



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، العلوم التسيير
مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية، علوم التسيير

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

أهمية مؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية في تفسير عوائد

الأسهم

دراسة قياسية على عينة من الشركات الصناعية الدرجة في بورصة عمان

خلال الفترة 2011-2020

إعداد الطالبتين:

❖ وعمارة ملاك كاتية.

❖ حمبابة مروة.

نوقشت وأجيزت بتاريخ:

21/06/2022

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	لقب و اسم الأستاذ
رئيسا	ورقلة		د/بابنات عبد الرحمان
مشرفا و مقرررا	ورقلة		د/ السعيد هتهات
عضوا	ورقلة		د/محمد الأمين شربي

الموسم الجامعي: 2022/2021



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، العلوم التسيير
مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية، علوم التسيير

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

أهمية مؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية في تفسير عوائد

الأسهم

دراسة قياسية على عينة من الشركات الصناعية الدرجة في بورصة عمان

خلال الفترة 2011-2020

إعداد الطالبتين:

❖ وعامرة ملاك كاتية.

❖ حمبابة مروة.

نوقشت وأجيزت بتاريخ:

21/06/2022

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	لقب و اسم الأستاذ
رئيسا	ورقلة		د/بابنات عبد الرحمان
مشرفا و مقرررا	ورقلة		د/ السعيد هتهات
عضوا	ورقلة		د/محمد الأمين شرقي

الموسم الجامعي: 2022/2021

الإهداء

الحمد لله حمدا كثيرا مباركا فيه على من به نعم لا نحصيها
الحمد لله الذي وفقني لتثمين هذه الخطوة في مسيرتي الدراسية بمذكرتي هذه

ثمرة الجهد والنجاح بفضلته تعالى مهداة

إلى من أفنت حياتها لأجلي التي علمتني الحياة وغرست في أعماقي الإرادة
والصبر والمثابرة هي مثالي الأعلى في الأصالة والثبات أمي الحبيبة الغالية
إلى أبي الغالي الذي هو مصدر مجيئي للحياة وأصل أخلاقي، يا أغلى شئ
في الوجود

إلى من أفرح لرؤياه، إلى من أشعرنني بأني لست وحيدة، إلى من زرع الأمل
في حياتي، إلى من تطلع إلى نجاحي بنظرات الأمل، إلى من ساندني في هذه
الحياة، إلى رفيق دربي زوجي حفظك الله لي.

إلى قرة عيني ابنتي ياقوت، إلى بهجة حياتي ابني محمود وإبراهيم حفظهم

الله.

مرورة حمبابة

الإهداء

أحمد الله وأشكره شكرا يليق بجلاله، سهل لي الصعاب ووفقني وألهمني القدرة لإنجاز
هذا العمل الذي أهديته

إلى من أحاطتني بعطفها وغمرتني بجنبها الفياض وعلمتني أبجديات الحياة، إلى من سهرت
الليالي من أجلي وسقتني بالحب والحنان، إلى أعظم جوهرة سلمتها إلى أنامل الرحمان، التي
غمرتني بدعواتها وأنارت حياتي وكانت معي في كل خطوة من خطواتي، إلى رمز العطف
والحنان إليك حبيبتي وأغلى ما أملك في الوجود أُمِّي الحبيبة أطال الله في عمرك.

إلى من ثبت القلم في أصابعي وأشغل في دربي شموع الفرح، إلى من كان السد القوي
في السراء والضراء

إلى من كان رمز الصمود والعطاء

إلى من كان قدوة في التربية والأخلاق، أبي حبيبي حفظك الله وأطال عمرك

إلى إخوتي وأخواتي

إلى كل قريب وبعيد من وقف إلى جانبي ولو بكلمة طيبة

إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم صفحتي

كاتبة وعمارة

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على من لا نبي بعده أما بعد:

أولا الشكر للمولى العلي القدير الذي أنار لنا درب العلم وأعاننا على ما فيه الخير والصلاح ووقفنا لبلوغ هذه المرحلة وقرنا على ما فيه الخير والصلاح ووقفنا لبلوغ هذه المرحلة وقدرنا على إنجاز هذا العمل.

يسعدنا مع انتهاء هذه الباقة العلمية المتواضعة من دواعي الاعتراف بالجميل نتقدم بالشكر الجزيل

وفائق التقدير والاحترام إلى الأستاذ المشرف

" السعيد هتهات " الذي تحمل معنا مشقة ولم ييخل علينا بنصائحه القيمة وإرشاداته لنا التي

كانت سراجا يوجهنا نحو الأفضل.

كما نتقدم بالشكر إلى من تبادلنا معهم الأفكار وقدموا لنا يد العون والمساعدة ولو بكلمة طيبة أو

ابتسامة.

كاتبة ومروى

ملخص:

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على عوائد الأسهم، وذلك بالاعتماد على عينة من ثمانية شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة (2011_2020). ولإحاطة بمحاور الموضوع تم الاعتماد على المنهج الوصفي واستخدام أسلوب إحصائي لقياس الأثر بين المتغيرات متمثل في بيانات البانل، تضمن النموذج المؤشرات: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، نسبة المديونية، نسبة التداول، نسبة الاحتياج لرأس المال العامل، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغيرات مستقلة، وعوائد الأسهم كمتغير تابع.

توصلت الدراسة لأثر إيجابي لكل من العائد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عوائد الأسهم، في حين لم يكن لكل من المتغيرات (العائد على حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة المديونية، نسبة الاحتياج لرأس المال العامل أي أثر معنوي على عوائد الأسهم .

الكلمات المفتاحية:

مؤشرات الأداء المالي، عوائد الأسهم، نماذج بانل ، العائد على الأصول، القيمة السوقية، القيمة الدفترية.

Abstract:

This study aimed to test the impact of traditional and modern Financial performance indicators on stock returns, based on a sample of eight industrial companies listed on the Amman Stock Exchange, during the period (2011-2020). In order to capture the axes of the topic, the descriptive approach was used and a statistical method was used to measure the impact between the variables represented in the panel data. The model included indicators: return on assets, return on equity, debt ratio, trading ratio, percentage of need for working capital, ratio of market value to value. Books as independent variables, and stock returns as dependent variable.

The study found a positive impact for each of the return on assets and the ratio of market value to book value on stock returns, while none of the variables (return on equity, trading ratio, debt ratio, working capital need ratio have any significant effect on stock return.

Keywords:

Keywords Financial Performance Indicators, Stock Returns, Panel Models

قائمة المحتويات:

IV	ملخص
IV	:ABSTRACT
VI	قائمة المحتويات:
VII	قائمة الجداول:
VIII	قائمة الأشكال البيانية:
IX	قائمة الاختصارات والرموز:
X	قائمة الملاحق
ب	مقدمة:
ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.	الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة وأثرها على عوائد الأسهم
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: المفاهيم حول الأداء المالي
14	المبحث الثاني الدراسات السابقة حول الاداء المالي وعوائد الاسهم
22	خلاصة الفصل:
ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.	الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم
24	تمهيد:
25	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
29	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
53	خاتمة:
56	مراجع:

قائمة الجداول

19	الجدول رقم (1-1) مقارنة بين الدراسات السابقة
26	الجدول رقم (1-2): طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة
30	الجدول رقم (2-2): نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة
32	الجدول رقم (2-3) مصفوفة الارتباط الخطي ما بين عائد أسهم وكل ومؤشرات الأداء المالي
34	الجدول رقم (4-2) : نتائج تقدير معادلة النموذج تجميعي
35	الجدول رقم (5-2): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة
37	الجدول رقم (6-2): نتائج جدول نموذج التأثيرات العشوائية
39	الجدول رقم (7-2) نتائج نموذج التجميعي الأمثل لتفسير عائد الأسهم :
41	الجدول رقم (8-2): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة
42	الجدول رقم (9-2) : التأثيرات الثابتة لكل مؤسسة
44	الجدول رقم (10-2) نتائج نموذج التأثيرات العشوائية
45	الجدول رقم (11-2) : التأثيرات العشوائية لكل مؤسسة
47	جدول رقم (12-2): نتائج اختبار LAGRANGE MULTIPLIER

قائمة الأشكال البيانية:

33	الشكل رقم (1-2) : التمثيل النقطي للعلاقة ما بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء
40	الشكل رقم (2-2) القيم الحقيقية لعوائد الأسهم مع القيم المقدرة بواسطة النموذج التجميعي
43	الشكل (2-3): مقارنة القيم الحقيقية لعوائد الأسهم مع القيم المقدرة.

قائمة الاختصارات والرموز:

المصطلح باللغة العربية	الاختصار
العائد على الأصول	<i>ROA</i>
عائد الأسهم	<i>R</i>
العائد على حقوق الملكية	<i>ROE</i>
نسبة التداول	<i>Liq</i>
نسبة المديونية	<i>LLV</i>
الاحتياج لراس المال العامل	<i>BFR</i>
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	<i>BVPS</i>

قائمة الملاحق

63	الملحق رقم (01) عينة الشركات محل الدراسة
63	الملحق رقم (2) اختبار HAUSMAN

مقدمة

مقدمة:

تسعى المؤسسة الاقتصادية لتحقيق أهدافها وغاياتها بوضع خطط وسياسات وبرامج توضح كيفية إدارة مواردها، وذلك عن طريق تحديث طرق التسيير المستخدمة والتحكم فيها، بمعنى أن بقاء أي مؤسسة واستمراريتها يقاس بكفاءة أدائها بصفة عامة وأدائها المالي بصفة خاصة، إذ يحظى هذا الأخير باهتمام كبير من طرف المحللين الماليين وأصحاب المؤسسات، وذلك لكونه يساهم في إبراز العناصر التي حققت مستوى معين من ربحية المؤسسة.

فمن المواضيع الهامة التي أثارت اهتمام الكثير من الباحثين في الوقت الحالي موضوع الأداء بصفة عامة والأداء المالي بصفة خاصة، حيث أن عملية تقييم الأداء المالي تنعكس في مجموعة من المؤشرات التي تقيس مدى نجاح المؤسسة وتطورها، بحيث تعد هذه المؤشرات بمثابة معايير يمكن بواسطتها تحقيق أهدافها، عند تحديد المؤشرات المناسبة للحكم على الأداء المالي، إذ يعرف الأداء المالي بأنه البحث عن الكفاءة من خلال إنتاج أكبر ما يمكن، والبحث عن الفعالية من خلال القيام بأفضل عملية لتحقيق نمو دائم.

يعتمد المستثمر عادة عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية على تحديد وتحليل أهم المؤشرات المالية التي تؤثر على أسعار الأسهم وتمثل مصدر معلومات مهمة تساعده في اتخاذ قرار سليم، بالإضافة إلى لأنها تقدم تصورا تحليليا عما يهتم به المستثمر في الورقة المالية واهتمامه بالسوق، وبالرغم من أن هذه المؤشرات ليست سوى أحد عوامل اختيار الأسهم، إلا أنها تعطي الفرصة لتقييم أداء الشركة والتنبؤ بالتغيرات في أسعار وعوائد الأسهم.

إشكالية الدراسة:

تعرض الأسعار السوقية المدرجة في بورصة عمان للتقلبات صعودا ونزولا، ويعزو بعض المتعاملون ذلك إلى عوامل مالية ذات صلة بالأداء المالي، لذلك تأتي هذه الدراسة والتي ينحصر نطاقها في الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان كمحاولة لتقييم الأهمية النسبية لمؤشرات الأداء المالي في تحديد الأسعار السوقية وتفسير عوائد الأسهم و من هنا ينطلق تساؤلنا حول:

ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة في

بورصة عمان خلال الفترة 2011-2020 ؟

ولأجل معالجة الإشكالية نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

1) كيف تأثر مؤشرات الأداء المالي التقليدية على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2011-2020 ؟ .

2) ما علاقة عائد الأسهم بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمؤشر حديث للأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2011-2020 ؟

3) أي من مؤشرات الأداء المالي أكثر تفسيراً لعوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال 2011-2020 ؟

الفرضيات:

- تؤثر مؤشرات الأداء المالي ايجابيا على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2011-2020؛
- يؤثر المؤشر الحديث مؤشر الأداء المالي الحديث نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؛
- تعتبر المؤشرات التقليدية الأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان 2011-2020.

مبررات اختيار الموضوع:

- يمثل موضوع الدراسة جزءاً من التخصص الذي ندرسه ونسعى أن يكون إضافة لهذا المجال من معلومات تدعم البحث العلمي.

أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف هذا البحث بما يلي:

- اختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم.
- بناء نموذج قياسي يساعد على التنبؤ بعوائد الأسهم.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في معرفة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية على تفسير عوائد الأسهم أي التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2011-2020، إضافة إلى الوقوف على أي من المؤشرات والتقليدية الحديثة الأكثر تفسيراً للتغيرات في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان.

حدود الدراسة:

- الحدود المكانية: الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
- الحدود الزمنية: تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

للإجابة على إشكالية الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي وذلك للإجابة على الإشكالية المطروحة والتحقق من صحة الفرضيات في الجانب النظري وقد الاعتماد في ذلك على الكتب والمراجع والمقالات العلمية...، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فتم الاعتماد على برنامج Excel لغرض إنشاء الجداول، كذلك قمنا باستخدام البرنامج القياسي Eviews12 للخروج بنتائج تبين مدى وجود علاقات تأثيرات إحصائية.

صعوبات الدراسة:

- صعوبة تطبيق الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لنقص الإفصاح عن البيانات المالية، وهذا ما اضطرنا إلى تغيير عينة الدراسة وتطبيق على عينة من الشركات مدرجة في البورصة عمان لتوفر جميع العناصر فيها.
- ضيق الوقت الممنوح لإعداد البحث.

هيكل الدراسة

من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين:

الفصل الأول بعنوان: الأدبيات النظرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة وأثرها على عوائد الأسهم أو قسم بدوره

إلى مبحثين مبحث أول للمفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشراته وعوائد الأسهم، ومبحث ثاني تطرقنا فيه للدراسات السابقة.

الفصل الثاني بعنوان: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية

في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2020.

المبحث الأول للأدوات والطريقة المستخدمة في الدراسة والمبحث الثاني لعرض ومناقشة النتائج.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية لمؤشرات

الأداء المالي التقليدية

والحدیثة

وأثرها على عوائد الأسهم

عوائد الأسهم

تمهيد:

يعد الأداء المالي واحداً من المؤشرات المستخدمة في قياس نجاح مؤسسة التمويل الأصغر من حيث العائدات المالية. وكثيراً ما يستخدم من جانب المستثمرين كمعيار لأداء عملية العناية الواجبة وتقييم حالة الاستثمار؛ كما يستخدم أيضاً كأداة من قبل المراقبين الحكوميين لتقييم الامتثال للتدابير التنظيمية ورصد السلامة العامة للقطاع المالي. فالأداء المالي هو أحد الأنواع الأساسية للأداء في المؤسسة والذي له أهمية بالغة في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة وذلك من أجل معرفة مدى قدرتها على تحقيق أهدافها، الذي يتم من خلال استخدام المؤشرات والنسب المالية بالإضافة إلى لوحة القيادة والتي تعتبر أداة فعالة في عملية تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة، ولأهمية الأداء المالي في المؤسسة سنحاول التطرق من خلال هذا المحور إلى الأداء المالي في المؤسسة من خلال بعض التعاريف وكذلك تحديد أهميته وأهدافه في المؤسسة وكذلك العوامل المؤثرة فيه.

المبحث الأول: المفاهيم حول الأداء المالي

يعد الأداء مفهوماً جوهرياً وهاماً بالنسبة للمؤسسة بشكل عام، كما أنه يمثل القاسم المشترك لاهتمام الباحثين والمفكرين في مجال الإدارة والتسيير، وهذا من منطلق أن الأداء يمثل العنصر المحوري الذي يتمحور حوله وجود المؤسسة من عدمه، ومنه سنتطرق إلى مفهوم الأداء والأداء المالي في هذا المبحث، كما سنتطرق إلى أهميته والعوامل المؤثرة عليه.

