

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية
التخصص: مالية المؤسسة
من إعداد الطالب: بلقاسم قريشي
بعنوان:

**دراسة القدرة التفسيرية لمؤشرات خلق القيمة
والمؤشرات التقليدية للأداء المالي للشركات
المدرجة في بورصة البحرين للفترة 2009-2013**

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 10 جوان 2014

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيساً	الأستاذ/ محمد حسان بن مالك
(أستاذ محاضر أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفاً ومقرراً	الدكتور/ هواري سويسي
(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشاً	الأستاذة/ أم الخير دشاش

السنة الجامعية 2013/2014

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيته ونجاحي بفضل من الله العلي الكريم:

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله تعالى ورزقنا رضاهم، وأدعو الله أن يغفر لهما

ويرحمهما كما ربياني صغيرا.

كما أهديتها كذلك إلى أخي وأختي حماهم الله وبارك فيهم، أدعو الله أن يُيسر لهم طريق

العلم .

... إلى كل أفراد عائلة " قريشي " وعائلة " ملياني " حفظهم الله ورعاهم.

... إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد، و الذين هم في القلب لا تسعهم هذه

الورقة، فأسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء وأن يفتح لهم طريق الخير والعلم والهداية.

... و إلى كل طالبي و سالكي طريق العلم، أسأل الله أن يفتح لهم أبواب العلم

والرحمة. آمين.

شكر

{ ربِّ إنِّي لما أنزلت إليَّ من خير فقير }

إن الحمد لله نحمده ونستعينه ونستغفره، ونعوذ بالله من شرور أنفسنا وسيئات أعمالنا، والحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله.

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد واله وصحبه.

أما بعد: من لم يشكر الخلق لم يشكر الخالق، فلا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بكل الاحترام والتقدير وجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف الدكتور هوارى سويسي على إشرافه على هذا العمل وما قدمه لي من توجيه ونصح وإرشاد طيلة فترة الدراسة، وإلى الأساتذة الأفاضل أ. د: محمد الجموعي قريشي و أ. د: عبد الغني دادن و الدكتور إلياس بن ساسي، والشكر موصول إلى الأصدقاء الأعزاء وفي مقدمتهم الأخ والصديق صالح قريشي، عبد الحق فنون وبلخير معاش الذين كانوا سنداً لي وعوناً في إتمام وإنجاز هذا العمل، بالإضافة إلى أخي عبد الحق خاصة لمساهماته في ترجمة هذا العمل وأيوب بن حود لمراجعته اللغوية؛

كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي، من الابتدائي إلى الجامعي، أدعو الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة، وأن يجزيهم عن الإسلام خير الجزاء. والحمد لله رب العالمين.

بلقاسم

الملخص :

تهدف الدراسة إلى قياس و مقارنة القدرة التفسيرية للمؤشرات الحديثة لخلق القيمة بالمؤشرات التقليدية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين من خلال استخدام الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات بالإضافة إلى نموذج الانحدار الخطي الذي يفسر تأثير المؤشرات الحديثة والتقليدية على الأداء المالي المعبر عنه بعائد السهم، لانجاز الدراسة تم اختيار عينة مكونة من 17 شركة مدرجة في بورصة البحرين موزعة على عدة قطاعات باستثناء قطاع البنوك نظرا لخصوصياته خلال الفترة الممتدة بين 2009-2013، وبالتالي معرفة المؤشرات الأكثر تفسيريا للأداء المالي للشركات.

وخلصت الدراسة إلى أنه توجد علاقة ارتباط بين المؤشرات الحديثة (القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية المضافة، والعائد الإجمالي للسهم، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) والتقليدية (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الاستثمار، ونسبة السعر على العائد، والمردودية الاقتصادية) كما خلصت الدراسة إلى أن للأداء المالي المؤشرات الحديثة والتقليدية لها قيمة تفسيرية لعائد السهم، إلا أن المؤشرات التقليدية تُعتبر الأكثر تفسيريا بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة.

الكلمات المفتاح:

عائد السهم، أداء مالي، مؤشرات مالية حديثة، مؤشرات مالية تقليدية، خلق القيمة، كفاءة السوق.

Abstract

The aim of the present paper is to measure the interpreting capability of recent indicators value create on financial performance and also the influence of traditional indicators on stock returns and compare between the two. A number of institutions listed in Bahrain Stock exchange will be a sample of our study through using linear regression which expounds the influence of recent and traditional indicators on financial performance using stock return. To reach the findings a sample of seventeen companies listed on Bahrain stock exchange from 2009 to 2013 distributed on different sectors apart from banking due to its specific method of calculation, that method will make clear that the most indicators interpreting the financial performance of companies. The study

concluded that there is correlation between recent indicators (**Economic Value Added, Market Value Added, Total Shareholder Return and Market-To Book Ratio**) and traditional indicators (**Return On Asset, Return On Investment, Price/Earning Ratio and RE**) and they also have explicative nature on stock returns the traditional indicators are more influential in interpreting to the financial performance than recent indicators.

Key Words

Stock return, financial performance, recent financial indicators, traditional financial indicators, value creation, market value.

فهرست المحتويات

III	الإهداء
IV	شكر
V	ملخص الدراسة
VII	فهرست المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الملاحق
VII	قائمة المصطلحات والرموز
أ	مقدمة

الفصل الأول: خلق القيمة و المؤشرات الحديثة

2	تمهيد
3	1. I. خلق القيمة و مؤشرات القيمة
3	1.1. I. محددات خلق القيمة
3	1.1.1. I. أسباب ظهور مفهوم خلق القيمة
3	أ - الحاجة إلى الأموال و المنافسة
4	ب - بروز المساهم
4	1.1.1. I. أسس خلق القيمة
4	أ. المؤسسة وهدف تعظيم ثروة المالكين
4	ب. خلق القيمة و رأس المال
5	ج. مستوى العائد
5	1.1.1. I. أهداف خلق القيمة
5	1.1.1. I. نتائج تطور مفهوم خلق القيمة
5	أ. التركيز على المردودية
6	ب. تغير نمط إدارة المؤسسة
6	1.1.1. I. خلق القيمة و محدد تكلفة الأموال

7	..... I. 2.1. المؤشرات الحديثة في قياس خلق القيمة
8	..... I. 1.2.1. القيمة الاقتصادية المضافة
8	..... أ: ظهور نموذج القيمة الاقتصادية المضافة لقياس الأداء
9	..... ب: تعريف القيمة الاقتصادية المضافة
10	..... ج: التعديلات و التسويات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة
10	..... د: حساب القيمة الاقتصادية المضافة
11	..... I. 2.2.1. القيمة السوقية المضافة
11	..... أ: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة
13	..... I. 3.2.1. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار
14	..... I. 4.2.1. القيمة النقدية المضافة
14	..... I. 3.1. المؤشرات السوقية لخلق القيمة
15	..... I. 1.3.1. نسبة Q لجيمس طوبال
15	..... I. 2.3.1. العائد الإجمالي على القيمة الدفترية و العائد الإجمالي للسهم
17	..... I. 2. الدراسات السابقة
17	..... I. 1.2. الدراسات السابقة العربية
20	..... I. 2.2. الدراسات السابقة الأجنبية
21	..... I. 3.2. مناقشة الدراسات السابقة و ما يميز هذه الدراسة
23	..... خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية و المؤشرات الحديثة و قدرتها على تفسير الأداء
	المالي في بورصة البحرين
25	..... تمهيد
26	..... II. 1. عرض منهجية و أدوات الدراسة
18	..... II. 1.1. عينة الدراسة و الأدوات المستخدمة
26	..... II. 1.1.1. مجتمع الدراسة
26	..... أ: نظرة عامة حول بورصة البحرين
27	..... ب: الشركات المدرجة

28	ج: نظرة على تطور القيمة السوقية لبورصة البحرين في الفترة الممتدة بين: 2009-2013...
29	..... 2.1.1.II عينة الدراسة
30	..... 3.1.1.II حدود الدراسة
30	..... 4.1.1.II مصادر البيانات
30	..... 5.1.1.II متغيرات الدراسة
34	..... 2.1.II الأسلوب و الأدوات الإحصائية المعتمدة
35	..... 2.II نتائج تطبيق الانحدار الخطي البسيط في اختبار اثر المؤشرات على الأداء المالي
35	..... 1.2.II الهدف من النموذج
36	..... 2.2.II تحليل نتائج الارتباط
38	..... 3.2. II نتائج الانحدار البسيط
47	..... 3. II تحليل و تفسير نتائج الدراسة
49	..... خلاصة الفصل
50	..... خاتمة
53	..... قائمة المراجع
57	..... الملاحق

قائمة الجداول

23	العلاقة بين القيمة الاقتصادية و القيمة السوقية المضافة.....	الجدول رقم 1.1
37	الشركات المدرجة في البورصة.....	الجدول رقم 1.2
39	الشركات المستبعدة من الدراسة.....	الجدول رقم 2.2
45	نتائج الارتباط بين المتغيرات.....	الجدول رقم 3.2
47	تأثير معدل العائد على الأصول على الأداء المالي.....	الجدول رقم 4.2
48	تأثير المردودية الاقتصادية على الأداء المالي.....	الجدول رقم 5.2
49	تأثير القيمة السوقية إلى الدفترية على الأداء المالي.....	الجدول رقم 6.2
50	تأثير معدل العائد على الاستثمار على الأداء المالي.....	الجدول رقم 7.2
51	تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي.....	الجدول رقم 8.2
52	تأثير القيمة السوقية المضافة على الأداء المالي.....	الجدول رقم 9.2
53	تأثير القيمة السوقية المضافة على الأداء المالي.....	الجدول رقم 10.2
54	تأثير العائد الإجمالي للسهم على الأداء المالي.....	الجدول رقم 11.2
55	تأثير التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار على الأداء المالي.....	الجدول رقم 12.2

قائمة الملاحق

57	جدول يوضح حساب مختلف مؤشرات سنوات الدراسة.....	الملحق رقم 01
----	--	---------------

قائمة الاختصارات والرموز

الرمز	المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
MVA	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
CFROI	Cash-flow Return On Investment	معدل العائد النقدي المتولد عن الاستثمار
TSR	Total Shareholder Return	معدل العائد الإجمالي للسهم
MTBR	Market-To Book Ratio	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
PER	Price/Earning Ratio	نسبة العائد إلى السعر
EPS	Earning Per Share	نسبة ربحية السهم
ROA	Return On Asset	معدل العائد على الأصول
ROI	Return On Investment	معدل العائد على الاستثمار
CVA	Cash Value Added	القيمة النقدية المضافة
NOPAT	Net Operation Profit Taxes	صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة
WACC	Weights Average Cost of Capital	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
Ct	capital employed	رأس المال المستثمر

مقدمة

توطئة

منذ ظهور المؤسسات وهي تسعى إلى تحقيق أهدافها و إلى البحث عن أدوات أو مؤشرات تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها، ومع تطور أهداف المؤسسة من هدف تحقيق الأرباح إلى النمو والبقاء إلى ما يعرف حديثا بخلق القيمة، تطورت المؤشرات لبلوغ هذه الأهداف، وخلال العقد الأخير من القرن الماضي ظهر مفهوم القيمة بصيغة عملية بالرغم من أن ظهورها في النظرية المالية والاقتصادية كان منذ فترة.

إشكالية الدراسة:

مع ظهور الأسواق المالية وتوسعها واندماجها أصبحت المؤسسات تبحث عن مكان في هذه الأسواق باعتبار هذه الأخيرة تعكس قيمة المؤسسات وهدف المؤسسة هو رفع قيمة أسهمها، الأمر الذي يحتم على القائمين على إدارة المؤسسة الإجابة على التساؤل التالي: هل كل مؤسسة تحقق ربحا يعني أنها تخلق قيمة؟ وبالتالي أصبح من الضروري البحث عن مؤشر يجيب عن هذا التساؤل على أن يراعي التغيرات المستمرة لبيئة المؤسسة ومن خلال ما سبق فإننا نطرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى تعكس مؤشرات خلق القيمة و المؤشرات التقليدية الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟

وبغرض دراسة هذه الإشكالية الأساسية فإننا نقسمها إلى إشكاليات فرعية، وهي:

- ما مدى قدرة تفسير المؤشرات التقليدية للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟

- ما مدى قدرة تفسير مؤشرات خلق القيمة للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟

- هل هناك تباين واختلاف بين المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية من حيث قدرتها على تفسير الاختلافات في الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟

مقدمة

الفرضيات:

وبغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة نضع الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: إن المؤشرات الحديثة و المؤشرات التقليدية كلاهما يفسر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة.
- الفرضية الثانية:

H0: المؤشرات الحديثة أحسن تفسيراً للأداء المالي في المؤسسة.

H1: المؤشرات التقليدية أحسن تفسيراً للأداء المالي في المؤسسة.

مبررات اختيار الموضوع:

- إن توسع نشاط المؤسسات واندماجها مع بعضها البعض وهذا تحت هدف مشترك وهو ضمان البقاء والاستمرارية من خلال الحفاظ على الأقل على القيمة العادلة لأسهمها في الأسواق المالية والتي تعكس أداء المؤسسة ولا يتم إلا من خلال مؤشر يعكس الأداء.
- التعرف على المؤشرات التي تساهم بشكل كبير في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة.
- كيفية التحكم بالمؤشرات الحديثة خاصة وتحليل النتائج المتوصل إليها.
- الاهتمام بالأسواق المالية والرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بالأسواق المالية.

