروحات الدكتوراه

- (1) أمحمد بن الدين، المناولة الصناعية كاستراتيجية لتحقيق الميزة التنافسية في المؤسسات الصناعية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.
- (2) صابر عباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جتمعة محمد خيضر بسكرة، 2016.

## قائمة المصادر والمراجع

(3) دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراة، في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2007.

### ➤ مذكرات الماجستير:

(1) الوليد هلال، الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية ودورها في خلق القيمة، أطروحة ماجستير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009.

(2) بلال عدنان مهنا، استخدام مقياس القيمة المضافة (EVA) لتفسير خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس المالية التقليدية، رسالة أعدت استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والمحاسبة، جامعة تشرين، 2017.

(3) بوليمة مرمي، البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2011/2012.

(4) عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2012.

### ➤ مذكرات الماستر:

(1) ضيف الله داود، حمزة علي ناصر الرضي، دور المزيج الترويجي في خلق قيمة للعميل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف "المسيلة"، مذكرة ماستر، 2018.

(2) إيمان بوغرارة، محددات خلق القيمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، مذكرة ماستر، 2018.

(3) حراق مصباح، إدارة المخاطر المالية في مؤسسة التأمين، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أطروحة ماستر، 2021.

## قائمة المصادر والمراجع

4) توفيق حميمي، أثر مؤشرات خلق القيمة على تسعير الأسهم، مذكرة مقدمة لأستكمال متطلبات شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2018.

5) كحيحة أكرام، دور إستراتيجية النمو الداخلي كخيار في تحسين أداء المؤسسة من منظور بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر، علوم التسيير، بسكرة.

### ✓ المراجع الأجنبية:

#### ✚ كتب أجنبية:

- 1) Black A. Wright P. Bachman J. "**Gestion de la valeur actionnariale**", Dunod, Paris, 1999.
- 2) By Robert T « kiyosaki », **Rich Dad Poor Dad**, JARIR BOOKSTORE, Fourth Edition, 2009.
- 3) Fligstein Neil, **Le mythe du marché**, In, Actes de la recherche en sciences sociales. Vol:139, L'exception américaine, 2001.
- 4) Ehbar A. **EVA: economic Value Added**, éd Village Mondile, Paris, 2000.
- 5) Michel Porter, **L'avantage concurrentiel comment devancer ses concurrents et maintenir**, son avance, Paris, 1999.
- 6) Pierre vernimen, Pascl quiry, yann le fur, **Finance d'entreprise** 9<sup>o</sup> édition, Dalloz, paris, 2011.

#### ✚ مجلات أجنبية:

- 1) Christian hoarau, stian Hoarau, **Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire**, IAE de Paris (Université Paris 1 • Panthéon - Sorbonne) – GREGOR, 2000.
- 2) Cappelliti, l-khouatra, **la mesure de la création de valeur organisationnelle**, overts hall, 2011.
- 3) Jokung-Ngéna O, Arrgle J-L, Yves de kougé, UlagaW, **introduction au management de la valeur**, 2011.
- 4) Hassan El Ibrami, **Intrinsic Valus vs. Market value: An Empirical Mean-Reversion-Based Study**, International Journal of Accounting and Financial

## قائمة المصادر والمراجع

- 5) Reporting, Department of Accounting, University of Quebec in Montreal, Canada.
- 6) Gérard Charreaux, Philippe Desbrières, **Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale**, article publié dans la revue de Finance Contrôle Stratégie, juin 1998.
- 6) Pablo Fernandez, Alvaro Villanueva, **shareholder value creation in Europe EUROSTOXX50**, workingpaper, 2004.

## ✓ رابط الموقع الإلكتروني:

1) اطلع على الرابط بتاريخ 2022/10/05، على الساعة 18:38.

2) عماني لمياء، شهرزاد زغيب، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين، على الخط، ص 10.

