

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم محاسبية ومالية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب: عبد النور شنين

بعنوان:

**دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على  
تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية  
المسعرة في البورصة  
دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2000-2013**

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2015/05/23

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د/ محمد الجموعي قريشي (أستاذ تعليم عال - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا  
د/ محمد زرقون (أستاذ محاضر أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا  
أ/ العربي لعروسي (أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2014 / 2015



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم محاسبية ومالية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب: عبد النور شنين

بعنوان:

**دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على  
تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية  
المسعرة في البورصة  
دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2000-2013**

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2015/05/23

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د/ محمد الجموعي قريشي (أستاذ تعليم عال - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا  
د/ محمد زرقون (أستاذ محاضر أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا  
أ/ العربي لعروسي (أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2014 / 2015

## الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ و صلى الله على سيدنا مُحَمَّدٍ وءاله وصحبه وسلم تسليما

بسم الأمل أساس العمل

بسم الصبر أساس الفرح

بسم الاجتهاد أساس النجاح

بسم النجاح الذي لا يكون إلا بالتوفيق من الله سبحانه وتعالى

أهدي ثمرة عملي هذا إلى من ربطني على مكارم الأخلاق وترعرعت بين أحضانها، إلى صاحبة القلب الواسع والقلب الطيب والتي

نورت دربي بالدعوات جدتي أطال الله في عمرها

إلى من أرضعتني لبن الحب وغمرتني بعطفها وحنانها والتي كتبت الجنة تحت قدميها إلى روح أمي الطاهرة أطال الله في عمرها

إلى من طال سره نجاحي وعمل جاهدا لإيصالي إلى أعلى المراتب، أعز صديق وشخص لقلبي والذي كان ملهمي وسندي في

الحياة، إلى أبي أطال الله في عمره وحفظه لي

وإلى إخوتي وأقاربي جميعا حماهم الله وبارك فيهم

ثم إلى كل من علمني حرفا أصبح سنا برفقه يضيء الطريق أمامي، وكل أصدقائي القريب منهم والبعيد والذين لا تسعهم هذه الورقة،

إلى زملائي دفعة 2014-2015 ماستر مالية المؤسسة

وإلى كل طالبي وسالكي طريق العلم، أسأل الله أن يفتح لهم أبواب العلم

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع، وأسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء والرحمة آمين.

## الشكر

أولا الشكر لله رب العالمين الذي نور دربي ويسر أمري وأعانني لإكمال هذا العمل

فالحمد لله رب العالمين حتى يرضى، ونستعين به ونستغفره ونعوذ بالله من شرور أنفسنا ومن سيئات أعمالنا والحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله.

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلاة والسلام على أشرف الخلق وخاتم المرسلين سيدنا محمد وآله عليه أفضل الصلوات والتسليم.

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 محمد زرقون على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة وحرصه على إنجازه، حفظه الله ورعاه، كما أتقدم بالشكر الجزيل والعرفان بالجميل إلى الأساتذة الأفاضل أ. د: السعيد هتهات، أ. د: إسماعيل بن قانة، أ. د: إلياس بن ساسي، أ. د: الجموعي قريشي والشكر موصول إلى الأصدقاء الأعزاء: محي الدين طرفاوي، قاسم قريشي، عبد الجليل قريشي، صالح قريشي، الذي كانوا لي عوناً في إتمام وانجاز هذا العمل، بالإضافة إلى عمال مكتبة الكلية وفي مقدمتهم الأخ الصديق باديس عياض الذي أكن له التقدير والاحترام.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل أساتذتي من الطور الابتدائي إلى الجامعي.

إلى كل هؤلاء أدعوا الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة وأن يجزيهم عن الإسلام خير جزاء

والحمد لله رب العالمين.

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاسا بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة 2000 – 2013.

تم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى النماذج الانحدار الخطية والغير خطية لمعرفة القدرة التفسيرية، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية SPSS20 و EViews3.1.

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 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.

الكلمات الدالة: أداء مالي، قدرة تفسيرية، مؤشرات تقليدية، مؤشرات حديثة، عوائد أسهم.

## Summary

This study aims to measure and compare the explanatory power of the indicators of traditional and modern for my organization Soidal and hotel Eurasian Almsartin in Algeria Stock Exchange financial performance, which is a traditional and modern independent variables and financial performance indicators as measured by returns on variable stock continued for the period 2000 – 2013.

Correlation matrix was used to highlight the relationship between the indicators, as well as models of linear regression and nonlinear explanatory ability to see, based on the statistical programs and EViews3.1 SPSS20.

The study found there is a statistically significant relationship between the traditional financial performance indicators (return on equity, return on assets, return on investment, leverage, needed in working capital of exploitation) and modern (cash flow return on investment, with the exception of the economic value added and market value-added, which did not give a moral statistically significant) and between quoted equities and economic institutions in Algeria stock returns, but the traditional indicators are most able to interpret the changes in stock returns, and particularly the profitability ratios that exceeded the power of interpretation in which 50 per cent, and this compared Modern indices in which the proportion of interpretation does not exceed 14 per cent.

**Key words: financial performance, interpretive ability, traditional indicators, recent indicators, stock returns.**

## قائمة المحتويات

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الاختصارات و الرموز.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
<b>الفصل الأول: الأداء المالي و اتجاهات قياسه، الإطار النظري والدراسات السابقة</b>	
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: الطرح النظري للأداء المالي.....
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي.....
4	المطلب الثاني: أدوات قياس الأداء المالي.....
10	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
10	المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية والأجنبية.....
13	المطلب الثاني: مناقشة الدراسات السابقة و ما يميزها عن الدراسة الحالية.....
<b>الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة الجزائر</b>	
18	تمهيد.....
19	المبحث الأول: عرض منهجية و أدوات الدراسة.....
19	المطلب الأول: المنهج، مجتمع وعينة الدراسة.....
21	المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الاحصائية المعتمدة.....
24	المبحث الثاني: نتائج تطبيق تحليل الارتباط والانحدار في اختبار أثر المؤشرات على الأداء المالي.....
24	المطلب الأول: نتائج تطبيق تحليل الارتباط والانحدار في اختبار أثر المؤشرات التقليدية والحديثة على الأداء المالي.....
46	المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية.....
49	الخاتمة.....
52	قائمة المراجع.....
56	الملاحق.....
59	الفهرس.....

## قائمة الجداول

9	يوضح مقارنة المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي.....	الجدول رقم 1.1
14	يوضح مقارنة الدراسات السابقة العربية.....	الجدول رقم 2.1
15	يوضح مقارنة الدراسات السابقة الأجنبية.....	الجدول رقم 3.1
20	يوضح تطور الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.....	الجدول رقم 1.2
21	يوضح سبب الشركات المستبعدة من الدراسة.....	الجدول رقم 2.2
23	يوضح المؤشرات الحديثة للأداء المالي وطرق حسابها.....	الجدول رقم 3.2
24	يوضح تحليل الارتباط بين المؤشرات التقليدية والأداء المالي.....	الجدول رقم 4.2
28	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل ROE.....	الجدول رقم 5.2
29	يوضح تأثير معدل العائد على حقوق الملكية على الأداء المالي.....	الجدول رقم 6.2
30	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل ROA.....	الجدول رقم 7.2
31	يوضح تأثير معدل العائد على الأصول على الأداء المالي.....	الجدول رقم 8.2
32	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل ROI.....	الجدول رقم 9.2
33	يوضح تأثير معدل العائد على الاستثمار على الأداء المالي.....	الجدول رقم 10.2
34	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل LEV.....	الجدول رقم 11.2
35	يوضح تأثير معدل الرفع المالي على الأداء المالي.....	الجدول رقم 12.2
36	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل BFR.....	الجدول رقم 13.2
37	يوضح تأثير الاحتياج في رأس المال العامل على الأداء المالي.....	الجدول رقم 14.2
38	يوضح تأثير معايير الأداء التقليدية كحزمة واحدة على الأداء المالي.....	الجدول رقم 15.2
39	يوضح تحليل الارتباط بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي.....	الجدول رقم 16.2
42	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل EVA.....	الجدول رقم 17.2
43	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل MVA.....	الجدول رقم 18.2
44	يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل CFROI.....	الجدول رقم 19.2
45	يوضح تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي.....	الجدول رقم 20.2



## قائمة الأشكال البيانية

26	يوضح التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS بدلالة المتغيرات المستقلة ROE، .....BFR و ،LEV ،ROI ،ROA	الشكل رقم 1.2
40	يوضح التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS بدلالة المتغيرات المستقلة EVA، .....CFROI و MVA	الشكل رقم 2.2

قائمة الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار	الرقم
العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	ROE	1
العائد على الأصول	Return On Asset	ROA	2
العائد على الاستثمار	Return On Investment	ROI	3
الرفع المالي	Leverage	LEV	4
رأس المال العامل الصافي الإجمالي	Fonds de Roulement net globale	FRg	5
الموارد الدائمة	Ressoures durables	RD	6
الاستخدامات المستقرة	Emplois stables	ES	7
الاحتياج في رأس المال العامل	Besoin en Fonds de Roulement	BFRg	8
الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال	Besoin en Fonds de Roulement d'exploitation	BFR <sub>exp</sub>	9
الاحتياج في رأس المال العامل خارج للاستغلال	Besoin en Fonds de Roulement hors d'exploitation	BFR <sub>hexp</sub>	10
الحزينة الصافية الإجمالية	Trésorerie nette globale	TNg	11
استخدامات الحزينة	Emplois de trésorerie	Et	12
موارد الحزينة	Ressoures de trésorerie	Rt	13
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA	14
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA	15
العائد النقدي المتولد عن الاستثمار	Cash-Flow Return On Investment	CFROI	16
ربحية السهم	Earning Per Share	EPS	17
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	Commission D'organisation et de Surveillance des Opération de Bourse	COSOB	18
الوسطاء في عمليات البورصة	Intermédiaire en Opération de Bourse	IOB	19
شركة إدارة بورصة القيم المنقولة	Société de Gestion la Bourse des Valeurs	SGVB	20

## قائمة الملاحق

57	..... يوضح حساب المؤشرات التقليدية للأداء المالي	الملحق رقم 01
58	..... يوضح حساب المؤشرات الحديثة للأداء المالي	الملحق رقم 02

# المقدمة

### توطئة:

يغطي الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية بكافة أنواعها باهتمام متزايد من قبل الباحثين، الدارسين، الإداريين والمستثمرين، لأنه يعتبر من المقومات الرئيسية لهذه الأخيرة، لما يوفره من نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها، لمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة المؤسسة من خلال مؤشرات محددة لتحديد الانحرافات عن الأهداف المسطرة مسبقا. منذ ظهور المؤسسات وهي تسعى إلى تحقيق أهدافها وإلى البحث عن أدوات أو مؤشرات تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها المالي، ومع تطور أهداف المؤسسة من هدف تحقيق الأرباح إلى النمو والبقاء إلى ما يعرف حديثا بخلق القيمة، تطورت المؤشرات المالية بالتوازي لبلوغ هذه الأهداف.

مع ظهور الأسواق المالية وتطورها واندماجها أصبحت المؤسسات تبحث عن مكانة لها 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 أن تحقيق أقصى ربحية للسهم الواحد سوف يؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنفعة القصوى للملاك؟ وبالتالي أصبح من الضروري البحث عن مؤشرات تجيب عن هذا التساؤل على أن يراعى التغيرات المستمرة لبيئة المؤسسة، ومن خلال كل ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى قدرة المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟

بغرض دراسة هذه الإشكالية الرئيسية تم تقسيمها إلى إشكاليات فرعية على النحو التالي:

- هل توجد علاقة بين المؤشرات التقليدية والحديثة والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟
- ما مدى قدرة تفسير المؤشرات التقليدية للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟
- ما مدى قدرة تفسير المؤشرات الحديثة للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر؟

### الفرضيات:

بغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة يتم وضع الإجابات الاحتمالية التالية:

#### - الفرضية الأولى:

توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات التقليدية والحديثة والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر ولكن بدرجات متباينة.

#### - الفرضية الثانية:

المؤشرات التقليدية أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

#### - الفرضية الثالثة:

المؤشرات الحديثة أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

### منهجية الدراسة:

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، كما تم استخدام أسلوب المسح المكتبي من خلال الاطلاع على الكتب والدراسات والرسائل المرتبطة بالموضوع، أما أدوات الدراسة فقد تم الاستعانة بمصفوفة الارتباط لبيرسون لقياس قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية وغير خطية كأداة إحصائية لاختبار المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عوائد الأسهم وهي الطرق المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات، وذلك باستخدام البرامج الإحصائية EViews 3.1 و SPSS 20.

### مبررات اختيار الموضوع:

- الاهتمام بالأسواق المالية والرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بالأسواق المالية؛
- إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بموضوع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- الاهتمام بالموضوع منذ مرحلة الليسانس والرغبة في التعمق فيه أكثر.