أهمية الدراسة:

تتحلى أهمية الدراسة في المقارنة بين المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية التي تقدم أحسن تفسير للأداء المالي للمؤسسات لما يمنح انعكاس على القرار المالي من قبل المستثمرين الماليين والمسيرين، مما يساعد المؤسسات في تحديد المؤشرات المناسبة حسب أهدافها، بالإضافة إلى مساعدة المؤسسة في العمل بالمؤشرات التي تضمن لها البقاء والاستمرار.

أهداف الدراسة:

- قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين باستخدام عائد السهم؛
- اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية على تفسير الأداء المالي للمؤسسات؛
- معرفة واقع المؤسسات باستخدام المؤشرات وأهم النقائص الموجودة؛

مقدمة

- التعرف على تأثير المؤشرات محل الدراسة وإلى أي مدى يعبر عن أداء المؤسسات؛
- الوقوف على مدى اختلاف تأثير المؤشرات الحديثة مقارنة بالمؤشرات التقليدية على الأداء المالي.

حدود الدراسة:

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في بورصة البحرين لعينة مكونة من 17 مؤسسة مدرجة لمختلف القطاعات باستثناء القطاع البنكي، أما الحدود الزمنية تتعلق دراسة مقارنة المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة على عائد السهم للفترة الممتدة من 2009 إلى 2013.

منهجية الدراسة:

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة اعتمدنا على المنهج الاستقرائي مستعينين بطريقة الانحدار الخطي البسيط كأداة إحصائية وهي الطريقة المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات انطلاقاً من عينة مؤسسات مدرجة في بورصة البحرين باستخدام البرنامج الإحصائي EViews 8.0 و SPSS 16.0.

هيكل الدراسة:

أبجزت الدراسة وفق الخطة التالية: تناولنا مدخل الدراسة في شكل مقدمة ثم فصلين أولهما نظري وثانيهما تطبيقي وخاتمة وجملة من التوصيات والأفاق.

تطرقنا في الفصل الأول إلى المفاهيم النظرية المتعلقة بخلق القيمة والمؤشرات التي في احتساب خلق القيمة وطريقة الحساب كل هذا تم في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه الدراسات السابقة التي عالجت الموضوع نفسه أو بعض الجوانب من دراستنا.

وتعرضنا في الفصل الثاني إلى الدراسة الإحصائية، حيث قمنا بقياس أثر المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية على الأداء المالي من أجل معرفة القدرة التفسيرية للمؤشرات على الأداء المالي، مع تحليل للنتائج المتوصل إليها وإبراز المؤشرات التي تفسر الأداء المالي باستخدام الانحدار الخطي البسيط.

الفصل الأول

خلق القيمة والمؤشرات
الحديثة، الإكهار النخري
والدراسات السابقة

تمهيد

أصبح العالم اليوم يتميز بالتغير السريع وكثرة الفرص المتاحة والمؤسسة التي تريد الريادة والبقاء يجب أن تتمتع بالمرونة اللازمة والعمل على اقتناص كل فرصة متاحة مع التماشي مع التطورات الراهنة وإلا فإنها سوف تتعرض للإفلاس خلال فترة وجيزة حسب تقرير لجامعة هارفرد، ولا يتحقق هذا إلا بالتميز والابتكار والإبداع ولزاما على المؤسسة إيجاد نظام داخلي يخدم جميع أطراف المؤسسة ويتمثل في دراستنا المؤشرات بالمعايير التي تعكس الصورة الحقيقية للمؤسسة.

ونحاول التطرق في هذا الفصل من خلال المبحث الأول إلى خلق القيمة وأهم المؤشرات التي تعتمد في خلق القيمة أما المبحث الثاني فنتناول فيه مختلف الدراسات العربية والدراسات الأجنبية التي تناولت الموضوع من أجل تقديم أفضل وأجمع الطرق التي تساعد للمؤسسة على الصعيدين الداخلي والخارجي.

I. 1. خلق القيمة ومؤشرات القيمة:

تهدف المؤسسات إلى الرفع من قيمتها السوقية في البورصة بتوفير عوائد تغطي على الأقل تكاليف ملاك أسهمها، باعتبارهم مصدر الأموال الخاصة للمؤسسة، ولهذا الأموال تكلفة وجب تغطيتها بالإضافة إلى تكلفة الديون نحاول إبراز كيفية تغطية هذه التكلفة في المطلب الأول عن طريق خلق القيمة ومحدداتها وفي المطلب الثاني نتناول مدخل من مداخل إنشاء القيمة وهي المؤشرات الحديثة في قياس خلق القيمة والمؤشرات السوقية لخلق القيمة في المطلب الثالث.

I. 1.1. محددات إنشاء القيمة:

I. 1.1.1. أسباب ظهور مفهوم خلق القيمة¹:

إن مفهوم خلق القيمة ظهر منذ سنة 1890 حيث تناوله الفريد مارشال تحت اسم الربح الاقتصادي كما عرفه ب: «رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال»، ولم يدخل المفهوم إلى الواقع العملي إلا بعد مراحل تتمثل في تعظيم الربح إلى أن تطور هدف المؤسسة إلى البقاء والاستمرارية، ولا يتم إلا عن طريق خلق القيمة لمختلف الأطراف الذين لهم علاقة مع المؤسسة أي خلق القيمة للزبائن، وللعاملين، وللموردين، وللمجتمع، وللشركاء، والمساهمين، واقتصر المفهوم في خلق القيمة للمساهم، وبطريقة أخرى وضع المساهم في خدمة استراتيجية المؤسسة ويمكن أن نجمل أسباب بروز المفهوم في العنصرين الآتيين:

أ - الحاجة إلى الأموال والمنافسة: إنّ المنافسة الشديدة من أجل الحصول على الأموال في الثمانينات أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، ولم يعد من السهل اقتناء الأموال بحرية أكبر من السوق، ورغبة المؤسسات في

¹ سعيد بريكة، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2009، ص 6.

البحث عن طرق توفر لها الاستقرار المالي برز مفهوم خلق القيمة وسبب بروز الأخير هو نجاح المؤسسات التي تهتم بالرفع المالي.

ب - بروز المساهم: وقد ظهر جليا في التسعينيات تجسد مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم من خلال ظهور معاهد الاستثمار ومنظمات المعاش وغيرها التي تقوم على الحوكمة* في المؤسسات والتي تهدف إلى إمكانية مطالبة المساهم بمردودية مقبولة في إطار ظروف السوق، مما أعطى للمساهمين ممارسة الضغوط على المؤسسات.

I. 2.1.1. أسس خلق القيمة¹: نقدمها على سبيل الحصر لا الإجمال² في ثلاثة عناصر كالآتي:

أ. المؤسسة وهدف تعظيم ثروة المالكين: من خلال هدف خلق القيمة للمساهم ولا يمكن حصول هذا إلا عن طريق خلق القيم من طرف المؤسسة ومقارنة ما تقدمه مؤسسات أخرى للمساهمين، مما يجعل هناك علاقة تعاقدية بين المسير والمالك بالاهتمام على الأقل بثروة المؤسسة الاقتصادية، كما يسهل عملية التعاقد مع أطراف آخرين وأصحاب المصالح.

ب. خلق القيمة ورأس المال: إن المنافسة الشديدة بين المؤسسات واقتناص كل الفرص للحصول على التمويل اللازم مما جعل لهذه الأموال الخاصة أموالاً ذات تكلفة للمؤسسة من خلال معدل العائد الذي يطلبه المساهم وإذا لم توفر المؤسسة العائد اللازم فإنها تتعرض إلى خروج المساهمين وبختمهم عن فرص بديلة أخرى، مما يجعل ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة محددًا للعوائد ومعدلات مردودية أصول المؤسسة للمالكين في السوق وليس العكس.

*الحوكمة: نظام يقوم على إدارة المؤسسات و التحكم في أعمالها

¹المرجع السابق، ص 8.

² هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على الأداء من وجهة نظر المساهم: بين النظرية و التطبيق، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 22- 2011/11/23، ص ص 256 257.

ج. مستوى العائد: إذا كانت المؤسسة لا تحقق عائدا يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستخدمة لكل من

الديون والأموال الخاصة فهذا يجعل المتعاملين من خارج المؤسسة يبحثون عن فرص بديلة أخرى، أما داخل

المؤسسة فهذا يعطي حقيقة الوضع وكيفية تحسينه في المستقبل من خلال الاعتماد على معطيات متوقعة ومراعاة

تطور المؤسسة وبالتالي بناء استراتيجية تعطي جدوى للمشاريع المختارة وسياسات التنوع مما يحقق أهداف

المؤسسة وجميع الأطراف والشركاء من خارج المؤسسة.

I. 3.1.1. أهداف خلق القيمة: جاء المفهوم نتيجة انفصال بين المسيرين والمالكين، والهدف الأساسي المنشود

هو¹:

- سعي الإدارة المسيرة للمؤسسة إلى خلق قيمة للمساهم، بتعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال المؤسسة

المسعرة؛

- تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى لتوزيعات الأرباح؛

- القدرة على رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات من خلال التنبؤ وربط الأرباح

المستقرة في الأجل المتوسط لتنظر إلى الأمد البعيد؛

- تخفيض تكلفة الأموال التي تعلق بالديون والأموال الخاصة.

I. 4.1.1. نتائج تطور مفهوم خلق القيمة²:

1. التركيز على المردودية: ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في نهاية الثمانينات أدى إلى صعوبة الحصول على

الاستثمارات، مما جعل المؤسسات تبحث عن بدائل لتمويل استثماراتها وبالتالي أعادت بعض المؤسسات نظرتها

¹ سعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 7

² المرجع السابق، ص 8

إلى العائد ومع نمو مقاييس العائد وإعادة تعريفها وتوجيه استراتيجية المؤسسة حول العائد، بالإضافة إلى صناديق المعاشات التي جعلت من المساهم ينتظر العائد الذي يأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة والخطر الملازم للمؤسسة أو ما يعرف بإجراءات التحكيم.

ب . تغيير نمط إدارة المؤسسة: قبل بروز مفهوم خلق القيمة بواقعه العملي كان هناك تداخل بين أهداف المسير والمالك، وعدم الشفافية في التقارير والمعلومات المالية الخاصة بالمؤسسة، ومع بروز خلق القيمة تم إدراج سلطة ثانية في إدارة المؤسسة أو ما يعرف بالحوكمة تحت هدف واحد وهو خلق القيمة تحت تقرير لجنة المراقبة التي تتميز باستقلاليتها في إعداد التقارير المالية للمؤسسة، كل هذا يؤدي إلى ارتباط وثيق بين خلق القيمة للمساهم وعمل المسير لأن عمل الأخير مرتبط بعوائد الأسهم الذي أساسه نظام المكافآت.

I . 5.1.1.1. خلق القيمة و محدد تكلفة الأموال¹:

من أهم ما يميز الأسباب التي ميّزت مؤشرات خلق القيمة والتي جعلتها تعرف هذا الانتشار على حساب المؤشرات التقليدية نذكر:

- التكلفة الكلية لرأس المال (تكلفة الديون+تكلفة الأموال الخاصة)؛

- العلاقة القوية لتكوين القيمة السوقية في نظام تقييم الأداء؛

- كما تعتبر وسيلة للاتصال الداخلي والخارجي للمؤسسة أو ما يعرف بالحوكمة.

و على المؤسسة أن تبني أهدافها على: - خلق القيمة

- تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ورسم استراتيجيتها.

¹المرجع السابق، ص 21.

لقد تطرقنا فيما سبق إلى خلق القيمة أما ما يتعلق بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال فهي تتحدد

بعنصرين هما: العنصر الأول يتمثل في الديون المالية والتي نجدها في السجلات المحاسبية وتظهر في النشرات المالية

المختلفة وتقرير لجنة المراقبة حول نشاط المؤسسة وهو ما يعرف بالإفصاح المالي للمؤسسة، وتحدد التكلفة

انطلاقاً من أسعار الفائدة السائدة.

بينما العنصر الثاني المشكل للتكلفة والذي جاء نتيجة تبني المؤسسة لإنشاء القيمة والتي تأخذ بعين

الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة والأخذ ينم عن شفافية وعدم تشويه للتكلفة، ويصعب تحديد التكلفة بدقة نظراً

لثائية العائد والمخاطرة ويرجع إلى عدم استقرار السوق وما ينجر عنه من صعوبة تقدير العوائد التي يطلبها المساهم

والمستثمر، ومن خلال الجمع بين التكاليفتين تتشكل لنا التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر وتعطى

بالعلاقة التالية¹:

$$\text{WACC} = K_e [CP/CE] + K_i [D/CE]: 1.1 \text{ رقم المعادلة}$$

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛ **Ke**: عوائد الأموال الخاصة؛

CP: الأموال الخاصة؛ **CE**: رأس المال المستثمر؛

Ki: سعر الفائدة على الديون بعد الضريبة؛ **D**: الديون المالية.