- 3) [https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures/10/10\\_2021\\_05\\_17!06\\_28\\_19\\_PM.pdf](https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures/10/10_2021_05_17!06_28_19_PM.pdf)

الملاحق

# الملاحق

## الملحق (05): بيانات لبعض الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان

| السنوات | متغيرات الدراسة          | أساس للصناعات الخرسانية | الأردنية لصناعات الانابيب | الصناعات البروكيماوية الوسيطة | العربية لصناعة الالمنيوم ارال | القدس للصناعات الخرسانية | الوطنية لصناعة الالمنيوم | الوطنية لصناعة الصلب | دار الدواء للتنمية والاستثمار | فيلادلفيا لصناعة الأدوية | مصانع الكابلات المتحدة | مصانع الأجواخ الاردنية |
|---------|--------------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|-------------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------|
| 2013    | مؤشر MARRIS              | 0.431                   | 1.044                     | 0.481                         | 0.812                         | 0.498                    | 1.178                    | 1.021                | 0.913                         | 1.662                    | 1.046                  | 0.993                  |
| 2014    |                          | 0.424                   | 0.828                     | 0.372                         | 1.272                         | 0.613                    | 1.232                    | 0.838                | 1.545                         | 4.092                    | 1.017                  | 0.843                  |
| 2015    |                          | 0.295                   | 0.616                     | 0.3                           | 1.101                         | 0.341                    | 1.218                    | 0.951                | 1.067                         | 2.639                    | 1.034                  | 0.901                  |
| 2016    |                          | 0.315                   | 0.539                     | 0.256                         | 1.139                         | 0.472                    | 1.258                    | 1.316                | 0.949                         | 1.783                    | 1.021                  | 0.879                  |
| 2017    |                          | 0.31                    | 0.547                     | 0.982                         | 1.068                         | 0.443                    | 1.228                    | 1.069                | 1.062                         | 1.145                    | 1.048                  | 0.767                  |
| 2018    |                          | 0.227                   | 1.859                     | 1.389                         | 1.31                          | 0.38                     | 1.234                    | 1.103                | 0.722                         | 1.099                    | 0.97                   | 0.714                  |
| 2019    |                          | 0.259                   | 0.816                     | 1.096                         | 0.989                         | 0.279                    | 1.16                     | 0.592                | 1.132                         | 1.001                    | 0.951                  | 0.582                  |
| 2020    |                          | 0.142                   | 0.791                     | 1.123                         | 0.826                         | 0.3                      | 1.161                    | 0.534                | 0.924                         | 0.937                    | 0.969                  | 0.606                  |
| 2013    | المردودية الاقتصادية     | 0.077                   | 0.061                     | 0.034                         | 0.104                         | -0.022                   | 0.137                    | -1.168               | 0.550                         | 0.720                    | 0.048                  | 0.068                  |
| 2014    |                          | -0.036                  | 0.005                     | -0.016                        | 0.137                         | 0.039                    | 0.151                    | 0.647                | 0.650                         | 0.822                    | 0.015                  | 0.064                  |
| 2015    |                          | -0.127                  | -0.048                    | -0.146                        | 0.078                         | 0.053                    | 0.075                    | 0.224                | 0.256                         | 0.434                    | 0.030                  | 0.078                  |
| 2016    |                          | 0.085                   | -0.007                    | -0.116                        | 0.071                         | 0.063                    | 0.069                    | -0.210               | 0.402                         | 0.112                    | 0.013                  | 0.064                  |
| 2017    |                          | -0.187                  | 0.024                     | 26.885                        | 0.077                         | 0.080                    | 0.048                    | -0.310               | 1.237                         | 0.143                    | 0.035                  | 0.065                  |
| 2018    |                          | -0.283                  | -0.550                    | 1.826                         | 0.007                         | 0.098                    | 0.033                    | 1.250                | 0.101                         | 0.149                    | -0.058                 | 0.061                  |
| 2019    |                          | -1.331                  | -1.240                    | 0.634                         | 0.010                         | 0.139                    | -0.060                   | 0.257                | 0.073                         | 0.202                    | -0.011                 | 0.055                  |
| 2020    |                          | -0.182                  | 0.648                     | 0.317                         | 0.026                         | -0.276                   | 0.007                    | -0.034               | -0.443                        | 0.053                    | 0.036                  | 0.028                  |
| 2013    | معدل الاستثمارات القائمة | -0.066                  | -0.009                    | -0.002                        | -0.040                        | -0.057                   | -0.006                   | -0.278               | 0.414                         | 0.010                    | -0.076                 | 814.566                |
| 2014    |                          | -0.093                  | -0.081                    | -0.011                        | 0.166                         | -0.050                   | 0.006                    | 1.562                | 0.007                         | 0.304                    | -0.084                 | -0.172                 |
| 2015    |                          | -0.041                  | -0.076                    | -0.019                        | -0.081                        | 0.868                    | -0.035                   | 0.350                | 0.007                         | 0.336                    | -0.085                 | 0.148                  |
| 2016    |                          | -0.041                  | -0.053                    | -0.015                        | -0.051                        | 0.017                    | -0.116                   | 0.089                | 0.007                         | 0.073                    | -0.065                 | -0.495                 |
| 2017    |                          | -0.050                  | -0.028                    | -0.085                        | 0.000                         | 0.160                    | 0.054                    | 0.070                | 0.170                         | -0.082                   | 0.020                  | 0.141                  |