### أهمية الدراسة:

يكتسب هذا البحث أهمية كبيرة لتناوله القدرة التفسيرية للمؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة أسهمها في بورصة الجزائر، وتكمن الأهمية في البحث عن مؤشرات سواء تقليدية أو حديثة للأداء المالي التي سوف تعطي أحسن قدرة تفسيرية لعائد السهم. كما ويساعد هذا البحث المستثمرين في فهم سلوك أسعار وعوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر والعوامل المؤثرة بها.

### أهداف الدراسة:

تتلخص أهداف هذا البحث في النقاط التالية:

- التعرف على مفهوم الأداء المالي وأهميته واتجاهات قياسه، بالإضافة إلى التعرف على مفهوم عائد السهم وكيفية قياسه؛
- قياس القدرة التفسيرية للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر من حيث (المؤشرات التقليدية والحديثة) وتحديد مدى تأثير ربحية أسهم هذه المؤسسات بهذه المؤشرات.

### حدود الدراسة:

لمعرفة حدود الدراسة كان لابد من وضع مجموعة من الشروط على مجتمع العينة المتمثل في بورصة الجزائر، ومن بين أهم هذه الشروط نذكر منها:

- أن تغطي المؤسسات المسعرة في هذه الأخيرة فترة الدراسة، وذلك لأكثر من خمسة سنوات من دخولها للبورصة؛
- أن تكون المؤسسات في حالة نشاط وتسير بالبورصة (لم تقم بوقف تداول أسهما خلال الفترة المحددة للدراسة)؛
- أن تكون المؤسسات تعبر عن سند رأس المال وليس سند دين لكي تعبر عن المتغير التابع وهو عائد السهم.

بعد تطبيق الشروط سالفة الذكر على مجتمع العينة تم الحصول على الحدود المكانية وذلك لعينة مكونة من مؤسستين وهم كل من شركة صيدال المتخصصة في الصناعات الصيدلانية، وشركة فندق الأوراسي، أما حدود الدراسة الزمنية فتمثلت في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013م، وهذا من سنة دخولهما للبورصة، وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي والمعبر عنه بعائد السهم.

### هيكل الدراسة:

وصولاً إلى هدف هذه الدراسة تم تقسيمها إلى فصلين رئيسيين بعد عرض مقدمة البحث، حيث تناول الفصل الأول الجانب النظري للأداء المالي من حيث المفهوم والأهمية بالإضافة إلى التركيز على مؤشرات قياس الأداء المالي، كما تم أيضاً التطرق في هذا الفصل إلى الدراسات السابقة المتعلقة بالدراسة الحالية ومناقشتها وما يميزها عن هذه الدراسة.

أما الفصل الثاني فخصص للدراسة التطبيقية وذلك من خلال دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي في بورصة الجزائر، وصولاً إلى الخاتمة التي تناولت النتائج والتوصيات التي خرجت بها بناء على النتائج.

## الفصل الأول:

الأداء المالي واتجاهات قياسه،

الإطار النظري والدراسات السابقة



## تمهيد:

إن موضوع تقييم الأداء المالي يكتسي أهمية كبيرة لأي منشأة اقتصادية، مهما اختلف نوع نشاطها، وسواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة، خاصة في ظل التنافس الكبير والمستمر بين المنظمات في دنيا الأعمال، للحصول على أكبر حصة سوقية ممكنة، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق أرباح كبيرة تنعكس بالتأكيد على ثروة أصحاب المشروع، لذلك يعتبر موضوع الأداء المالي أحد المواضيع التي شغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء، نظرا لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي، باعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، وهو يعتبر واحد من المصطلحات التي لم تلقى اتفاقا عاما حول تقديم مفهوم محدد للأداء المالي، نتيجة اختلاف المعايير والمقاييس المطبقة في دراسته وقياسه.

لهذا سنحاول في هذا الفصل التطرق بإلمام واختصار إلى الإطار النظري للأداء المالي والاتجاهات التقليدية والحديثة لقياسه، وكذا الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

◀ المبحث الأول: الطرح النظري للأداء المالي واتجاهات قياسه.

◀ المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: الطرح النظري للأداء المالي

من خلال هذا المبحث نحاول الإلمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالأداء المالي واتجاهات قياسه.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي

قبل التطرق إلى تعريف الأداء المالي لابد أن نشير لمصطلح الأداء، والذي يستمد أصله من اللغة اللاتينية Performer التي تعني المنح وإعطاء، بعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح Performance والتي أعطتها معناها الخاص بما والتي تعني به إنجاز، تأدية، أو إتمام شئ ما: عمل، نشاط... إلخ<sup>1</sup>

حيث يعرف حسب (P. DRUKER) أنه: هو "قدرة المؤسسة على الاستمرارية والبقاء محققة التوازن بين رضا المساهمين والعمال".<sup>2</sup>

### الفرع الأول: تعريف الأداء المالي

ليس من السهل تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي وذلك نظرا لاختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين، ومن التعريفات التي قدمت للأداء المالي ما يلي:

- لقد عرفه J.PIERRE على أنه "مدى قدرة المسيرين على تحقيق أهدافهم وذلك من خلال نمو معدل السنوي للمبيعات وتحقيقهم لنسب مالية معينة"<sup>3</sup>
- كما يعرف الأداء المالي على أنه "تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة"<sup>4</sup>
- أما السعيد فرحات جمعه فيرى الأداء المالي هو "مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة، من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"<sup>5</sup>
- أما بالنسبة لتقييم الأداء المالي يعرف على أنه "قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمشروع للوقوف على درجة التوازن المالي بين هذه العناصر، وبالتالي تحديد مدى متانة المركز المالي للمشروع"<sup>6</sup>

<sup>1</sup> ECOSIP: **Dialogue autour de la performance en entreprise**, 2editions, Paris, 1990, p18.

<sup>2</sup> الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة - الجزائر، 2010، ص 218.

<sup>3</sup> Josée et pierre: **la gestion des pme trévères et pratiques presses**, de université, de Québec 1990, page 263.

<sup>4</sup> عبد الغاني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007، ص 38.

<sup>5</sup> عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، المجلد السابع، العدد 02، جامعة غرداية، الجزائر، 2014، ص 24.

<sup>6</sup> محمد جلال أحمد، طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات، المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص 07.

## الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي

تكمن أهمية تقييم الأداء المالي من خلال العناصر التالية:

- متابعة أعمال الشركات 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 للشركات واستثماراتها وفقاً للأهداف العامة للشركات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة.<sup>1</sup>
- الكشف عن العناصر الحقيقية ووضعها في مواقع أكثر إنتاجية بالنسبة للعناصر الإنتاجية، وتحديد العناصر التي تحتاج إلى دعم وتطوير، ومن ثم الوصول إلى الأداء الجيد عن طريق الاستغناء عن العناصر الغير كفئة.
- تظهر عملية تقييم الأداء المالي، التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ، وذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمنياً ومكانياً.<sup>2</sup>
- تكمن أهمية الأداء المالي بالنسبة للعوامل البيئية الخارجية، حيث إن المنظمات ذات الأداء المالي العالي، تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف.<sup>3</sup>

## المطلب الثاني: أدوات قياس الأداء المالي

### الفرع الأول: الاتجاهات التقليدية في تقييم الأداء المالي:

#### 1. مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

##### 1.1. معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)\*:

تشير هذه النسبة عن ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل ملاك الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم، كما تعتبر من أهم النسب التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفائدة و الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص، ص46-47.

<sup>2</sup> رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010/2011، ص 29.

<sup>3</sup> وائل محمد صبحي، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009، ص، ص42-43.

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 137.

## 2.1. معدل العائد على الأصول (ROA):\*

تبين هذه النسبة ما استخدم من أصول للحصول على النتيجة، وبالوحدات تمثل ما تعطيه الوحدة النقدية الواحدة من الأصول الثابتة والأصول المتداولة من نتيجة إجمالية، وتحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>1</sup>

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

## 3.1. العائد على الاستثمار (ROI):\*

تعبّر هذه النسبة على مدى كفاءة المؤسسة في استخدام وإدارة كل الأموال المتاحة لديها من المساهمين، والأموال المقترضة طويلة الأجل في تحقيق عائد تلك الأموال وتحسب انطلاقاً من العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

## 2. مؤشرات السيولة

### 1.1. نسبة السيولة العامة (نسبة التداول):

تستخدم هذه النسبة لمعرفة قدرة المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها قصيرة الأجل من أصولها المتداولة<sup>3</sup>، وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد تكون المؤسسة قادرة على الإلتزام بتسديد ديونها القريبة<sup>4</sup>، وتحسب كالتالي:

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

### 2.2. نسبة التداول السريعة:

تعتمد هذه النسبة على الأصول سريعة التحويل إلى نقدية، لقياس درجة سيولة المنشأة، وتحسب كالتالي:<sup>5</sup>

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

<sup>1</sup> مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012، ص 52.

<sup>2</sup> مداني بن بلغيث، عبد القادر دشايش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة التحدي: ISA والمعايير الدولية للمراجعة IFRS يومي 13 و 14 ديسمبر 2011 ص 16 .

<sup>3</sup> تالي رزيقة، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، غير منشورة، المركز الجامعي آكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2012، ص 47.

<sup>4</sup> Jacqueline. deiahaye, Florence deiahaye, Finance d entreprise manual et application, 2edition, dunod. paris,2009, p125.

<sup>5</sup> محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 69.

\*ROA = Return On Asset

\*ROI = Return On Investment

### 3.2. نسبة السيولة الفورية:

تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها القصيرة الأجل، مقارنة بمبلغ السيولة الموجود تحت تصرفها في أي وقت، وتحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>1</sup>

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

### 3. مؤشرات أداء هيكل رأس المال:

#### 1.3. نسبة الرافعة المالية:

تقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، وانخفاض هذه النسبة يدل على انخفاض الأعباء الثابتة التي تتحملها المنشأة، وكذا انخفاض المخاطر التي يتعرض لها الدائنون وتحسب كما يلي:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

#### 2.3. نسبة قابلية السداد:

تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض وتحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>3</sup>

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

#### 3.3. نسبة الاستقلالية المالية:

تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائئتها وتحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الاموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

<sup>1</sup> ناصر دادي عدون، التحليل المالي، الجزء الأول، بدون طبعة، دار المحمدية العامة، الجزائر، السنة مجهولة، ص 53.

<sup>2</sup> زهرة حسن العامري، السيد علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقييم الأداء، مجلة الإدارة والاقتصاد، العراق، العدد الثالث والستون، 2007، ص 116.

<sup>3</sup> بن خروف جلييلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009/2008، ص 85.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص 87.

#### 4. مؤشرات التوازن المالي:

يمكن اعتباره معيار مهم لتقييم الأداء المالي، كونه هدف مالي تسعي وباستمرار الوظيفة المالية إلى بلوغه من أجل تحقيق الأمان للمؤسسة، وهناك ثلاثة توازنات من المنظور الوظيفي تستعمل من طرف المحلل المالي نوجزها في ما يلي:<sup>1</sup>

1. رأس المال العامل الصافي الإجمالي: هو ذلك الجزء من الموارد الدائمة المخصصة لتمويل الأصول المتداولة، ويحسب كما يلي:<sup>2</sup>

$$FRng = RD - Es$$

حيث إذا كان:

$FRng > 0$ : تدل على وجود هامش أمان، وهو مؤشر إيجابي للمقدرة على السداد.

$FRng < 0$ : يشير أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها، وسوف تواجه مشاكل خاصة المقدرة على الدفع والاستدانة.

$FRng = 0$ : يعني أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل، دون تحقيق فائض ولا عجز.

2. الاحتياج في رأس المال العامل: يتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، مما يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز، ويعبر عن إجمالي الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسية وغيرها بالعلاقة التالية:

$$BFRg = BFRex + BFRhex$$

3. الخزينة الصافية الإجمالية: وتشكل هذه الأخيرة عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الجمالي في تمويل الاحتياج في رأس المال العامل الجمالي، فإذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة، وهي حالة الفائض في التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل، وتحسب من خلال العلاقتين التاليتين:

$$Tng = FRng - BFRg \quad \text{و} \quad Tng = Et - Rt$$

■ شروط التوازن المالي: لكي يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي، يجب أن يتحقق ما يلي:

الشرط الأول: رأس المال عامل صافي إجمالي موجب.

الشرط الثاني: أن يغطي رأس المال عامل صافي إجمالي الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي.

الشرط الثالث: الخزينة الصافية الإجمالية موجبة، ويتحقق ذلك بتحقيق الشرطين السابقين.

<sup>1</sup> عادل عثني، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2001/2002، ص 33.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011، ص 103.