¹المرجع السابق، ص 22،

*رأس المال المستثمر = (الأموال الخاصة + الاستدانة الصافية) - (المتاحات + التوضيفات)

I. 2.1.1. المؤشرات الحديثة في قياس خلق القيمة:

من بين أهم مؤشرات القياس لخلق القيمة مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة الذين جمعا المفهوم النظري والعملي لخلق القيمة نتطرق إليها بنوع من التفصيل بالإضافة إلى مؤشرات أخرى تهدف إلى خلق القيمة¹.

I. 1.2.1. القيمة الاقتصادية المضافة:

نبرز أهم المراحل التي جاءت من خلالها القيمة الاقتصادية المضافة وما تتميز به عن غيرها من المؤشرات وفق الخطوات التالية:

أ: ظهور نموذج القيمة الاقتصادية المضافة لقياس الأداء: تعتبر البيانات المحاسبية من أهم البيانات التي تعكس واقع وحقيقة المؤسسة إلا أن هذه البيانات كثيرا ما تعرضت للانتقاد بسبب ما تحويه من أخطاء أو تحريف سواء كان مقصودا أو غير مقصود مما جعل SOUGANEN يدعو إلى ضرورة إعادة الاعتبار إلى استخدام المفاهيم الاقتصادية في الممارسات المحاسبية في إطار وضعه لأسس نظرية الوحدة والتي سعى من خلالها إلى نقض الأسس التي تقوم عليها النظرية الشخصية المعنوية.

وظهر الاهتمام بخلق القيمة لحملة الأسهم من خلال الكتاب الذي قدمه Alfred Rapport والذي عنوانه تحقيق القيمة لحملة الأسهم ، مما جعل المجلات والدوريات العلمية تنشر مقالات تركز على خلق القيمة

¹ عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة دراسة قياسية على السوق المالي السعودي 2009-2012، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013-2014، ص33.

وبالتالي اعتماد المؤسسات في قياس أدائها بالإدارة على أساس القيمة Value Based Management ومن أهم المقاييس التي تعتمد على خلق القيمة هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA¹.

قدمت شركة Stern Stewart مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بمفهومه وطريقة حسابه من طرف كل من "جونستارن و ج. بنات ستاوارت" Joe Stern et G.Bennet Stewart استنادا إلى النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه "مود يجلياني و ميلر، 1961" F.Modigliani et M.H.Miller وهو أساس نظام الإدارة المالية وتدريب الموظفين الطريقة الصحيحة لتطبيق القيمة الاقتصادية المضافة²، واستخدام القيمة الاقتصادية المضافة كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA® في أواخر الثمانينات من القرن الماضي.

ب. تعريف القيمة الاقتصادية المضافة * : عرفت شركة الاستشارة الأمريكية Stern Stewart القيمة الاقتصادية المضافة ب³: « مقياس للانجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث ارتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المقترض والمملوك » وعرفه باحثون بأنه⁴: « نوع خاص من حساب الدخل المتبقي والدخل المتبقي يمثل قياسا محاسبيا للدخل مطروحا منه العائد المحاسبي المطلوب لقياس الاستثمار ويساوي الدخل - (معدل العائد المطلوب *الاستثمار) » وعرفت

¹ أعمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2010، ص 99.

* EVA: Economic Value Added = القيمة الاقتصادية المضافة

² إكرام عبد الرحمان فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و العائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية) 2010، ص 109.

³ المصدر: مقل علي احمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لاحتسابها" دراسة تطبيقية"، العلوم الاقتصادية، جامعة حلب، السنة مجهولة، ص 4.

⁴ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

أيضا¹: « القيمة الاقتصادية المضافة بأنها القيمة المضافة من قبل المؤسسة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها

الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال²». من خلال التعاريف السابقة نستخلص النقاط التالية:

- القيمة الاقتصادية المضافة هي نموذج مطور للربح المتبقي في جانبه التطبيقي من خلال الأخذ في حسابه

تكلفة رأس المال بدل المصاريف المالية؛

- القيمة الاقتصادية المضافة هي أقل عائد يطلبه المساهم والذي يعوض التكلفة المتوسطة للتمويل³؛

- الهدف الأساسي للقيمة الاقتصادية المضافة تعظيم الثروة للمساهمين.

ومن كل ما سبق نخرج بالتعريف التالي: القيمة الاقتصادية المضافة هي الربح الحقيقي المحقق والذي يأخذ في

حسابه تكلفة رأس المال (الأموال الخاصة + الديون) مما يعظم ويخلق قيمة لحملة الأسهم، وباختصار هو العائد

الذي يغطي كليا تكلفة رأس المال⁴.

ج. التعديلات و التسويات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة:

اقترح مكتب الاستشارة الأمريكية بنيويورك Stern Stewart أكثر من 160 تعديلا وتسوية يتم

إجراؤها على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك لتقريب القيم المحاسبية إلى القيم الاقتصادية الحقيقية⁵،

¹ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

²JérômeCaby et Gérard Hirigoyen, **Création de valeur et gouvernance de entreprise**, 3édition, 49Rue Héricart, paris,2005, p: 27.

³تمجدين نور الدين، بن نفات عبد الحق، مؤشرات قياس الأداء من المنظور التقليدي الى المنظور الحديث، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 245.

⁴Georges GREGORIO, pascal BARNETO, **DSCG 2 Finance Manuel Et Applicatios**, 2 éditio, DUNOD, paris, 2009,p: 235.

⁵Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 6édition, Dalloz, 2005, p: 629.

أما في الواقع العملي لا يتم تنفيذ سوى من خمسة إلى 10 تعديلات ومن بين هذه التعديلات¹:

- مخصص ضرائب الدخل المؤجلة؛

- إهلاك شهرة المحل؛

- المنح الحكومية و المكافآت؛

- مخصص تقادم المخزون؛

- رسملة الموجودات غير الملموسة (نفقات البحث و التطوير و الإعلان).

د. حساب القيمة الاقتصادية المضافة²: يتم حسابها من العلاقة التالية:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Ct}) \quad \text{المعادلة رقم: 1. 2}$$

حيث:

NOPAT: Net Operation Profit Taxes = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة ويقابلها في أعرافنا

المحاسبية نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأرباح (قبل احتساب المصاريف المالية)؛

WACC: Weights Average Cost of Capital = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ويقابله المتوسط

المرجح لتكلفة رأس المال والذي يحسب انطلاقا من الهيكل المالي للمؤسسة ؛

Ct: capital employed = رأس المال المستثمر .

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية 84 شارع زكريا غنيم، مصر، 2002، ص ص، 294 392.

² Khizarizahia, Djaouahdoureda, New trends in measuring financial performance, **la recueil des communication de deuxième colloque international sur: la bonne performance des gourvements**, novembre 2011, p: 24

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 506.

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

وأيضاً: القيمة الاقتصادية المضافة: (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال) × رأس المال المستثمر¹.

I. 2.2.1. القيمة السوقية المضافة*:

يستخدم مؤشر القيمة السوقية المضافة للحكم على الأداء المالي الداخلي للمؤسسة من خلال تحفيز

المسيرين لاتخاذ القرارات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، ويتجلى ذلك من خلال

ابتكار القيمة السوقية المضافة والتي تحسب على مجموعة من السنوات وذلك حسب العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{T=1}^n \frac{EVAt}{(1+k)^t} \quad \text{المعادلة رقم: 1. 3}$$

حيث: MVA: القيمة السوقية المضافة؛ K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛ t: الفترة.

يعكس المؤشر ارتفاع القيمة والأموال المستثمرة، وهو معدل مردودية الرافعة المالية للمساهم، ويمكن

للمؤشر أن ينخفض عن القيمة السوقية حتى لو كانت الأصول الاقتصادية حققت مردودية أعلى من تكلفة رأس

المال، والسبب يعود إلى تدني توقعات الأرباح المستقبلية لئلا يجب توحى الحذر أثناء رسم التوقع المستقبلي².

¹ هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010/2009، ص 61.

* القيمة الاقتصادية المضافة = EVA: Economic Value Added

² دادن عبد الغني، قياس و تقييم الاداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء للانذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007/2006، ص 50.

وتحسب القيمة السوقية للمؤسسة انطلاقاً من القيمة الدفترية المستقاة من الوثائق المحاسبية مضافاً لها

القيمة السوقية المضافة:

$$V_{to} = C_{to} + \sum_{T=1}^n \frac{EV_{At}}{(1+k)^t} \quad \text{المعادلة رقم: 4.1}$$

حيث: C_{to} : القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر؛

V_{to} : القيمة السوقية للمؤسسة.

أ. العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة: نبرز العلاقة من خلال الجدول التالي¹:

الجدول رقم 1.1: العلاقة بين القيمة الاقتصادية و القيمة السوقية المضافة

العلاقة	EVA	MVA
الفترة	يحسب لفترة واحدة	يحسب لعدة فترات
الفائض	هي القيمة الناتجة عن مركز المسؤولية أو المؤسسة	هي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة
الغرض	قياس الأداء الداخلي للمؤسسة	قياس الأداء من وجهة نظر خارجية
الحساب	التدفق النقدي المتاح مضافاً إليه التغير الصافي في رأس المال المستثمر منقوصاً منه التعويضات المقابلة له.	استحداث التدفقات النقدية المتاحة إلى مالا نهاية أو استحداث القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة إلى مالا نهاية مضافاً إليه رأس المال الأولي للمستثمر

المصدر من إعداد الطالب استناداً إلى المرجع: هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 63، 64 .

¹ هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 8، 9 .

I. 3.2.1. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار: (Cash Flow Return On Investment)

يعتبر من أهم المؤشرات لخلق القيمة حيث يستخدم في تقييم المؤسسة ككل أو اختبار وتقييم المشروع

المراد تمويله، وما دامت دراستنا تتناول تقييم المؤسسات فإن تقييم المؤسسة يتم عن طريق العائد المحقق عن

الاستثمارات المؤسسة ومقارنتها بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ومن خلال النتيجة نعلم هل هناك خلق

القيمة أو هدم القيمة، و الذي يحسب بالطريقة التالية¹:

$$\text{المعادلة رقم: 1. 5} \quad \text{CFROI} = \text{فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة/ الأصل الإجمالي}$$

حيث: CFROI: عائد التدفق النقدي على الاستثمار

تم مقارنة المؤشر مع تكلفة رأس المال (K) بحيث إذا كان:

- المؤشر أكبر من تكلفة التمويل، هناك إنشاء للقيمة .

المؤشر أقل من تكلفة التمويل، هناك تدمير للقيمة.

بعبارة أخرى مؤشر التدفق النقدي على الاستثمار هو متوسط معدل المردودية الداخلية للاستثمارات الحالية

في المؤسسة، أي معدل المردودية الداخلي الذي يحقق التوازن للأصل الاقتصادي في المؤسسة بالمبالغ الإجمالية².

- أهم المزايا للمؤشر³:

- يعتمد على القيمة الاقتصادية؛

- يستخدم لتتبع اتجاه المؤسسة في الأجل الطويل في مراحل النضج وتباطؤ النمو؛

¹ علي بن الضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال و إنشاء القيمة، مقال منشور في مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، جامعة ورقلة، 2012، ص 114.

² دادن عبد الغني، مرجع سبق ذكره، ص 53.

³ سعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- ينعكس على قيمة المؤسسة من خلال شهرة المحل سلبا أو إيجابا؛
- أداة لتحديد أسعار الأسهم في المستقبل والتنبؤ.

I. 4.2.1. القيمة النقدية المضافة: (Cash Value Added)

هو نفسه التدفق النقدي المتبقي ويحسب كالاتي: التدفق النقدي الصافي ناقص تكلفة رأس المال، وذلك بعد حساب التدفقات النقدية المعدلة (Adjusted)، وذلك بتعديل نفقات البحث والتطوير وإذا حصلنا على قيمة موجبة فإنه تم خلق قيمة إضافية للملاك¹.

I. 3.1. المؤشرات السوقية لخلق القيمة:

تعتبر هذه المؤشرات من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المتعاملون في السوق المالي من بينهم المقرضين، والمساهمين، والمحللين.... الخ في اتخاذ القرارات المالية ومن أهمهم:

I. 1.3.1. نسبة Q لجيمس طوبال:

هو نسبة خلق القيمة وذلك من خلال القيمة السوقية ومقارنتها بالقيمة المحاسبية، والتي تتحقق في السوق باستخدام نسبة Q لجيمس طوبال وتحسب بالعلاقة التالية²:

$$\text{المعادلة رقم: 1. 5: } Q = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{قيمة استبدال الاصول}}$$

¹ سعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² محمد صالح الحناوي، نهان فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياص، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2001، ص 79.

ومنه $Q < 1$ أي إنشاء قيمة بمعنى أن القيمة الحالية للمداخيل التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً أعلى من القيمة المحاسبية التي اعتمدت من خلال العقود التي تتم في السوق، بمعنى آخر: القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة المحاسبية.