|      |                             |         |         |         |        |        |        |         |         |        |        |        |
|------|-----------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 2018 |                             | -0.017  | 0.151   | -0.061  | -0.063 | -0.002 | 0.020  | -0.015  | 0.102   | 0.032  | 0.034  | -0.149 |
| 2019 |                             | -0.045  | 0.013   | -0.062  | -0.063 | 0.042  | -0.040 | -0.025  | -0.007  | -0.021 | -0.072 | -0.138 |
| 2020 |                             | -0.068  | -0.094  | -0.073  | -0.049 | -0.039 | -0.025 | -0.048  | -0.088  | -0.061 | -0.056 | -0.217 |
| 2013 | الرفع المالي                | 0.202   | 0.200   | 0.476   | 0.001  | 0.036  | 0.309  | 0.500   | 0.411   | 0.335  | 0.269  | 0.022  |
| 2014 |                             | 0.191   | 0.438   | 0.433   | 0.002  | 0.000  | 0.374  | 0.323   | 0.341   | 0.149  | 0.257  | 0.026  |
| 2015 |                             | 0.194   | 0.376   | 0.404   | 0.000  | 0.000  | 0.240  | 0.414   | 0.233   | 0.083  | 0.220  | 0.006  |
| 2016 |                             | 0.165   | 0.324   | 0.503   | 0.000  | 0.000  | 0.159  | 0.245   | 0.438   | 0.162  | 0.000  | 0.006  |
| 2017 |                             | 0.188   | 0.452   | 0.926   | 0.030  | 0.000  | 0.241  | 0.206   | 0.608   | 0.185  | 0.020  | 0.001  |
| 2018 |                             | 0.152   | 0.700   | 1.071   | 0.034  | 0.072  | 0.201  | 0.115   | 0.990   | 0.129  | 0.403  | 0.008  |
| 2019 |                             | 0.217   | 0.749   | 1.105   | 0.016  | 0.198  | 0.000  | 0.057   | 1.428   | 0.185  | 0.142  | 0.008  |
| 2020 |                             | 0.074   | 1.300   | 1.156   | 0.002  | 0.259  | 0.000  | 0.061   | 1.077   | 0.144  | 0.196  | 0.008  |
| 2013 | حصة السهم الواحد من الأرباح | 0.008   | 0.020   | 0.010   | 3.164  | -0.028 | 0.029  | 0.075   | 2.197   | 0.176  | 0.057  | 13.160 |
| 2014 |                             | -0.023  | -0.048  | -0.007  | 1.762  | 0.010  | 0.040  | 1.095   | 1.856   | 5.533  | 0.005  | 6.802  |
| 2015 |                             | -0.173  | -0.033  | -0.069  | 1.648  | 0.025  | 0.042  | -3.134  | 1.152   | 10.258 | 0.096  | 13.498 |
| 2016 |                             | 0.019   | -0.011  | -0.015  | 2.038  | 0.020  | 0.049  | 2.709   | 4.399   | 0.168  | 0.031  | 6.140  |
| 2017 |                             | -0.129  | -0.022  | -0.053  | 1.014  | 0.067  | 0.049  | 4.392   | -7.320  | 0.291  | 0.081  | 14.481 |
| 2018 |                             | -0.051  | -0.039  | -0.043  | -0.023 | 0.147  | 0.017  | 6.704   | -3.791  | 1.207  | -0.096 | 15.885 |
| 2019 |                             | -0.359  | -0.059  | -0.031  | 0.014  | 0.061  | -0.085 | 4.688   | -1.257  | 8.987  | -0.076 | 11.623 |
| 2020 |                             | -0.087  | -0.170  | -0.063  | 5.599  | -0.584 | 0.000  | -35.729 | 3.844   | 2.575  | 0.128  | 4.973  |
| 2013 | العائد على حقوق المساهمين   | 1.132   | 2.645   | 1.184   | 5.895  | -1.786 | 7.071  | 20.508  | 9.494   | 22.412 | 2.556  | 5.688  |
| 2014 |                             | -3.73   | -1.956  | -0.817  | 7.034  | 2.908  | 6.816  | 18.19   | 11.599  | 51.006 | 0.082  | 5.747  |
| 2015 |                             | -6.668  | -5.584  | -8.228  | 3.98   | 4.34   | 2.94   | -9.561  | 7.543   | 31.361 | 1.681  | 7.123  |
| 2016 |                             | 1.867   | -2.708  | -5.047  | 3.976  | 4.294  | 3.167  | 21.316  | 8.85    | 7.05   | 0.708  | 5.685  |
| 2017 |                             | -6.477  | -1.416  | -32.88  | 4.47   | 4.036  | 1.658  | 13.022  | -22.005 | 8.436  | 2.541  | 5.178  |
| 2018 |                             | -7.118  | -17.531 | -30.864 | -0.1   | 4.486  | 0.421  | 14.645  | -19.432 | 9.351  | -5.162 | 5.479  |
| 2019 |                             | -20.401 | -27.09  | -39.024 | 0.086  | 2.101  | -6.363 | 5.559   | -31.376 | 10.899 | -2.053 | 4.837  |
| 2020 |                             | -6.994  | -32.129 | -30.893 | 1.657  | -7.139 | 0.075  | -3.131  | 27.888  | 1.238  | 1.906  | 2.571  |