المطلب الأول: مدخل نظري للأداء المالي

الفرع الأول: مفهوم الأداء

أولاً: الأداء

يعتبر الأداء أحد المصطلحات الهامة التي يسعى كل مسير مهما كانت مكانته ومستواه التنظيمي إلى تحسينه إلا أنه لم يتمكن الباحثون لحد الآن من تقديم مفهوم دقيق ومتفق عليه لهذا المصطلح. فالأداء لغة في اللفظ اللاتيني Performance التي تعني إعطاء كلية الشكل لشيء ما، والمشتقة من اللفظة الإنجليزية Performance التي تعني إنجاز العمل أو الكيفية التي يبلغ بها التنظيم أهدافه¹.

يشير الأداء إلى درجة تحقيق وإتمام المهام المكونة لوظيفة الفرد، وهو يعكس الكيفية التي يحقق أو يشبع الفرد متطلبات الوظيفة وغالباً ما يحدث تداخل بين الأداء والجهد فالجهد يشير إلى الطاقة المبذولة، أما الأداء قياس على أساس النتائج التي حققها الفرد²

تميز تعريف " ظاهرة محمود كلالدة " بالشمولية حيث قال: الأداء هو درجة تحقيق الفرد العامل للمهام الموكلة، إليه من حيث الجهد والجودة والنوعية المحققة مع العمل على تخفيض تكاليف الموارد المستخدمة³.

عرف Akherkhen : الأداء على أنه إنجاز أو تأدية عمل يساعد المؤسسة على تحقيق أهدافها المسطرة من خلال هذا التعريف نستنتج أن الأداء يدل على القيام بالأنشطة والأعمال التي تحقق الأهداف الرئيسية للمؤسسة⁴.

كما يعرف الأداء على أنه المخرجات والأهداف التي تسعى المنظمة إلى تحقيقها لذا فهو مفهوم يعكس كلا من الأهداف والوسائل اللازمة لتحقيقها، أي أنه مفهوم يربط بين أوجه النشاط وبين الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها داخل المؤسسة⁵.

¹ عبد المالك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية" مجلة العلوم الإنسانية، العدد رقم 1 نوفمبر 2001، ص86.

² رواية محمد حسن، إدارة الموارد البشرية، رؤية مستقبلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 ص 25.

³ طاهر محمود كلالدة، الإتجاهات الحديثة في القيادة الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ص 242

⁴ الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد السابع، الجزائر، 2009، ص 218.

⁵ توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء مدخل جديد لعالم جديد، دار الفكر العربي، مصر، 2003.2004، ص3.

ثانيا: مفهوم الأداء المالي

مدى قدرة المؤسسة على استغلال جميع الموارد المتاحة لها استغلال جميع الموارد المتاحة لها استغلال أمثل لتحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة¹.

يعد الأداء المالي مفهوما ضيقا لأداء العمل حيث أنه يركز على استخدام نسب بسيطة بالاستناد إلى مؤشرات مالية يفترض أنها تعكس انجاز الأهداف الاقتصادية للمؤسسة، ويعد الأداء المالي بأنه وصف لوضع المؤسسة الآن وتحديد للاتجاهات التي تستخدمها للوصول إليه من خلال دراسة المبيعات، الإيرادات، الموجودات، المطلوبات وصافي الثروة²

ويعرف الأداء المالي: "مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل الثروة"³.

وعرف أيضا على أنه شكل من أشكال الرقابة يركز على تحليل النتائج التي يتم التوصل إليها من خلال الجهود المبذولة على مختلف المستويات، بهدف الوقوف على تحقيق أهداف وحدات الأعمال في استخدام الموارد المتاحة أفضل استخدام وترشيد الإدارة في إعداد الخطط المستقبلية⁴.

كما يعرف على أنه: "تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة قدرتها على إنشاء القيمة ومواجهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات وجدول حسابات النتائج والجداول الملحقه مع الأخذ بالاعتبار الظروف الاقتصادية التي تنتمي إليها المؤسسة"⁵.

يعرف الأداء المالي على أنه: "تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومواجهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات، جدول حسابات النتائج، والجداول الملحقه، ولكن لا جدوى من ذلك إن لم يأخذ الظرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة النشطة في الدراسة، وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح"⁶.

- ومنه فإن الأداء المالي يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل ثروة.

¹ حجاج نفيسة، اثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي-دراسة حالة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة(2010_2014)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2017، ص16.

² علا نعيم عبد القادر وآخرون، مفاهيم حديثة في إدارة البنوك، الطبعة الأولى، دار البداية، عمان، الأردن، 2009، ص 251

³ . عبد الغني دادن، محمد الأمين كعاسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08/09 مارس 2005، ص 304.

⁴ حمزة محمود الزبيدي التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل ، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص1

⁵ صابر عباسي، أثر التسيير الجانبي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 90.

⁶ Amaud thausron Evaluation des Entreprises: Technique de gestion edition economica paris 2005 P 23 Serge Evraert, Analyse et Diagnostic Financières Methodes et Cas, Edition Eyrolles, Paris, 1992, P287

- الأداء المالي هو مدى نجاح المؤسسة في استغلال كل الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية.

أفضل استغلال وتحقيق الأهداف المسطرة من طرف الإدارة¹.

يعرف الأداء المالي أيضا على أنه: مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية².

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسة، حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، كما أنه يساهم في إتاحة الموارد وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم³.

الفرع الثاني: أهمية وأهداف الأداء المالي

أولا: أهمية الأداء المالي

تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقييم أداء المؤسسات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة والضعف في المؤسسة والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين.

وتتبع أهمية الأداء المالي أيضاً وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال المؤسسة وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسة واستثماراتها وفقاً للأهداف العامة للمؤسسة والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على استمرارية وبقاء المؤسسة⁴.

ثانياً: أهداف الأداء المالي

إن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية: ⁵

- يمكن المستثمر متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير تأثير أدوات الأداء المالية من ربحية وسيولة ونشاط والمديونية على سعر السهم.

¹ دادن عبد الغني، كمامسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005، ص304

² رشيد حفصي، عبد الوهاب دادن، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية استخدام طريقة التحليل العاملي (AFD) مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 02، المجلد 07، جامعة غرداية، 2014، ص24.

³ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على أسهم المؤسسات، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص45.

⁴ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

⁵ نفس مرجع، ص 47

• يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسة.

ومنه فإن الموضوع الأساسي للأداء المالي هو الحصول على معلومات تستخدم لأغراض التحليل المناسبة لصنع القرارات واختيار السهم الأفضل من خلال مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة.

ثالثا: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

هناك عدة عوامل داخلية إدارية وفنية مؤثرة على الأداء المالي والتي سنلخصها فيما يلي:⁽¹¹⁾

- الهيكل التنظيمي؛
- المناخ التنظيمي.
- التكنولوجيا؛
- الحجم.

رابعا: متطلبات الأداء المالي

تتطلب عملية الأداء المالي بعض المتطلبات الأساسية التي من شأنها الارتقاء بدرجة التقييم إلى مستوى من الدقة والموثوقية الذي يساعد على اتخاذ القرارات السليمة في تصحيح الاختلالات وتحديد المسؤوليات والارتقاء بالنتائج إلى المستويات المرغوبة، ومن هذه المتطلبات نذكر ما يأتي:

- أن يكون الهيكل التنظيمي للمصرف واضحا لتحديد فيه المسؤوليات والصلاحيات لكل مدير ومشرف بدون أي تداخل بينهما؛
- أن تكون أهداف الخطة الإنتاجية واضحة وواقعية قابلة للتنفيذ وهذا لا يتم دون دراسة هذه الأهداف دراسة مستفيضة ومناقشتها مع كل المستويات داخل المصرف لكي تأتي الأهداف متوازنة تجمع بين الطموح المطلوب والإمكانات المتاحة للتنفيذ؛
- أن يتوفر للمصرف مالكا متمرسا في عملية تقييم الأداء المالي متفهما لدوره عارفا بطبيعة نشاط المصرف، قادرا على تطبيق المعايير والنسب، والمؤشرات التقويمية بشكل صحيح؛
- أن يتوفر للمصرف نظاما متكاملا وفقا للمعلومات والبيانات والتقارير اللازمة للأداء المالي، بحيث تكون انسيابية المعلومات سريعة ومنتظمة تساعد المسؤولين في الإدارات على اختلاف مستوياتها من اتخاذ القرار السليم والسريع وفي الوقت المناسب لتصحيح الأخطاء وتفادي الخسائر؛

¹ زيدي البشير، دور التقارير المالية في تحسين الأداء للمؤسسة، دراسة ميدانية في مجمع صيدال، رسالة ماجستير تخصص محاسبة و تدقيق، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم و علوم التسيير، جامعة البليدة، غير منشورة، 2011، ص 72.

- أن تكون الإجراءات والآلية الموضوعية لمسار عمليات الأداء المالي بين الإدارات والمسئولة عن تقويم الأداء في الهيكل التنظيمي واضحة ومنظمة ومتناسقة، ابتداء من الإدارة في مركز المسؤولية وصعودا إلى الوزارة وبالعكس...، وإلا تعرقلت وضاعت الجدبة المطلوبة من اتخاذ القرارات المتعلقة بعملية تقويم الأداء المالي؛
- وجود نظام حوافز فعال سواء كانت هذه الحوافز مادية أو معنوية أو كانت إيجابية أو سلبية بحيث يحقق هذا النظام ربطا متينا بين الأهداف المنجزة فعلا وبين المخطط منها، لأن غياب مثل هذا النظام يضعف من قوة وجدية القرارات المتخذة بشأن تصحيح المسار في العملية الإنتاجية والارتفاع بها إلى المستوى المرغوب¹.

المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي

لقد كانت الأدوات التقليدية للمؤشرات المالية تركز في مراقبتها ومتابعتها في تقييم الأداء على إيجاد التوليفة المثلى بين تدنية التكاليف من جهة وكذا استخدامات رأس المال والتكنولوجيا.... الخ، وذلك بغية تعظيم الأرباح وتحقيق الأهداف بصفة عامة، وهذه الأخيرة تترجم صورة أرقام تعبر عن مدى بلوغ الهدف المسطر من طرف المؤسسة الاقتصادية، معتمدة في ذلك على عدد من المؤشرات².

الفرع الأول: المؤشرات التقليدية للأداء المالي

يقاس الأداء المالي استنادا إلى البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، ويتم قياسه بمجموعة من المؤشرات (نسب السيولة، نسب أداء هيكل رأس المال، نسب الربحية)، سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى نسب الربحية بالتفصيل كون أن هذه النسب هي نسب تقليدية وأكثر تعبيرا على الأداء المالي.

حسب ما تناولته العديد من الدراسات، أما بقية النسب التقليدية الأخرى سنتطرق إليها باختصار، وتتمثل نسب قياس

الأداء المالي فيما يلي :

1- نسب الربحية :

تقيس نسب الربحية مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة

العامة لإدارة المؤسسة³، وتتمثل فيما يلي:

¹ مجيد الكرخي، تقويم الأداء باستخدام المسبب المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص-ص: 42-43.

² مدحت القرشي، الاقتصاد الصناعي، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص252

³ ليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة وترشيد قراراتها، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009، ص54.

أ- العائد على حقوق الملكية (ROE) تشير هذه النسبة إلى العوائد المتحقق جراء استثمار المالكين في الشركة، وتعبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال المالك وقدرتها على تحقيق أرباح مرضية لهم¹ وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي² :

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ب- العائد على الأصول (ROA) يبين هذا المعدل نسبة الربح المحقق على كل دينار مستثمر في الأصول، وكلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت ربحية الشركة أفضل، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي³ :

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

2- نسب أداء هيكل رأس المال :

كما تسمى أيضا نسب المديونية، تساعد هذه النسب المحلل المالي الحكم على مدى قدرة الشركة الوفاء بالتزاماتها، ومن نسب هذه المجموعة نجد⁴ : (نسبة قابلية السداد، نسبة الاستقلالية المالية ونسبة الرافعة المالية)

3- نسب السيولة :

وتفيد هذه النسب في تقييم القدرة المالية للمؤسسة على الوفاء بالتزاماتها خاصة قصيرة لأجل والهدف الرئيسي من تحليل هذه النسب هو الحكم على مدى سرعة التحويل أصول المؤسسة إلى نقدية. واستخدام هذه الأخيرة في تسديد التزاماتها في آجال تتناسب مع مواعيد استحقاقها⁵.

تمثل نسب السيولة مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل حين استحقاقها، ومن نسب هذه المجموعة نجد⁶ :

(نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة ونسبة السيولة الجاهزة)

نسبة التداول: (Current Ratio)

نسبة التداول هي المقياس الأكثر استخدامًا للسيولة قصيرة الأجل حيث إنها تربط الأصول المتداولة بمطالبات الدائنين قصيرة الأجل. بينما يعبر صافي رأس المال العامل عن هذه العلاقة كمبلغ من العملة فإن نسبة التداول تعبر عن العلاقة كنسبة.

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

¹ منيرابراهيم هندي، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، ط4، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 110.

² عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة ، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 31.

³ عمر عيد الجعيد، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA et EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثير العلاقة بنوع القطاع والحجم، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث وعشرون، العدد الأول، 2015، ص 215.

⁴ لزعر لزوم سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي ، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 100.

⁵ عمرو حامد، تقييم الأداء المؤسسي في وحدات الحكومية، بحوث وأوراق العمل، جامعة الإسكندرية ، مصر 2007، ص 134.

⁶ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010، ص 36.

بشكل عام يجب أن تكون نسبة التداول للشركة متناسبة مع دورة التشغيل الخاصة بها. كلما كانت دورة التشغيل أقصر يمكن أن تكون نسبة التداول أقل لأن دورة التشغيل سوف تولد نقودًا بسرعة أكبر لشركة ذات دورة تشغيل أقصر من الشركة التي لديها دورة تشغيل أطول. يمكن استخدام الأموال الناتجة لتسوية الالتزامات.

تتطلب الإدارة الفعالة (effective management) لرأس المال العامل الإبقاء على رأس المال العامل منخفضًا قدر الإمكان مع الموازنة في الوقت نفسه ضد مخاطر عدم السيولة (risk of illiquidity) (عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المتداولة باستخدام الأصول المتداولة). الشركات التي لديها سياسات تمويل صارمة (aggressive financing policies) سوف ترغب في تحمل المزيد من مخاطر عدم السيولة سيكون لها نسب حالية أقل في حين أن الشركات التي لديها سياسات تمويل متحفظة (conservative financing policies) سيكون لها نسب حالية أعلى. كلما قلت المخاطر التي تريد إدارة الشركة تحملها ارتفع مستوى رأس المال العامل¹.

الفرع الثاني: المؤشرات الحديثة للأداء المالي

يتم استعمال هذه الطرق لقياس المردودية، كما تستخدم في قياس الأداء المعبر عنه بخلق القيمة. نحاول في هذا الجزء التطرق لأهم هذه الطرق والتي نالت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين من خلال الدراسات التي تناولتها، بالإضافة لما حققته من شهرة في أوساط المهنيين من خلال تبنيها من طرف مكاتب الاستشارة ذات السمعة العالمية².

1. القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الصورة المعدلة لمؤشر الربح المتبقي، والذي قامت بتطويره مؤسسة & Co StemStewart (مؤسسة استشارية أمريكية) من خلال اقتراحها إجراء العديد من التعديلات على كل من صافي الربح وكلفة رأس المال لحساب القيمة الاقتصادية المضافة³، تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسينهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال من جهة، ووفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال، ممثلين في المساهمين⁴.

ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث سنة 1991 للتغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات المحاسبية التقليدية نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية، ويعتبر بديلا لمؤشر الربح المتبقي الذي يعتبر مؤشر داخلي للأداء، حيث قام الباحثين

¹ <https://www.accountingwithahmedsamir.com/2021/04/blog-post.html> تم الاطلاع يوم 07-06-2022 على الساعة

² هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الأداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص 60

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع عمان، 2004، ص 247.

⁴ هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث، 2009، ص 60.

stewart & stern بتقدم هذا النموذج¹ ، و تعرف على أنها "القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال².

يعود سبب طرح EVA إلى شمولية هذا المعيار لمتغيرات هامة تعكس الأداء، وبالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم . واستحوذت على الاهتمام في الفترة الأخيرة كشكل جديد في قياس الأداء، لكونها تؤكد على ضرورة تحميل تكلفة الاستثمار في صافي ربح التشغيلي الذي تم تحقيقه. و برزت أهمية هذا المؤشر فيما يلي:³

- يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري
- معيار لنظم الحوافز والتعويضات ومدراء المؤسسات
- مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق
- وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا
- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم

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

ولقد قامت شركة Stewart Stern بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروح منه رأس المال، وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة الاقتصادية المضافة : كالتالي:

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة} - (\text{تكلفة رأس المال} \times \text{رأس المال المستثمر})$$

لحساب EVA علينا بحسابها وفق الخطوات التالية:⁴

¹ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر 2008 ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 243.

² Jérôme caby et Gérard hirigoyen, Création de valeur et gouvernance de entreprise, 3edition, Paris, 2005, p 27

³ أرشد فؤاد التميمي، و عدنان تايه النعيمي، التحليل والتخطيط المالي - اتجاهات معاصرة.: دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص - ص : 142-140.

⁴ سعاد معالم، سميحة بوحفص، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة -EVA دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوايل

فرع جنرال كايل- بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، 2017، ص- ص: 406-407

- ✓ حساب نتيجة الاستغلال المحاسبية EBIT : بحيث أنها تساوي الزيادة في الفروق الضريبية + الزيادة في الفوائد
الناجم عن استخدام قاعدة LIFO + قسط إهلاك الشهرة للعام الجاري + قسط إهلاك العناصر الغير ملموسة
كمصاريف الأبحاث والتطوير + الزيادة في المؤونات والمخصصات الأخرى + فوائد البيع الإيجاري؛
- ✓ حساب نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضريبة NOPAT : بحيث أنها تساوي نتيجة الاستغلال قبل الضريبة
مطروح منها الضرائب على أرباح الشركات $NOPAT = EBIT - IBS$ ؛
- ✓ حساب الأموال المستثمرة CI : هناك مدخلين مدخل للأصول وآخر للخصوم ويتمثلان فيما يلي:
- حساب (CI مدخل الخصوم): الأموال الخاصة + الفروق الضريبية + القيمة المحاسبية للعناصر غير الملموسة + الفوائد
الناجم عن استخدام قاعدة LIFO الإهلاك المتراكم لشهرة المحل + المؤونات والمخصصات الأخرى + القيمة الحالية
لأقساط البيع الإيجاري (مخصومة بتكلفة الاقتراض) = الأموال الخاصة المعدلة + الديون المالية
- حساب (CI مدخل الأصول): الأصول الثابتة بالقيمة المحاسبة الصافية + الأصول المعنوية بالقيمة المحاسبية الإجمالية +
فارق الاندماج (شهرة المحل) + القيمة المحاسبية الصافية لمصاريف الأبحاث والتطوير + احتياجات رأس المال العامل بالقيمة
المحاسبية الإجمالية + الاستثمارات المالية
- حساب تكلفة الأموال الخاصة Kcp : تكلفة الأموال الخاصة تساوي النتيجة الصافية/الأموال الخاصة؛
- حساب تكلفة الديون: تكلفة الديون = النتيجة المالية/الاستدانة الصافية
- الاستدانة الصافية = الخصوم غير الجارية + خزينة الخصوم - التوظيفات المالية - خزينة الأصول . تكلفة القروض بعد
الضريبة = (سعر الفائدة (1 - معدل الضريبة)) $KD (1 - T)$
- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال WACC :
- $$WACC = KD.(D/D+CP) + Kcp.(CP/D+CP)$$
- WACC : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال، KD : تكلفة الديون، D : الديون، Kcp : تكلفة الأموال
الخاصة، CP : الأموال الخاصة.
- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA : $EVA = (ROI - CMPC).CI$
- ROI : العوائد على الاستثمار، CMPC : تكلفة رأس المال، CI : رأس المال.
- $$EVA = NOPAT - (\text{cost of capital} \cdot \text{capital})$$
- NOPAT : صافي الربح بعد الضريبة، Cost of Capital : تكلفة رأس المال، Capital : رأس المال.

2. القيمة السوقية المضافة (MVA):

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم¹ ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة كالتالي²:

القيمة السوقية المضافة : القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

• القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:

وتحسب هذه النسبة بتقسيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية على القيمة الدفترية للسهم ويعبر من قيمته بمرّة أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكثر من واحد فإن هذا يعني أن الشركة تقوم بأداء جيد بحسب تقييم المستثمرين في الأسواق المالية وان ذلك قد يعكس بارتفاع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، وكلما زادت هذه النسبة عن واحد. كلما كان ذلك أفضل ويتم حسابه حسب المعادلة التالية:

القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية = $\frac{\text{سعر السهم العادي في السوق}}{\text{القيمة الدفترية للسهم المادي}}$

القيمة الدفترية للسهم المادي

• نسبة سعر السهم في ربح السهم

تبين هذه النسبة السعر الذي يكون المستثمر مستعدا لدفعه مقابل ما يحققه كل دينار من الأرباح، ويعبر عن ناتج هذه النسبة بعدد المرات، فمثلا إذا كانت نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح المطلقة تساوي 5 مرات فإن ذلك يعني أن السهم في السوق يباع بخمسة أضعاف ربح السهم، وتكون هذه النسبة مرتفعة في المنشآت ذات النمو المرتفع، بينما تكون منافسة في المنشآت ذات المخاطر المرتفعة.

سعر السهم إلى ربح السهم = $\frac{\text{سعر السهم العادي في السوق}}{\text{نصيب السهم من الأرباح المحققة}}$

نصيب السهم من الأرباح المحققة

• القيمة الدفترية للسهم العادي:

تقيس هذه النسبة مدى النمو المتحقق في حقوق مساهمي الشركة، وكلما ارتفعت قيمتها كان ذلك دليل صحة الأداء المنشأة، ولذا تعتبر هي الأخرى من المؤشرات الهامة لمتخذي قرارات الاستثمار في الأسهم، وتحسب بالمعادلة الآتية:

القيمة الدفترية للسهم العادي = $\frac{\text{حملة حقوق الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$

عدد الأسهم العادية

¹ عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية 2007، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ص 52.

² Pierre verminen et d'autres, *finance d'entreprise*, Edition, Dalloz, Paris, 2011, p 673.

المطلب الثالث: القيمة السوقية للسهم وعوائد الأسهم

1- تعريف القيمة السوقية للسهم:

تعتبر القيم السوقية للأسهم من الأمور الهامة التي يتطلع إليها المتعاملون بالأوراق المالية ومدراء المحافظ الاستثمارية لأنها تشمل جزءاً مهماً من العائد الذي يحصل عليه المتعامل على شكل أرباح رأسمالية والتي قد تأخذ اهتمام أكبر من التوزيعات الدورية للأسهم بسبب قيمتها التي تتجاوز في كثير من الأحيان قيم الأرباح الموزعة، لذلك فإن الأسعار السوقية كانت دوماً موضع اهتمام من قبل الأكاديميين بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة سواء اقتصادية عامة أو نابعة من داخل الشركة أو من السوق المالي بحيث أن هذه العوامل تلعب دوراً كبيراً في تحديد الأسعار السوقية للأسهم والتنبؤ بها، بعض هذه العوامل يحدد بناءً على قرارات إدارية خاصة بالشركة وكفاءتها مثل الأرباح الموزعة والقيمة الدفترية التي تعتمد على حجم حقوق الملكية ومضاعف سعر السهم الذي يعتمد على القيمة السوقية للأسهم و نصيب السهم من الأرباح المحققة وبعضها الآخر يعتمد على عوامل العرض والطلب مثل معدل دوران السهم وبعضها الآخر يعتمد على العوامل الاقتصادية العامة مثل المخاطرة المنتظمة وأسعار الفائدة.¹

2- تعريف عائد السهم : يعرف العوائد على أنه مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العوائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.²

3- عائد السهم وطرق حسابه:

هناك العديد من المقاييس التي يعتمد عليها المتعاملين في السوق المالي في اتخاذ قراراتهم، ومن أهم مقاييس عائد السهم نذكر ما يلي:

1- عائد السهم الكلي (TSR) :

يعرف معدل عائد السهم الكلي للسهم بأنه معدل المردودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة، حيث يهدف إلى إعطاء صورة على الأداء التاريخي والحالي للمؤسسة³، ويقاس لنا العوائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية⁴:

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{السعر الابتدائي} - \text{السعر النهائي} + \text{توزيعات الأرباح للسهم}}{\text{السعر الابتدائي}}$$

¹ ا قيس أديب الكيلاني لتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم : دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (1998-2002)

قيس أديب الكيلاني قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2003، ص2.

² دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010، ص 61

³ علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير، جامعة

قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 10.

⁴ محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الاداء المالي وعوائد الاسهم

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

الفرع الأول: للدراسات باللغة العربية

1. دراسة شعبان محمد عقيل (2016)، بعنوان قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء

التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم

"دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".¹

مشكلة الدراسة تتمحور حول ما هي قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مقابل مؤشرات الأداء التقليدية

على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء

التقليدية العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم الواحد، EPS من جهة وبين

القيم السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين من جهة أخرى، واختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية

الأسعار الأسهم. ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لاختبار تأثير المؤشرات

على متوسط أسعار الأسهم السوقية لعدد (21) شركة مدرجة في بورصة فلسطين التي ينطبق عليها شروط الدراسة في الفترة

الزمنية (2010 – 2014) وكان من أهم نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير في

القيم السوقية لأسعار الأسهم ، ويتفوق على معدل العوائد على حقوق الملكية في ذلك، وأن مؤشر ربحية السهم الواحد يمتلك

أعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الأداء ثم يليه معدل العوائد على الأصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وأن مؤشرات الأداء

التقليدية مجتمعة تكون أفضل نموذج التفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم . وعليه فإن أهم ما أوصت به الدراسة

ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والإفصاح عنه ضمن التقارير المالية أسوة بالمؤشرات التقليدية، والعمل على عقد

ورشات عمل وتوعية للمحللين والمدراء الماليين في الشركات بأهمية هذا المؤشر ودوره في خلق القيمة، إلى جانب الاعتماد على

مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة عند تقييم الأداء لغرض تفسير التغيرات في القيم السوقية لأسعار الأسهم.

2. دراسة نصر الدين احمد سراج بعنوان أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية (2015)

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر بعض المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق

المال السعودي للفترة من 2011 إلى 2014م.

شعبان محمد عقيل، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، أطروحة

ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016، ص33.

بمحت الدراسة نوع العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية و القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، و ما هو مدى تأثير تلك المؤشرات على القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

اعتمدت الدراسة على البرنامج الإحصائي (SPSS) في معالجة البيانات المنشورة لأجل تحديد مدى الارتباط بين بعض المؤشرات المحاسبية كمتغيرات مستقلة و القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة كمتغير تابع و تحديد مدى تأثير المؤشرات المحاسبية سالفة الذكر على القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، فقد عمدت الدراسة إلى استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث تم الاعتماد عليه لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة السعودي خلصت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها وجود ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($Sig = 0.000$) بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع.

وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة تؤثر بنسبة 73 % على القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة. كما وجدت الدراسة أن المتغيرات المستقلة (عائد السهم، السعر سوقي/ القيمة الدفترية، العائد على حقوق المساهمين) هي الأكثر تأثيراً على المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) و ذلك عند مستوي معنوية. ($Sig = 0.000$) أهم توصيات الدراسة أن على المستثمر في سوق المال السعودي الاهتمام بالمؤشرات المحاسبية بصفة عامة و على (عائد السهم، السعر سوقي/ القيمة الدفترية، العائد على حقوق المساهمين) بصفة خاصة لبناء قراره الاستثماري

3. دراسة شنين عبد النور و زرقون محمد (2013)، بعنوان دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)

هدفت هذه الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاساً بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة (2000-2013)، ثم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى النماذج الانحدار الخطية وغير خطية لمعرفة القدرة التفسيرية، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية SPSS 2 و EViews 3.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال والحديثة (عائد التدفق النقدي على الاستثمار، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، إلا أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت قوة التفسير فيها 50 في المائة، وهذا مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز فيها نسبة التفسير 14 في المائة.

4. دراسة صليحة حجاج (2016) بعنوان دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم

دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر¹. تمثلت الإشكالية في ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROE & ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA&MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015)، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي للمتعدد و البسيط، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 9 & Spss23. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدا المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة. كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44,6 بالمائة، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30 بالمائة لعوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر غير كفؤة عند المستوى الضعيف.

5. دراسة شعشوع عبد النور، بوسالم أحمد 2021 بعنوان دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية. هدفت هذه الورقة البحثية لتوضيح دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء ورفع القيمة السوقية للمؤسسة وذلك من خلال دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات المالية التقليدية ROA;ROI ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017)، لاستخلاص المؤشرات المالية التي تخدم أغراض الدراسة. ولاختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على مخرجات برنامج التحليل الإحصائي SPSS حيث استخدمت مجموعة من الاختبارات المناسبة لمثل هذه الدراسة كاختبار T للعينة الواحدة، ومعامل الارتباط بيرسون و تحليل الانحدار الي البسيط والمتعدد. كشفت النتائج أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية للأسهم خلال فترة الدراسة، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية ROE ; ROI والقيمة السوقية للأسهم، وانه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVAL و المؤشرات التقليدية ROE ,ROI مجتمعة والقيمة السوقية للأسهم.

¹ صليحة حجاج، قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة.

وفي ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة أوصى الباحث بضرورة إحداث نوع من التكامل بين المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي التي تعمل على الجانب المالي والمؤشرات الحديثة لتقييم الأداء التي تعتمد على الجوانب الأخرى في المؤسسة خاصة الجانب التشغيلي.

6. قنون ريم 2020 تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017).

هدفت هذه الدراسة الى اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية للأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة خدمية مدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017)، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة وتمثلة في (ربحية السهم، العائد على حقوق الملكية، القيمة السوقية المضافة) مع القيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت النتائج تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير القيمة السوقية للأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 42.01 %، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 8% للقيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت النتائج صلاحية تطبيق نظرية الإشارة في السوق الفرنسية.

7. دراسة رشيد حفصية، بلعشي جميلة، نبيل حلبي، بعنوان: تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية

للسهم -دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016¹

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي ممثلة في: القيمة الاقتصادية المضافة، وربحية السهم الواحد والعائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم معبرا عنها بسعر الإغلاق للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ومن ثمة تحديد إي المؤشرات أكثر تفسيراً، واعتمدنا لتحقيق ذلك على عينة مكونة من 30 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان على مدى ثلاث سنوات من 2014 إلى 2016 باستخدام نماذج بانل وبالاستعانة ببرنامج Eviews.