I. 2.3.1. العائد الإجمالي على القيمة الدفترية و العائد الإجمالي للسهم:

تعتبر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مؤشراً من مؤشرات التقييم الداخلي الذاتي للمؤسسة، ويحسب بالسعر السوقي للسهم على القيمة الدفترية للسهم ويعبر المؤشر ما يرغب المستثمر في دفعه مقابل القيمة الدفترية لأموال الملكية، يستخدم مؤشر العائد الإجمالي على القيمة الدفترية بعد مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في التقييم الداخلي للمؤسسة ومدى تحقيقها لقيمة أم لا¹.

العائد الإجمالي للسهم الذي يستخدم بالتوازي مع **MTBR*** فان مؤشر **TSR**** يعطي من وجهة خارجية مدى خلق القيمة للمساهمين في الفترة المعطاة أي القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم زائد المتوقع من التوزيعات الخاصة والأرباح والقيمة المضافة خارج المبيعات، ويحسب بالطريقة التالية²:

$$\text{المعدلة رقم 6.1.} \quad P_0 + D - P_1 / P_0$$

ومن سلبياته: - لا يهتم بتقسيم الوقت وتجزئته؛

- هذه الطريقة تركز على توفير معلومات دقيقة من السوق والسوق دائماً محفوف بالمخاطر سواء النظامية وغير النظامية للأصل المعني³.

¹ سعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 18.

***MTBR: Market-To Book Ratio**= نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية

² علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة ، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص 11.

****TSR: Total Shareholder Return**

³ سعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 18، 19.

2.I. الدراسات السابقة:

بعد أن تناولنا لمفهوم خلق القيمة وأهم المؤشرات التي تعتمد عليه نحاول اختيار أهم الدراسات التي تناولت المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وما توصلت إليه من نتائج ثم نناقش النتائج المتوصل إليها بالإضافة التي نحاول إبرازها في الدراسة.

1.2.I. الدراسات السابقة العربية:

إن أهم ما تميّز مثل هذه الدراسات هو كثرة البحوث التي تناولته بالإضافة إلى المقالات وغيرها، ونجد أن التطرق إليه غالباً ما يجعل الطالب في حيرة في اختيار الدراسة المتوافقة لاختلاف الجوانب التي تعالجها كل دراسة مع دراسته ومثل هذه الدراسات تتم في الدول المتقدمة خاصة أما الدول العربية فهي محدودة، لا تزال مثل هذه الدراسات مثار جدل باعتبار النتائج المتوصل إليها و تباينها، ويرجع إلى الجوانب التي تتم معالجتها وكيفية طرح الباحث، ومن أهم من ناقش العلاقة بين المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية ومدى تفسيرها للأداء المالي نجد:

أولاً: دراسة رواشدة سمير 2006¹

هدف الباحث أساساً من خلال هذه الرسالة إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية ممثلة في معدل العائد على حقوق الملكية ROE ، ومعدل العائد على الأصول ROA ، وحصص السهم من الأرباح EPS والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO بالإضافة إلى المؤشرات الحديثة ممثلة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA من جهة، وعوائد الأسهم من جهة أخرى، كما تناول البحث في دراسة تطبيقية لاختبار ما ورد في الدراسة النظرية من خلال عينة شملت 47 شركة صناعية أردنية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة بين:

¹الرواشدة حسين محمد سمير، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية 2006.

(1998-2004)، باستخدام الارتباط والانحدار لاختبار فرضيات الدراسة، وأهم ما توصلت إليه الدراسة أن

مقاييس الأداء التقليدية أكثر ارتباطاً وتفسيراً لعوائد الأسهم من القيمة الاقتصادية المضافة.

ثانياً: بريكة، مسعي¹ 2009

أراد صاحب المقال إعطاء مفهوم للقيمة باعتباره من أهم مداخل القيمة الاقتصادية المضافة وقدم بنوع من الإيجاز المؤشرات التي تحدد الأداء مع تحديد للمراحل، وأهم ما ميز المقال هو اهتمامه بالتكلفة الوسطية المرجحة والتي من أصعب المحددات في معادلة القيمة الاقتصادية المضافة وهذا نظراً لمحددات خارجية يصعب التحكم فيها.

ثالثاً: توفيق شلبي² 2009

حاول صاحب المقال إبراز أهمية قائمة القيمة الاقتصادية المضافة ومدى الفرق بين المدخلين المحاسبي والاقتصادي، كما أضاف دراسة تطبيقية تبرز أهداف القائمة لكل الذين لهم علاقة بالمؤسسة، والقيمة المضافة في الموضوع هو عرض قائمة القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعطي صورة أوضح للموضوع.

رابعاً: دراسة سويسي³ 2010

أراد صاحب المقال إبراز تطور المؤشرات مسايرة بذلك تطور هدف المؤسسة ورغم أن أغلب الاهتمام كان بالقيمة الاقتصادية المضافة وما تطور عنها إلا أنها كانت ملخصة في إطارها النظري ولم يتطرق إلى دراسة تطبيقية من شأنها أن تبرز أهمية المؤشرات خاصة الحديثة.

¹ سعيد بريكة، مسعي سميير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، افريل 2009.

² عبد الحسين توفيق شلبي، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي و التشغيل في الوحدات الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العدد 23، 2009.

³ هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010/2009.

خامسا: جاوحدو، خيارى 2011¹

تناول المقال القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره المؤشر الحديث للأداء ومدى نجاحه في تحديد الربح الحقيقي وهو ما ميزه عن المؤشرات التقليدية بالإضافة إلى أخذه لتكلفة رأس المال في الاعتبار وتحقيقه لأهداف كل من المالك والمسير وتخفيف هذا الأخير عن طريق نظام المكافآت ثم ذكر علاقة القيمة الاقتصادية المضافة مع القيمة السوقية المضافة وهو ما يبرز علاقة المؤشر بالمؤسسة وهو ما يضمن القيمة للمؤسسة و يرفع قيمتها السوقية.

2.2.I. الدراسات السابقة الأجنبية:

أولا: دراسة: حبيب الله نخاي 2013²

(دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المتغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم في بورصة طهران)،

(Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE))

هدف الباحث من خلال الرسالة إلى دراسة القوى التفسيرية النسبية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع

متغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للأسهم، بالتركيز على الدراسة الميدانية ل 47 شركة غير مالية مدرجة في بورصة

طهران خلال الفترة الممتدة بين (2004-2008)، ولاختبار العلاقة استخدم الباحث طريقة الانحدار،

وخلصت الدراسة إلى القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية النتيجة الصافية (NP) ونتيجة الاستغلال (OP)

للقيمة السوقية للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة.

¹Khiazrahia, Djaouahdoureda, New trends in measuring financial performance, **la recueil des communication de deuxième colloque international** sur: la bonne performance des gourvements, novembre 2011.

²Habibollah Nakhaei , **Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE)**, Middle-East Journal of Scientific Research, ISSN 1990-9233, 2013.

ثانيا: حبيب الله نخاي 2013¹

المقال " حبيب الله نخاي"، (العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، و العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية مع القيمة السوقية المضافة في بورصة طهران)

(the Relationship Between Economic Value Added, Return on Assets, and Return on Equity with Market Value Added in Tehran Stock Exchange(TSE))

أراد الباحث من خلال المقال دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية مع القيمة السوقية المضافة باعتماد الدراسة الميدانية التي أجراها في بورصة طهران للشركات المدرجة وبلغت 87 شركة غير مالية للفترة الممتدة بين 2004-2008، واعتمد في دراسته على استخدام نموذج الانحدار والارتباط لبيرسون في تحليله لمعطيات الدراسة، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على حقوق الملكية مع القيمة السوقية المضافة، ولا توجد علاقة ذات معنى أو قيمة بين العائد على الأصول مع القيمة السوقية المضافة.

3.2.1. مناقشة الدراسات السابقة و ما يميز هذه الدراسة:

من خلال تحليلنا للدراسات نجد ما يلي:

- تهدف جميع الدراسات إلى الوصول إلى مفهوم دقيق لخلق القيمة ومؤشرات خلق القيمة؛
- نلاحظ اعتماد جميع الدراسات على التركيز في المؤشرات الحديثة على القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة؛
- توفرت العينات المدروسة فيها بتوفرها بشكل كاف وبالبحر الذي يخدم أهداف هذه البحوث بصورة جيدة وهو أمر غير متوفر لدينا؛
- اعتمدت جميع الدراسات في دراستها التطبيقية على الارتباط والانحدار الخطي؛

¹Habibollah Nakhaei, The Relationship between Economic Value Added, Return onAssets, and Return on Equity with Market Value Added inTehran Stock Exchange (TSE), Proceedings of Global Business and Finance Research Conference,October, 2013 29-28

والدراسات التي بين أيدينا بعضها وصل إلى أن المؤشرات التقليدية لها قدرة تفسيرية أفضل من الحديثة.

- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

أغلب الدراسات السابقة، ارتكزت على دراسة المؤشرات الحديثة ممثلة القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم أو القيمة السوقية، أو دراسة العلاقة بين المؤشرات التقليدية، مثل العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على الاستثمار وغيرها... الخ مع المؤشرات الحديثة، ماعدا دراسة الرواشدة حسين محمد سمير الذي قام بدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، وارتكزت عينة الدراسة على الشركات الصناعية لبورصة عمان.

تهدف هذه الدراسة إلى بيان تأثير المؤشرات التقليدية المتمثلة في العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول والعائد على الاستثمار والمردودية الاقتصادية ونسبة السعر على العائد والمؤشرات الحديثة تمثلت في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والعائد الإجمالي للسهم، والعائد النقدي المتولد عن الاستثمار على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة معبر عنه بعوائد الأسهم، وتمت الدراسة الميدانية على عينة من المؤسسات بلغت 17 مؤسسة لثلاثة قطاعات، واستبعدت البنوك لأنها تستخدم مؤشرات خاصة للتعبير عن الأداء المالي.

و تكمن أهمية الدراسة في كون جميع الدراسات اقتصرت على مؤشر واحد لتمثيل المؤشرات الحديثة أما

هذه الدراسة فقد ارتكزت على مجموعة من المؤشرات الحديثة للمقارنة مع المؤشرات التقليدية.

خلاصة الفصل:

يعتبر تبى المؤسسة لمفهوم خلق القيمة هو هدف استراتيجى للمؤسسة لما يحققه من أهداف لمختلف

الأطراف الذين لهم علاقة بالمؤسسة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، و باتخاذ هدفها للأداء الداخلي والهدف

المنشود من المسيرين والملاك بتحقيق قيمة موجبة بمعنى خلق قيمة لحملة الأسهم وكذلك حصول المسيرين المكافأة

بناءً على ذلك، مما ينتج عنه الاستقرار فى المؤسسة، والتركيز أكثر على النمو بالابتكار والتميز.

إن مفهوم خلق القيمة وحده لا يكفى بل لا بد من الجانب العملى والمتمثل فى المؤشرات التى تتبنى خلق

القيمة من خلال إدماجها لتكلفة الأموال الخاصة فى حسابها، والمؤشرات هى عبارة عن المقياس للمؤسسة من

وجهة نظر خارجية من خلال قيمتها فى الأسواق المالية فأى قيمة موجبة للمؤشر قد تنعكس على قيمة المؤسسة

فى زيادة قيمتها السوقية وبالتالى قيمتها العادلة بما يضمن لها البقاء والاستمرارية.

الفصل الثاني: الدراسة الميدانية

دراسة مقارنة بين المؤشرات

التقليدية والمؤشرات الحديثة

وقدرتها على تفسير الأداء

المالي في بورصة البحرين

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

تمهيد:

بعد تناولنا لمفهوم خلق القيمة وأهم المؤشرات لقياسه في إطارها النظري نقوم في هذا الفصل بدراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية ومؤشرات خلق القيمة والتي نعتبرها في دراستنا هي متغيرات مستقلة ونلاحظ تفسيرها للمتغير التابع للأداء المالي.

ولأجل تحقيق الهدف من المؤشرات التقليدية أو الحديثة التي تعطي أفضل تفسير للأداء المالي نستخدم الانحدار الخطي البسيط الذي يبرز المؤشرات التي تعطي أفضل تفسير للأداء المالي.

وبناءً على ما سبق نتناول مجتمع، وعينة الدراسة، والأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة، ثم نعرض النتائج المتوصل إليها في الدراسة ثم نحللها ونفسرها.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها علواً تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

II. عرض منهجية وأدوات الدراسة:

نتناول في هذا الفصل مجتمع الدراسة، وعينتها التي تم اختيارها وأهم الخصائص التي تميزها كما نعرض

مصادر البيانات والأدوات الإحصائية التي تم الاعتماد عليها ثم الدراسة التطبيقية بالمقارنة بين المؤشرات

التقليدية والمؤشرات الحديثة على الأداء المالي.