ملحق (01): مصفوفة الارتباطات

Correlations

|    |                     | Y      | X1     | X2    | X3      | X4     | X5      |
|----|---------------------|--------|--------|-------|---------|--------|---------|
| Y  | Pearson Correlation | 1      | ,061   | ,014  | ,061    | ,163   | ,400**  |
|    | Sig. (2-tailed)     |        | ,572   | ,897  | ,571    | ,129   | ,000    |
| X1 | Pearson Correlation | ,061   | 1      | -,012 | ,233*   | -,017  | -,246*  |
|    | Sig. (2-tailed)     | ,572   |        | ,912  | ,029    | ,873   | ,021    |
| X2 | Pearson Correlation | ,014   | -,012  | 1     | -,086   | ,231*  | ,041    |
|    | Sig. (2-tailed)     | ,897   | ,912   |       | ,428    | ,031   | ,703    |
| X3 | Pearson Correlation | ,061   | ,233*  | -,086 | 1       | -,189  | -,575** |
|    | Sig. (2-tailed)     | ,571   | ,029   | ,428  |         | ,078   | ,000    |
| X4 | Pearson Correlation | ,163   | -,017  | ,231* | -,189   | 1      | ,312**  |
|    | Sig. (2-tailed)     | ,129   | ,873   | ,031  | ,078    |        | ,003    |
| X5 | Pearson Correlation | ,400** | -,246* | ,041  | -,575** | ,312** | 1       |
|    | Sig. (2-tailed)     | ,000   | ,021   | ,703  | ,000    | ,003   |         |

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed) ; \* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برمجيتي 12.EVEIWS، EXCEL.

ملحق(02): النموذج التجميعي

| Dependent Variable: Y                   |             |                    |             |          |
|---|-------------|--------------------|-------------|----------|
| Method: Panel Least Squares             |             |                    |             |          |
| Date: 04/21/22 Time: 23:53              |             |                    |             |          |
| Sample: 2013 2020                       |             |                    |             |          |
| Periods included: 8                     |             |                    |             |          |
| Cross-sections included: 11             |             |                    |             |          |
| Total panel (balanced) observations: 88 |             |                    |             |          |
| Variable                                | Coefficient | Std. Error         | t-Statistic | Prob.    |
| C                                       | 0.706861    | 0.073604           | 9.603558    | 0.0000   |
| X1                                      | 0.023594    | 0.017817           | 1.324223    | 0.1891   |
| X2                                      | 0.000101    | 0.000587           | 0.171944    | 0.8639   |
| X3                                      | 0.693840    | 0.188108           | 3.688508    | 0.0004   |
| X4                                      | 0.003306    | 0.009631           | 0.343314    | 0.7322   |
| X5                                      | 0.025226    | 0.004507           | 5.596745    | 0.0000   |
| Root MSE                                | 0.445047    | R-squared          |             | 0.303627 |
| Mean dependent var                      | 0.924898    | Adjusted R-squared |             | 0.261165 |
| S.D. dependent var                      | 0.536372    | S.E. of regression |             | 0.461041 |
| Akaike info criterion                   | 1.355088    | Sum squared resid  |             | 17.42985 |
| Schwarz criterion                       | 1.523997    | Log likelihood     |             | -        |
| Hannan-Quinn criter.                    | 1.423137    | F-statistic        |             | 7.150600 |
| Durbin-Watson stat                      | 0.984723    | Prob(F-statistic)  |             | 0.000013 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برمجيتي 26.SPSS، EXCEL.