وقد توصلت الدراسة إلا أن هناك علاقة إيجابية ذات معنوية إحصائية بين ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق وهو مسؤول بدرجة كبيرة على تفسير تغيرات القيمة السوقية بنسبة 91%، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على الأصول مع سعر الإغلاق في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

¹ رشيد حفصية، بلعشي جميلة، نبيل حلبي، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم -دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016

1. دراسة Gabriela Chmelíková 2008¹

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

2. دراسة jhvh de wet 2004²

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

Gabriela Chmelíková **Economic Value Added Versus traditional Performance** Metrics in the czech Food-Processing Sector,¹ volume 11, issue 4, 2008, http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/53736/2/20071026r_formatted.pdf

jhvh de wet **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value - Value - a**²

¹ Comparative Analysis, [http://repository.up.ac.za/xmlui/bitstream/handle/2263/2790/dewet_eva\(2005\).pdf?sequence=](http://repository.up.ac.za/xmlui/bitstream/handle/2263/2790/dewet_eva(2005).pdf?sequence=)

المطلب الثاني: مقارنة بين الدراسات ومحل الدراسة الحالية منها

الفرع الأول: مقارنة بين الدراسات

ترتكز اغلب الدراسات على اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية في تفسير القيمة السوقية، الا ان لكل دراسة اهدافها باعتماد على متغيرات خاصة بها، كما انها اجريت في بدايات وازمنة مختلفة وعليه فكل دراسة لها نتائجها.

الجدول رقم (1-1) مقارنة بين الدراسات السابقة

الباحث	الهدف من الدراسة	الحدود الزمنية والمكانية	المتغير المستقل	المتغير التابع	النتائج المتوصل إليها
شعشوع عبد النور، بوسالم أحمد 2021	دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء ورفع القيمة السوقية للمؤسسة	الفترة 2015-2018 بورصة الجزائر مجمع صيدال	EVA ROA ROI	السعر السوقي للسهم	لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية للأسهم خلال فترة الدراسة، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية ROI; ROE والقيمة السوقية للأسهم، وانه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات تقييم الأداء المالي (مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA و المؤشرات التقليدية ROI, ROE) بجمتعة والقيمة السوقية للأسهم.
نصر الدين احمد سراج 2015	التعرف على أثر بعض المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم	الفترة 2011-2014 بورصة السعودية	EPS BVPS ROE	السعر السوقي للسهم	وجدت الدراسة أن المتغيرات المستقلة (عائد السهم، السعر سوقي/ القيمة الدفترية، العائد على حقوق المساهمين) هي الأكثر تأثيراً على المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم)
صليحة حجاج 2016	مقارنة بين قدرة المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديث في تفسير عوائد الاسهم	2010-2015 بورصة قطر	ROE ROA EVA MVA	عائد السهم	إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدا المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة. كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44,6 بالمائة، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30 بالمائة لعوائد الأسهم.

<p>إن مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة</p>	<p>التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم</p>	<p>ROA,EVA EPS ROE</p>	<p>الفترة 2010-2014</p>	<p>قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في أسعار الأسهم</p>	<p>شعبان محمد عقيل</p>
<p>توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال والحديثة (عائد التدفق النقدي على الاستثمار، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، إلا أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم</p>	<p>عائد السهم معبر عنه بربحية السهم</p>	<p>العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال والحديثة، عائد التدفق النقدي على الاستثمار، القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة</p>	<p>الفترة 2000-2013 بورصة الجزائر</p>	<p>دراسة قياس ومقارنة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية</p>	<p>شنين عبد النور وزرقون محمد</p>
<p>علاقة إيجابية بين ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق وهو مؤول بنسبة كبيرة عن تفسير القيمة السوقية</p>	<p>السعر السوقي للسهم</p>	<p>القيمة الاقتصادية المضافة ربحية السهم الواحد العائد على الأصول</p>	<p>2013-2016 بورصة عمان</p>	<p>قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم .</p>	<p>رشيد حفصي بالعشي جميلة نبيل حليمي 2019</p>
<p>علاقة موجبة بين العائد على الأصول والقيمة السوقية للسهم علاقة موجبة القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية للسهم</p>	<p>السعر السوقي للسهم</p>	<p>ربحية السهم العائد على حقوق السهم القيمة السوقية المضافة</p>	<p>الفترة 2013-2017 بورصة فرنسا</p>	<p>اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير القيمة السوقية للسهم</p>	<p>قنون عبد الحق قنون ريم 2020</p>

الفرع الثاني: محل الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:

تعتبر الدراسة الحالية امتدادا للدراسات السابقة التي حاولت تفسير التغيرات التي تحدث القيمة السوقية للسهم وعوائده، بمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة حيث اختلفت هذه الدراسة مع دراسة شنين عبد النور في المتغير التابع التي عبرت عن العائد على السهم برأيه في حين أن الدراسة الحالي تعبر عن العائد السهمي المقاس بالتغير في القيمة السوقية للسهم. كما نجد أن الدراسة الحالية اشتركت مع الدراسات السابقة في المتغيرات المستقلة ماعدا متغير القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية وتتميز عنه بالمؤشر الحديث نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغير مستقل.

استخدمت الدراسات السابقة أساليب إحصائية مختلفة لقياس العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، فيما استخدمت دراستنا أسلوب حديثا وأكثر دقة والمتمثل في نماذج السلاسل الزمنية المقطعية بانل، كما تتميز دراستنا بفترة دراسة أحدث من الفترة التي تناولتها الدراسات السابقة.

خلاصة الفصل:

هذا الفصل تم تقسيمه إلى مبحثين، في المبحث الأول تم التطرق إلى الأدبيات النظرية المتعلقة المتغير المستقل والتابع معا ومؤشراته الذي تمثل في المطلب الاول: الأداء المالي تناولنا فيه بعض التعاريف، وفي المطلب الثاني تطرقنا إلى مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة والمطلب الثالث: متمثل في القيمة السوقية للسهم و عوائد السهم .

أما في المبحث الثاني فكان خاص بالأدبيات التطبيقية وتم تطرق فيه إلى أهم دراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا سواء بشكل جزئي أو كلي، وفي الأخير قمنا بتوضيح موقع دراستنا من هذه الدراسات.

الفصل الثاني

دراسة قياسية لأهمية مؤشرات الأداء المالي

التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم

تمهيد:

من خلال الجزء النظري تم التطرق لأهم الجوانب النظرية الخاصة الأداء المالي ومؤشراته وعوائد الأسهم، كما تطرقنا للدراسات السابقة، وتماشيا مع الهدف الأساسي المطروح في إشكالية الدراسة سيتم في هذا الفصل تحليل قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة عن طريق دراسة قياسية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2011-2020)، وذلك على اعتبار ان بورصة عمان سوق ناشئة عصرية تتمتع بمستوى عال من التنظيم سواء من الناحية التشريعية أو التقنية.

سيتم تقسيم 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 جزءاً أساسياً لمعرفة العلاقة بين المتغيرات ومدى تأثرها ببعضها البعض من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، بحيث يشمل 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:

1. نظرة حول تطور أداء بورصة عمان

عرف الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل ثلاثينات القرن العشرين حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض المكاتب الغير المتخصصة، حتى صدور قانون المالية رقم 31 لسنة 1976 الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في أن واحد تعمل على تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته كذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وبدأ التداول في هذا السوق اعتباراً من 01 جانفي 1978.¹

حققت بورصة عمان تطوراً ملحوظاً منذ تأسيسها سواء كان ذلك من الناحية التشريعية، والتنظيمية أو من الناحية الكمية وذلك بغية جذب الاستثمار المحلي والأجنبي وتمكينها من تحقيق دورها في التنمية الاقتصادية.

2. قطاعات بورصة عمان

يتم تصنيف الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى ثلاثة قطاعات رئيسية بحيث يندرج ضمنها 23 قطاع فرعي وهذا حسب التصنيف القطاعي الجديد المعتمد منذ مطلع 2006، ويتماشى هذا التصنيف مع المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال، كما يتميز بأنه يعمل على إظهار طبيعة وغايات عمل الشركة بصورة أوضح وأدق للمستثمرين مما يسهل سرعة وصول المعلومات للمستثمر لغايات التحليل للشركة، كما يؤدي إلى إبراز الأهمية النسبية لكل قطاع وبالتالي يعطي مقياس الأداء الشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من نفس القطاع وتمثل هذه القطاعات في:

1.2. القطاع المالي: ويضم 4 قطاعات فرعية وهي: البنوك ولتأمين والخدمات المتنوعة والعقارات

¹ بورصة عمان، نشرة تعريفية لبورصة عمان، <https://www.ase.com.jo/ar/node/8775> تاريخ التصفح 2022\04\11

2.2 قطاع الخدمات: ويضم 7 قطاعات فرعية وهي: قطاع الطاقة والمنافع وقطاع التعليم وقطاع التكنولوجيا والاتصالات وقطاع الصحة وقطاع الخدمات التجارية وقطاع الإعلام وقطاع السياحة والفنادق

3.2. قطاع الصناعة: ويضم 11 قطاعاً فرعياً وهي:

قطاع الصناعات الدوائية وقطاع الصناعات الكيماوية وقطاع الورق والكرتون وقطاع الطباعة والتغليف وقطاع الأغذية والمشروبات وقطاع التبغ والسجائر وقطاع التعدين والصناعات الاستخراجية وقطاع الصناعات الهندسية والإنشائية وقطاع الصناعات الكهربائية وقطاع الصناعات الزجاجية والفخارية وقطاع الأنسجة والجلود.

ثانياً: عينة الدراسة

تم اختيار عينة من 8 شركات تنشط في القطاع الصناعي وهي (شركة الألبان الأردنية العالمية الحديثة للزيوت الزي للألبسة العصرية، دار الغذاء الباطون الجاهز والتوريدات، الحياة للصناعات الدوائية مصانع الزيوت الأردنية، الصناعية الزراعية للإنتاج.

ولضمان قياس متغيرات الدراسة تم اختبار عينة الدراسة بناء على جملة من الاعتبارات هي:

- أن لا تكون الشركة قد تعرضت لتغير القيمة الاسمية خلال فترة الدراسة.
- أن لا تكون الشركة قد تعرضت لعملية الاندماج أو الاستحواذ خلال فترة الدراسة.
- أن يكون تداول أسهمها مستمرا خلال فترة الدراسة.
- أن تتوفر البيانات المالية للشركة خلال فترة الدراسة.

الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

1. المتغير التابع: عوائد الأسهم
2. المتغير المستقل: العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، نسبة التداول (السيولة)، نسبة المديونية، نسبة الاحتياج إلى رأس المال العامل إلى رقم الأعمال، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

ثانياً: تحديد كيفية حساب متغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي المتغيرات المتعلقة بالدراسة وكيفية حسابها:

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

الرمز المعبر عنها	كيفية حسابها	المتغيرات
ROE	النتيجة الصافية/حقوق الملكية	العائد على حقوق الملكية
ROA	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/الأصل الاقتصادي	العائد على الأصول
LIQ	مجموع الأصول المتداولة/مجموع الخصوم المتداولة	نسبة التداول (السيولة)

LIV	مجموع الديون/مجموع الأصول	نسبة المديونية
BFR/CA	الاحتياج لرأس المال العامل/رقم الأعمال	نسبة الاحتياج لرأس المال العامل إلى رقم الأعمال
BVPS		نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
R	القيمة السوقية للسهم لسنة 2- القيمة السوقية للسهم لسنة 1/القيمة السوقية للسهم لسنة 1	عائد السهم

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

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

الفرع الأول: نماذج الدراسة

يشمل هذا المطلب على التعريف ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي يرمز لها بكلمة "بانل" وإيجابيات هذا النموذج وتأخذ بياناته ثلاثة أشكال رئيسية مستخدمة في التقدير.

1. تعريف بيانات بانل:

الفرع الأول: تعريف بيانات بانل:

لقد أصبحت طريقة تحليل البيانات باعتماد على نماذج بانل (Model Panel data) تحظى باهتمام كبير لأنها تأخذ في الاعتبار أثر التغيير في الزمن وكذلك أثر التغيير في حالة البيانات المقطعية أو حالة البيانات الزمنية، إضافة إعطاء بيانات نماذج بانل كفاءة أفضل وزيادة في درجة الحرية وكذلك أقل تعديدية خطية بين المتغيرات ومحتوى معلومات أكثر إذا تم استخدام البيانات المقطعية أو الزمنية؛¹

وتتكون النماذج بانل من عدة أشكال، حيث يوجد ثلاثة أساليب لتحليل البيانات من خلال نماذج بانل فيما يلي:²

✓ نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

يعد من أبسط نماذج البانل، حيث تكون معاملات الانحدار المقدرة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، أي أنه وبحسب هذا النموذج يتم فيه إهمال تأثير بعد الزمني، ولذا يتم تقدير هذا النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS.

✓ نموذج الآثار الثابتة (FEM):

¹ زكرياء يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، مقال منشور، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد، 21، 2012، ص268.

² حنان ظاهر و تحليل الخنيسة، اثر السيولة ومخاطرها على ربحية المصارف " دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الخاصة العاملة في سوريا"، مقال منشور، مجلة تشرين، للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 37، العدد 5، سوريا، 2015، ص344.

نسعى من خلال هذا النموذج إلى معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات النقطية (سلوك كل شركة) على حدى، فيكون متجه الحد الثابت في هذا النموذج مختلف من مؤسسة إلى أخرى مع بقاء متجهات مع معاملات الانحدار الثابتة لكل مؤسسة. وتمثل الآثار الثابتة في جميع العوامل الثابتة غير ملاحظة والتي تختلف من مجموعة بيانات مقطعية لأخرى، ولذلك يمكن القول بان النموذج يعكس الفروق واختلافات بين الشركات محل الدراسة. ويتم تقدير هذا النموذج باستخدام طريقة مربعات الصغرى للمتغيرات (LSDVM).

✓ نموذج الآثار العشوائية (REM):

يقوم هذا النموذج بالتعامل مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، حيث يستند هذا الافتراض على أن العينة المستخدمة مسحوبة بشكل عشوائي، لذا فان معاملات انحدار النموذج تمثل العينة بأكملها، وبذلك يتم التعامل مع الحد الثابت على انه متغير عشوائي عبر مفردات البحث، ويستخدم لتقدير هذا النموذج طريقة المربعات الصغرى المعممة.

الفرع الثاني: أساليب المفاضلة بين النماذج

للمفاضلة وتحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة تجرى اختبارات الإحصائية تشخيصية على مرحلتين، ومن الاختبارات نذكر ما يلي:

❖ المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية أو الآثار الثابتة :

هناك عدة اختبارات تستخدم لتحديد أي نماذج بانل أكثر ملائمة، وللمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية أو الثابتة هناك اختبار $lagrange\ multipliers$ ؛

ويتم هذا الاختبار الذي اقترحه $breusch\ \&\ pagan$ بالاعتماد على بواقي تقدير، وصيغته كما يلي:

$$LM2 = \frac{NT}{2(N-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \widehat{T})}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2} \right]$$

ويقوم هذا الاختبار على فرضية العدم لغياب الآثار الفردية، فإذا كانت :

(p-value) القيمة الاحتمالية لاختبار $breusch\ \&\ pagan$ أقل من 0.05 يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول

الفرضية البديلة أي وجود آثار فردية والنموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية أو الثابتة؛

(p-value) القيمة الاحتمالية لاختبار $breusch\ \&\ pagan$ أكبر من 0.05 يعني قبول الفرضية الصفرية ورفض

الفرضية البديلة أي لا يوجد آثار فردية والنموذج الملائم هو النموذج التجميعي.¹

¹ حسينة صايغي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال

الفترة 2008. 2013، أطروحة دكتوراة منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2016، ص71.

❖ المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية:

تقوم هذه المرحلة على تفضيل بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، وذلك باستخدام اختبار (hausman) المقترح عام 1978، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة، وتكون صيغة الاختبار على النحو الآتي:

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) [var(\hat{\beta}_{FE}) - var(\hat{\beta}_{RE})]^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})$$

$Var(B_{FE})$ هو التباين لمعاملات نموذج التأثيرات الثابتة،

$Var(B_{RE})$ متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات العشوائية.