الفرع الثاني: الاتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي:

### 1. القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

عرفت شركة الاستشارة الأمريكية Stern Stewart القيمة الاقتصادية المضافة على أنها " مقياس للإنجاز 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"<sup>1</sup>. كما عرفها باحثون بأنها " القيمة المضافة من قبل المؤسسة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال"<sup>2</sup> ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:<sup>3</sup>

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

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

### 2. القيمة السوقية المضافة (MVA):

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 القيمة السوقية المضافة والتي تحسب على مجموعة من السنوات وذلك حسب العلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$MVA = \sum_{t=1}^n \left( \frac{EVAt}{(1+k)^t} \right)$$

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

### 3. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI:

يعتبر من أهم المؤشرات لخلق القمة، حيث يستخدم في تقييم المؤسسة ككل، أو اختيار وتقييم المشروع المراد تمويله، ويتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال، فإذا هذا المؤشر أكبر من تكلفة التمويل فهناك إنشاء للقيمة، أما إذا كان العكس فنقول هناك تدمير للقيمة، ويحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>5</sup>

$$CFROI = \frac{\text{فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الاصل الاجمالي}}$$

<sup>1</sup> مقبل علي احمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديل المقترح لحسابها (دراسة تطبيقية)، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حلبن سوريا، السنة مجهولة، ص 4.

<sup>2</sup> Jérôme caby et Gérard hirigoyen. **Création de valeur et gouvernance de entreprise**. 3edition. 49Rue Héricart. Paris.2005.p 27.

<sup>3</sup> هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2010/2009، ص 61.

<sup>4</sup> مقبل علي احمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>5</sup> علي بن الضب، سيدي أحمد عيادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2، جامعة ورقلة، 2012، ص 114.

الفرع الثالث: مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي

إن اعتماد أدوات لتقييم الأداء المالي التقليدية يعني استنادا إلى معلومات تبين أين يجب الوصول؟ غير انه في المقابل غطي عن الكيفية التي يتم بها تفادي الوقوع في الانحرافات، والتي أخذت بها الأدوات الحديثة التي استندت إلى المعلومات النوعية التي تعتبر أكثر دقة من سابقها في تسهيل البحث عن الحلول الممكنة، والجدول التالي يبين أهم الفروقات:<sup>1</sup>

الجدول رقم 1.1: يوضح مقارنة المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي

مؤشرات التقييم الحديثة	مؤشرات التقييم التقليدية
<b>1. على مستوى الأهداف</b>	<b>1. على مستوى الأهداف</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنفيذ ومحاسبة الوضعية</li> <li>- التفسير يكون انطلاقا من معلومات خارجية</li> <li>- الاعتماد على معطيات نوعية</li> <li>- أهداف شاملة</li> <li>- مساهمة تفاعلية وغير ممركة</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنفيذ ومتابعة المخططات</li> <li>- تفسير النتائج يكون انطلاقا من معطيات داخلية</li> <li>- الاعتماد على معطيات كمية</li> <li>- أهداف جزئية</li> <li>- مساهمة الأشخاص قليلة وممركة</li> </ul>
<b>2. على مستوى الوسائل والأدوات</b>	<b>2. على مستوى الوسائل والأدوات</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاعتماد على نظام يعالج المعلومات كمادة أولية تصنعها</li> <li>- معالجة مرنة متعددة الأبعاد</li> <li>- مؤشرات مادية و نوعية شاملة</li> <li>- تحليل أفقي يستند الأنشطة والعمليات</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاعتماد على نظام المعلومات المحاسبية</li> <li>- معلومات صلبة</li> <li>- مؤشرات تحليلية مالية</li> <li>- تحليل عمودي يستند إلى مراكز المسؤولية</li> </ul>

المصدر: السعيد برش، نعيمة يجاوي، أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم أداء المنظمات وزيادة فعاليتها، ملتقى الدولي الثاني حول نمو المؤسسات بين تحقيق الأداء المالي وتحديات الأداء البيئي، جامعة قاصدي مبراح ، ورقلة، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011، ص 311.

<sup>1</sup> السعيد برش، نعيمة يجاوي، أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم أداء المنظمات وزيادة فعاليتها، ملتقى الدولي الثاني حول نمو المؤسسات بين تحقيق الأداء المالي وتحديات الأداء البيئي، جامعة قاصدي مبراح ، ورقلة، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011، ص 311.



## المبحث الثاني: الدراسات السابقة

بعد التطرق لمفهوم الأداء المالي وأهم المؤشرات والمعايير التي يعتمد عليها في التقييم، نحاول في هذا المبحث اختيار أهم الدراسات التي تناولت تقييم الأداء المالي واستعمالها للمؤشرات التقليدية والحديثة، وذلك بعرض الأهداف ومن ثم مناقشة النتائج المتوصل إليها، بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

## المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية والأجنبية:

## الفرع الأول: الدراسات السابقة العربية

■ دراسة نادر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني، وآخرون، بعنوان أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.

الهدف من هذا البحث يكمن في دراسة ومعرفة أيهما أكثر قدرة ( استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء المالي ) في تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم MV من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والمتمثلة في القيمة الدفترية BV، التوزيعات النقدية للسهم DPS، الأرباح المحققة للسهم EPS، العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، التدفق النقدي التشغيلي CFO، والقيمة الاقتصادية المضافة EVA، كمتغيرات مستقلة، والتغير في القيم السوقية للأسهم MV كمتغير تابع، لعينة مكونة من 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ما بين (2000-2009)، باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك من خلال تطبيق البرنامج الإحصائي SPSS ونتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسير أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيم السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل التحديد  $R^2$  للمؤشرات التقليدية 82.6% بينما بلغت  $R^2$  للقيمة الاقتصادية المضافة 17.1%.

■ دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009.

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على السهم لقياس قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية، وتتضمن الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كما تقارن الدراسة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان EVA & MVA والمؤشران المحاسبيان من التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في الفترة ما بين (2007-2009) وطبقت الدراسة على 96 شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي تم اختيارها وفقا لتوفر البيانات التي تتطلبها الدراسة من مختلف القطاعات باستثناء قطاع التأمين، وتم اختبار فرضيات البحث باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS واستخدمت الباحثة أسلوب الارتباط (بيرسون) والانحدار بنوعيه الخطي وغير خطي (اللوجريتمي) بغرض مقارنة النتائج واختيار الطريقة التي تحقق درجات إحصائية عالية، وبعد تحليل النتائج استنتجت الباحثة أن نموذج الانحدار الغير خطي حقق علاقة ذات

دلالة إحصائية أعلى من النموذج الخطي، وترتبط EVA لعام 2008 بالعائد على السهم للعام نفسه ارتباط طردي متوسط 0.502 بدرجة ثقة 99% وتتنبأ بـ 23.9% من عوائد الأسهم لنفس العام بدرجة ثقة 99%، أما EVA للعامين 2007 و 2008 فتنبأ بـ 23% من عوائد الأسهم لعام 2008 بدرجة ثقة 99%، كما حقق معامل ارتباط بيرسون علاقة طردية ضعيفة بمقدار 0.434 بين EVA و MVA لعام 2008 واستطاعت EVA في ذلك العام من تفسير 18.8% من قيمة MVA للعام نفسه بدرجة ثقة 99%، واستطاعت قيم EVA للعامين 2007 و 2008 من تفسير 13.5% من MVA لعام 2008 بدرجة ثقة 99%، وتفوق المؤشران الاقتصاديان MVA & EVA في التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في عام 2008 على المؤشران المحاسبيين ROI & ROA بنسبة 51.9%، 44.5% على التوالي بدرجة ثقة 99% وحققت المؤشر MVA أعلى نسبة تنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية من المؤشرات المستخدمة في الدراسة تبلغ 50%.

■ دراسة سمير محمد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2006.

هدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE، والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO، وعوائد الأسهم، بالإضافة إلى ذلك فقد هدفت الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم، وذلك وصولاً للهدف الأساسي لهذه الدراسة ألا وهو مقارنة مدى علاقة كل من مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم واختبار مدى مساهمة كل من هذه المقاييس في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت 47 شركة صناعة أردنية مساهمة عامة في بورصة عمان المالية خلال الفترة (1998-2004)، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، وخلصت نتائج الدراسة أن كل مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة على علاقة بعوائد الأسهم وكلاهما يقدم تفسيراً للاختلافات في عوائد الأسهم، ولكن كانت مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، وأن هناك محتوى للمقاييس التقليدية في تفسيرها لعوائد الأسهم، في حين لا يوجد أي محتوى إضافي يذكر للقيمة الاقتصادية المضافة.

■ دراسة أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2004.

يتناول هذا البحث بدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، كما يتناول تحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية، بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية، وقد تم إجراء الدراسة العملية باستخدام بيانات أسهم 48 منشأة أعمال تمثل المنشآت الأكثر نشاطاً المسجلة في سوق الأوراق المالية بمصر، وذلك عن فترة 3 سنوات ونصف (بداية عام 2000 وحتى منتصف 2003) وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم صحة المزاعم النظرية بوجود علاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة لها، كما أظهرت النتائج أن تصميم سياسات استثمارية بالاستناد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية

بالمقارنة بمتوسط العوائد المحققة بالسوق، كما قامت الدراسة باختبار مدى منفعة السياسات الاستثمارية المعتمدة على أحد المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها وهو مضاعف الربحية، بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وقد أظهرت نتائج الدراسة العملية منفعة استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بعوائد أسهم منشآت الأعمال.

#### الفرع الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية

##### ■ دراسة Habibollah 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, 2013.

(دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمتغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم في بورصة طهران)

هدف الباحث من خلال هذه الرسالة إلى دراسة القوة التفسيرية النسبية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمقارنة مع متغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للأسهم، بالتركيز على الدراسة الميدانية لـ 47 شركة غير مالية مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة الممتدة ما بين (2004-2008) واختبار العلاقة استخدم الباحث طريقة الانحدار الخطي البسيط، وخلصت الدراسة إلى القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية المتمثلة في النتيجة الصافية NP ونتيجة الاستغلال OP للقيمة السوقية للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة EVA.

##### ■ دراسة Gabriela Chmelíková

**Economic Value Added Versus traditional Performance Metrics in the czech Food-Processing Sector**، volume 11, issue 4, 2008.

(القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المقاييس التقليدية لقياس الأداء بقطاع الأطعمة الجاهزة في جمهورية التشيك للفترة ما بين (2000-2005) وهي عبارة منشور من طرف جامعة Mendel)

الهدف من هذه الدراسة اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات التقليدية ROA و ROE ومدى قدرتها على قياس خلق القيمة لحاملي الأسهم، لعينة تتكون من 18 مؤسسة تابعة لقطاع الأطعمة الجاهزة باستخدام تحليل الارتباط وطريقة الانحدار الخطي البسيط، وذلك من خلال تقدير النموذجين التاليين:

$$1/ \text{العلاقة بين EVA كمتغير تابع وكل من ROA و ROE كمتغيرين مستقلين.}$$

$$2/ \text{العلاقة بين ثروة حاملي الأسهم MVA كمتغير تابع والمتغيرات ROA، ROE و EVA كمتغيرات مستقلة.}$$

وتوصلت الدراسة أن مؤشر العائد على الأصول ROA أكثر ارتباطاً وتفسيراً لتغيرات القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمقارنة بالعائد 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.

▪ دراسة jhvh de wet

### **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value - Value – a Comparative Analysis.**

(القيمة الاقتصادية المضافة EVA مقابل مقياس الأداء المحاسبية كمحركات لقيمة حاملي الأسهم)

يهدف الباحث من خلال هاته الدراسة إلى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمقاييس التقليدية والمتمثلة في العائد على الأصول ROA، العائد 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 ل 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.

#### **المطلب الثاني: مناقشة الدراسات السابقة وما يميزها عن الدراسة الحالية**

أغلب الدراسات، ارتكزت على دراسة العلاقة بين المؤشرات الحديثة ممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء، مثل العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية أو العائد على الاستثمار وغيرها من المؤشرات التقليدية على عوائد الأسهم أو القيمة السوقية، وهذا على غرار دراسات كل من (نائر عدنان قدومي، سمير محمد حسين الرواشدة، Habibollah Nakhaei، Gabriela Chmelíková، jhvh de wet)، أما باقي الدراستين لكل من (إكرام عبد الرحمن فلاته وأشرف الشرفاوي) فقد تم مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم، وذلك من خلال استعمال مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطية لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة.