ملحق(03): نموذج التأثيرات الثابتة **Modèle à effets fixes**

| Dependent Variable: Y                   |             |                    |             |        |
|---|-------------|--------------------|-------------|--------|
| <b>Method: Panel Least Squares</b>      |             |                    |             |        |
| Date: 04/22/22 Time: 00:30              |             |                    |             |        |
| Sample: 2013 2020                       |             |                    |             |        |
| Periods included: 8                     |             |                    |             |        |
| Cross-sections included: 11             |             |                    |             |        |
| Total panel (balanced) observations: 88 |             |                    |             |        |
| Variable                                | Coefficient | Std. Error         | t-Statistic | Prob.  |
| C                                       | 0.715595    | 0.077941           | 9.181275    | 0.0000 |
| X1                                      | 0.020164    | 0.015191           | 1.327409    | 0.1886 |
| X2                                      | 0.000263    | 0.000493           | 0.533564    | 0.5953 |
| X3                                      | 0.677943    | 0.239984           | 2.824955    | 0.0061 |
| X4                                      | 0.002715    | 0.009816           | 0.276581    | 0.7829 |
| X5                                      | 0.015808    | 0.004867           | 3.248291    | 0.0018 |
| Effects Specification                   |             |                    |             |        |
| Cross-section fixed (dummy variables)   |             |                    |             |        |
| Root MSE                                | 0.339170    | R-squared          | 0.595549    |        |
| Mean dependent var                      | 0.924898    | Adjusted R-squared | 0.511288    |        |
| S.D. dependent var                      | 0.536372    | S.E. of regression | 0.374967    |        |
| Akaike info criterion                   | 1.039007    | Sum squared resid  | 10.12321    |        |
| Schwarz criterion                       | 1.489432    | Log likelihood     | -           |        |
| Hannan-Quinn criter.                    | 1.220472    | F-statistic        | 7.067926    |        |
| Durbin-Watson stat                      | 1.531870    | Prob(F-statistic)  | 0.000000    |        |

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برمجيتي SPSS.26، EXCEL.

ملحق(04): نموذج التأثيرات العشوائية Modèle à effets aléatoire

| Dependent Variable: Y                             |             |                    |             |        |
|---|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) |             |                    |             |        |
| Date: 04/22/22                                    |             | Time: 00:36        |             |        |
| Sample: 2013 2020                                 |             |                    |             |        |
| Periods included: 8                               |             |                    |             |        |
| Cross-sections included: 11                       |             |                    |             |        |
| Total panel (balanced) observations: 88           |             |                    |             |        |
| Swamy and Arora estimator of component variances  |             |                    |             |        |
| Variable  | Coefficient | Std. Error         | t-Statistic | Prob.  |
| C   | 0.718658    | 0.102198           | 7.032010    | 0.0000 |
| X1  | 0.020786    | 0.015008           | 1.384978    | 0.1698 |
| X2  | 0.000232    | 0.000488           | 0.475015    | 0.6360 |
| X3  | 0.663093    | 0.205606           | 3.225071    | 0.0018 |
| X4  | 0.002677    | 0.009141           | 0.292861    | 0.7704 |
| X5  | 0.018799    | 0.004477           | 4.199306    | 0.0001 |
| Effects Specification                             |             |                    |             |        |
|   |             |                    | S.D.        | Rho    |
| Cross-section random                              |             |                    | 0.244985    | 0.2992 |
| Idiosyncratic random                              |             |                    | 0.374967    | 0.7008 |
| Weighted Statistics                               |             |                    |             |        |
| Root MSE  | 0.369164    | R-squared          | 0.214413    |        |
| Mean dependent var                                | 0.440181    | Adjusted R-squared | 0.166512    |        |
| S.D. dependent var                                | 0.418894    | S.E. of regression | 0.382432    |        |
| Sum squared resid                                 | 11.99283    | F-statistic        | 4.476116    |        |
| Durbin-Watson stat                                | 1.316974    | Prob(F-statistic)  | 0.001176    |        |
| Unweighted Statistics                             |             |                    |             |        |
| R-squared   | 0.278569    | Mean dependent var | 0.924898    |        |
| Sum squared resid                                 | 18.05703    | Durbin-Watson stat | 0.874687    |        |