حيث تقترب دالة (Hausman) من توزيع مربع كاي بدرجات حرية مقدارها (K)، ويكون نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من نموذج التأثيرات العشوائية إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي 05.0 بينما إذا كانت أكبر من 0.05 فإن النموذج التأثيرات العشوائية سيكون هو الأكثر ملائمة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

في هذا الجانب سنحاول الإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث في قياس أثر مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم المحسوبة في بورصة عمان في المبحث السابق وهذا بالاستفادة من الأساليب والأدوات الكمية التي تتيحها لنا نظرية الاقتصاد القياسي من خلال نماذج بيانات بانل التي تقدر علاقة المؤشرات بعائد الأسهم ويمكن دراسة هذه الإشكالية بتقدير العلاقة في ثلاث صيغ: التجميعية، الثابتة والعشوائية. وذلك على المعطيات الخاصة في ثمانية مؤسسات عينة الدراسة في الفترة (2011-2020).

قبل تقديم العلاقة نماذج بانل للعلاقة المدروسة نحاول في ما يلي الاستفادة و إلقاء نظرة وصفية إحصائية على متغيرات الدراسة في ما يخص الأداء المالي وعوائد الأسهم .

وذلك بالاستفادة من مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت التي تتيحها لنا الإحصاء الوصفي في المقارنة ما بين مؤشرات الأداء للمؤسسات محل الدراسة.

المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة:

سيتم في هذا المطلب عرض أهم نتائج الدراسة ومن ثم تحليلها

الفرع الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

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

متغيرات الدراسة	عائد السهم	ROA العائد على الأصول	ROE العائد على حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	نسبة الاحتياج لرأس المال العامل	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
Mean	0.098	0.0370	0.00828	0.3640	2.9286	0.3212	1.229
Maximum	2.48	0.1413	0.1682	0.998	11.085	1.0037	5.239
Minimum	-0.59	-0.4379	-0.0906	0.078	0.608	-1.012	1.22

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

عوائد الأسهم :

من الجدول يتبين أن معدل قيم عوائد السهم في الفترة (2011-2020) لكامل المؤسسات هو 0.098% حيث كانت أكبر قيمة لعوائد هي 2.48 حققتها شركة دار الغذاء في 2019 و أقل قيمة هي 0.59- .حققتها ذات الشركة سنة 2013 .

العائد على الموجودات ROA:

يكون معدل العوائد على الموجودات بين الشركات هو 0.0307، وأعلى قيمة 0.14138 حققتها شركة مصانع الزيوت الأردنية سنة 2020 وأدنى قيمة كانت -0.43798 حققتها شركة دار الغذاء سنة 2012.

العائد على حقوق الملكية ROE:

يكون معدل العائد على حقوق الملكية 0.0082، وأعلى قيمة 0.16822، حققتها شركة مصانع الزيوت الأردنية سنة 2020، وأدنى قيمة كانت -0.90615 حققتها شركة دار الغذاء سنة 2011.

نسبة المديونية :

يكون معدل المديونية 0.3640، وأعلى قيمة 0.99816 حققتها شركة دار الغذاء سنة 2012 وأدنى قيمة 0.07894 حققتها شركة العالمية الحديثة سنة 2013.

نسبة السيولة LIQ:

يكون معدل السيولة 2.9286 وأعلى قيمة كانت 11.085 حققتها شركة العالمية الحديثة للزيوت سنة 2013 وأدنى قيمة 0.608 كانت حققتها شركة الباطون الجاهز والتوريدات سنة 2013.

نسبة الاحتياج لرأس المال العملي FBR:

يكون معدل الاحتياج لرأس المال العامل إلى رقم الأعمال 0.3640 وأعلى قيمة كانت 1.0037 حققتها شركة الحياة للصناعات الدوائية سنة 2016 وأدنى قيمة كانت 1.0120 - حققتها شركة دار الغذاء.

نسبة القيمة إلى القيمة الدفترية BVPS:

يكون معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية 1.229 وأعلى قيمة كانت 5.239 حققتها شركة دار الغذاء سنة 2013 وأدنى قيمة كانت 0.304 حققتها شركة الزي للألبسة العصرية.

الفرع الثاني: تقدير طبيعة الارتباط الخطي ما بين مؤشرات الأداء وعوائد الأسهم في شركات محل الدراسة

في هذا الجانب سنحاول تقدير طبيعة وقوة العلاقة الخطية ما بين عائد الأسهم وكل من مؤشرات الأداء وسوف نستعين في ذلك ب معامل الارتباط الخطي لبيرسون I حيث توضح إشارته السالبة أو الموجبة طبيعة العلاقة الطردية أو العكسية على التوالي ما بين عائد الأسهم وكل من مؤشرات الأداء بينما تبين قيمته قوة العلاقة ما بين هذه المتغيرات و الجدول التالي يوضح مصفوفة الارتباط الخطي ما بين المتغيرات .

الجدول رقم (3-2) مصفوفة الارتباط الخطي ما بين عائد أسهم وكل ومؤشرات الأداء المالي

Covariance Analysis: Ordinary							
Date: 05/19/22 Time: 12:40							
Sample: 2011 2020							
Included observations: 76							
Balanced sample (listwise missing value deletion)							
Correlation							
Probabilit y	R	RO A	RO E	LIV	LIQ	BF R	BVP S
R	1.00 0000						
	---- -						
ROA	0.16 9749	1.00 0000					
	0.14 27	---- -					
ROE	0.09 9063	0.84 8840	1.00 0000				
	0.39 45	0.00 00	---- -				
LIV	- 0.056603	- 0.656179	- 0.623697	1.00 0000			
	0.62 72	0.00 00	0.00 00	---- -			
LIQ	0.10 6234	0.4 81918	0.31 3467	- 0.641762	1.00 0000		
	0.36 11	0.00 00	0.00 58	0.00 00	---- -		
BFR	0.08 5801	0.41 7746	0.23 9664	- 0.477451	0.65 8896	1.00 0000	
	0.46 11	0.00 02	0.03 71	0.00 00	0.00 00	---- -	
BVPS	0.44 5029	- 0.114566	- 0.208006	0.05 5822	- 0.099311	- 0.075280	1.00 0000
	0.00 01	0.32 44	0.07 14	0.63 20	0.39 34	0.51 81	---- -

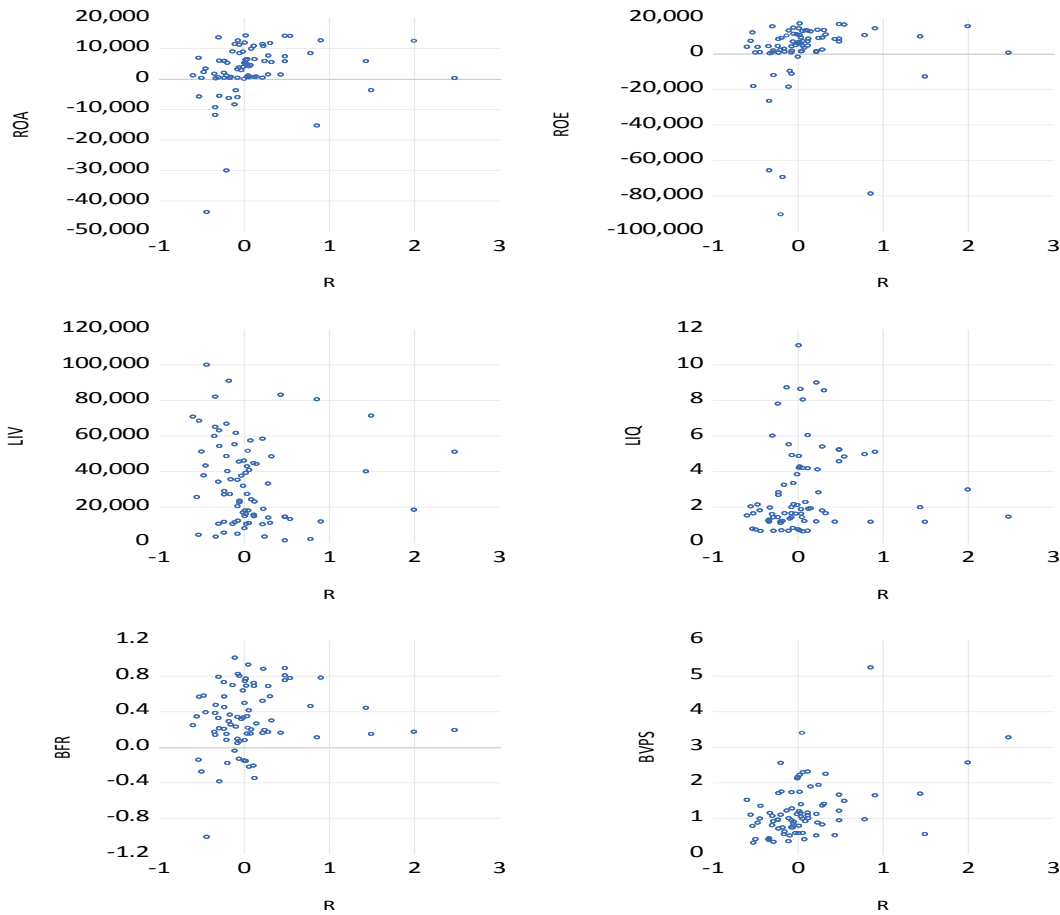
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

من خلال العمود الأول للجدول يتضح لنا قوة الارتباط لعوائد الأسهم مع كل من مؤشرات الأداء حيث يمكن من خلال القيمة الاحتمالية أسفل معاملات الارتباط تحديد الدلالة الإحصائية لهذا الارتباطات. حيث نجد من خلال هذه القيم الاحتمالية أن عائد الأسهم يرتبط خطيا فقط BVPS هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (sig=0.0001) وهي اقل من 0.05 أي يوجد دلالة إحصائية للأثر الخطي $\frac{BVPS}{R}$ بينما نجد ان قيم sig للمؤشرات الأخرى كلها لا يوجد عندها دلالة احصائية كون قيم sig للمؤشرات الأخرى أكبر أو تساوي 0.05 وعليه فانه لا توجد دلالة للارتباط الخطي ما بين عائد السهم و R كل من هذه المؤشرات

ومن اجل توضيح طبيعة الارتباط الخطي ما بين مؤشرات الأداء وعائد الأسهم يمكن الاستعانة بالتمثيلات النقطية

التالية:

الشكل رقم (1-2) : التمثيل النقطي للعلاقة ما بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

من خلال هذه التمثيلات النقطية يتضح أن صيغة العلاقة الخطية ما بين كل من عائد الأسهم و مؤشرات الأداء الأخرى تختلف من مؤسسة إلى أخرى فكلما كان انتشار النقاط يأخذ خط مستقيم كل ما تميل هذه العلاقة الخطية ونجد ذلك أكثر وضوحا في علاقة R مع LIV .. وكذلك علاقة R مع LIQ بينما لا تظهر ذلك في التمثيلات النقطية الأخرى.

الفرع الثالث: تقدير العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم

تهدف من خلال هذا الفرع إلى قياس أثر المؤشرات الأداء على عوائد الأسهم في عينة الدراسة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان في الفترة (2011 – 2020)، بالاستفادة من الصيغ المتاحة في نماذج بانل . وهذا عبر مرحلتين.

أولاً: بإدخال كل مؤشرات الأداء المالي في النموذج ثم المفاضلة ما بين هذه المؤشرات في تفسيرها لعوائد الأسهم:

في هذا الجانب نحاول إدخال كل من مؤشرات الأداء المالي: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، نسبة المديونية، نسبة السيولة، نسبة الاحتياج لرأس المال العامل إلى رقم الأعمال، نسبة القيمة إلى القيمة الدفترية، كمتغيرات تفسيرية لعوائد الأسهم من أجل تقدير النماذج الثلاثة لبانل: النموذج التجميعي، النموذج تأثيرات ثابتة، نموذج تأثيرات العشوائية حيث يتيح لنا اختلاف المعادلات ما بين هذه النماذج تفسير العلاقة المدروسة.

1- تقدير النموذج التجميعي لعوائد الأسهم : بدلالة كل المتغيرات كل مؤشرات الأداء المالي.

يوضح لنا الجدول التالي النتائج تقدير معادلة النموذج تجميعي:

الجدول رقم (4-2) : نتائج تقدير معادلة النموذج تجميعي

Dependent Variable: R

Method: Panel Least Squares

Date: 05/19/22 Time: 12:49

Sample: 2011 2020

Periods included: 10

Cross-sections included: 8

Total panel (unbalanced) observations: 76

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.635072	0.231846	-2.739204	0.0078
ROA	1.11E-05	1.59E-05	0.699746	0.4864
ROE	4.16E-06	5.71E-06	0.728129	0.4690
LIV	5.38E-06	3.81E-06	1.410380	0.1629
LIQ	0.037042	0.035985	1.029357	0.3069
BFR	0.035525	0.222610	0.159586	0.8737
BVPS	0.324781	0.069640	4.663695	0.0000
Root MSE	0.444102		R-squared	0.271779
Mean dependent var	0.098954		Adjusted R-squared	0.208456
S.D. dependent var	0.523875		S.E. of regression	0.466085
Akaike info criterion	1.398688		Sum squared resid	14.98925
Schwarz criterion	1.613361		Log likelihood	-46.15014
Hannan-Quinn criter.	1.484481		F-statistic	4.291918
Durbin-Watson stat	2.278885		Prob(F-statistic)	0.000985

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

من خلال النموذج أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج التجميعي المقدرة من الشكل التالي:

$$R = -0.635072467073 + 1.11273315519e-05*ROA + 4.15908133657e-06*ROE + 5.37845254222e-06*LIV + 0.0370416309383*LIQ + 0.0355253153485*BFR + 0.324780786493*BVPS$$

لكن يظهر من خلال القيمة الاحتمالية لمعاملات هذه المعادلة أنها أكبر من 0.5 في كل من معاملات وهي تدل على عدم وجود دلالة إحصائية لكل من هذه المعاملات ROA,ROE.LIV, LIQ,BFR. بينما توجد دلالة إحصائية فقط عند معامل BVPS.

ويرجع عدم وجود دلالة إحصائية لمعظم معاملات النموذج التجميعي للارتباط الخطي الموجود ما بين مؤشرات الأداء المذكورة وهذا ما يمكن أن يشكل مشكلة التعدد الخطي داخل هذا النموذج بينما نجد أن هذا النموذج يفسر لنا 27% من التغيرات الإجمالية لعوائد الأسهم وتوضح القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر الدلالة الإحصائية الكلية لهذا النموذج إلا أنه يبقى من سلبات هذا النموذج عدم وجود دلالة إحصائية لمعظم مؤشرات الأداء المالي.