أما الدراسة الحالية، فتهدف إلى بيان تأثير المؤشرات التقليدية المتمثلة في (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، ونسبة المديونية، والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال) والمؤشرات الحديثة المتمثلة في ( القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، والعائد النقدي المتولد عن الاستثمار) على الأداء المالي المعبر عنه بعوائد الأسهم للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، وتمت الدراسة التطبيقية على مؤسستين للفترة الممتدة ما بين (2000-2013)، بعد استبعاد مجموعة من المؤسسات لعدم استيفائها لشروط الدراسة والذي سيتم التطرق لها في الجانب التطبيقي، أما عن الأساليب المستعملة في الدراسة، فتكمن في مصفوفة الارتباط لبيرسون، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، ونماذج الانحدار الخطية وغير خطية بالاعتماد على برنامج Eviews.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في كون الدراسات السابقة اقتصرت على مؤشر واحد لتمثيل المؤشرات الحديثة، والمتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، أما هذه الدراسة فقد ارتكزت على مجموعة من المؤشرات الحديثة والمتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة

السوقية المضافة والعائد النقدي المتولد عن الاستثمار، للمقارنة مع المؤشرات التقليدية السالفة الذكر، والجداولين التاليين يمثلان أهم الاختلافات والتشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

الجدول رقم 2.1: يوضح مقارنة الدراسات السابقة العربية

الدراسة	تائر عدنان وآخرون	إكرام عبد الرحمن	الرواشدة	أشرف الشرفاوي
الهدف	استخدام EVA وطرق التقييم التقليدية في تفسير تغيرات MV	قياس العلاقة بين EVA والعائد على الأسهم	اختبار العلاقة بين EVA والمؤشرات التقليدية في تفسير التغيرات في EPS	قياس العلاقة بين EVA والعائد على الأسهم
الحدود المكانية والزمنية	40 شركة مدرجة في بورصة الأردن للفترة (2000-2009)	96 شركة مدرجة في بورصة السعودية للفترة (2009-2007)	47 شركة مدرجة في بورصة الأردن للفترة (2004-1998)	48 شركة مدرجة في بورصة مصر للفترة (2013-2000)
المتغيرات المستقلة	BV,DPV, EPS,ROA, ROE, CFO,EVA	EVA, MVA, ROA, ROI	EVA, ROA, ROE, CFO	EVA
المتغيرات التابع	MV	EPS	EPS	EPS
أدوات التحليل الإحصائي	مصنوفة الارتباط والانحدار الخطي	مصنوفة الارتباط والانحدار الخطي	مصنوفة الارتباط والانحدار الخطي	مصنوفة الارتباط والانحدار الخطي
البرنامج الإحصائي	SPSS	SPSS	SPSS	غير مشار إليه
النتائج	المؤشرات التقليدية لها قوة تفسير أعلى من EVA لتغيرات في MV	تفوق المؤشران EVA و MVA علي ROA و ROI في تفسير تغيرات EPS	مقاييس الأداء التقليدية أكثر ارتباطا وتفسيرا لـ EPS	مقياس EVA لا يؤدي إلي تحقيق عوائد غير عادية مقارنة بمتوسط عائد السوق

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الدراسات السابقة العربية

الجدول رقم 3.1: يوضح مقارنة الدراسات السابقة الأجنبية

الدراسة	Habibollah Nakhaei	Gabriela Chmelíková	jvh de wet
الهدف	دراسة القوة التفسيرية لـ EVA بالمقارنة مع متغيرات محاسبية بالقيمة السوقية للأسهم MV	اختبار العلاقة بين EVA والمؤشرات التقليدية ROA و ROE وما قدرتها على قياس خلق القيمة	المقارنة بين EVA والمؤشرات التقليدية ومعرفة فعاليتهم في قياس الأداء والمتمثل في EVA
الحدود المكانية والزمنية	47 شركة مدرجة في بورصة طهران للفترة (2008-2004)	18 مؤسسة تابعة لقطاع الأطعمة في جمهورية التشيك للفترة (2000-2005)	220 شركة مدرجة في بورصة جنوب إفريقيا للفترة (2004-1994)
المتغيرات المستقلة	NP, OP, EVA	ROA, ROE, EVA	ROE, ROA, EPS, DPS, EVA
المتغيرات التابعة	MV	MVA	MVA
أدوات التحليل الإحصائي	الانحدار الخطي البسيط	تحليل الارتباط والانحدار الخطي البسيط	الانحدار الخطي البسيط
البرنامج الإحصائي	EVIIEWS	SPSS et EVIEWS	Eviews
النتائج	القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية NP, OP للقيمة السوقية للأسهم بالمقارنة مع EVA	أن ROA أكثر ارتباطا و تفسيريا لـ EVA بقوة 44% بالمقارنة مع ROE، وأن EVA يفسر 80% من MVA بالمقارنة مع ROA و ROE	أن ROA يفسر 15% من تغيرات MVA و EVA يفسر 8%، و ROE يفسر 0,6%، و EPS يفسر 0,21%، أما DPS فلا يوجد له دلالة إحصائية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الدراسات السابقة الأجنبية

## خلاصة الفصل:

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

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

ومن خلال التطرق للدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع الحالي، أثبت العديد منها فعالية المؤشرات التقليدية بالمقارنة بالمؤشرات الحديثة، ولكن في بعض البيئات أثبتت العكس من ذلك، لذا قبل تبني الأطراف أصحاب المصالح بالمؤسسة لهذه المؤشرات يجب مقارنتها مع بعضها بما يخدم المؤشر الذي يعكس الأداء المالي للمؤسسة، لذلك سيتم في الفصل التالي دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لقياس مدى تفسيرها للتغيرات التي تحدث في الأداء المالي والمعبر عنه بعوائد الأسهم وذلك بإسقاطها على حالة بورصة الجزائر.

الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية

دراسة مقارنة بين المؤشرات

التقليدية والمؤشرات الحديثة

وقدرتها على تفسير الأداء

المالي في بورصة الجزائر



تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية للأداء المالي، وكذا الأدبيات التطبيقية والتي لها صلة بالدراسة الحالية، سنقوم في هذا الفصل بدراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة ومعرفة مدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في الأداء المالي المعبر عنه بعوائد الأسهم، ولأجل تحقيق هذا الهدف نستخدم مصفوفة الارتباط، ونماذج الانحدار الخطية وغير خطية، اللذين سوف يبرزوا المؤشرات الأكثر ارتباطا وتفسيرا للأداء المالي، وهي الطرق المعتمدة عادة في مثل هذه الدراسات التطبيقية. بغرض اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة، والقيام بتحليل وتفسير نتائج الدراسة الميدانية، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

◀ المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة

◀ المبحث الثاني: تفسير نتائج الدراسة التطبيقية

## المبحث الأول: عرض منهجية وأدوات الدراسة

باعتبار المنهج أداة عمل تطبيق تخطيط وتسيير فان لكل ظاهرة منهج يرتبط بها بقصد وصفها وتفسيرها للوصول إلى أسباب هذه الظاهرة والعوامل التي تتحكم فيها، واستخلاص النتائج لتعميمها، أما الأدوات المستخدمة فهي تلك المتعلقة بجمع المعلومات من أجل الاستعانة بها في التحليل ومن ثم الوصول لتحقيق الفرضيات أو نفيها.

### المطلب الأول: المنهج، مجتمع وعينة الدراسة

#### الفرع الأول: المنهج المتبع في الدراسة

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، كما تم استخدام أسلوب المسح المكتبي من خلال الاطلاع على الكتب والدراسات والرسائل المرتبطة بالموضوع، أما أدوات الدراسة فقد تم الاستعانة بمصفوفة الارتباط لبيرسون لقياس قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية وغير خطية كأداة إحصائية لاختبار المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عوائد الأسهم وهي الطرق المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات، وذلك باستخدام البرامج الإحصائية SPSS 20 و EViews 3.1.

#### الفرع الثاني: اختيار مجتمع وعينة الدراسة

##### أ. مجتمع الدراسة

على غرار الكثير من دول العالم باشرت الجزائر في إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه، نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ونحاول في هذا العنصر التطرق إلى أهم خصائص بورصة الجزائر كما يلي:

### 1) ظروف نشأة بورصة الجزائر

بعد الاستقلال مباشرة اتبعت الجزائر نمودجا للتنمية الاقتصادية مرتكزا على التخطيط المركزي للاقتصاد وعلى نموذج الصناعات المصنعة، وقد قامت هذه الاستراتيجية على التمويل الغير مباشر والإصدار النقدي، ولم تكن هناك الحاجة إلى بورصة. عندما اضطرت الجزائر إلى التخلي عن هذا المنهج إثر أزمة 1986م (انخفاض أسعار البترول) وزيادة حجم المديونية، واللجوء إلى برنامج التصحيح الهيكلي المرسومة والمدعومة من قبل صندوق النقد الدولي، كان لا بد من إنشاء بورصة لتواكب التطورات الحاصلة على المستوى الاقتصادي، إذن ففكرة إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر جاء إثر الإصلاحات التي أعلن عنها سنة 1987م، لتتوالى بعدها عدة قوانين ومراسيم تشريعية اقتصادية لتتوج بصدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 الذي يقضي بإنشاء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر، والتي لم تظهر للوجود إلا في سنة 1996م لتباشر نشاطها الفعلي في 13 سبتمبر 1999م.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أحسين عثمان، سعاد شعابنية، النظام المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري يومي 06-07 ماي 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 12.

(2) الأطراف المتدخلون في بورصة الجزائر: بورصة الجزائر على غرار باقي بورصات العالم تشمل على مجموعة من المتدخلين وهم كل من:<sup>1</sup>

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): وهي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية مهمتها حماية المستثمرين في القيم المنقولة وكذا حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB): وتتولى شركة تسيير بورصة القيم مهمة تنظيم جلسات التسعير وتسيير منظومة التفاوض، التنظيم العملي في بورصة القيم المنقولة، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة والنشرة الرسمية للتسعير.
- المؤتمن المركزي للسندات: وتتمثل وظيفته الأساسية في مسك الحسابات وحفظ السندات المتداولة في البورصة بالإضافة إلى تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة، نشر المعلومات المتعلقة بالسوق، وكذا ترميز السندات المقبولة لعملياته، وذلك حسب المقياس الدولي.
- المصدرون (EMETEURS): وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركة مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للادخار.
- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة ويخول لهم إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن.

### (3) الشركات المدرجة

وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في ديسمبر 2013م إلى 05 شركات وهي فندق الأوراسي، صيدال المتخصصة في الصناعات الصيدلانية، دحلي التي تنشط في قطاع الفندق والعقارات والترفيه، أليونس للتأمينات، وأخيرا شركة روية لإنتاج وتوزيع المشروبات، العصائر وعصائر الفواكه وهذا مقابل شركتين خلال فترة الدراسة من 2000م وقد تطور إدراج الشركات في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة من 2000 إلى 2013م وفق ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 1.2: يوضح تطور الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الشركات	02	02	08	11	12	13	13	13	11	11	05	05	05	05

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

<sup>1</sup> المرجع السابق ص 13.

## ii. عينة الدراسة:

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2000 إلى 2013م والتي بلغت 05 شركات في بورصة الجزائر، أما عينة الدراسة فقد تكونت من شركتين وهم كل من شركة صيدال المتخصصة في الصناعات الصيدلانية، وشركة فندق الأوراسي، بعد استبعاد ثلاثة شركات وذلك لعدم توفرها على الشروط التالية:

- أن تغطي فترة الدراسة لأكثر من خمسة سنوات من دخولها للبورصة؛
  - أن تكون سند رأس المال لكي تعبر عن المتغير التابع وهو عوائد الأسهم وليس سند دين؛
  - لم تقم بوقف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة (أن تكون المؤسسة في حالة نشاط وتسير بالبورصة)؛
  - لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة.
- أما سبب الاستبعاد فنوضحه من خلال الجدول التالي:

### الجدول رقم 2.2: يوضح سبب الشركات المستبعدة من الدراسة

اسم الشركة	سبب الاستبعاد
أليانس للتأمين	لا تغطي فترة الدراسة، حيث كان دخولها للبورصة في مارس 2011
دحلي	عبارة عن سند دين وليس سند رأس المال
روبية	لا تغطي فترة الدراسة، حيث كان دخولها للبورصة في جانفي 2013

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر (SGVB)

## iii. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013م وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع للأداء المالي والمعبر عنه بعوائد الأسهم EPS، أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة الجزائر.

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

الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة، وطرق قياسها

أولاً: المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، وبغرض الحصول على أحسن تمثيل للأداء المالي فقد تم الاعتماد على نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة، والتي تعد من أهم النسب المستخدمة كمقياس لعوائد الأسهم والواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء المؤسسات الاقتصادية من وجهة نظر المستثمر،<sup>1</sup> وهي

<sup>1</sup> موسى نوفل، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن باستخدام معدل العائد للفترة 1991-2000، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، المرق، 2002، ص 39.

إحدى مقاييس السوق، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام، أي أن هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للمؤسسات الاقتصادية ويعكس مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول والموارد المتاحة لذلك تسعى الشركات إلى زيادة هذا المقياس للدور الذي يلعبه في تحديد سعر السهم، حيث أنه من أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم، ويرمز لنصيب السهم من الأرباح المحققة بـ EPS ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم المكتتب بها.<sup>1</sup>

### ثانيا: المتغيرات المستقلة:

إن مؤشرات الأداء المالي المستخدمة في هذه الدراسة هي عبارة عن ثمانية متغيرات، منها خمسة مؤشرات تقليدية لقياس الأداء المالي وثلاثة منها مؤشرات حديثة وهي كالتالي:

### (a) المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي المستخدمة في هذه الدراسة

#### 1/ نسب الربحية Profit Ratio:

تمثل الربحية نتائج عدد كبير من السياسات والقرارات، وتقيس مدى كفاءة وفاعلية إدارة الشركة في توليد الأرباح، وسيتم قياس الربحية في هذه الدراسة بالاعتماد على ثلاثة نسب متمثلة في معدل العائد على حقوق الملكية ROE، الذي تم قياسه بقسمة النتيجة الصافية على حقوق الملكية، أما النسبة الثانية فهي معدل العائد على الأصول ROA، وتم قياسه بقسمة النتيجة الصافية على إجمالي الأصول، وأخيرا معدل العائد على الاستثمار ROI، وتم قياسه بقسمة النتيجة الصافية على رأس المال المستثمر، والسبب في اختيار هذه النسب هو أن هذه المقاييس التقليدية شائعة لقياس الأداء المالي في معظم الدراسات.