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برمجيتي SPSS.26، EXCEL.

# الفهرس

|           |   |
|-----------|---|
| III.....  | الإهداء   |
| IV.....   | الشكر   |
| V.....    | الملخص  |
| VI.....   | قائمة المحتويات                                 |
| VII.....  | قائمة الجداول                                   |
| VIII..... | قائمة الأشكال                                   |
| IX.....   | قائمة الرموز والاختصارات                        |
| X.....    | قائمة الملاحق                                   |
| أ.....    | مقدمة   |
| 1.....    | الفصل الأول: الدراسة النظرية لمحددات خلق القيمة |
| 2.....    | التمهيد   |
| 3.....    | المبحث الأول: مدخل معرفي لمحددات خلق القيمة     |
| 3.....    | المطلب الأول: مدخل إلى خلق القيمة               |
| 4.....    | الفرع الأول: تعريف خلق القيمة                   |
| 5.....    | الفرع الثاني: أهم النظريات لمفسرة لخلق القيمة   |
| 6.....    | الفرع الثالث: أهمية خلق القيمة                  |
| 10.....   | المطلب الثاني: استراتيجيات ومحددات خلق القيمة   |
| 10.....   | الفرع الأول: عمليات النمو لخلق القيمة           |
| 11.....   | الفرع الثاني: الركائز المالية لخلق القيمة       |
| 14.....   | الفرع الثالث: حوكمة الشركات لخلق القيمة         |
| 15.....   | المطلب الثالث: مقاييس تقييم خلق القيمة          |
| 15.....   | الفرع الأول: المدخل المحاسبي                    |
| 17.....   | الفرع الثاني: المدخل الاقتصادي                  |
| 20.....   | الفرع الثالث: المؤشرات البورصية                 |

|    |  |
|----|--|
| 25 | المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....   |
| 25 | المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.....                                      |
| 25 | الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية.....                            |
| 27 | الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....                          |
| 28 | المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية.....   |
| 29 | الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية.....               |
| 30 | الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....             |
| 32 | المطلب الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.....                 |
| 33 | الخلاصة.....   |
| 34 | الفصل الثاني: دراسة قياسية تحليلية لمحددات خلق القيمة في القطاع الصناعي..... |
| 35 | التمهيد.....   |
| 36 | المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....                     |
| 36 | المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة.....                          |
| 36 | الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة.....  |
| 36 | الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.....                       |
| 37 | المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة.....                             |
| 37 | فرع الأول: تعريف وخصائص بيانات بنال.....                                     |
| 38 | فرع الثاني: الأشكال الأساسية لتحليل بيانات بنال.....                         |
| 38 | المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.....                        |
| 39 | المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة.....                                  |
| 39 | الفرع الأول: عرض أهم النتائج.....  |
| 42 | الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معلمات النموذج الملائم.....                  |

|       |  |
|-------|--|
| 45    | المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها.....            |
| 45    | الفرع الأول: تحليل النتائج المتوصل إليها.....                      |
| 49    | الفرع الثاني: مناقشة الفرضيات.....                                 |
| 51    | الخلاصة.....   |
| 52    | الخاتمة.....   |
| 55    | قائمة المصادر والمراجع.....  |
| 64    | الملاحق.....   |
| 65    | الملحق(1): مصفوفة الارتباط.....                                    |
| 65    | الملحق(2): النموذج التجميعي.....                                   |
| 66    | الملحق(3): نموذج التأثيرات الثابتة.....                            |
| 67    | الملحق(4): نموذج التأثيرات العشوائية.....                          |
| 69-68 | الملحق(5): بيانات لبعض الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان..... |
| 70    | الفهرس.....  |