2- نموذج التأثيرات الثابتة: FEM الكلي لعوائد الأسهم:

الجدول رقم (5-2): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/19/22 Time: 12:50
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 8
Total panel (unbalanced) observations: 76

Variable	Coefficie nt	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-			
C	0.392856	0.284475	-1.380985	0.1722
ROA	3.11E-06	1.76E-05	0.176840	0.8602
ROE	7.35E-06	5.98E-06	1.230665	0.2231
	-1.17E-			
LIV	06	4.85E-06	-0.241490	0.8100
LIQ	0.021001	0.061838	0.339606	0.7353
	-			
BFR	0.156628	0.356599	-0.439225	0.6620
BVPS	0.416535	0.085710	4.859842	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
			0.36879
Root MSE	0.413462	R-squared	9
			0.23645
Mean dependent var	0.098954	Adjusted R-squared	1
			0.45776
S.D. dependent var	0.523875	S.E. of regression	9
			12.9922
Akaike info criterion	1.439918	Sum squared resid	5
			-
Schwarz criterion	1.869264	Log likelihood	40.71689
			2.78657
Hannan-Quinn criter.	1.611505	F-statistic	7
			0.00346
Durbin-Watson stat	2.398687	Prob(F-statistic)	9

عداد الطالبين بالاعتماد على برنامج eviews12

من خلال الجدول يمكن كتابة معادلة التأثيرات الثابتة من الشكل التالي:

$$R = -0.392855604666 + 3.11304064851e-06 \times ROA + 7.35369969866e-06 \times ROE - 1.17204020863e-06 \times LIV + 0.0210006801025 \times LIQ - 0.156627576178 \times BFR + 0.416534823242 \times BVPS + [CX=F]$$

من خلال الجدول أعلاه يتبين أن معاملات مؤشرات الأداء المالي لكل من ROA , ROE , LIV , LIQ , لا تختلف معنويًا عن 0 ($pro \geq 0.05$) و هو نفس النتيجة التي وجدناها في النموذج السابق وهذا يعود إلى إمكانية وجود التعدد الخطي ما بين هذه المتغيرات، في ما يظهر مؤشر $BVPS$ دلالة إحصائية لأثره على عائد الأسهم لان ($pro \leq 0.05$) فيما تفسر هذه المعادلة 36% من التغيرات الإجمالية لعوائد وتبين القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر 0.00611 الدلالة الإحصائية الكلية للمعادلة .

3- نموذج التأثيرات العشوائية: نحاول في ما يلي تقدير علاقة عائد الأسهم بدلالة كل مؤشرات الأداء وذلك باستخدام صيغة التأثيرات العشوائية التي تفرق ما بين المؤسسات محل الدراسة.

الجدول رقم (6-2): نتائج جدول نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: R
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/19/22 Time: 12:52
 Sample: 2011 2020
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 8
 Total panel (unbalanced) observations: 76
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.533227	0.258053	-2.066346	0.0426
ROA	6.88E-06	1.66E-05	0.413813	0.6803
ROE	5.73E-06	5.80E-06	0.988820	0.3262
LIV	2.58E-06	4.21E-06	0.612155	0.5424
LIQ	0.029262	0.044630	0.655655	0.5142
BFR	-0.032818	0.273989	-0.119780	0.9050
BVPS	0.365158	0.077169	4.731901	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.190865	0.1481
Idiosyncratic random		0.457769	0.8519

Weighted Statistics			
Root MSE	0.429260	R-squared	0.283332
Mean dependent var	0.061130	Adjusted R-squared	0.221013
S.D. dependent var	0.510480	S.E. of regression	0.450508
Sum squared resid	14.00406	F-statistic	4.546473
Durbin-Watson stat	2.329444	Prob(F-statistic)	0.000611

Unweighted Statistics			
R-squared	0.256744	Mean dependent var	0.098954
Sum squared resid	15.29873	Durbin-Watson stat	2.132313

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يمكن من خلال الجدول السابق كتابة معادلة التأثيرات العشوائية كما يلي :

$$R = -0.533227084047 + 6.87638806374e-06 \times ROA + 5.73067004529e-06 \times ROE + 2.57909468135e-06 \times LIV + 0.0292618496627 \times LIQ - 0.0328182744237 \times BFR + 0.3651583082 \times BVPS + [CX=R]$$

يظهر من خلال الجدول أن معاملات هذه المعادلة لكل من **ROA, ROE, LIV, LIQ, BFR** هي معاملات عشوائية ليس لها دلالة إحصائية ($pro > 0.05$) ويختلف عن ذلك معامل **BVPS** حيث يوجد له دلالة إحصائية وهذا على غرار النموذجين التجميعي والثابت حيث توضح هذه العلاقة أي معادلة التأثيرات العشوائية 28% من التغيرات الإجمالية لعوائد ويظهر **BVPS** دلالة إحصائية كلية للمعادلة.

وكخلاصة لتقدير الصيغ الثلاث للنموذج الكلي لعوائد الأسهم بدلالة كل مؤشرات الأداء المالي يظهر أن معظم معاملات هذه النماذج ليس لها دلالة إحصائية مما يوضح إمكانية وجود مشكلة التعدد الخطي ما بين متغيرات المستقلة لذلك في مثل هذه الحالات نلجأ إلى المفاضلة ما بين المؤشرات المستقلة إلى اختيار النموذج الأمثل لعوائد الأسهم وهذا بحذف كل مرة متغير من المتغيرات المستقلة وإعادة تقدير المعادلات الثلاث من جديد ثم المفاضلة في ما بينها حتى نصل إلى النموذج الأمثل الذي يحتوي على مؤشرات الأداء المالي التي لديها دلالة إحصائية.

ثانياً: النموذج الأمثل لتفسير عوائد الأسهم بدلالة مؤشرات الأداء المالي

نحاول هنا البحث عن الصيغة المثلى لنماذج بانل في تفسير عائد الأسهم وذلك بالمفاضلة ما بين النماذج بإدخال كل مرة متغيرات مستقلة للأداء المالي وذلك بناء على المعايير التالية الدلالة الإحصائية للمعاملات معامل التحديد الدلالة الكلية اختبار في وكذلك أقل قيمة لمعايير التفضيل ، والدلالة الكلية للمعادلة و لمتغيرات المستقلة للأداء المالي بحيث نقدر هنا حوالي ثلاثين صيغة لنماذج بانل وذلك بإجراء كل التوفيقات الممكنة ل **R** بدلالة المؤشرات الأداء من خلال هذه المعايير من خلال هذه المعايير تحصلنا على النماذج المثلى الثلاثة التالية:

1- النموذج التجميعي الأمثل لعوائد الأسهم :

تمثل النتائج تمثل نتائج الجدول التالي المعادلة المثلى حسب الصيغة التجميعية لتفسير عائد الأسهم بدلالة كل من

$$R = C(1) + C(2) \times ROA + C(3) \times BVPS$$

حيث من الشكل : **ROA, BVPS**

يمكن تقدير هذه المعادلة عن طريق المربعات الصغرى وتعتبر هذه المعادلة علاقة **R** مع كل من مؤشري الأداء المالي علاقة تجميعية بحيث أنها تجمع معطيات المؤسسة وكأنها مؤسسة واحدة وتكون صالحة هذه المعادلة لتفسير العلاقة المدروسة إذا كانت المؤسسات تسلك نفس السلوك المالي في العلاقة المدروسة والجدول التالي يوضح نتائج هذه المعادلة .

الجدول رقم (2-7) نتائج نموذج التجميعي الأمثل لتفسير عائد الأسهم :

Dependent Variable: R
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/19/22 Time: 12:56
 Sample: 2011 2020
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 8
 Total panel (unbalanced) observations: 78

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-	0.09750	-	0.001
C	0.322514	2	3.307770	4
	1.45E-05	5.80E-06	2.49164	0.014
ROA	0.3051	0.06540	4.66593	0.000
BVPS	64	3	2	0
	0.4471			0.256
Root MSE	00		R-squared	282
Mean dependent var	0.0879			0.236
	var17		Adjusted R-squared	450
	0.5217			0.455
S.D. dependent var	98		S.E. of regression	954
Akaike info criterion	1.3048			15.59
	54		Sum squared resid	207
	1.3954			-
Schwarz criterion	96		Log likelihood	47.88929
Hannan-Quinn	1.3411			12.92
	crit.40		F-statistic	236
	2.1871			0.000
Durbin-Watson stat	22		Prob(F-statistic)	015

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يتضح من خلال يتضح من خلال هذا الجدول أن عوائد الأسهم في مؤسسات محل الدراسة في الفترة المدروسة يفسر بمؤشرين من مؤشرات الأداء وهم ROA و BVPS مؤشر تقليدي هو العائد على الأصول ومؤشر حديث هو القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وكتابة المعادلة في الشكل التالي :

$$R = -0.322514235996 + 1.44634510956e-05 \times ROA + 0.305163924592 \times BVPS$$

1-1 تفسير المعادلة: يتضح من خلال معاملات المعادلة أن عوائد الأسهم في المؤسسات تتأثر بشكل إيجابي بكل من ROA معدل العائد على الأصول و BVPS بشكل إيجابي حيث عند زيادة ROA ب 1% يزيد عائد الأسهم

ب $10^{-5} \times 1.25\%$ وعند زيادة BVPS ب 1% يزيد عائد الأسهم ب 0.304065. وهذا يعبر عن أهمية هذين المؤشرين في تفسير عائد الأسهم. وترتكز ميزة النموذج التجمعي في تفسير العوائد انه يأخذ العلاقة وكأنها مؤسسة واحدة ويكون صالح النموذج عندما تأخذ مؤسسات نفس السلوك في العلاقة المدروسة إذا نختار هذا النموذج في الإجابة على الإشكالية الرئيسية فإننا نقر بان العلاقة المدروسة تكون ثابتة ما بين المؤسسات لأنه يقترح لنا معادلة واحدة في تفسير العلاقة.

1-2- التشخيص الإحصائي للمعادلة التجميعية المثلى:

يمكن كشف القوة الإحصائية للمعادلة باختصار من خلال النقاط التالية:

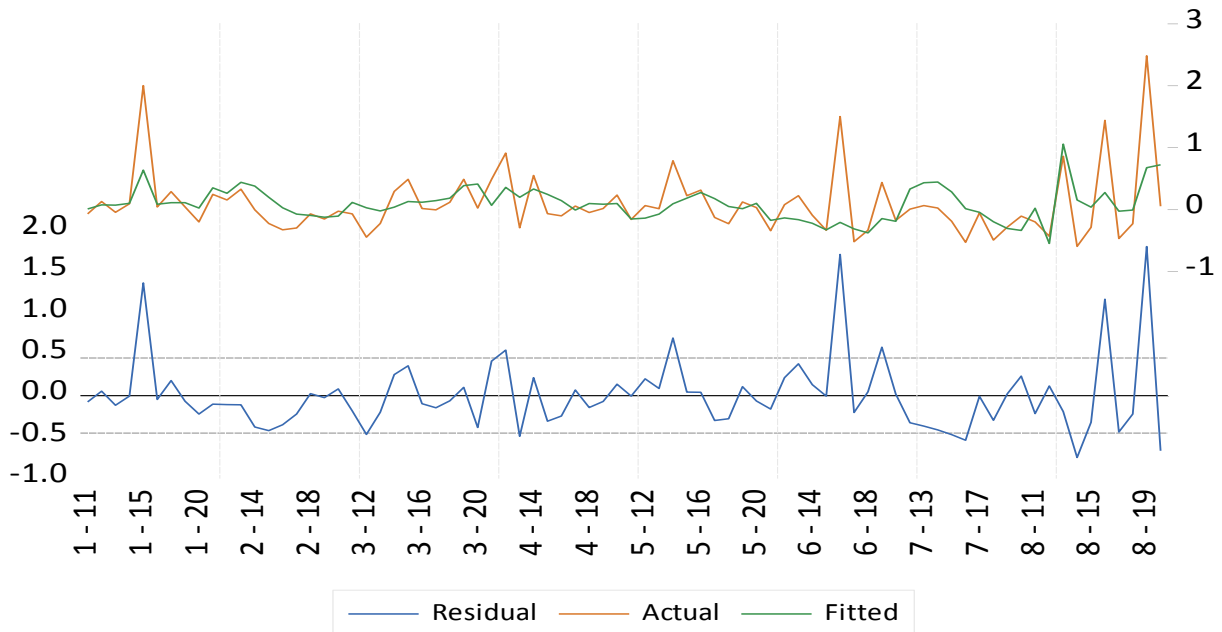
من خلال قيم لمعامل الاختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج نجد ان القيم الاحتمالية اقل من 0.05 وهذا يوضح الدلالة الإحصائية لكل من الثابت ومعامل ROA ومعامل BVPS ومنه يمكن أن نقول انه يوجد دلالة إحصائية لأثر كل من معاملات للمؤشرين على عائد الأسهم R.

- من خلال قيمة معامل التحديد $r^2=0.25$ يتضح ان هاته المعادلة تفسر لنا 25.6% من التغيرات الاجمالية لعوائد وهي نسبة لا بأس بها في الحالات العملية.

- من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر التي تساوي 0.00015 يتضح الدلالة الإحصائية الكلية للمعادلة التجميعية للنموذج التجمعي الأمثل المفسر لعوائد الأسهم وكذلك يتضح الدلالة الإحصائية لمعامل التحديد المقدر .

يتضح كذلك من خلال معاملات التفضيل وهي أقل نسبة من المعاملات المقدره للنماذج الأخرى من خلال هذه النقاط الثلاثة يتضح ان النموذج التجميع مقبول إحصائيا في تفسير العوائد ويمكن أن نستنتج ذلك من خلال مقارنة القيم الحقيقية لعوائد المؤسسات مع القيم المقدره بواسطة هذا النموذج في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2) القيم الحقيقية لعوائد الأسهم مع القيم المقدره بواسطة النموذج التجميعي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يمكن من خلال الشكل أعلاه أن نلاحظ مدى تقارب منحني القيم الحقيقية والقيم المقدرة لعوائد الأسهم بواسطة النموذج التجميعي مما يوضح أهمية هذا النموذج في تفسير العوائد أي ان القيم المقدرة تكون اقرب إلى القيم الحقيقية.

2- نموذج التأثيرات الثابتة الأمثل لعوائد الأسهم:

نقوم بتقدير النموذج بصيغة التأثيرات الثابتة تختلف صيغة هذا النموذج عن الصيغ السابقة في أنها تميز ما بين المؤسسات في الحد الثابت، حيث يكون لكل مؤسسة حد ثابت ويميز هذا الاختلاف اثر المتغيرات الثابتة عبر الزمن على عوائد الأسهم ويمكن تقدير هذه المعادلة بإدخال متغيرات صورية بعدد المؤسسات وكانت نتائج هذا التقدير من الشكل التالي :

الجدول رقم (8-2): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: R
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/19/22 Time: 13:00
 Sample: 2011 2020
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 8
 Total panel (unbalanced) observations: 78

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-	0.10843	-	0.000
C	0.408837	4	3.770366	3
ROA	1.76E-05	7.17E-06	2.45546	0.016
BVPS	0.369107	0.077564	4.75872	0.000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
	0.4183		0.348
Root MSE	42	R-squared	880
Mean dependent var	0.0879		0.262
	var17	Adjusted R-squared	702
	0.5217		0.448
S.D. dependent var	98	S.E. of regression	047
Akaike info criterion	1.351374	Sum squared resid	13.65076
	1.6535		-
Schwarz criterion	16	Log likelihood	42.70357
Hannan-Quinn criter.	1.472327	F-statistic	4.048377

	2.3922		0.000
Durbin-Watson stat	04	Prob(F-statistic)	346

المصدر من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يمكن من خلال هذا النموذج كتابة معادلة التأثيرات الثابتة الشكل التالي:

$$R = -0.408836900962 + 1.76138238648e-05 * ROA + 0.369106783203 * BVPS + [CX=F]$$

1-2- تقدير المعادلة: من خلال المعادلة السابقة يتضح أن عائد الأسهم يتأثر بشكل إيجابي مع كل من مؤشري ROA BVPS على غرار الصيغة التجميعية حيث كل ما زاد ROA (معدل العائد على الأصول) ب 1% تزيد عوائد الأسهم 1.76×10^{-5} ، كل ما زاد BVPS (القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) ب 1% تزيد عوائد الأسهم ب 0.36 وهذا يوضح أهمية هذه المؤشرات المالية في تفسير عائد الأسهم .