#### 2/ نسب الرفع المالي Leverage Ratio:

يمثل الرفع المالي أداء الشركات من حيث مدى اعتماد هذه الشركات على المصادر الخارجية في التمويل، وسيتم قياس هذه النسبة بنسبة الاقتراض، وتساوي قسمة الديون الإجمالية على إجمالي الأصول.

#### 3/ مؤشرات التوازن المالي:

يمكن اعتباره معيار مهم لتقييم الأداء المالي، كونه هدف مالي تسعي وباستمرار الوظيفة المالية إلى بلوغه من أجل تحقيق الأمان ودرجات تحقيق التوازن المالي للمؤسسة، وسيتم اعتماد مؤشر واحد من مؤشرات التوازن المالي والمتمثل في الاحتياج في رأس المال العامل BFR، ويتولد هذا الاحتياج المالي عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين و مخزوناتهما، وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز، وبالتالي مدى تأثير هذا الاحتياج المالي على ربحية السهم، وتم قياسه من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$BFRg = BFRex + BFRhex$$

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص78.

<sup>2</sup> للمزيد من التفاصيل (أنظر الفصل الأول صفحة 07)

(b) المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي المستخدمة في هذه الدراسة: وهي موضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم 3.2: يوضح المؤشرات الحديثة للأداء المالي وطرق حسابها

المؤشر	طريقة الحساب
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)
القيمة السوقية المضافة MVA	$MVA = EVA / (1+K)t$
عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI	قسمة فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة على الأصل الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الأدبيات النظرية (الفصل الأول، الصفحة 08)

الفرع الثاني: مصادر البيانات:

اعتمدت الدراسة على الأدبيات المتوفرة محليا ودوليا من دراسات وأبحاث ونشرات وتقارير ذات صلة بموضوع الدراسة لتغطية الجانب النظري من الدراسة، هذا بالإضافة إلى الاعتماد على التقارير السنوية والمتمثل في القوائم المالية لهذه الشركات،<sup>1</sup> إلى جانب التقارير والنشرات الإحصائية الصادرة عن بورصة الجزائر،<sup>2</sup> كما تم الاستعانة بشبكة الانترنت للحصول على بعض البيانات، وهذا لتغطية الجانب التطبيقي من الدراسة.

الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على نماذج الانحدار ومصفوفة الارتباط، حيث سيستخدم الارتباط لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة من جهة، وبين هذه الأخيرة والمتغير التابع من جهة أخرى، أما بالنسبة لنماذج الانحدار الخطية والغير خطية فستستخدم لاختبار المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عوائد الأسهم، وذلك باستعمال البرنامج الإحصائي EVIEWS3.1 و SPSS20.

<sup>1</sup> <http://www.cosob.org>

<sup>2</sup> <http://www.sgbv.dz>

## المبحث الثاني: نتائج تطبيق تحليل الارتباط والانحدار في اختبار أثر المؤشرات على الأداء المالي

نحاول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية لتحليل الارتباط والانحدار لاختبار القدرة التفسيرية للمؤشرات التقليدية والحديثة على الأداء المالي، وذلك بعرض الوسائل التوضيحية اللازمة لذلك.

المطلب الأول: نتائج تطبيق تحليل الارتباط والانحدار في اختبار أثر المؤشرات التقليدية والحديثة على الأداء المالي

الفرع الأول: نتائج تطبيق تحليل الارتباط بين المؤشرات التقليدية والأداء المالي

الجدول رقم 4.2: يوضح تحليل الارتباط بين المؤشرات التقليدية والأداء المالي

		EPS	ROE	ROA	ROI	LEV	BFR
EPS	Corrélation de Pearson	1	.750**	.756**	.483**	-.610**	.635**
	Sig. (bilatérale)		,000	,000	,009	,001	,000
	N	28	28	28	28	28	28
ROE	Corrélation de Pearson	.750**	1	.982**	.787**	-.484**	,157
	Sig. (bilatérale)	,000		,000	,000	,009	,425
	N	28	28	28	28	28	28
ROA	Corrélation de Pearson	.756**	.982**	1	.839**	-.565**	,170
	Sig. (bilatérale)	,000	,000		,000	,002	,388
	N	28	28	28	28	28	28
ROI	Corrélation de Pearson	.483**	.787**	.839**	1	-.484**	-,095
	Sig. (bilatérale)	,009	,000	,000		,009	,631
	N	28	28	28	28	28	28
LEV	Corrélation de Pearson	-.610**	-.484**	-.565**	-.484**	1	-.457*
	Sig. (bilatérale)	,001	,009	,002	,009		,014
	N	28	28	28	28	28	28
BFR	Corrélation de Pearson	.635**	,157	,170	-,095	-.457*	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,425	,388	,631	,014	
	N	28	28	28	28	28	28

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (01) والبرنامج الإحصائي SPSS

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

### التحليل:

تبين إشارة معامل الارتباط السالبة والموجبة طبيعة العلاقة بين المتغيرين، العكسية أو الطردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط  $r$  قوة العلاقة بين المتغيرين، لكن قبل أن نراعي إلى قيمة المعامل لا بد من دراسة الدلالة الإحصائية له، حيث يمكن أن يعطي  $r$  قيمة للارتباط، بينما لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذه المتغيرات (قيمة عشوائية)، من أجل ذلك نقارن القيمة الاحتمالية Sig بمستوى المعنوية 5% المعتمد، حيث إذا كان قيمة Sig أقل من 0.05 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويًا عن الصفر، أي توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين مؤشرات الربحية والمتمثلة في العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، العائد على الاستثمار ROI وعوائد الأسهم EPS، حيث بلغت درجات الارتباط بين هذه المؤشرات وعوائد الأسهم على التوالي 0.75، 0.756 و 0.483، عند مستويات معنوية كذلك على التوالي 0.000، 0.000 و 0.009، وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث أن الزيادة في نسب الربحية يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، فالزيادة المتوقعة بنسب الربحية تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها ومنه زيادة عوائدها، أي أن تحقيق الشركتين محل الدراسة للربح المناسب يساعد على الحفاظ على أسعار الأسهم في بورصة الجزائر، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، وقد أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح هي علاقة طردية.

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (4.2) أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما -0.61 عند مستوى معنوية 0.001 وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.05، حيث أن مع زيادة درجات الرافعة المالية في بورصة الجزائر، تنخفض ربحية السهم EPS، والمقصود هنا أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى إلى انخفاض في ربحية السهم بسبب زيادة تكلفة التمويل، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية السهم، وبالمقابل قد يؤدي إلى أضرار في ربحية السهم، وهذا بالفعل ما حصل بالنسبة للشركتين محل الدراسة والتي بلغت في استخدام الرفع المالي.

من نفس الجدول نلاحظ أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين الاحتياج في رأس المال العامل وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.635 عند مستوى معنوية صفر (0.000) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05، وبالتالي يوجد تأثير الاحتياج في رأس المال العامل على عوائد الأسهم في الواقع.

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (4.2) أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين الاحتياج في رأس المال العامل والرفع المالي، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما -0.457 عند مستوى معنوية 0.014 وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.05، حيث أن مع زيادة درجات الرافعة المالية في بورصة الجزائر، ينخفض الاحتياج في رأس المال العامل، والمقصود هنا أنه إذا كان التمويل الذاتي لا يغطي الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال تلجأ الشركتين محل الدراسة إلى مصادر خارجية والتي منها



الافتراض من البنوك ومختلف المؤسسات المالية، وهذا بالفعل ما حصل بالنسبة للشركتين محل الدراسة والتي تم تلبية الاحتياجات المالية للنشاط من خلال الرفع المالي.

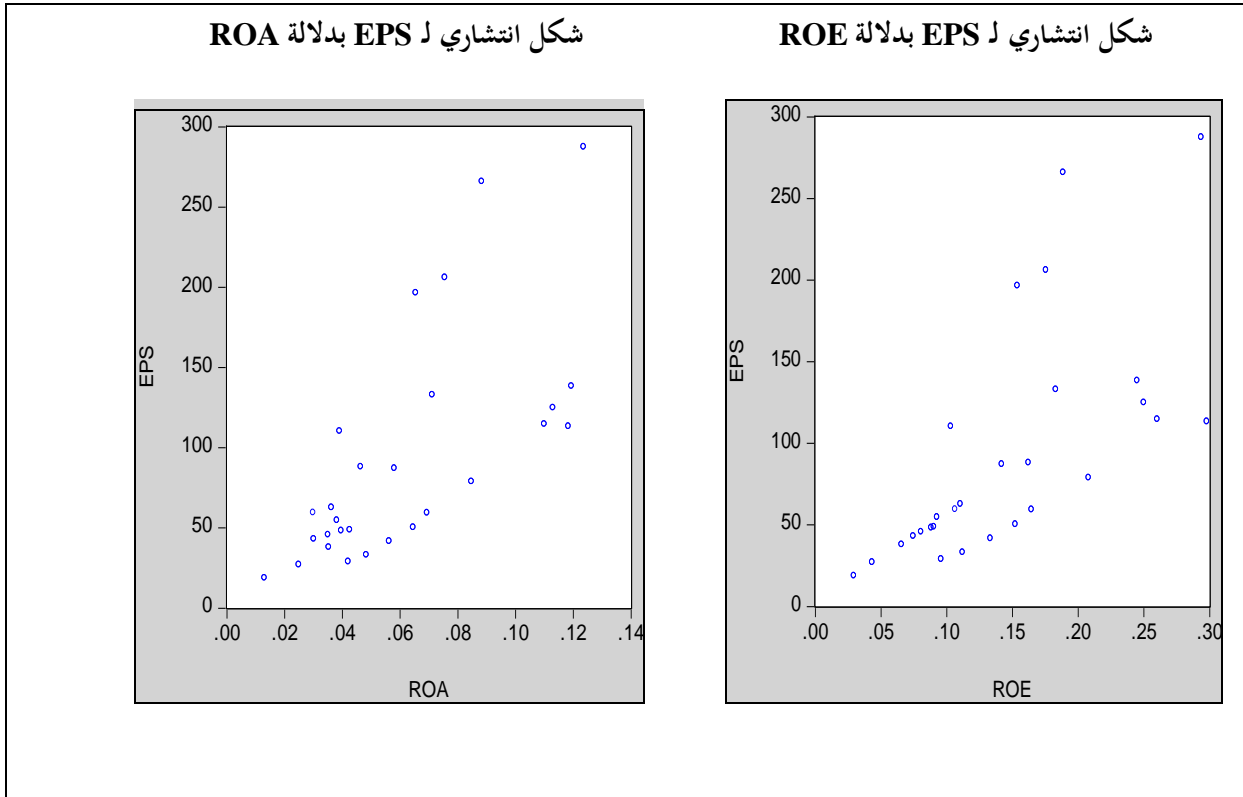
### الفرع الثاني: نتائج تحليل الانحدار للمؤشرات التقليدية على الأداء المالي

في هذا الجزء من الدراسة، سيتم نمذجة علاقة عائد السهم EPS بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي والمتمثلة في ROE، ROA، ROI، LEV، و BFR.

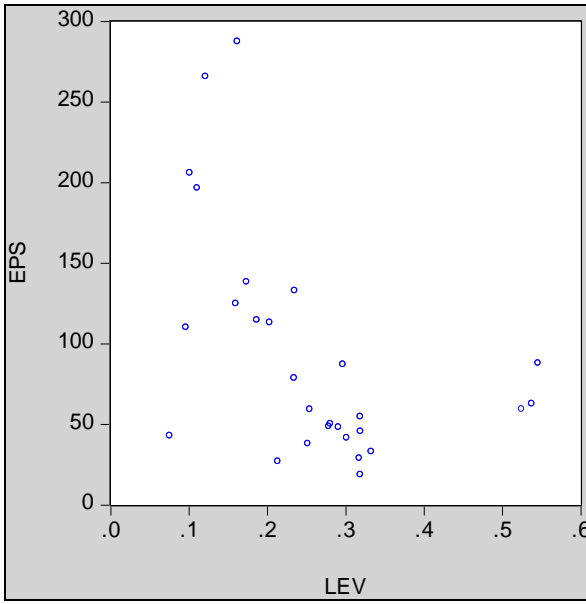
#### • صياغة علاقة عائد السهم EPS بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

انطلاقاً من معطيات الشركتين محل الدراسة، سنعمد في صياغة العلاقة ما بين ربحية السهم EPS كمتغير تابع والمؤشرات التقليدية المذكورة أعلاه كمتغيرات مستقلة، اعتماداً على الملحق رقم 01، حيث نهدف من خلال ذلك إلى إيجاد المعادلة الرياضية الأفضل التي يمكن لها أن تعطي أكبر قدرة تفسيرية بين عائد السهم والمؤشرات التقليدية، وفي سبيل ذلك يعتمد القياسيون على التمثيل النقطي للمتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة، وتوضح الأشكال أدناه التمثيل النقطي للمتغير التابع EPS بدلالة المتغيرات المستقلة والمتمثلة في ROE، ROA، ROI، LEV، و BFR.