II.1.1. عينة الدراسة و الأدوات المستخدمة:

نتناول مجتمع وعينة الدراسة و الأسس التي من خلالها اعتمدنا في جمع المعلومات والبيانات فيما يلي:

II.1.1.1. مجتمع الدراسة:

تعتبر البحرين من أهم الأسواق العربية، والخليجية من حيث الرسمة البورصية، وحجم التداول وتحتل مكانة في

دول التعاون الخليجي، ونحاول التطرق إلى أهم خصائص بورصة البحرين كما يلي:

أ: نظرة عامة حول بورصة البحرين:

يرجع تأسيس بورصة البحرين إلى التوصية التي خلصت لها الدراسة من طرف مملكة البحرين بالتعاون مع

مؤسسة التمويل الدولية (IFC) كسوق نظامية تحت مسمى سوق البحرين للأسواق المالية في عام 1987

بموجب المرسوم الأميري رقم (04) لبياسر السوق عمله بشكل رسمي في 17 يونيو 1989 وكانت الشركات

المدرجة آنذاك 29 شركة مساهمة عامة بحرينية وكانت الأسهم العادية هي الأداة الوحيدة المتداولة تحت مسؤولية

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

ورقابة وزارة التجارة، وفي عام 2002 انتقلت المسؤولية التشريعية والرقابية إلى مصرف البحرين المركزي وبذلك تصبح خاضعة إلى رقابة وإشراف مصرف البحرين المركزي¹.

وشهد عام 2010 إصدار المرسوم الأميري رقم (60) الصادر عن الملك حمد بن عيسى آل خليفة ملك مملكة البحرين لتحل بورصة البحرين محل سوق البحرين للأسواق المالية وتضم حوالي 50 شركة مدرجة، وتعمل كهيئة مستقلة تحت إشراف مجلس إدارة مستقل يرأسه محافظ مصرف البحرين المركزي، وقد انضمت إلى اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والاتحاد الدولي للبورصات ومنظمات الإيداع لإفريقيا والشرق الأوسط (FEAS) واتحاد البورصات الآسيوية و الأوروبية (WFE) ومؤسسة الترميز العالمية (AMEDA) .

تهدف البورصة إلى أن تكون ذات سوق عادل وفعال ومتنوع بتوفير خدمات متميزة للمساهمين والعملاء وجذب الاستثمارات التي تعزز الاقتصاد البحريني بتقدم خدمات ذات اعتمادية عالية لجميع الأطراف ومكونات قطاع رأس المال².

ب: الشركات المدرجة:

وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة البحرين في ديسمبر 2013 إلى (41) شركة مقابل (42) شركة خلال فترة الدراسة من 2007، وقد تطور إدراج الشركات في البورصة البحرينية منذ افتتاحها وفق ما يوضحه الجدول التالي:

¹ بورصة البحرين، عن بورصة البحرين، الشركات المدرجة، http://www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar ، تاريخ الاطلاع 15/04/2014 الساعة 23:40

² بورصة البحرين، عن بورصة البحرين، الشركات المدرجة، http://www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar ، تاريخ الاطلاع 10/04/2014 الساعة 22:44

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

الجدول رقم: 1.2. الشركات المدرجة في البورصة

الشركات	السنوات
35	2004
38	2005
41	2006
42	2007
43	2008
42	2009
42	2010
42	2011
41	2012
41	2013

المصدر: من إعداد الباحث استنادا إلى التقرير السنوي لبورصة البحرين

ج: نظرة على تطور القيمة السوقية لبورصة البحرين في الفترة الممتدة بين: 2009-2013:

بلغت القيمة السوقية للمؤسسات لسنة 2009 حوالي 23114.247 مليار دولار حيث ارتفعت في 2010 إلى 28510.625 مليار دولار بنسبة 23.3 في المائة بالمقارنة لسنة 2009، أما في سنة 2011 فقد بلغت القيمة السوقية 23579.088 مليار دولار أي بانخفاض بنحو 17.3 في المائة وأما في السنة الموالية فقد حقق انخفاضا بنسبة 6.4 في المائة حيث قُدرت بـ 22075.612 مليار دولار أما في سنة 2013 فقد حقق 18461.53846 مليار دولار¹.

¹ صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، سنة 2011، العدد <http://www.imf.org/external/ns/loe/cs.aspx?id=53.67,66.65.64>

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها علواً تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين

II.2.1.1. عينة الدراسة:

نحاول من خلال العنوان إعطاء الشروط التي من خلالها تم تحديد عينة الدراسة وتمثل في المؤسسات التي على أساسها تمت الدراسة.

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة من 2009 إلى 2013 والتي بلغت 41 شركة في بورصة البحرين، أما عينة الدراسة فقد تكونت من 17 شركة تم استبعاد جميع الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك، أما التأمين فلم نستبعدها لأنها تقدم خدمة وهناك فرق بين المؤسسات المالية، والمؤسسات البنكية ووقع الاختيار بناءً على الشروط التالية:

- لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال الفترة؛
- لم تقم بوقف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- البيانات المنشورة للمؤسسة من نوع PDF¹.

أما سبب الاستبعاد فنوضحه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 2.2. الشركات المستبعدة من الدراسة:

عدد الشركات المستبعدة	سبب الاستبعاد
7 شركات	تنتمي إلى قطاع البنوك ولها طريقة حساب خاصة
6 شركات	أوقفت تداول أسهمها خلال فترة الدراسة
9 شركات	عدم توفر البيانات المالية
2 شركة	الشركات غير البحرينية
24 شركة	مجموع الشركات المستبعدة

المصدر من إعداد الطالب استناداً إلى التقرير السنوي لبورصة البحرين

¹السنوات الأربع من بورصة البحرين، عن بورصة البحرين، تقارير،

http://www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar ، تاريخ الاطلاع 15/04/2014 الساعة 00:15 أما سنة

2013 من أرقام الموقع: ¹http://www.argaam.com/company/financialresult/marketid/7/2013

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها علواً تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

II.3.1.1. حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2013 وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة (المؤشرات الحديثة والتقليدية) على المتغير التابع للأداء المالي (قيمة المؤسسة المعبر عنها بعائد السهم)، أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة البحرين.

II.4.1.1. مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات اللازمة للمتغيرات لعينة الدراسة من التقارير السنوية ونشرات التداول السنوية والشهرية التي تصدرها بورصة البحرين على اعتبار أنها مدققة ومعتمدة وذات مصداقية مقبولة ويمكن الاعتماد عليها لإجراء مثل هذه الدراسات وكذلك بعض المعلومات من البنك المركزي مثل سعر الفائدة للاقتراض¹. كما تمت الاستعانة بشبكة الانترنت للحصول على بعض البيانات كالقوائم المالية لبعض الشركات، كونها منشورة ومتاحة على الشبكة العالمية².

II.5.1.1. متغيرات الدراسة:

تتمثل في كل من المتغير التابع وهو عوائد الأسهم والمتغيرات المستقلة وهي ممثلة في المؤشرات التقليدية ومعدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على الاستثمار (ROI)، والمردودية الاقتصادية (RE)، ونسبة السعر على العائد (PER)، ومؤشرات خلق القيمة، وهي القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية

¹ مصرف البحرين المركزي عن السياسة النقدية عن أسعار الفائدة الرسمية عن الموقع: <http://www.cbb.gov.bh/ar/dailyrates.php> ،

تاريخ الاطلاع 20/04/2014 الساعة 22:15

² الموقع: <http://www.argaam.com>، عن القوائم المالية للبحرين، تاريخ الاطلاع: 15 / 04 / 2014، الساعة 00:15.

الفصل الثاني: دراسة مقدرة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

المضافة (MVA)، والعائد الإجمالي للسهم (TSR)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTBR)، ومعدل العائد المتدفق المتولد عن الاستثمار (CFROI).

أولاً: المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في الأداء المالي للمؤسسات المدرجة محل الدراسة، وبغرض الحصول على أحسن تمثيل للمتغير فقد اعتمدنا على عائد السهم، الذي تم الحصول عليه لجميع المؤسسات محل الدراسة من البيانات الصادرة من قبل بورصة البحرين خلال فترة الدراسة، ونعتبر العائد المعيار الأساسي الذي يعتمد عليه المستثمر في تقييم القدرة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية تحقيقها لأرباح مستقبلية، كما أنه يعكس قيمة المؤسسة وحسابه بقسمة النتيجة الصافية على عدد الأسهم¹ أي ربحية السهم الواحد لكل وحدة نقدية من النتيجة الصافية (عائد السهم الواحد (EPS)) * وهذه الأخيرة هي التي تعبر عن قيمة المؤسسة.

ثانياً: المتغيرات المستقلة:

هدف الدراسة هو إبراز مدى إمكانية مؤشر القيمة السوقية المضافة لتفسير الأداء المالي للمؤسسة ولبلوغ الهدف كان لزاماً إضافة مؤشرات تقليدية وحديثة لمعرفة أي من هذه المؤشرات يعطي أحسن تفسير للمتغير التابع (العائد)، وبناء على ما سبق تنقسم المتغيرات كالتالي:

¹ سعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 13.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

أ. مؤشرات الأداء التقليدية: ROA, ROI, RE, PER وهي

• معدل العائد على الأصول (ROA: Return On Asset):

يعتبر معدل العائد على الأصول من مقاييس الربحية، ويتم حسابه بقسمة النتيجة الصافية على إجمالي

الأصول¹ ويسمح تحليل النسبة بمعرفة ثلاث قراءات أساسية وهي:

- العلاقة بين الأرباح و حجم الأموال المتاحة للإدارة، أي يعكس جودة الأصول؛
- القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة، الفعالية في استخدام الأموال؛
- يعكس الأنشطة التشغيلية و الاستثمارية للمؤسسة.

• معدل العائد على الاستثمار (ROI: Return On Investment):

يعتبر معدل العائد على الاستثمار من أكثر المؤشرات استعمالاً لسهولة حسابه، كما يقيس ربحية الأموال

المستثمرة في المشاريع الاقتصادية، ويتم حسابه بقسمة النتيجة الصافية على رأس المال المستثمر، ويسمح تحليل

النسبة بمعرفة ثلاث تأثيرات أساسية وهي²:

- تسيير الهوامش؛
- معرفة معدل دوران الأصول المتداولة؛
- الأثر الخاص بالمبيعات المرتبط بالسوق.

¹ عبد الباقي بضياف، مرجع سبق ذكره، ص 35.

² هواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص 8، 9

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

• المردودية الاقتصادية:

يعتبر المقياس المحاسبي للثروة المحققة من الأصول الاقتصادية، ويحسب بقسمة النتيجة الاقتصادية على الأصل

الاقتصادي، وتكمن أهمية المؤشر في¹:

- ربط المردودية بمعدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في قياس خلق القيمة؛

- تقليل تكلفة التمويل بالبحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة الأصول.

• نسبة السعر على العائد (PER: Price/EarningRatio):

تستخدم هذه النسبة في تقييم الأسهم والسوق معا حيث يمثل معدل السعر السوقي للسهم إلى الربح

السنوي² وتعكس النسبة الآتي:

- هدم أو خلق قيمة للسهم باعتبار تطوره؛

- إيجاد قيمة الأصل بدلالة عدد المرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته؛

- معرفة قيمة المؤسسات المسعرة وتقييم المؤسسات غير المسعرة بالأخص³.

ب. مؤشرات الأداء الحديثة: وهي MVA.EVA.CFROI.TSR.MTBR

• القيمة السوقية المضافة (MVA): وتعطى بالعلاقة التالية:

$$MVA = EVA / (1 + K)^t$$

¹ شهرزاد زغيب، لمياء عمياني، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق ثروة للمساهمين، 2012/04/20، ص 9.

² هوارى سويبي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008، ص 90.

³ عبد الباقي بضياف، مرجع سبق ذكره، ص 35.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): وتعطى بالعلاقة التالية:

$$EVA = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} - (\text{تكلفة رأس المال} * \text{رأس المال المستثمر})$$

- معدل العائد التدفق المتولد عن الاستثمار (CFROI): ويحسب كالتالي:

بقسمة فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة على الأصل الإجمالي.

- معدل العائد الإجمالي للسهم (TSR): ويحسب بقسمة المتوقع من التوزيعات الخاصة والأرباح

$$\text{وفائض القيمة على سعر شراء السهم بالمعادلة الآتية: } P_0 + D - P_1 / P_0$$

- القيمة السوقية على القيمة الدفترية (MTBR): ويحسب بالسعر السوقي للسهم على القيمة

الدفترية للسهم.

II.2.1. الأسلوب و الأدوات الإحصائية المعتمدة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي والارتباط وذلك لملاءمته لتفسير مثل هذه

العلاقات وهو المعمول به في هذا النوع من الدراسات، وبذلك نستخدم نموذج الارتباط لدراسة العلاقة بين

المتغيرات المستقلة، والانحدار الخطي ملائم لاختبار القدرة التفسيرية لهذه المتغيرات المستقلة والتابعة، باستخدام

البرنامج الإحصائي EVIEWS 8.0 أو SPSS16.0.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

2.II. نتائج تطبيق الانحدار الخطي البسيط في اختبار أثر المؤشرات على الأداء المالي:

بعد عرضنا للعينة نقدم النتائج المتحصل عليها من اختبار العينة باستخدام الانحدار الخطي البسيط ثم نعرض التفسيرات اللازمة بناءً على النتائج المتحصل عليها.

1.2.II. الهدف من النموذج:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى بناء نموذج إحصائي يبين المتغيرات المستقلة عن تغيرات الأداء المالي للشركات المدرجة وفي الواقع يهدف الاقتصاد القياسي إلى بناء نماذج قياسية اقتصادية قابلة للاختبار القياسي والميداني من خلال¹:

- حل مشكلة النموذج لتفسير الظاهرة محل الدراسة؛
- كذلك تقدير واختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة وهي المرحلة الإحصائية في الاقتصاد القياسي؛

- استعمال النماذج بغرض التنبؤ، والتحليل الاقتصادي، واتخاذ القرارات المناسبة.