تتضح أهمية الصيغة التأثيرات الثابتة في تفسير عوائد الأسهم من خلال التمييز ما بين المؤسسات بالحد الثابت حيث توضح هذه التأثيرات الثابتة لكل المؤسسات أثر المتغيرات الثابتة عبر الزمن والمختلفة ما بين المؤسسات على عوائد الأسهم بحيث تكون لكل مؤسسة ظروف خاصة ثابتة عبر الزمن يمكن أن تؤثر على عوائد الأسهم يأخذ هذا النموذج هذه التأثيرات بعين الاعتبار هذه المؤشرات الثابتة عبر الزمن يمكن أن تؤثر على عوائد الأسهم ويمكن ان نقدر تأثير هذه المؤشرات على عوائد الأسهم بالتأثيرات الثابتة التالية :

الجدول رقم (9-2) : التأثيرات الثابتة لكل مؤسسة

CROSSI		
	D	Effect
1	1	0.106705
		-
2	2	0.171221
		-
3	3	0.098395
		-
4	4	0.004630
5	5	0.059011
6	6	0.337747
		-
7	7	0.238650
		-
8	8	0.003761

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يتضح من خلال الجدول أثر المتغيرات الثابتة عبر الزمن المذكورة على عوائد الأسهم حيث نجد أن المؤسسة (الأولى و الخامسة والسادسة) تتأثر إيجابيا بهذه المتغيرات بزيادات في عوائد الأسهم علاوة على أثر مؤشرات الأداء المالي الداخلة في

الدراسة (نسبة الزيادة 0.10 0.5 0.33) بينما تتأثر المؤسسات (2- 3- 4- 8) سلبيًا بواسطة المؤشرات الثابتة عبر الزمن بنقصان (0.17 , 0.09 , 0.0046 , 0.0037) على التوالي .

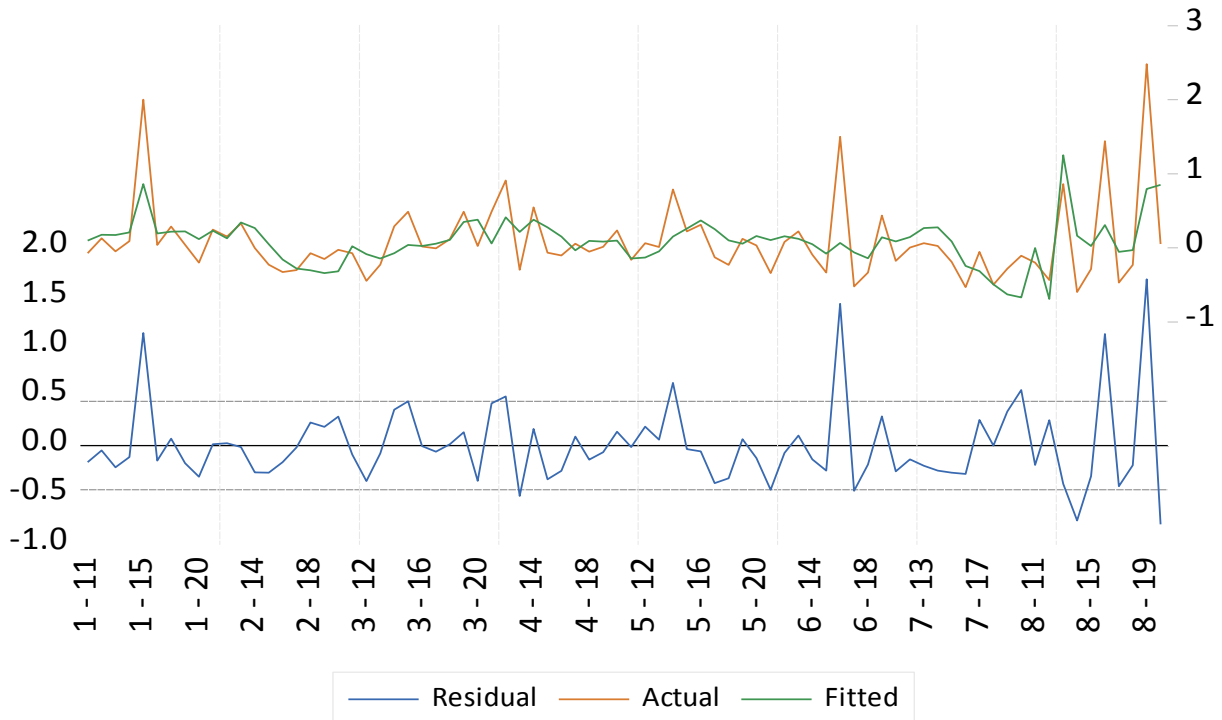
1- **التشخيص الإحصائي:** يمكن من خلال الجدول أعلاه أن نقوم بقراءة إحصائية لمعادلة نموذج التأثيرات الثابتة من خلال ما يلي :

- يتضح من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار ستوبوندت أن معاملات المعادلة لكل من الثابت ROA و BVPS تختلف معنويًا على 0 حيث ($pro < 0.05$) وعليه يمكن القول أن مؤشرات الأداء المالي الداخلة في المعادلة لها دلالة إحصائية في أثرها على عوائد الأسهم .

- لدينا معامل التحديد يساوي 0.348 مما يوضح أن المعادلة تفسر لنا 34% من عوائد الأسهم وهي نسبة جيدة ولدينا أيضًا من القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر التي تساوي 0.000346 وهي أقل من 0.05 أي توجد دلالة إحصائية كلية للمعادلة و لقيمة r^2 .

- يمكن توضيح هذه النقاط الثلاثة القوة الإحصائية للنموذج أعلاه مما يوضح إمكانية قبول صيغة نموذج التأثيرات الثابتة في تفسير عوائد الأسهم وهذا ما يمكن أن يتضح من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-3): مقارنة القيم الحقيقية لعوائد الأسهم مع القيم المقدرة.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يتضح من خلال الشكل مدى تطابق منحنىي القيم الحقيقية والقيم المقدرة لعوائد الأسهم بواسطة نموذج التأثيرات الثابتة مما يوضح أهمية هذا النموذج في تفسير العوائد والإجابة عن الإشكالية الرئيسية .

3- نموذج التأثيرات العشوائية الأمثل لعوائد الأسهم :

بعد تقدير نموذج التأثيرات العشوائية تحصلنا على أن عائد الأسهم يكون من الشكل التالي:

$$R = C(1) + C(2) \times ROA + C(3) \times BVPS + [CX=R]$$

يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار الاختلاف ما بين المؤسسات في الحد العشوائي ويبين هذا الاختلاف أثر المتغيرات الغير

مدرجة في النموذج، حيث كانت نتائج هذا النموذج من الشكل التالي:

الجدول رقم (10-2) نتائج نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: R

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 05/19/22 Time: 13:02

Sample: 2011 2020

Periods included: 10

Cross-sections included: 8

Total panel (unbalanced) observations: 78

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.335097	0.100445	-3.336122	0.0013
ROA	1.50E-05	5.90E-06	2.535302	0.0133
BVPS	0.314190	0.066123	4.751568	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.066892	0.0218
Idiosyncratic random	0.448047	0.9782

Weighted Statistics

Root MSE	0.442546	R-squared	0.262716
Mean dependent var	0.079578	Adjusted R-squared	0.243055
S.D. dependent var	0.518718	S.E. of regression	0.451310
Sum squared resid	15.27608	F-statistic	13.36237
Durbin-Watson stat	2.216903	Prob(F-statistic)	0.000011

Unweighted Statistics

R-squared	0.256043	Mean dependent var	0.087917
-----------	----------	--------------------	----------

Sum squared resid

15.59708

Durbin-Watson stat

2.171277

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يمكن كتابة معادلة التأثيرات العشوائية لعوائد الأسهم من الشكل التالي:

$$R = -0.335096937598 + 1.49553081579e-05*ROA + 0.314190264735*BVPS + [CX=R]$$

يتضح من خلال هذه المعادلة أن عوائد الأسهم تتأثر إيجاباً على غرار صيغة النموذج التجميعي صيغة النموذج التأثيرات الثابتة بكل من ROA و BVPS حيث أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول ب 1% يزيد عائد الأسهم 1.50×10^{-5} (علاقة طردية) و عند زيادة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BVPS ب 1% يزيد عائد الأسهم ب 0.30419.

وتكمن أهمية صيغة التأثيرات العشوائية في تفسير عائد الأسهم من خلال التمييز ما بين مؤسسات في الحد العشوائي بحيث يكون لكل مؤسسة حد عشوائي ويمثل هذا الحد العشوائي أثر المتغيرات المهمة في النموذج لمؤشرات الأداء (وهي متغيرات تختلف عبر الزمن) بحيث أننا عند إدراجنا في هذا النموذج متغيرين فإننا أهملنا عدد من المؤشرات هذه المؤشرات تختلف من مؤسسة إلى أخرى ويعطينا هذا النموذج الاختلاف ما بين هذه المؤشرات في قيمة مقدرة تختلف ما بين المؤشرات تسمى التأثيرات العشوائية والموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (11-2) : التأثيرات العشوائية لكل مؤسسة

CROS		
	SID	Effect
		0.0193
1	1	34
		-
2	2	0.029919
		-
3	3	0.015725
		0.0017
4	4	14
		0.0096
5	5	54
		0.0512
6	6	35
		-
7	7	0.040411

		0.0041
8	8	18

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

يوضح هذا الجدول التأثيرات العشوائية لكل مؤسسة من المؤسسات عينة الدراسة وهي التي تقدر لنا أثر المؤشرات المالية (القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية، ربحية السهم، توزيعات الأرباح، القيمة السوقية إلى العائد....) الغير المدرجة في المعادلة والتي تؤثر على عوائد الأسهم هذه المؤشرات يختلف أثرها على عوائد الأسهم ما بين المؤسسات كما هو موضح في الجدول حيث تؤثر هذه المؤشرات على مؤسسة (1-4-5-6-8) بشكل إيجابي بالقيم المبينة أعلاه بينما تتأثر عوائد الأسهم للمؤسسات (7-2) بشكل سريع.

الفرع الثالث: المفاضلة بين النماذج.

بعد تقدير الصيغ الثلاثة نحاول فيما يلي لاختيار أحسن معادلة لتفسير عائد الأسهم حيث أظهرت الصيغ الثلاثة قوة إحصائية من حيث المعنوية الكلية للمعالم والمعنوية الكلية للنموذج لذلك سنختار نموذج من بين النماذج (نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية والنموذج التجميعي الذي يظهر لنا أحسن معادلة نقوم باختبارات التالية:

أولاً: حسب نموذج Lagrange Multiplier:

- إذا كانت LM: عند مستوى معنوية أقل من 0.05 فإننا نرفض H_0 ونقبل H_1 ؛
- H_0 : لا يوجد تأثيرات عشوائية أو ثابتة لأثر مؤشرات الأداء المالي على عوائد الأسهم؛
- H_1 : يوجد تأثيرات عشوائية أو ثابتة لأثر مؤشرات الأداء المالي على عوائد الأسهم.

جدول رقم (12-2): نتائج اختبار Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.034480 (0.8527)	0.076139 (0.7826)	0.110618 (0.7394)
Honda	0.185687 (0.4263)	- 0.275932 (0.6087)	-0.063813 (0.5254)
King-Wu	0.185687 (0.4263)	- 0.275932 (0.6087)	-0.043247 (0.5172)
Standardized Honda	0.641125 (0.2607)	- 0.079512 (0.5317)	-3.248903 (0.9994)
Standardized King-Wu	0.641125 (0.2607)	- 0.079512 (0.5317)	-3.212735 (0.9993)
Gourieroux, et al.	--	--	0.034480 (0.6721)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews12

نلاحظ من خلال الجدول (12-2) أن القيمة الاحتمالية لاختبار لإحصائية Breusch-Pagan أنها تساوي 0.8527 وهي أكبر من (0.05) مما نقبل الفرضية الصفرية التي تقول انه لا يوجد اثر للتأثيرات العشوائية أو الثابتة ما بين المؤسسات في قياس علاقة عوائد الأسهم بدلالة مؤشرات الأداء المالي ونرفض الفرضية البديلة، وعليه نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

كما يوضح الملحق (02) نتائج اختبار (hausmam) للمفاضلة بين بين التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة حيث أظهرت القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار 0.21 وهي أكبر من قبول فرضية التأثيرات العشوائية أفضل من التأثيرات الثابتة في حالة وجودها.

وعليه نختار النموذج التجميعي كأحسن صيغة لتفسير عوائد الأسهم

ثالثا: تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لأثر العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عوائد الأسهم

يمكننا اختبار النموذج التجميعي لتمثيل هذه العلاقة من خلال نتائج الجدول رقم (2-7) كما يلي:

1- اختبار المعنوية الإحصائية (Prob T-statistique) للمعالم المقدرة:

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة:

من خلال الجدول السابق رقم (2-7) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.0014 \geq 0,05$ (مستوى المعنوية) ومنه

نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة β_1 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

• المعنوية الإحصائية β_1 :

من خلال الجدول السابق رقم (2-7) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.00149 \geq 0,05$ (مستوى المعنوية) ومنه

نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة β_1 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

• المعنوية الإحصائية β_2 :

من خلال الجدول السابق رقم (2-7) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.0000 \geq 0.05$ (مستوى المعنوية) ومنه

نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة β_2 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

1.1. اختبار المعنوية الكلية (Prob F-statistique) للنموذج:

نختبر الدلالة الإحصائية للمعاملات بشكل إجمالي وفق الفرضيتين:

$$H_0: \beta_0 = \beta_2 = \beta_1 = 0, \quad H_1: \text{Ou mois } (\beta_1 \neq 0)$$

من خلال الجدول السابق رقم (2-7) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.000015 \geq 0$ (statistique) ومنه نرفض H_0 ، ونقبل H_1 بمعنى انه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي يوجد

دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة وقيمة بمستوى معنوية 5%.

2.1. اختبار معامل التحديد أو جودة التوفيق:

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق للمعادلة المقترحة من خلال قيمة R^2 معامل التحديد قدرت بـ 0.256282، بمعنى أن

المعادلة تفسر لنا 25.62% من التغيرات الإجمالية لعوائد الأسهم وهي تعبر عن نسبة مقبولة في البحوث العملية لتفسير العلاقة بين عوائد الأسهم وكل من معدل العائد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

3.1. صيغة معادلة النموذج:

يمكننا صياغة معادلة النموذج كالتالي:

$$R_{it} = -0.322514 + 1.44634510956e-05 ROA + 0.305164 BVPS_{it}$$

• تفسير العلاقة:

β_0 : معلمة الحد الثابت، (0.322514) هي عوائد الأسهم عندما تنعدم كل من معدل العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وهي تفسر متغيرات أخرى غير مأخوذة في النموذج منها (القيمة السوقية المضافة، نسبة المديونية، العوائد على حقوق الملكية.... الخ).

β_1 : معلمة المتغير المستقل العائد على الأصول، هناك علاقة طردية ترتبط بين معدل العائد على الأصول وعائد السهم أي انه عند زيادة معدل العائد على الأصول بوحدة واحدة يزيد عائد السهم ب(0.322514) وحدة.

β_2 : معلمة متغير المستقل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، هناك علاقة طردية ترتبط بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وعائد السهم، أي انه عند زيادة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بوحدة واحدة فان عوائد السهم تزيد ب(0.305164) وحدة.