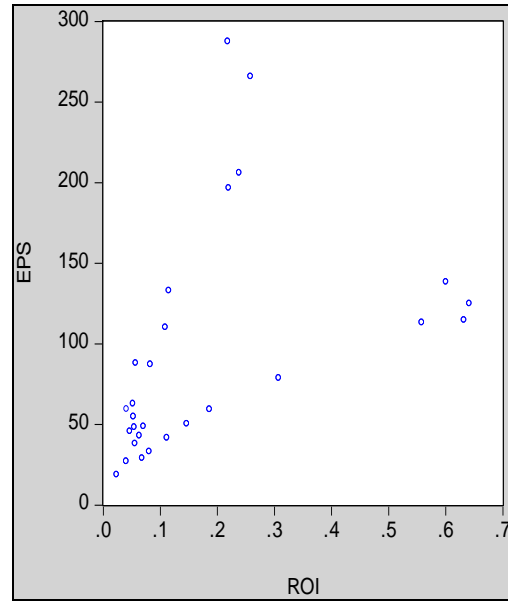
الشكل رقم 1.2: يوضح التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS بدلالة المتغيرات المستقلة ROE، ROA، ROI، LEV، و BFR



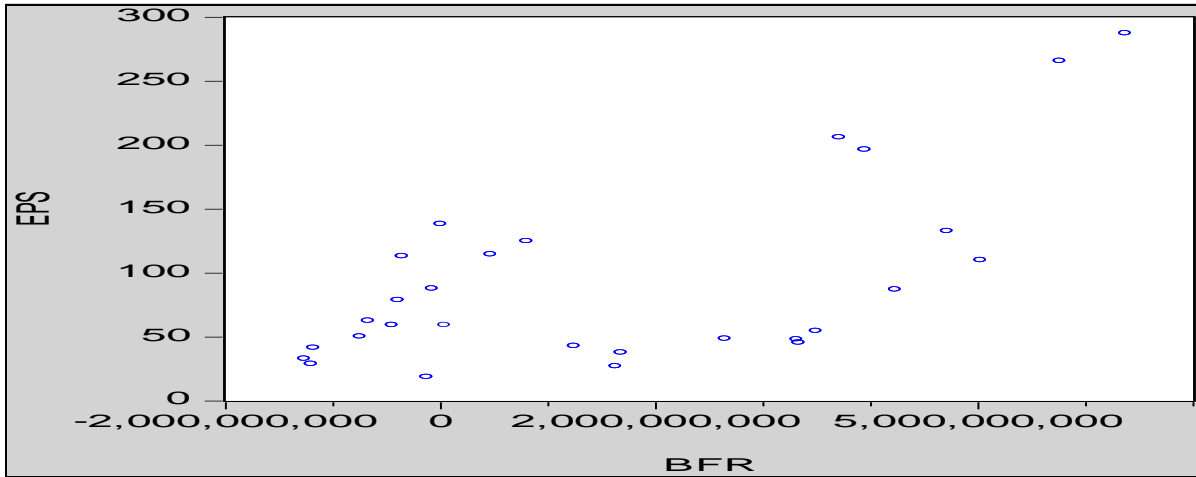
شكل انتشاري لـ EPS بدلالة LEV



شكل انتشاري لـ EPS بدلالة ROI



شكل انتشاري لـ EPS بدلالة BFR



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

يساعد التمثيل النقطي على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال ملاحظة شكل انتشار النقاط، فإذا كان هذا الانتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية.

من خلال الأشكال السابقة لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغيرين، هل هي علاقة خطية أم هي علاقة أسية؟ لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناء على عدة معايير إحصائية هي:

- معنوية المعالم المقدرة (وجود أحسن دلالة إحصائية لمعاملات المعادلة المقدرة)؛
- المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي المقدر)؛
- معامل التحديد  $R^2$  (أحسن جودة توفيق)؛
- معيار AKAIKE (أقل قيمة لمعامل التفضيل AKAIKE)؛
- معيار SCHWORZ (أقل قيمة لمعامل التفضيل SCHWORZ)؛
- قيمة دارين واتسون.

والجداول التالية تلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل وأكبر قدرة تفسير بين المتغير التابع EPS والمتغيرات المستقلة ROE، ROA، ROI، LEV، وBFR:

### الجدول رقم 5.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل ROE

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	$R^2$	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	$EPS=B_0+B_1ROE$	0,94	0,000	4E-06	0,56	10,86	10,95	0,65
2	$EPS =B_1 ROE$	-	0,000	0,000	0,56	10,79	10,83	0,66
3	$Ln(EPS)=B_0+B_1 ROE$	0,000	0,000	3E-06	0,59	1,39	1,49	0,56
4	$Ln(EPS)=B_1 ROE$	-	0,000	0,000	-3,39	3,69	3,74	0,68
5	$EPS =B_0+B_1Ln(ROE)$	0,000	0,0002	0,0002	0,42	10,94	11,04	0,87
6	$EPS =B_1Ln(ROE)$	-	0,0001	0,0001	-0,53	11,85	11,90	1,09
7	$Ln(EPS)=B_0+B_1ln(ROE)$	0,000	0,000	0.0000	0,63	1.23	1.33	0.53
8	$Ln(EPS)=B_1Ln(ROE)$	-	0,000	0,000	-4,96	4,00	4,05	0,91

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

استنادا على معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE بـ 1.23
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ بـ 1.33
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد  $R^2$  بـ 0.63

من الجدول رقم 5.2 يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات في عائد السهم EPS بدلالة مؤشر العائد على حقوق الملكية هو النموذج رقم 7 والجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع EPS بدلالة المتغير المستقل ROE:

الجدول رقم 6.2: يوضح تأثير معدل العائد على حقوق الملكية على الأداء المالي

Dependent Variable: LOG(EPS)				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 13:56				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.364631	0.317579	20.04112	0.0000
LOG(ROE)	1.010909	0.149277	6.772020	0.0000
R-squared	0.638187	Mean dependent var		4.286771
Adjusted R-squared	0.624271	S.D. dependent var		0.707209
S.E. of regression	0.433496	Akaike info criterion		1.234882
Sum squared resid	4.885893	Schwarz criterion		1.330039
Log likelihood	-15.28835	F-statistic		45.86026
Durbin-Watson stat	0.535063	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع EPS والمتغير المستقل ROE ليست علاقة خطية، بمعنى أن منحنى العلاقة يأخذ اتجاهها هابطاً تارة واتجاهها صاعداً تارة أخرى، كما أن للمعلم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 1%، أما بالنسبة ما يشير إليه القيمة الاحتمالية الإحصائية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية المعتمد 1% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر (F-statistic) Prob، كما أن قيمة معامل التحديد (R-squared)  $R^2$  لقياس القدرة التفسيرية قد بلغ 0.638 أي أن معدل العائد على حقوق الملكية يفسر ما نسبة 63.8% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم وهي نسبة مقبولة ودالة إحصائية، أما النسبة المتبقية 36.2% فتعود لعوامل أخرى بخلاف العائد على حقوق الملكية.

الجدول رقم 7.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل ROA

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعوية الكمية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROA	0,84	0,000	3E-06	0,57	10,84	10,93	0,57
2	EPS =B <sub>1</sub> ROA	-	0,000	0,0000	0,57	10,77	10,81	0,59
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROA	0,000	0,000	7E-06	0,56	1,46	1,55	0,45
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> ROA	-	0,000	0,000	-3,72	3,77	3,81	0,76
5	EPS =B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROA)	0,000	0.00002	0,0002	0,44	10,91	11,01	0,79
6	EPS =B <sub>1</sub> Ln(ROA)	-	0,000	0,0000	-0,36	11,73	11,78	1,14
7	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln(ROA)	0,000	0,000	1E-05	0,6	1,33	1,42	0,45
8	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> Ln(ROA)	-	0,000	0,0000	-2,9	3,58	3,62	1,05

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

استنادا على معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE بـ 1.33
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ بـ 1.42
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup> بـ 0.60

من الجدول رقم 7.2 يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات في عائد السهم EPS بدلالة مؤشر العائد على الأصول هو النموذج رقم 7 والجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع EPS بدلالة المتغير المستقل ROA:

الجدول رقم 8.2: يوضح تأثير معدل العائد على الأصول على الأداء المالي

Dependent Variable: LOG(EPS)				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 13:59				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.227373	0.476772	15.15899	0.0000
LOG(ROA)	1.004929	0.160265	6.270417	0.0000
R-squared	0.601948	Mean dependent var		4.286771
Adjusted R-squared	0.586639	S.D. dependent var		0.707209
S.E. of regression	0.454687	Akaike info criterion		1.330336
Sum squared resid	5.375254	Schwarz criterion		1.425493
Log likelihood	-16.62470	F-statistic		39.31813
Durbin-Watson stat	0.457659	Prob(F-statistic)		0.000001

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع EPS والمتغير المستقل ROA ليست علاقة خطية، بمعنى أن منحنى العلاقة يأخذ اتجاهها هابطاً تارة واتجاهها صاعداً تارة أخرى، كما أن للمعالم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 1%، أما بالنسبة ما يشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 1% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر Prob (F-statistic)، كما أن قيمة معامل التحديد  $R^2$ (R-squared) لقياس القدرة التفسيرية قد بلغ 0.60 أي أن معدل العائد على الأصول يفسر ما نسبة 60% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم وهي نسبة مقبولة ودالة إحصائية، أما النسبة المتبقية 40% فتعود لعوامل أخرى بخلاف العائد على الأصول.

الجدول رقم 9.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل ROI

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعوية الكمية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI	0,007	0,009	0,009	0,23	11,42	11,51	1,001
2	EPS =B <sub>1</sub> ROI	-	0,000	0,0000	-0,01	11,63	11,67	0,64
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ROI	0,000	0,003	0,0003	0,29	1,93	2,03	0,64
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> ROI	-	0,000	0,0000	-15,2	5	5,05	0,18
5	EPS =B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln (ROI)	0,000	0,001	0,001	0,35	11,06	11,15	0,94
6	EPS =B <sub>1</sub> Ln (ROI)	-	0,001	0,001	-0,81	12,02	12,06	0,96
7	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(ROI)	0,000	0,000	0.000025	0,5	1,55	1,65	0,604
8	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> Ln (ROI)	-	0,000	0,0000	-9,01	4,72	4,56	0,7

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

استنادا على معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE بـ 1.55
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ بـ 1.65
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup> بـ 0.50

من الجدول رقم 9.2 يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات في عائد السهم EPS بدلالة مؤشر العائد على الاستثمار هو النموذج رقم 7 والجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع EPS بدلالة المتغير المستقل ROI:

الجدول رقم 10.2: يوضح تأثير معدل العائد على الاستثمار على الأداء المالي

Dependent Variable: LOG(EPS)				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 14:01				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.432290	0.243772	22.28429	0.0000
LOG(ROI)	0.534202	0.104462	5.113863	0.0000
R-squared	0.501453	Mean dependent var		4.286771
Adjusted R-squared	0.482279	S.D. dependent var		0.707209
S.E. of regression	0.508857	Akaike info criterion		1.555450
Sum squared resid	6.732327	Schwarz criterion		1.650608
Log likelihood	-19.77631	F-statistic		26.15159
Durbin-Watson stat	0.604995	Prob(F-statistic)		0.000025

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع EPS والمتغير المستقل ROI ليست علاقة خطية، بمعنى أن منحنى العلاقة يأخذ اتجاهها هابطاً تارة واتجاهها صاعداً تارة أخرى، كما أن للمعالم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 1%، أما بالنسبة ما يشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 1% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر Prob (F-statistic)، كما أن قيمة معامل التحديد  $R^2$ (R-squared) لقياس القدرة التفسيرية قد بلغ 0.5014 أي أن معدل العائد على الاستثمار يفسر نسبة 50.14% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم وهي نسبة مقبولة ودالة إحصائياً، أما النسبة المتبقية 49.86% فتعود لعوامل أخرى بخلاف العائد على الاستثمار.