ويكمن هدفنا في تحقيق الهدف الأول، والثاني فقط بغية دراسة مدى وجود علاقة ارتباط واستقرار بين متغيرات الدراسة ومنه سنقوم باختبار على المستوى الإحصائية.

¹ - سعيد هتهات، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2005، ص 89.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

2.2.II. تحليل نتائج الارتباط:

الجدول أدناه يقوم بتوضيح نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة منها المؤشرات التقليدية (CFROI.EVA.MTBR.MVA.TSR) والحديثة (PER.RE.ROA.ROI.TSR) والمتغير التابع (return).

الجدول رقم 3.2 : نتائج الارتباط بين المتغيرات

اسم المتغير	Return	EVA/ share ^o	MVA/ Share ^o	TSR	MTBR	CFROI	ROI	ROA	PER	RE
Return	1.000	0.495*** 0.000	0.436*** 0.000	-0.243*** 0.025	0.591*** 0.000	-0.036 0.743	0.515*** 0.000	0.838*** 0.000	0.245" 0.024	0.692*** 0.000
EVA		1.000	0.892*** 0.000	-0.097 0.375	0.22" 0.043	0.434*** 0.000	0.177 0.106	0.262" 0.015	0.123 0.264	0.342*** 0.001
MVA			1.000	-0.024 0.826	0.155 0.157	0.396*** 0.000	0.125 0.256	0.289*** 0.007	0.115 0.294	0.262" 0.015
TSR				1.000	-0.268" 0.013	-0.027 0.806	0.205 0.06	-0.24" 0.027	-0.07 0.527	0.311*** 0.004
MTBR					1.000	-0.103 0.350	0.529*** 0.000	0.594*** 0.000	0.217" 0.046	0.797*** 0.000
CFROI						1.000	0.069 0.529	-0.074 0.498	-0.015 0.890	-0.067 0.544
ROI							1.000	0.551*** 0.000	0.247" 0.023	0.568*** 0.000
ROA								1.000	0.208 0.056	0.723*** 0.000
PER									1.000	0.254" 0.019
RE										1.000

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام برنامج Spss 16.0 عند مستوى معنوية 1%

" عند مستوى معنوية 5%

^o القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة مقسومة على عدد الأسهم لتسهيل مقارنتها مع باقي المتغيرات.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

التحليل :

من خلال الجدول أعلاه نعطي قراءة للعلاقة بين المتغيرات المستقلة حيث يتضح الارتباط القوي عند مستوى الدلالة الإحصائية عند 1% لكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والذي بلغ 0.892، وكذلك الارتباط بين كل من معدل العائد على الأصول والعائد على الاستثمار وصل إلى 0.551 ونفس الأمر بين العائد على الاستثمار والمردودية الاقتصادية بنسبة 0.568 وكذلك العلاقة بين العائد على الأصول والمردودية الاقتصادية والذي تجاوز 0.72، وقوة الارتباط بين هذه الثلاثة الأخيرة (ROA,ROI,RE) مما يؤثر على نتائج الانحدار الخطي البسيط ويعود هذا إلى تشابه طرق احتساب هذه المتغيرات خاصة أنها تعتمد على النتيجة الصافية وبالتالي من الصعب التغلب على المشكلة، وهو نفس الأمر في العلاقة بين (MVA,EVA) وتصبح القيمة السوقية المضافة ما هي إلا قيمة حالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة. كما نلاحظ العلاقة القوية بين القيمة السوقية إلى الدفترية مع كل من (ROI,ROA,RE) وبلغت على الترتيب 0.529، و 0.797، و 0.594.

ويوضح الجدول السابق العلاقة بين المتغير التابع للعائد والمتغيرات المستقلة والتي عند مستوى معنوية 1% ونرتب المتغيرات على حسب قوة العلاقة العائد على الأصول (ROA)، المردودية الاقتصادية (RE)، القيمة السوقية إلى الدفترية (MTBR)، العائد على الاستثمار (ROI)، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة السوقية المضافة (MVA)، والتي بلغت على الترتيب 0.838، و 0.692، و 0.591، و 0.515، و 0.495، و 0.436.

الفصل الثاني: دراسة مقدرة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأسماء المالي في بورصة البحرين.

II. 3.2. نتائج الانحدار البسيط:

بغرض الكشف عن أيّ من المتغيرات المستقلة الأحسن تفسيراً و تأثيراً على المتغير التابع نقوم بتقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل للمتغير التابع كل على حده وفق النماذج التالية:

النموذج الأول: علاقة معدل العائد على الأصول بالأداء المالي:

الجدول رقم 4.2: تأثير معدل العائد على الأصول على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
Date: 05/09/14 Time: 18:43					
Sample: 1 85					
Included observations: 85					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.014892	0.002583	5.764529	0.0000
	ROA	0.003591	0.000257	13.97229	0.0000
	R-squared	0.701680	Meandependent var		0.037259
	Adjusted R-squared	0.698086	S.D. dependent var		0.034020
	S.E. of regression	0.018693	Akaike info criterion		-5.098100
	Sumsquaredresid	0.029002	Schwarz criterion		-5.040626
	Log likelihood	218.6693	Hannan-Quinn criter.		-5.074983
	F-statistic	195.2248	Durbin-Watson stat		0.833456
	Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " معدل العائد على الأصول " يفسر 70 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 70.16\%$ كما أن لمعدل العائد على الأصول معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t -stat حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

النموذج الثاني: علاقة المردودية الاقتصادية بالأداء المالي:

الجدول رقم 5,2: تأثير المردودية الاقتصادية على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN				
Method: Least Squares				
Date: 05/09/14 Time: 18:42				
Sample: 1 85				
Included observations: 85				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018045	0.003467	5.205219	0.0000
RE	0.320259	0.036666	8.734598	0.0000
R-squared	0.478948	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.472671	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.024704	Akaike info criterion		-4.540418
Sumsquaredresid	0.050656	Schwarz criterion		-4.482943
Log likelihood	194.9677	Hannan-Quinn criter.		-4.517300
F-statistic	76.29320	Durbin-Watson stat		1.215300
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " المردودية الاقتصادية " يفسر 47 في المائة

من التغيرات الإجمالية للأداء المالي بالإضافة ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 47.89\%$ كما أن للمردودية

الاقتصادية معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t -stat حيث أنها أقل من مستوى المعنوية

5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه

لنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأسماء المالي في بورصة البحرين.

النموذج الثالث: علاقة نسبة القيمة السوقية إلى قيمته الدفترية بالأداء المالي:

الجدول رقم 6.2: تأثير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN				
Method: Least Squares				
Date: 05/09/14 Time: 18:39				
Sample: 1 85				
Included observations: 85				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000576	0.006412	-0.089812	0.9287
MTBR	0.037961	0.005689	6.672577	0.0000
R-squared	0.349138	Meandependent var	0.037259	
Adjusted R-squared	0.341297	S.D. dependent var	0.034020	
S.E. of regression	0.027611	Akaike info criterion	-4.317970	
Sumsquaredresid	0.063276	Schwarz criterion	-4.260496	
Log likelihood	185.5137	Hannan-Quinn criter.	-4.294852	
F-statistic	44.52329	Durbin-Watson stat	1.291645	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية " يفسر 34 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهو ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 34.91\%$ كما أن لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية ل t -stat و التي قدرت ب 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.00000 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

النموذج الرابع: علاقة معدل العائد على الاستثمار بالأداء المالي

الجدول رقم 7.2: تأثير معدل العائد على الاستثمار على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
Date: 05/09/14 Time: 18:43					
Sample: 1 85					
Included observations: 85					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.024495	0.003943	6.211808	0.0000
	ROI	0.145796	0.026615	5.477976	0.0000
R-squared	0.265540	Meandependent var			0.037259
Adjusted R-squared	0.256691	S.D. dependent var			0.034020
S.E. of regression	0.029330	Akaike info criterion			-4.197132
Sumsquaredresid	0.071403	Schwarz criterion			-4.139657
Log likelihood	180.3781	Hannan-Quinn criter.			-4.174014
F-statistic	30.00823	Durbin-Watson stat			1.259428
Prob(F-statistic)	0.000000				

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

26 من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " معدل العائد على الاستثمار " يفسر في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 26.55\%$ كما أن لمعدل العائد على الاستثمار معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t -stat حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقدرة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها علواً تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

النموذج الخامس: علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بالأداء المالي

الجدول رقم 8.2: تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
Date: 05/09/14 Time: 18:38					
Sample: 1 85					
Included observations: 85					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.022499	0.004301	5.231267	0.0000
	EVA	0.141721	0.027314	5.188513	0.0000
	R-squared	0.244910	Meandependent var		0.037259
	Adjusted R-squared	0.235813	S.D. dependent var		0.034020
	S.E. of regression	0.029740	Akaike info criterion		-4.169430
	Sumsquaredresid	0.073409	Schwarz criterion		-4.111956
	Log likelihood	179.2008	Hannan-Quinn criter.		-4.146312
	F-statistic	26.92067	Durbin-Watson stat		0.854497
	Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " القيمة الاقتصادية المضافة " يفسر 24 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهو ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 24.49\%$ ، كما أن لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية ل t -stat والتي قدرت بـ 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.000001 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

النموذج السادس: علاقة القيمة السوقية المضافة بالأداء المالي:

الجدول رقم 9.2: تأثير القيمة السوقية المضافة على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
Date: 05/09/14 Time: 18:40					
Sample: 1 85					
Included observations: 85					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.025152	0.004320	5.822178	0.0000
	MVA	0.093455	0.021151	4.418502	0.0000
R-squared	0.190427	Meandependent var	0.037259		
Adjusted R-squared	0.180673	S.D. dependent var	0.034020		
S.E. of regression	0.030794	Akaike info criterion	-4.099760		
Sumsquaredresid	0.078705	Schwarz criterion	-4.042286		
Log likelihood	176.2398	Hannan-Quinn criter.	-4.076642		
F-statistic	19.52316	Durbin-Watson stat	0.856096		
Prob(F-statistic)	0.000030				

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " القيمة السوقية المضافة " يفسر 19 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهو ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 19.04\%$ كما أن للقيمة السوقية المضافة معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية ل t -stat و التي قدرت بـ 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.000030 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

النموذج السابع: علاقة نسبة سعر إلى العائد بالأداء المالي:

الجدول رقم 10.2: تأثير نسبة سعر إلى العائد على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
Date: 05/09/14 Time: 18:41					
Sample: 1 85					
Included observations: 85					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.033014	0.004042	8.166958	0.0000
	PER	0.000636	0.000276	2.305681	0.0236
	R-squared	0.060195	Meandependent var		0.037259
	Adjusted R-squared	0.048872	S.D. dependent var		0.034020
	S.E. of regression	0.033178	Akaike info criterion		-3.950594
	Sumsquaredresid	0.091366	Schwarz criterion		-3.893120
	Log likelihood	169.9003	Hannan-Quinn criter.		-3.927476
	F-statistic	5.316164	Durbin-Watson stat		1.011200
	Prob(F-statistic)	0.023623			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ للمتغير المستقل " نسبة السعر على العائد " يفسر 6 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 6.01\%$ كما أن نسبة السعر على العائد معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t -stat حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.02 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

النموذج الثامن: علاقة العائد الإجمالي للسهم بالأداء المالي:

الجدول رقم 11.2: تأثير العائد الإجمالي للسهم على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN Method: Least Squares Date: 05/09/14 Time: 18:44 Sample: 1 85 Included observations: 85				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043491	0.004520	9.622937	0.0000
TSR	-0.046642	0.020440	-2.281950	0.0251
R-squared	0.059035	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.047698	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.033199	Akaike info criterion		-3.949361
Sumsquaredresid	0.091479	Schwarz criterion		-3.891887
Log likelihood	169.8478	Hannan-Quinn criter.		-3.926243
F-statistic	5.207296	Durbin-Watson stat		1.009081
Prob(F-statistic)	0.025052			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " معدل العائد الإجمالي للسهم " يفسر 5 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 5.90\%$ كما أن معدل العائد الإجمالي للسهم معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t -stat حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.025 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين

النموذج التاسع: علاقة التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار بالأداء المالي:

الجدول رقم 12.2: تأثير التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN Method: Least Squares Date: 05/09/14 Time: 18:37 Sample: 1 85 Included observations: 85				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.037392	0.003732	10.01958	0.0000
CFROI	-7.52E-06	2.29E-05	-0.328349	0.7435
R-squared	0.001297	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	-0.010735	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.034202	Akaike info criterion		-3.889810
Sumsquaredresid	0.097092	Schwarz criterion		-3.832336
Log likelihood	167.3169	Hannan-Quinn criter.		-3.866692
F-statistic	0.107813	Durbin-Watson stat		0.923470
Prob(F-statistic)	0.743475			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج **EViews 8.0**.

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار "

يفسر 0.1 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 0.1\%$ كما أن

التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار ليس له معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية

ل t -stat حيث أنها أكبر من مستوى المعنوية 10%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب

74.34% وأنها أكبر من مستوى المعنوية 10% ومنه ليس للنموذج معنوية إحصائية.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأخطاء المالي في بورصة البحرين.