الفرع الثاني: مناقشة النتائج

من خلال مناقشة النتائج الدراسة سوف نقوم بتفسير مختلف نتائج الدراسة في شكل استنتاجات على النحو التالي:

- عدم معنوية المتغيرات المستقلة مجتمعة (العائد على حقوق الملكية، نسبة التداول (السيولة)، نسبة المديونية، نسبة الاحتياج لرأس المال العامل إلى رقم الأعمال). وهذا يعني انه لا يوجد أثر لهذه المتغيرات معا في تفسير عوائد الأسهم.
- أثبت نموذج الانحدار التدريجي أن أفضل صيغة للمعادلة هي التي تضم متغيرين من ست متغيرات هما العائد على الأصول، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وقد تمت إعادة صياغة المعادلة بنماذج بانل. وعليه يمكن استفادة المستثمر في بورصة عمان من هذا النموذج للانتقاء الجيد للأسهم و للتنبؤ بحركة أسعار أسهم الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، الأمر الذي يؤدي إلى ترشيد القرار لهذا المستثمر.
- بالنسبة للفرضية الأولى: تؤثر مؤشرات الأداء المالي التقليدية على عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؛

أثبتت نتائج نموذج الانحدار التجميعي وجود تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الأصول على عوائد الأسهم، أي وجود علاقة تأثير طردية ذات دلالة إحصائية لهذا المتغير في الشركات المدرجة بورصة عمان، ويفسر هذا أن معدل العائد على الأصول يرمز لمردودية الأصول وريحيتها واستغلالها الأمثل و يعطي فكرة للمستثمر على مدى فعالية الشركة في تحويل الأموال التي لديها للاستثمار في صافي الدخل فكلما ارتفع رقم عائد الأصول كلما كان ذلك أفضل، ومحتواه الإعلامي يحفز على

الشراء والاحتفاظ بهذه الأسهم، هذا ما يجعله أسهم هذه الشركات التي تمتلك كفاءة في إدارة أصولها تستقطب المستثمرين فيزداد الطلب على هذه الأسهم مما ينعكس على عوائدها السوقية. ومن هنا نكون قد اجبنا على الإشكالية الفرعية الأولى.

● بالنسبة للفرضية الثانية: يؤثر مؤشر الأداء المالي الحديث نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عوائد

أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؛

أظهر النموذج المقدر وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عوائد الأسهم، أي وجود علاقة تأثير طردية ذات دلالة إحصائية لهذا المتغير في الشركات المدرجة بورصة عمان. و يعود سبب ذلك إلى المحتوى الإعلامي والمنظور الذي يقدمه هذا المؤشر من مقياس للأداء الخارجي لهذه الشركات وهو ما يهتم به المستثمر في بورصة عمان حيث تعتبر هذه القيمة مقياسا للفرص الاستثمارية فزيادة هذه النسبة يعني أن قدرة الشركة على خلق القيمة للمساهمين وتأمين حقوق الملكية عبر السوق، مما يجعل هذه الأسهم جذابة للمستثمرين فيزيد الطلب على هذه الأسهم وبالتالي ترتفع أسعارها وعوائد هذه الأسهم. وعليه نقبل الفرضية الثانية .

● بالنسبة للفرضية الثالثة: تعتبر مؤشرات الأداء المالي التقليدية الأكثر تفسير لعوائد أسهم الشركات المدرجة في

بورصة عمان؛

أثبتت مصفوفة الارتباط تفوق المؤشر الحديث القيمة السوقية على القيمة الدفترية على المؤشر التقليدي العائد على الأصول في تفسير عوائد الأسهم حيث أن المؤشر الحديث يؤثر بنسبة 44.50% على عوائد الأسهم مقارنة بالعائد على الأصول الذي كان يؤثر بنسبة 14.27%، ومنه نرفض الفرضية الثالثة.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم تقديمه من عرض وتوضيح لمنهجية الدراسة، وخطوات الدراسة، ومصادر جمع بيانات الدراسة، الدراسة الإحصائية الوصفية للمتغيرات ثم النماذج القياسية لتفسير العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي و عوائد الأسهم من خلال برنامجي Eviews.Excel وتقدير نماذج بيانات بانل Paneldata من أجل دراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ويمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها كما يلي:

- وجود علاقة طردية بين العائد على الأصول وعوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة عمان؛
- وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وعوائد الأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان،
- يفسر النموذج حوالي 25% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان.

خاتمة

خاتمة:

لقد حاولت الدراسة الوقوف على مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير عوائد الأسهم، باستخدام أسلوب إحصائي حديث يتمثل في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بانل ونماذجها للإجابة على الإشكالية و التحقق من الفرضيات، وقد تطلب الأمر تقسيم الدراسة إلى فصلين، حيث تعرض الفصل الأول إلى الأدبيات النظرية لأهم المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشراته، ثم أهم الدراسات التي تناولت هذا الموضوع؛ بينما الفصل الثاني تمثل في صياغة النموذج الذي يفسر عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان بمؤشرات الأداء المالي خلال الفترة 2011-2020، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

نتائج الدراسة

بعد اختبار مدى قدرة مجموعة من المتغيرات المستقلة على تفسير عوائد الأسهم أظهرت نتائج الاختبارات:

- عدم وجود أي تأثير معنوي عند درجة معنوية 5% لكل من مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في العائد على حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة المديونية، نسبة الاحتياج لرأس المال العامل على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة عمان؛ وأن النموذج الأفضل الذي يمكن الاعتماد عليه في تفسير عوائد الأسهم ويمكن للمستثمرين الاطلاع عليه قبل اتخاذ قرار الاستثمار هو الذي: معدل العائد على الأصول القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛
- وجود علاقة طردية بين معدل العائد على الأصول وعوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة عمان ؛
- وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وعوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة عمان؛
- يفسر النموذج حوالي 25% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
- تؤثر المؤشرات الحديثة بالنسبة الأكبر على المؤشرات التقليدية على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

توصيات الدراسة:

- على الشركات زيادة الاهتمام بمؤشرات الأداء المالي، للتحسين من أدائها بشكل ينعكس على القيمة السوقية وعوائد الأسهم.
- الاهتمام بالعلاقة القوية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مع عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان.

آفاق الدراسة:

- إعادة إجراء البحث على عينة أخرى للتحقق من صحة النتائج وذلك بتأثير متغيرات أخرى لم تتناولها هذه الدراسة على عوائد الأسهم، إضافة إلى تأثير عوامل أخرى، نقترح فيما يلي عناوين تستطيع أن تكون آفاق للدراسة:
- دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير عوائد الأسهم.
 - أثر مؤشرات الأداء المالي الحديثة على خلق القيمة للمساهم.

قائمة مراجع

مراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، و عدنان تايه النعيمي، التحليل والتخطيط المالي - اتجاهات معاصرة.: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008
2. توفيق محمد عبد المحسن ، تقييم الأداء مدخل جديد لعالم جديد، دار الفكر العربي ، مصر ، 2003.2004
3. حمزة محمود الزبيدي التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل ، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011
4. حمزة محمود الزبيدي،، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع عمان. 2004
5. دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010
6. رواية محمد حسن ، إدارة الموارد البشرية ، رؤية مستقبلية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001
7. طاهر محمود كلادة ، الإتجاهات الحديثة في القيادة الإدارية ، دار زهران للنشر والتوزيع ، الأردن
8. علا نعيم عبد القادر وآخرون، مفاهيم حديثة في إدارة البنوك، الطبعة الأولى، دار البداية، عمان، الأردن، 2009
9. عمرو حامد، تقييم الأداء المؤسسي في وحدات الحكومية، بحوث وأوراق العمل، جامعة الاسكندرية ، مصر 2007
10. مجيد الكرخي، تقييم الأداء باستخدام المسبب المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007
11. محمد طنبب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009
12. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على أسهم المؤسسات، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2009
13. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010
14. مدحت القرشي، الاقتصاد الصناعي، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن
15. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، ط4، الاسكندرية، مصر، 1999

II. الأطروحات والمذكرات:

1. حجاج نفيسة، اثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي-دراسة حالة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة(2010_2014)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2017

2. حسينة صايبي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، أطروحة دكتوراة منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2016
3. زيدي البشير، دور التقارير المالية في تحسين الأداء للمؤسسة، دراسة ميدانية في مجمع صيدال، رسالة ماجستير تخصص محاسبة و تدقيق، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم و علوم التسيير، جامعة البليدة، غير منشورة، 2011
4. شعبان محمد عقيل، 2016 قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، أطروحة ماجستير، الجامعية الإسلامية، غزة
5. صابر عباسي، أثر التسيير الجباني على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012
6. عبد الباقي بضيف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة 2014، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر
7. عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية 2007، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر صليحة حجاج، قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة
8. علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة 2009، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر
9. لزعر لزمدم سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي 2012، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، الجزائر
10. ليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة وترشيد قراراتها 2009، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر
11. هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر 2008، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر

.III المقالات المنشورة:

1. زكرياء يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، مقال منشور، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد، 21، 2012
2. عبد الغني دادن، محمد الأمين كعاسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08/09 مارس 2005.

IV. المجلات:

1. حنان ظاهر و خليل الخنيسة، اثر السيولة ومخاطرها على ربحية المصارف " دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الخاصة العاملة في سوريا "، مقال منشور، مجلة تشرين، للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 37، العدد 5، سوريا، 2015
2. رشيد حفصي، عبد الوهاب دادن، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية استخدام طريقة التحليل العملي (AFD) مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 02، المجلد 07، جامعة غرداية، 2014 عبد المالك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية" مجلة العلوم الإنسانية، العدد رقم 1 نوفمبر 2001
3. سعاد معاليم، سميحة بوحفص، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة -EVA 2017 دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكواويل فرع جنرال كايل- بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية
4. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد السابع، الجزائر، 2009
5. عمر عيد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA et EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث وعشرون، العدد الأول، 2015
6. هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الأداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010

V. المراجع باللغة الأجنبية:

1. Amaud thausron Evaluation des Entreprises: **Technique de gestion edition economica** paris 2005 P 23 Serge Evraert, Analyse et Diagnostic Financières Methodes et Cas, Edition Eyrolles, Paris, 1992
2. Jéromecaby et Gérard hirigoyen, **Création de valeur et gouvernance de entreprise**, 3edition, Paris,2005
3. Pierre vernimen et d'autres, **finance d'entreprise** , Edition, Dalloz, Paris, 2011

VI. مواقع الكترونية :

1. Gabriela Chmelíková **Economic Value Added Versus traditional Performance Metrics in the czech Food-Processing Sector**, volume 11, issue 4, 2008, http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/53736/2/20071026r_formatted.pdf
2. <https://www.accountingwithahmedsamir.com/2021/04/blog-post.html-07> تم الاطلاع يوم 2022-06 على الساعة 17:26
3. jhvh de wet **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value - Value - a Comparative Analysis**, [http://repository.up.ac.za/xmlui/bitstream/handle/2263/2790/dewet_eva\(2005\).pdf?sequence= 1](http://repository.up.ac.za/xmlui/bitstream/handle/2263/2790/dewet_eva(2005).pdf?sequence= 1)
4. تاريخ التصفح <https://www.ase.com.jo/ar/node/8775> بورصة عمان , نشرة تعريفية لبورصة عمان

فہرس

IV	ملخص:	IV
IV	:ABSTRACT	IV
VI	قائمة المحتويات:	VI
VII	قائمة الجداول	VII
IX	قائمة الاختصارات والرموز:	IX
X	قائمة الملاحق	X
ب	مقدمة:	ب
ب	إشكالية الدراسة:	ب
ج	الفرضيات:	ج
ج	مبررات اختيار الموضوع:	ج
ج	أهداف الدراسة:	ج
ج	أهمية الدراسة:	ج
ج	حدود الدراسة:	ج
ج	منهج البحث والأدوات المستخدمة:	ج
د	صعوبات الدراسة:	د
د	هيكل الدراسة	د
د	الفصل الأول بعنوان:	د
د	الفصل الثاني بعنوان:	د
ERREUR !	الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة وأثرها على عوائد الأسهم	ERREUR !
	SIGNET NON DEFINI.	
2	تمهيد:	2
3	المبحث الأول: المفاهيم حول الأداء المالي	3
3	المطلب الأول: مدخل نظري للأداء المالي	3
3	الفرع الأول: مفهوم الأداء	3
3	أولا: الأداء	3
4	ثانيا: مفهوم الأداء المالي	4
5	الفرع الثاني: أهمية وأهداف الأداء المالي	5
5	أولا: أهمية الأداء المالي	5
5	ثانيا: أهداف الأداء المالي	5
6	ثالثا: العوامل المؤثرة على الأداء المالي	6
6	رابعا: متطلبات الأداء المالي	6
7	المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي	7
7	الفرع الأول: المؤشرات التقليدية للأداء المالي	7
9	الفرع الثاني: المؤشرات الحديثة للأداء المالي	9
13	المطلب الثالث: القيمة السوقية للسهم وعوائد الأسهم	13
14	المبحث الثاني الدراسات السابقة حول الاداء المالي وعوائد الاسهم	14

14	المطلب الاول عرض الدراسات السابقة
14	الفرع الاول للدراسات باللغة العربية
18	الفرع الثاني للدراسات باللغة الأجنبية
19	المطلب الثاني مقارنة بين الدراسات ومحل الدراسة الحالية منها
19	الفرع الاول مقارنة بين الدراسات
21	الفرع الثاني: محل الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:
22	خلاصة الفصل:
ERREUR ! SIGNET NON	الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم
	DEFINI.
24	تمهيد:
25	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
25	المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة
25	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
25	أولاً: مجتمع الدراسة:
26	ثانياً: عينة الدراسة
26	الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
26	أولاً: تحديد متغيرات الدراسة
26	ثانياً: تحديد كيفية حساب متغيرات الدراسة
27	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
27	الفرع الأول: نماذج الدراسة
27	الفرع الأول: تعريف بيانات بانل:
28	الفرع الثاني: أساليب المفاضلة بين النماذج
29	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
30	المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة:
30	الفرع الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:
31	الفرع الثاني: تقدير طبيعة الارتباط الخطي ما بين مؤشرات الأداء وعوائد الأسهم في شركات محل الدراسة
34	الفرع الثالث: تقدير العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم
34	أولاً: بإدخال كل مؤشرات الأداء المالي في النموذج ثم المفاضلة ما بين هذه المؤشرات في تفسيرها لعوائد الأسهم:
38	ثانياً: النموذج الأمثل لتفسير لعوائد الأسهم بدلالة مؤشرات الأداء المالي
46	الفرع الثالث: المفاضلة بين النماذج
46	أولاً: حسب نموذج Lagrange Multiplier:
48	ثالثاً: تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لأثر العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عوائد الأسهم
49	الفرع الثاني: مناقشة النتائج
53	خاتمة:
53	نتائج الدراسة
53	توصيات الدراسة:
53	آفاق الدراسة:
56	مراجع:

الملاحق

الملحق رقم (01) عينة الشركات محل الدراسة

اسم الشركة	رقم الشركة	رمزها
الزيوت النباتية مصانع	1	JVOI
دار الغذاء	2	NDAR
الحياة للصناعات الدوائية	3	hpic
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	4	RMCC
الصناعية التجارية الزراعية (الانتاج)	5	ICAG
الزيت للالبسة الجاهزة	6	ELZA
العالمية الحديثة	7	UMIC
الالبان الاردنية	8	JODA

الملحق رقم (2) 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	3.06710	2	0.215

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Rando m	Var(Diff .)	Prob.
ROA	0.0000	0.00001	0.00000	0.514
	18	5	0	8
BVPS	0.3691	0.31419	0.00164	0.175
	07	0	4	6

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares

Date: 05/19/22 Time: 13:03
 Sample: 2011 2020
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 8
 Total panel (unbalanced) observations: 78

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-	0.10843	-	0.000
C	0.408837	4	3.770366	3
ROA	1.76E-05	7.17E-06	2.45546	0.016
BVPS	0.3691	0.07756	4.75872	0.000
	07	4	7	0

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.4183	R-squared	0.348
Mean dependent var	42	Adjusted R-squared	880
var	0.0879	Adjusted R-squared	702
	17	S.E. of regression	0.448
S.D. dependent var	0.5217	S.E. of regression	047
Akaike info criterion	98	Sum squared resid	13.65
	1.3513	Sum squared resid	076
	74	Log likelihood	-
Schwarz criterion	1.6535	Log likelihood	42.70357
Hannan-Quinn criterion	16	F-statistic	4.048
	1.4723	F-statistic	377
	27	Prob(F-statistic)	0.000
Durbin-Watson stat	2.3922	Prob(F-statistic)	346
	04		