الجدول رقم 11.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل LEV

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعوية الكلية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> LEV	0,000	0.00006	0,0005	0,37	11,22	11,31	1,53
2	EPS =B <sub>1</sub> LEV	-	0,005	0,0050	-0,69	12,14	12,19	0,83
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> LEV	0,000	0,01	0,012	0,222	2,03	2,13	0,96
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> LEV	-	0,000	0,0000	-8,36	4,45	4,5	0,57
5	EPS =B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(LEV)	0,166	0.00005	0,0004	0,37	11,21	11,3	1,82
6	EPS =B <sub>1</sub> Ln(LEV)	-	0,000	0,0000	0,33	11,21	11,26	1,57
7	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln (LEV)	0,000	0,005	0,005	0,25	1,95	2,04	1,36
8	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> Ln(LEV)	-	0,000	0,000	-1,57	3,16	3,21	1,2

من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

استنادا على معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE بـ 1.95
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ بـ 2.04
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup> بـ 0.25

من الجدول رقم 11.2 يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات في عائد السهم EPS بدلالة مؤشر الرفع المالي هو النموذج رقم 7 والجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع EPS بدلالة المتغير المستقل LEV:

الجدول رقم 12.2: يوضح تأثير معدل الرفع المالي على الأداء المالي

Dependent Variable: LOG(EPS)				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 14:05				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.252378	0.363524	8.946802	0.0000
LOG(LEV)	-0.703470	0.233996	-3.006332	0.0058
R-squared	0.257949	Mean dependent var		4.286771
Adjusted R-squared	0.229409	S.D. dependent var		0.707209
S.E. of regression	0.620812	Akaike info criterion		1.953171
Sum squared resid	10.02058	Schwarz criterion		2.048329
Log likelihood	-25.34440	F-statistic		9.038032
Durbin-Watson stat	1.366184	Prob(F-statistic)		0.005796

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع EPS والمتغير المستقل LEV ليست علاقة خطية، بمعنى أن منحنى العلاقة يأخذ اتجاهًا هابطًا تارةً واتجاهًا صاعدًا تارةً أخرى، كما أن للمعالم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 1%، أما بالنسبة ما يشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 1% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر Prob (F-statistic)، كما أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  (R-squared) لقياس القدرة التفسيرية قد بلغ 0.257 أي أن معدل الرفع المالي يفسر ما نسبة 25.7% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم وهي نسبة ضعيفة ودالة إحصائية، أما النسبة المتبقية 74.3% فتعود لعوامل أخرى بخلاف الرفع المالي.

الجدول رقم 13.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل BFR

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعوية الكمية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> BFR	0,001	0.00003	0,0002	0,4	11,17	11,26	1,21
2	EPS=B <sub>1</sub> BFR	-	0,000	0,0000	0,1	11,5	11,55	0,74
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> BFR	0,000	0,001	0,0017	0,31	1,86	1,96	0,99
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> BFR	-	0.00001	0,0001	-20,1	5,26	5,31	0,16

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

استنادا على معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE بـ 1.86
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ بـ 1.96
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup> بـ 0.31

من الجدول رقم 13.2 يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات في عائد السهم EPS بدلالة مؤشر الاحتياج في رأس المال العامل هو النموذج رقم 3 والجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع EPS بدلالة المتغير المستقل BFR:

الجدول رقم 14.2: يوضح تأثير الاحتياج في رأس المال العامل على الأداء المالي

Dependent Variable: LOG(EPS)				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 14:08				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.007171	0.138252	28.98464	0.0000
BFR	1.70E-10	4.89E-11	3.479451	0.0018
R-squared	0.317703	Mean dependent var		4.286771
Adjusted R-squared	0.291461	S.D. dependent var		0.707209
S.E. of regression	0.595292	Akaike info criterion		1.869218
Sum squared resid	9.213673	Schwarz criterion		1.964376
Log likelihood	-24.16906	F-statistic		12.10658
Durbin-Watson stat	0.999872	Prob(F-statistic)		0.001787

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع EPS والمتغير المستقل BFR ليست علاقة خطية، بمعنى أن منحني العلاقة يأخذ اتجاهها هابطاً تارة واتجاهها صاعداً تارة أخرى، كما أن للمعالم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 1%، أما بالنسبة ما يشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 1% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر Prob (F-statistic)، كما أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  (R-squared) لقياس القدرة التفسيرية قد بلغ 0.3177 أي أن الاحتياج في رأس المال العامل يفسر ما نسبة 31.77% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم وهي نسبة ضعيفة ودالة إحصائياً، أما النسبة المتبقية 68.23% فتعود لعوامل أخرى بخلاف الاحتياج في رأس المال العامل.

للتأكيد على النتائج تم تطبيق معادلة الانحدار الغير خطي المتعدد بين معايير الأداء التقليدية من جهة وبين عائد السهم EPS، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم 15.2: يوضح تأثير معايير الأداء التقليدية كحزمة واحدة على الأداء المالي

Dependent Variable: LOG(EPS)				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 16:54				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.225145	0.522576	8.085220	0.0000
LOG(ROE)	1.602255	0.287582	5.571469	0.0000
LOG(ROA)	-1.314557	0.416608	-3.155384	0.0046
LOG(ROI)	0.394382	0.183597	2.148083	0.0430
LOG(LEV)	-0.050613	0.146785	-0.344810	0.7335
BFR	1.70E-10	2.64E-11	6.448743	0.0000
R-squared	0.930564	Mean dependent var		4.286771
Adjusted R-squared	0.914783	S.D. dependent var		0.707209
S.E. of regression	0.206448	Akaike info criterion		-0.130130
Sum squared resid	0.937654	Schwarz criterion		0.155342
Log likelihood	7.821825	F-statistic		58.96793
Durbin-Watson stat	1.005535	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة معامل الارتباط  $r^2$  بين المتغيرات المستقلة (معايير تقييم الأداء التقليدية) كحزمة واحدة وبين المتغير التابع (عائد السهم) قد بلغ 0.96، وهذا ما يؤكد وجود علاقة قوية بين هذه المتغيرات، أما بالنسبة للقدرة التفسيرية وتأثير معايير الأداء التقليدية على عائد السهم، فهي تفسر ما نسبته 93% من التغير في عائد السهم، وهي تعبر عن نسبة تفسير عالية، كما أن للمعالم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 5% ما عدا معدل الرفع المالي غير دال إحصائياً، أما بالنسبة ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (معايير تقييم الأداء التقليدية) والمتغير التابع، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 5% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر Prob (F-statistic).

الفرع الثالث: نتائج تطبيق تحليل الارتباط بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي

الجدول رقم 16.2: يوضح تحليل الارتباط بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي

		EPS	EVA	MVA	CFROI
EPS	Corrélation de Pearson	1	-,135	-,142	.547**
	Sig. (bilatérale)		,495	,472	,003
	N	28	28	28	28
EVA	Corrélation de Pearson	-,135	1	.992**	,333
	Sig. (bilatérale)	,495		,000	,083
	N	28	28	28	28
MVA	Corrélation de Pearson	-,142	.992**	1	,308
	Sig. (bilatérale)	,472	,000		,111
	N	28	28	28	28
CFROI	Corrélation de Pearson	.547**	,333	,308	1
	Sig. (bilatérale)	,003	,083	,111	
	N	28	28	28	28

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (02) والبرنامج الإحصائي SPSS

\*\* La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

التحليل:

نلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك علاقة عكسية غير دالة إحصائيا لمعامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة من جهة وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما على التوالي -0.135 و -0.142 عند مستويات معنوية على التوالي 0.495 و 0.472 وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 0.01، أي أنه لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذه المتغيرات (قيمة عشوائية).

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (16.2) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار وعوائد الأسهم، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.547 عند مستوى معنوية 0.003 وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.01، وبالتالي يوجد تأثير مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار على عوائد الأسهم في الواقع.

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (16.2) أن هناك علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.992 عند مستوى معنوية صفر وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.01، وبالتالي يوجد تأثير للقيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة في بورصة الجزائر.

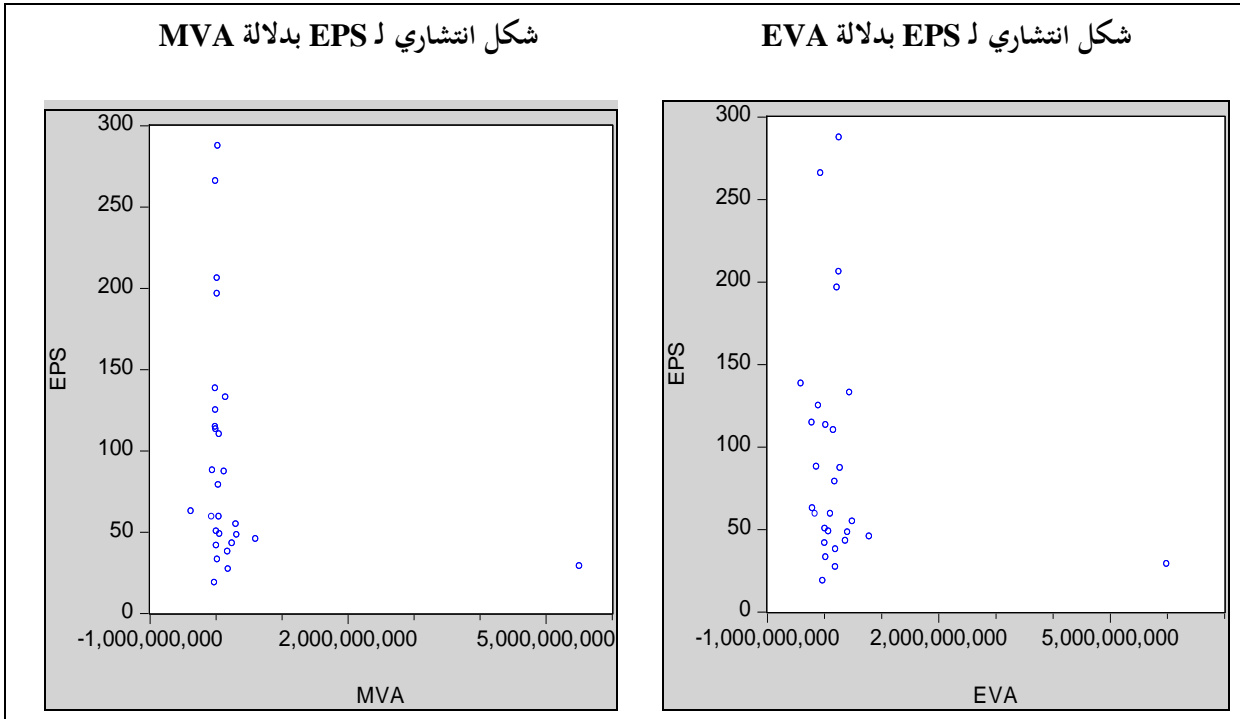
#### الفرع الرابع: نتائج تحليل الانحدار للمؤشرات الحديثة على الأداء المالي

في هذا الجزء من الدراسة، نحاول نمذجة علاقة عائد السهم EPS بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي والمتمثلة في EVA، MVA و CFROI.

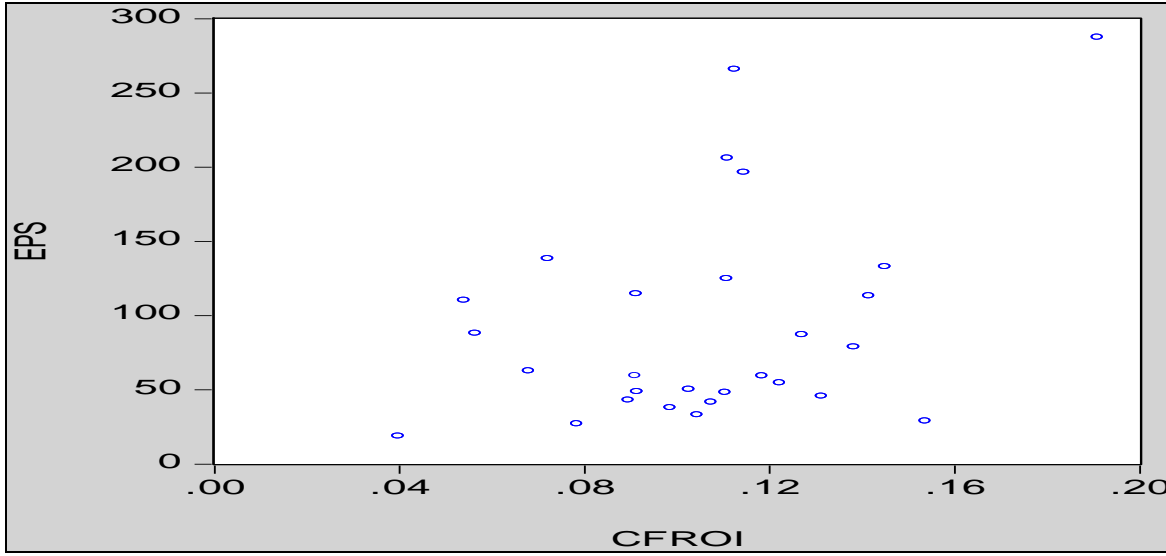
##### • صياغة علاقة عائد السهم EPS بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي

انطلاقاً من معطيات الشركتين محل الدراسة، سنعمد في صياغة العلاقة ما بين عائد السهم EPS كمتغير تابع والمؤشرات الحديثة المذكورة أعلاه كمتغيرات مستقلة، اعتماداً على الملحق رقم 02، حيث نهدف من خلال ذلك إلى إيجاد المعادلة الرياضية الأفضل التي يمكن لها أن تعطي أكبر قدرة تفسيرية بين عائد السهم والمؤشرات الحديثة، وفي سبيل ذلك يعتمد القياسيون على التمثيل النقطي للمتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة، وتوضح الأشكال أدناه التمثيل النقطي للمتغير التابع EPS بدلالة المتغيرات المستقلة والمتمثلة في EVA، MVA و CFROI:

الشكل رقم 2.2: يوضح التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS بدلالة المتغيرات المستقلة EVA، MVA و CFROI:



### شكل انتشاري لـ EPS بدلالة CFROI



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 02 باستخدام برنامج Eviews

من خلال الأشكال البيانية السابقة لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغيرين، هل هي علاقة خطية أم هي علاقة أسية؟ لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناء على عدة معايير مفاضلة إحصائية هي:

- معنوية المعالم المقدرة (وجود دلالة أحسن إحصائية لمعاملات المعادلة)؛
- المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي)؛
- معامل التحديد  $R^2$  (أحسن جودة توفيق)؛
- معيار AKAIKE (أقل قيمة لمعامل التفضيل AKAIKE)؛
- معيار SCHWORZ (أقل قيمة لمعامل التفضيل SCHWORZ)؛
- قيمة داربن واتسون.