II. 3. تحليل و تفسير نتائج الدراسة:

إنَّ النتائج التي تحصلنا عليها تمكننا من معرفة المؤشرات التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن تفسير للأداء المالي و نقوم بعرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون متسلسلة و منهجية.

1. بعد استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط على متغيرات الدراسة ممثلة في المؤشرات الحديثة خلق القيمة والتقليدية ومن خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة جميعها لها دلالة إحصائية والقدرة على التفسير ماعدا المؤشر الحديث المتمثل في التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار الذي لم يكن معنوية إحصائية وبالتالي يُحذف من الدراسة بناء على النتائج المتحصل عليها وبالتالي لكل من المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية قدرة تفسيرية للأداء المالي.

من المتغيرات السابقة التي تعتبر من أهم المتغيرات تأثيرا ومفسرة للأداء المالي المتغير العائد على الأصول له دلالة إحصائية في النموذج، كما أنه من أكثر المتغيرات تفسيريا وتأثيرا في الأداء المالي بنسبة 70.16 في المائة، ثم يليه المردودية الاقتصادية والتي بلغ تفسيرها للعائد 47.89 في المائة، وفي المرتبة الثالثة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية حيث تفسر الأداء المالي ب 34.91 في المائة، ورابعا معدل العائد على الاستثمار و الذي يؤثر في الأداء المالي بنسبة 26.55 في المائة، ورغم تباعدها ونجد المتغير العائد على الاستثمار قريب من المؤشرات الدنيا، إلا أن الملاحظ أن المتغيرات الثلاثة ماعدا نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية تنتمي إلى المؤشرات التقليدية والتي هي على التوالي العائد على الأصول، والمردودية الاقتصادية، ثم العائد على الاستثمار.

ويمكن أن نرجع القوة التفسيرية للمؤشرات التقليدية إلى التشابه في طريقة الحساب من خلال الاعتماد على النتيجة الصافية أو النتيجة التي تتحقق بعد تسوية جميع المصاريف الخاصة بدورة الاستغلال، أو أن المؤسسات تعتمد على المؤشرات التقليدية في عملية التقييم ومراقبة أدائها المالي وبناءً على ذلك تقوم بتبني السياسة الاستثمارية والاستراتيجية، وقد يرجع أن المستثمرين ينظرون إلى هذه المؤشرات المعيار الأساسي للتنبؤ بالأرباح المستقبلية وتقييم حالة المؤسسات وحتى الأسهم، وبالتالي النتيجة المتحصل عليها تتوافق مع دراسة (رواشدة سمير 2006) وتوصلت هذه الدراسة إلى أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر تفسيراً للأداء المالي بالمقارنة مع

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

القيمة الاقتصادية المضافة في سوق عمان للأوراق المالية، وكذلك دراسة (حبيب الله نخاي 2013) التي أثبتت أن المؤشرات المحاسبية للنتيجة الصافية ونتيجة الاستغلال أحسن تفسيراً من القيمة الاقتصادية المضافة.

2. كما كشفت الدراسة عن وجود قوة تأثير وتفسير للمؤشرات الحديثة ضعيفة وليس لها قوة تفسيرية قوية

وتتمثل في كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ونسبة السعر إلى العائد والعائد الإجمالي للسهم والتي فسرت عائد السهم على الترتيب 24.49 في المائة، و 19.04 في المائة، و 6.01 في المائة، و 5.09 في المائة ماعدا نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية التي بلغت 34.91 في المائة كانت قدرتها التفسيرية كبيرة وقد يرجع ذلك إلى الاعتماد الكبير على المؤشر من طرف مستخدمي القوائم المالية خاصة في اتخاذ قراراتهم المالية كما أن النسبة نجدها محسوبة في نشرات التداول الشهرية.

ويرجع أيضا ضعف التفسير للمتغيرات الحديثة إلى كفاءة السوق حيث أن المعلومات لا تنعكس على الأسعار وخاصة أن الأسواق المالية للدول العربية تنتمي إلى الكفاءة الضعيفة مما يؤثر على الأسعار وبالتالي العوائد، ونتائج هذه الدراسة تتفق مع دراسة (مقال حبيب الله نخاي 2013) الذي أثبتت دراسته عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول و القيمة السوقية المضافة.

والملاحظ أيضا من خلال الدراسات التي تناولت الموضوع خاصة في الدول المتقدمة أنها أثبتت أن للمؤشرات الحديثة القدرة التفسيرية الأفضل على عكس الدراسات في الدول العربية خاصة، والنامية إجمالا، وقد يعود هذا التباين في النتائج إلى أن الاعتماد على المؤشرات الحديثة في الدول المتقدمة بسبب الأزمات التي أوجدتها المؤشرات التقليدية مثل الفضيحة المالية 2001 انرون وهو ما أدى إلى الاتجاه إلى المؤشرات الحديثة والابتعاد عن المؤشرات التقليدية بسبب التلاعب المحاسبي وانعدام الأخلاق وتواطؤ المحاسبين مع المساهمين.

ويظهر التباين في النتائج أيضا بسبب الاتفاق في المسميات، والاختلاف في المضامين فالظاهر عند احتساب EVA أو MVA... الخ أن المسمى واحد إلا أنه في المضمون يختلف فنجد مثلا اختلافاً كبيراً في إدراج عناصر رأس المال حتى بين الدول المتقدمة نفسها، أو عند احتساب نتيجة الاستغلال أو الضرائب... الخ، أو إلى ضعف النظام المحاسبي مما يؤثر سلباً على النتائج.

الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة البحرين.

خلاصة الفصل:

تعتبر بورصة البحرين من أهم الأسواق العربية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لما تتميز به، رغم العدد القليل للمؤسسات المدرجة في هذه السوق حيث لم يتجاوز 41 مؤسسة اقتصادية وهذا ما يعطي نظرة لحجم المؤسسات المدرجة في هذه السوق.

وبعد ما تم تقديم مجتمع الدراسة والمتمثل في بورصة البحرين والمؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة، تم دراسة تأثير هذه الأخيرة على الأداء المالي من خلال استخدام الانحدار الخطي البسيط للكشف عن هذه العلاقة واختبار مدى تفسير المؤشرات على أرض الواقع، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات التقليدية على الأداء المالي، وهذا التأثير كان بمستويات قوية بشكل موجب بينما كان تأثير المؤشرات الحديثة على الأداء المالي ضعيف، وهذه النتيجة تعتبر صالحة في بورصة البحرين، كما توصلت الدراسة كذلك إلى أن المؤشرات التقليدية هي أكثر المؤشرات تفسيراً لقيمة المؤسسة بالمقارنة بالمؤشرات الحديثة.

الخلاصة

حاولنا في هذه الدراسة المقارنة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين: 2009-2013، وتطلّب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة سابقا وحاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز هذا التأثير من خلال اختيار عينة مُشكلة من 17 شركة مدرجة في بورصة البحرين وخلصت الدراسة إلى ما يلي:

1. نتائج البحث واختبار الفرضيات:

الجانب التطبيقي:

في الجانب التطبيقي تناولنا دراسة مقارنة بين مؤشرات خلق القيمة الحديثة والمؤشرات التقليدية وتم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي أظهر أن جميع المؤشرات لها دلالة وقيمة معنوية مع تباين في الدرجات التفسيرية ماعدا التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار الذي لم يعطي معنوية إحصائية، وبناءً على النتيجة المتوصل إليها نقبل الفرضية الأولى التي تقول أن للمؤشرات معنوية إحصائية.

كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة " المؤشرات التقليدية" و"المؤشرات الحديثة" للأداء المالي عند مستوى معنوية 0.05، وكان هذا التأثير بنسبة 70.16 في المائة، 47.89 في المائة، 26.55 في المائة على الأداء المالي، للمتغيرات على الترتيب معدل العائد على الأصول ثم المردودية الاقتصادية و أخيرا معدل العائد على الاستثمار وهي مؤشرات تقليدية ويمكن إرجاع السبب في حدود علم الطالب إلى التشابه في طريقة الحساب في النتيجة الصافية وإلى كفاءة السوق وإلى الاعتماد على المؤشرات التقليدية في التفسير سواء من قبل المستثمرين والمؤسسات، ومن خلال النتائج نقبل H1 للفرضية الثانية التي تقول أن المؤشرات التقليدية أحسن تفسيرا للأداء المالي للمؤسسات.

أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي حيث بلغ تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والعائد الإجمالي للسهم والتي فسرت الأداء المالي على الترتيب 24.49 في المائة، و 19.04 في المائة، و 5.90 في المائة، ويعود هذا التأثير الضعيف لقلة الاستعمال من طرف المؤسسات وضعف الاعتماد على المؤشرات في التحليل بالمقارنة مع التقليدية، ومما سبق نرفض H0 للفرضية الثانية التي تقول أن المؤشرات الحديثة أحسن تفسيرا للأداء المالي.

2. التوصيات:

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، وانفتاح الأسواق وتربطها، ومن خلال ما تسعى إليه المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى ذلك وما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته، وبناءً على ما ورد و ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نوصي بما يلي:

- إدراج المؤشرات الحديثة في القوائم المالية مع المؤشرات التقليدية مما يعطي صورة أوضح للمؤسسة ولما لها من أهمية للمستثمر؛
- إجراء المزيد من الدراسات التي تمكن من إعطاء إمكانية التطبيق الفعال في الدول العربية.
- إقامة تدريبات للعمل بالمؤشرات الحديثة مما يعطي للمؤسسات قدرة كبيرة في التنافس على المستوى الدولي.

3. آفاق البحث:

في ظل انفتاح الأسواق وتربطها بالإضافة إلى التطورات الاقتصادية التي تشهدها الدول والاقتصاديات، ورغبة المؤسسات في التوسع والحفاظ على مكانتها عن طريق تحقيق الأرباح الآنية والسعي لتقدير والتنبؤ بالأرباح المستقبلية كيفية الحصول عليها، ولا يتم هذا إلا عن طريق معلومات مقبولة وصادقة يستطيع المستثمر من خلالها اتخاذ القرار اللازم الذي يصب في صالح الجميع، وبهذا نوصي بما يلي:

- إعادة إجراء الدراسة مع اختبار كفاءة بورصة البحرين؛
- إجراء دراسة تمكن من معرفة العوامل الأخرى التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات؛
- إجراء مقارنة واقعية بين مؤسسات تستخدم المؤشرات الحديثة وأخرى تستخدم التقليدية؛
- اختبار بعض المتغيرات المالية والاقتصادية الأخرى لفهم العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة.

المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب:

- 1 - حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل ، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع عمان، 2011.
- 2 - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية ، الدار الجامعية القاهرة، مصر، طبعة 2002.
- 3 - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 4 - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية 84 شارع زكريا غنيم، مصر، 2002.
- 5 - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية 84 شارع زكريا غنيم، مصر، 2004.
- 6 - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2001.

الرسائل الجامعية:

- 7 - إكرام عبد الرحمان فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و العائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة ، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية) 2010.
- 8 - دادن عبد الغني، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، مذكرة دكتوراء في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006/2007
- 9 - الرواشدة حسين محمد سمير، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاردنية 2006.
- 10 - ريمة بلكل، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتأثيره على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012/2013.
- 11 - سناء حليمي، تقييم نمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة "EVA"، مذكرة ماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012

- 12 - عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة دراسة قياسية على السوق المالي السعودي 2009-2012، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013-2014
- 13 - عمار بن مالك، المنهج الحديث لتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2011.
- 14 - هوارى سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008.

المقالات:

- 15 - جويل سترن، جون شيلي، تحدي القيمة الاقتصادية المضافة: إستراتيجية تضمن توليد الأرباح لحاملي الأسهم وتحقق انسجامهم مع المديرين، 2012/03/16، الموقع: www.alnawady.com
- 16 - شهرزاد زغيب، عماني لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين، 20/04/2012.
- 17 - عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسات الاقتصادية ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة، العدد4/2006.
- 18 - علي بن الضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال و إنشاء القيمة، مقال منشور في مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، جامعة ورقلة، 2012.
- 19 - محمد احمد العطار، القيمة الاقتصادية المضافة، 2011/11/19، www.badir.com
الموقع: [http://www.badir.com.sa/ar/Rosource centre/ Educationalrosources/ Article/53](http://www.badir.com.sa/ar/Rosource%20centre/Educationalrosources/Article/53)
- 20 - محمد بنحيت ماجي، التقييم و القياس، 2012/03/20، الموقع: www.Alazhr.ps
- 21 - هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010/2009.

الملتقيات و المؤتمرات:

- 22 - تمجددين نور الدين، بن تفات عبد الحق، مؤشرات قياس الأداء من المنظور التقليدي الى المنظور الحديث ، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 23 - سعيد بريكة، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، افريل 2009.
- 24 - سعيد هتهات، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2005

25 - علي بن الضب، سيدي محمد عياد، تكلفة رأس المال و مؤشرات إنشاء القيمة، دراسة تحليلية للأدبيات وللنماذج، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات ، جامعة قاصدي مرياح، ورقة 22-23/11/2011.

26 - هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على الأداء من وجهة نظر المساهم: بين النظرية و التطبيق، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات ، جامعة قاصدي مرياح، ورقة 22-23/11/2011.

المراجع باللغة الأجنبية:

الكتب:

- 27- Georges GREGORIO, pascal BARNETO, **DSCG 2 Finance Manuel Et Applicatios**, 2 éditio, DUNOD, paris, 2009.
- 28- Georges GREGORIO, pascal BARNETO, **DSCG 2 Corrigan Manuel**, 2 éditio, DUNOD, paris, 2009.
- 29- JérômeCaby et Gérard Hirigoyen, **Création de valeur et gouvernance de entreprise**, 3édition, 49Rue Héricart, paris,2005.
- 30- Josette Payrard, **Analyse financière**, librairie vuibert, 8e ed, paris, 1999.

المقالات:

- 31- Kayo, E., Basso, L., ndOlivaira, S. F.(2005). **The major accountingadjustments to calculate EVA**. An application to Brazilianfirms, Social Science Research Network, www.ssrn.com

الملتقيات و المؤتمرات:

- 32- Khizarzahia, Djaouahdoureda, New trends in measuringfinancial performance, **la recueil des communication de deuxième colloque international** sur: la bonne performance des gourvements, novembre2011.

المواقع الالكترونية:

- 33- www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar
- 34- www.imf.org/external/ns/loe/cs.aspx?id=53
- 35- www.stern.stewart.com

الملاحق

ملحق رقم 01: جدول يوضح حساب مختلف مؤشرات سنوات الدراسة

RUTERN	Re	PER	ROA	ROI	CFROI	MTBR	TSR	MVA/ Share	EVA / Share	السنة	الشركات
0.04	0.01675	8.00061	0.7	0.0946	0.01675	1.12	0.3338	0.16358	0.17912	2009	مجموعة البركة المصرفية
0.046	0.01617	6.08794	0.67	0.10515	0.01617	1.02167	0.1236	0.186	0.18599	2010	
0.044	0.02007	4.42702	0.69	0.10331	0.02007	0.83667	0.2535	0.2327	0.21037	2011	
0.05	0.01692	3.29287	0.7	0.06677	0.01692	0.71917	0.2918	0.2196	0.18942	2012	
0.048	0.0169	2.88792	1.23	0.06836	0.169	0.5925	0.2082	0.26166	0.20827	2013	
0.023	0.0077	8.7013	0.47	0.00608	0.0077	0.7975	0.4232	0.12437	0.12719	2009	المؤسسة العربية المصرفية
0.019	0.01007	7.97035	0.51	0.00708	0.01007	0.69333	0.2431	0.55817	0.55816	1010	
0.026	0.01503	4.83778	0.82	0.01143	1503	0.5	0.0902	0.70209	0.57337	2011	
0.026	0.01431	5.43954	0.84	0.01144	0.01431	0.38833	0.0992	0.91557	0.59275	2012	
0.03	0.01386	3.92677	1.12	0.01165	0.01386	0.2875	0.2045	0.14179	0.12964	2013	
0.06	0.09838	6.99103	5.29	0.05365	0.09838	1.43583	0.3865	0.1659	0.17707	2009	شركة التسهيلات التجارية
0.053	0.10553	9.22862	4.86	0.04899	0.10553	1.06083	0.1667	0.1805	0.18049	2010	
0.054	0.09785	7.41996	4.92	0.0503	0.09785	0.93667	0.1521	0.17531	0.16495	2011	
0.076	0.1217	6.46509	6.36	0.06421	0.1217	0.89833	0.0747	0.26079	0.22495	2012	
0.081	0.11189	8.38516	5.71	0.05772	0.11189	1.15333	-0.3249	0.30994	0.25229	2013	
-0.024	-0.05115	-12.22125	-4.95	-0.06487	-0.05115	0.82333	0.5808	-0.05182	-0.04853	2009	شركة الاستيراد الاستثمارية
-0.016	-0.0401	-13.62703	-4.05	-0.0401	-0.0401	0.65333	0.2942	-0.03099	-0.03098	2010	
-0.071	-0.23065	-1.61193	-22.32	-0.26381	-0.23065	0.45167	0.3100	-0.10772	-0.14612	2011	
-0.002	-0.0062	-86.24399	-0.59	-0.0068	-0.0062	0.56417	0.0570	-0.00325	-0.00327	2012	
0.13	0.04432	1.33557	44.32	0.047849	0.04432	0.70333	0.2665	0.4576	0.140314	2013	
0.015	0.05818	14.21743	2.64	0.02893	0.05818	0.76917	0.5888	0.5465	0.05671	2009	أنوفست
-0.046	0.0696	-4.32905	-9.44	-0.11175	0.0696	0.60333	0.3028	-0.00895	-0.00894	2010	
-0.031	-0.02216	-3.9144	-7.48	-0.07759	-0.0216	0.45083	0.3480	-0.03389	-0.03638	2011	
-0.012	-0.01945	-6.15616	-3.08	-0.0315	-0.01945	0.37583	0.2790	-0.01533	-0.01604	2012	
-0.007	-0.04776	-17.29489	-1.69	-0.01791	-0.04776	0.46833	-0.1591	-0.02122	-0.0218	2013	
0.018	0.01455	5.85718	3.78	0.06017	0.01455	0.98083	0.2353	0.02892	0.03092	2009	الشركة الخليجية المتحدة للاستثمار
0.023	0.04476	3.60206	4.39	0.08289	0.04476	0.83417	0.0707	0.04832	0.04831	2010	
0.001	0.01752	55.294112	0.18	0.00498	0.01752	0.57667	0.2446	0.0066	0.00652	2011	
0.014	0.02268	7.34394	2.82	0.06067	0.02268	0.82333	-0.3127	0.03131	0.02755	2012	
0.023	0.00672	3.0951	9.28	0.1312	0.00672	0.67167	0.2029	0.067	0.04572	2013	
0.084	0.04976	8.88718	10.94	0.11505	0.04976	1.155	0.322	0.11036	0.12311	2009	شركة البحرين للسينما
0.096	0.06683	9.34868	11.88	0.13096	0.06683	1.09083	0.1246	0.15005	0.15005	2010	
0.05	0.02821	15.69746	7.91	0.09326	0.02821	1.26167	0.0278	0.0722	0.06617	2011	
0.081	0.12097	12.41145	12.1	0.12479	0.12097	1.44167	0.0147	0.20517	0.16184	2012	

0.11	0.15139	11.37081	15.14	0.15431	0.15139	1.89667	-0.3036	0.34722	0.22467	2013	شركة مجمع البحرين للأسواق الحرّة
0.09	0.17506	6.82657	15.7	0.27045	0.17506	1.5825	0.2193	0.19429	0.24526	2009	
0.071	0.15893	9.43066	14.93	0.25735	0.15893	1.66167	0.1215	0.17894	0.17893	2010	
0.055	0.1506	10.78108	12.82	0.2778	0.1506	1.79333	0.1373	0.16258	0.12907	2011	
0.065	0.1637	10.94062	14.22	0.26135	0.1637	1.86417	0.1238	0.20771	0.13308	2012	
0.06	0.14688	12.69011	13.09	0.19894	0.14688	2.14417	-0.0782	0.16962	0.10001	2013	شركة البحرين للاتصالات السلكية
0.073	0.16427	7.80753	15.61	0.18237	0.16427	1.89083	0.3187	0.12797	0.15176	2009	
0.06	0.14307	8.10301	13.18	0.15855	0.14307	1.6575	0.1173	0.12674	0.12673	2010	
0.056	0.13353	6.73162	12.14	0.15207	0.13353	1.24583	0.2939	0.13503	0.11706	2011	
0.042	0.09488	8.8591	8.75	0.10992	0.09488	1.20667	0.0839	0.11078	0.08947	2012	
0.031	0.06022	9.69721	4.94	0.06099	0.06022	1.08417	0.2197	0.08408	0.06908	2013	بي أم أم اي
0.079	0.1503	7.57921	15.62	0.19722	0.1503	1.5525	0.3248	0.14114	0.16904	2009	
0.073	0.14487	8.01263	14.85	0.1087	0.14487	1.54083	0.0816	0.15711	0.1571	2010	
0.053	0.10212	10.61908	10.48	0.13202	0.10212	1.51083	0.1057	0.1186	0.10464	2011	
0.069	0.09949	8.7391	13.08	0.16101	0.09949	1.57167	0.0715	0.16224	0.12008	2012	
0.08	0.11315	10.06489	13.29	0.13316	0.11315	1.85	-0.1458	0.21967	0.14838	2013	شركة ناس
0.064	0.00015	3.72041	13.68	0.1632	0.00015	1.18333	0.2238	0.06265	0.07347	2009	
0.034	0.08887	4.99393	7.15	0.08914	0.08887	1.045	0.0225	0.08467	0.08466	2010	
0.021	0.04649	6.01521	4.55	0.04858	0.04649	0.63333	0.3804	0.0513	0.04846	2011	
0.019	0.03222	7.07158	3.41	0.03626	0.03222	0.56083	0.1883	0.04804	0.04374	2012	
0.019	0.03274	8.11136	3.28	0.04314	0.03274	0.61417	-0.0065	0.05132	0.044	2013	عقارات السيف
0.015	0.07219	9.65126	6.48	0.06873	0.07219	0.73583	0.2544	0.03041	0.0325	2009	
0.02	0.05957	5.59539	8.21	0.09324	0.05957	0.575	0.192	0.03478	0.03478	2010	
0.019	0.05473	4.76213	7.21	0.08257	0.05473	0.40583	0.3127	0.03505	0.03243	2011	
0.018	0.0666	7.11799	6.68	0.07566	0.0666	0.45167	-0.0778	0.04094	0.0355	2012	
0.022	0.07606	7.34205	10.13	0.08934	0.07606	0.5323	-0.1522	0.04827	0.03758	2013	مجموعة ترافكو
0.02	0.03619	12.19873	4	0.0466	0.03619	1.08917	-0.0419	0.04347	0.04593	2009	
0.018	0.02712	12.37179	3.75	0.04569	0.02712	1.07083	0.0917	0.04012	0.04012	2010	
0.021	0.02146	13.10209	4.06	0.0391	0.02146	0.995	0.1259	0.03768	0.03592	2011	
0.018	0.01714	13.8175	3.85	0.0674	0.01714	0.935	0.0739	0.0276	0.02432	2012	
0.021	0.0345	11.71848	4.08	0.04245	0.0345	0.91083	0.1106	0.04901	0.04222	2013	شركة البحرين للسياحة
0.048	0.06624	6.5673	10.55	0.1091	0.06624	0.82417	0.1583	0.07042	0.07815	2009	
0.055	0.06371	6.9053	10.98	0.11386	0.06371	0.825	-0.0064	0.08432	0.08431	2010	
0.014	-0.00579	20.15287	2.91	0.02984	-0.00579	0.7	0.112	0.01219	0.01182	2011	
0.019	0.00118	16.49656	3.83	0.82273	0.00118	0.65167	0.1167	0.05966	0.01753	2012	
0.017	0.00429	15.09945	3.18	0.03267	0.00429	0.59417	0.1265	0.00563	0.00509	2013	مجموعة فنادق
0.061	0.25698	10.26658	17.73	0.22186	0.25698	2.025	-0.0354	0.13246	0.16164	2009	

0.061	0.24207	12.72274	17.24	0.24791	0.24207	2.26	-0.1349	0.15682	0.15682	2010	الخليج
0.047	0.18705	14.26247	12.96	0.19715	0.18705	2.6625	-0.173	0.13427	0.11289	2011	
0.061	0.20195	10.79792	15.19	0.24867	0.20195	2.05833	0.2147	0.21191	0.13814	2012	
0.063	0.18032	10.27425	14.39	0.20858	0.18032	1.8325	0.0748	0.23791	0.13691	2013	
0.061	0.0924	7.28366	8.84	0.09619	0.0924	0.75833	-0.1894	0.11386	0.12479	2009	شركة الفنادق الوطنية
0.071	0.07898	6.23636	8.83	0.09277	0.07898	0.70833	0.0449	0.13706	0.13706	2010	
0.025	0.02958	17.98617	2.87	0.03007	0.02958	0.65833	0.0225	0.05503	0.05323	2011	
0.021	0.03488	19.92161	2.34	0.02503	0.03488	0.63	0.0483	0.05546	0.05244	2012	
0.026	0.04211	14.42231	2.72	0.02908	0.04211	0.56833	0.1003	-0.0244	-0.02226	2013	المجموعة العربية للتأمين
0.038	-0.0003	4.31066	1.93	0.03349	-0.0003	0.56333	0.343	0.06182	0.064723	2009	
0.038	-0.00163	4.38124	2	0.03101	-0.00163	0.4225	0.3064	0.06022	0.060223	2010	
-0.038	-0.02579	-4.18748	-1.86	-0.03138	0.02579	0.3925	0.0269	-0.07236	-0.07369	2011	
0.03	0.01024	5.59656	1.53	0.01861	0.01024	0.35	0.2238	0.06226	0.05859	2012	
0.031	0.0127	5.85854	1.41	0.0096	0.0127	0.29917	0.065	0.07875	0.07492	2013	