والجداول التالية تلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل وأكبر قدرة تفسير بين المتغير التابع EPS والمتغيرات

المستقلة (المؤشرات الحديثة) EVA، MVA و CFROI:



الجدول رقم 17.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل EVA

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعوية الكلية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> EVA	0,000	0,49	0,49	0,018	11,67	11,76	1,03
2	EPS=B <sub>1</sub> EVA	-	0,51	0,51	-1,22	12,41	12,46	0,46
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> EVA	0,0000	0,15	0,15	0,07	2,21	2,3	0,75
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> EVA	-	0,205	0,205	-34,58	5,78	5,83	0,215

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 02 باستخدام برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن جميع المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل EVA لا تعكس

معايير المفاضلة التالية:

(1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة

(2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي

(3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE

(4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ

(5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup>

وبالتالي يتم رفض جميع المعادلات المقترحة، أي لا يوجد تأثير للقيمة السوقية المضافة على عائد السهم في بورصة الجزائر،

وهذا ما تم إثباته بالفعل من خلال مصفوفة الارتباط (الجدول رقم: 16.2) أي أنه لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذين

المتغيرين (قيمة عشوائية).

الجدول رقم 18.2: يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل MVA

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> MVA	0,0000	0,47	0,47	0,02	11,66	11,76	1,04
2	EPS=B <sub>1</sub> MVA	-	0,62	0,62	-1,23	12,42	12,47	0,59
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> MVA	0,0000	0,13	0,13	0,087	2,19	2,29	0,77
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> MVA	-	0,26	0,26	-35,08	5,8	5,85	0,17

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 02 باستخدام برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن جميع المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل MVA لا تعكس

معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup>

وبالتالي يتم رفض جميع المعادلات المقترحة، أي لا يوجد تأثير للقيمة السوقية المضافة على عائد السهم في بورصة الجزائر.

الجدول رقم 19.2: بوضوح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين EPS والمتغير المستقل CFROI

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	R <sup>2</sup>	AKAIKE	Schwarz	DW
		Prob (B <sub>0</sub> )	Prob (B <sub>1</sub> )	Prob (F)				
1	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> CFROI	0,8696	0,0508	0,05	0,138	11,31	11,41	1,055
2	EPS=B <sub>1</sub> CFROI	-	0,0000	0,0000	0,137	11,24	11,29	1,056
3	Ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> CFROI	0,0000	0,088	0,088	0,11	2,17	2,26	0,99
4	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> CFROI	-	0,0000	0,0000	-1,85	3,26	3,31	1,45
5	EPS=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> Ln(CFROI)	0,0100	0,113	0,113	0,097	11,39	11,49	1,02
6	EPS=B <sub>1</sub> Ln(CFROI)	-	0,0000	0,0000	-0,15	11,56	11,61	1,18
7	ln(EPS)=B <sub>0</sub> +B <sub>1</sub> ln(CFROI)	0,0000	0,102	0,102	0,1	2,18	2,27	0,909
8	Ln(EPS)=B <sub>1</sub> Ln(CFROI)	-	0,0000	0,0000	-1,32	3,06	3,108	1,18

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 02 باستخدام برنامج Eviews

استنادا علي معايير المفاضلة التالية:

- (1) وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة
- (2) وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي
- (3) أقل قيمة لمعيار AKAIKE بـ 11.24
- (4) أقل قيمة لمعيار SCHWORZ بـ 11.29
- (5) أكبر قيمة لمعامل التحديد R<sup>2</sup> بـ 0.13

من الجدول رقم 19.2 يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات في عائد السهم EPS بدلالة

مؤشر التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار، هو النموذج رقم 2 والجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع

EPS بدلالة المتغير المستقل CFROI:

الجدول رقم 20.2: يوضح تأثير عائد التدفق النقدي على الاستثمار على الأداء المالي

Dependent Variable: EPS				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/15 Time: 14:20				
Sample: 1 28				
Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CFROI	869.9347	112.0708	7.762368	0.0000
R-squared	0.137990	Mean dependent var		93.00485
Adjusted R-squared	0.137990	S.D. dependent var		70.87572
S.E. of regression	65.80420	Akaike info criterion		11.24631
Sum squared resid	116915.2	Schwarz criterion		11.29388
Log likelihood	-156.4483	Durbin-Watson stat		1.056690

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 02 باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه، يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع EPS والمتغير المستقل CFROI هي علاقة خطية، بمعنى أن الانتشار النقطي على شكل معادلة خط مستقيم، كما أن للمعلم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 1%، كما أن قيمة معامل التحديد (R-squared)  $R^2$  لقياس القدرة التفسيرية قد بلغ 0.1379 أي أن التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار يفسر ما نسبته 13.79% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم وهي نسبة ضعيفة ودالة إحصائية، أما النسبة المتبقية 86.21% فتعود لعوامل أخرى بخلاف التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار.

### المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية

إن النتائج التي تم الحصول عليها تمكن من معرفة المؤشرات التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن قدرة تفسيرية للأداء المالي، وبالتالي سيتم عرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون متسلسلة ومنهجية.

بعد استخدام نماذج الانحدار على متغيرات الدراسة ممثلة في المؤشرات التقليدية والحديثة، للوصول إلى النموذج الرياضي الأفضل والذي يمكن أن يعطي أكبر قدرة تفسيرية للتغيرات التي تحدث في عائد السهم، بينت الدراسة التطبيقية أن المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة جميعها لها دلالة إحصائية والقدرة على التفسير، ماعدا المؤشرات الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية إحصائية، حيث كان هناك تباين في الدرجات التفسيرية بين المؤشرات، وبالتالي لكل من المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة قدرة تفسيرية للأداء المالي.

من المؤشرات السابقة التي تعتبر من أهم المتغيرات تأثيرا ومفسرة للأداء المالي نجد المؤشرات التقليدية، وبالتحديد نسب الربحية، والتي تجاوزت القدرة التفسيرية لها 50 في المائة، حيث كانت القوة التفسيرية لها على الترتيب بالنسبة للعائد على حقوق الملكية بقوة 63.80 في المائة، ثم يليه العائد على الأصول بقوة 60 في المائة، وثالثا معدل العائد على الاستثمار بقوة تفسيرية 50.14 في المائة، وفي المرتبة الرابعة نجد مؤشر التوازن المالي والمتمثل في الاحتياج في رأس المال العامل والذي بلغت القوة التفسيرية له 31.77 في المائة، بينما كان أضعف تأثير للمؤشرات التقليدية على الأداء المالي نجد نسبة الرافعة المالية حيث تفسر الأداء المالي بـ 25.7 في المائة.

يمكن أن نرجع القوة التفسيرية الكبيرة للمؤشرات التقليدية وخاصة منها نسب الربحية إلى التشابه في طريقة الحساب من خلال الاعتماد على النتيجة الصافية التي تتحقق بعد تسوية جميع المصاريف الخاصة بالنشاط الأساسي والاستثنائي للمؤسسات، ومنه تعتمد هذه الأخيرة على نسب الربحية في عملية تقييم ومراقبة أداءها المالي، أو أن الزيادة في نسب الربحية يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، فالزيادة المتوقعة بنسب الربحية تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها ومنه زيادة عوائدها، أي أن تحقيق الشركتين محل الدراسة للربح المناسب يساعد على الحفاظ على أسعار الأسهم في بورصة الجزائر، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، وقد أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح هي علاقة طردية، وبالتالي المستثمرين ينظرون إلى هذه المؤشرات المعيار الأساسي للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، أما بالنسبة للمؤشرين التقليديين الآخرين المتمثلة في مؤشر التوازن المالي وهو الاحتياج في رأس المال العامل فكانت العلاقة بينه وبين عائد السهم طردية ذات قوة تفسير ضعيفة بلغت 31.77 في المائة، ويرجع ذلك في حدود علم الطالب إلى طريقة الحساب كذلك والتي لم يتم فيها الاعتماد على النتيجة الصافية وبالتالي الشركتين محل الدراسة والمستثمرين لا ينظرون إلى هذا المؤشر على أنه المعيار الأساسي للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، أما ما هو عليه الحال بالنسبة لمؤشر الرفع المالي فكانت العلاقة عكسية، تتميز بأضعف قدرة تفسيرية من بين المؤشرات التقليدية البالغة 25.77 في المائة، ويرجع ذلك أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى إلى انخفاض في ربحية السهم بسبب زيادة كلفة التمويل، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية السهم، وبالمقابل قد يؤدي إلى أضرار في ربحية السهم، وهذا بالفعل ما حصل بالنسبة للشركتين محل الدراسة والتي بلغت في استخدام الرفع المالي، وبالتالي لو كانت العلاقة طردية ربما سوف تكون نسبة التأثير قوية لأنها تؤدي إلى زيادة عائد السهم، وهذا لأنه مازال الهدف الاستراتيجي

للإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية في الجزائر هو تعظيم الأرباح، كون الربح يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرار أي شركة في الحياة الاقتصادية، ومصدرا من مصادر التمويل الداخلي (التمويل الذاتي).

كما كشفت الدراسة عن وجود قوة تأثير وتفسير للمؤشرات الحديثة ضعيفة، لم تتجاوز 14 في المائة، حيث بلغت أعلى نسبة تفسير للمؤشرات الحديثة على الأداء المالي لتدفق النقدي المتولد عن الاستثمار بـ 13.79 في المائة، ويرجع ضعف التفسير للمؤشرات الحديثة في بورصة الجزائر، حيث أنه في أغلب الأحيان يتم قياس هذه الأخيرة من البيانات المالية المعدة في آخر السنة، هذا الشيء يؤدي بالمسيرين إلى عدم تحديد نواحي القصور في الجانب التشغيلي خلال دورة الإنتاج، وهذا نتيجة لعدم توفر المعلومات الكافية للحد من هذه الإشكالية، وخاصة منها كيفية تحديد وحساب التكلفة الوسطية المرجحة، التي تعد موضع اهتمام الكثير من الباحثين والكتاب وبالتالي تأثير هذه الأخيرة بدرجة كبيرة على كيفية حساب المؤشرات الحديثة على غرار كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

الملاحظ أيضا من خلال الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في الدول المتقدمة، أنها أثبتت أن للمؤشرات الحديثة القدرة التفسيرية الكبيرة على حساب المؤشرات التقليدية، وهذا عكس الدراسات في الدول العربية خاصة والدول النامية إجمالا، وقد يعود هذا التباين في النتائج، بسبب كفاءة الأسواق المالية التي تتميز بها الدول المتقدمة (كفاءة عند المستوى المتوسط)، وهذا عكس الدول العربية وخاصة منها الجزائر التي لا يمكن أن نتكلم عن الكفاءة حتى على المستوى الضعيف فيها، وهذا السبب هو العامل الرئيسي الذي أدى إلى عدم وجود تأثير وقدرة تفسيرية للقيمة السوقية المضافة على الأداء المالي في بورصة الجزائر، لأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتأثر بدرجة كبيرة بكفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى ذلك نجد الأزمات التي أوجدتها المؤشرات التقليدية، مثل الفضيحة المالية 2001 انزوان وهو ما أدى إلى الاتجاه إلى المؤشرات الحديثة والابتعاد عن المؤشرات التقليدية، بسبب التلاعب المحاسبي وانعدام الأخلاق وتواطؤ المحاسبين مع المساهمين.

على العموم توصلت الدراسة الحالية أن المؤشرات التقليدية هي أكثر المؤشرات قدرة على التأثير وتفسير التغيرات في عائد السهم بالمقارنة بالمؤشرات الحديثة، وأن الأداء المالي الجيد للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، يعتمد بالدرجة الأولى على الربحية، حيث أن لها الدور الفعال في تعظيم قيم عائد سهم هذه الشركات، وتساعد هذه النسب المستثمرين في فهم سلوك أسعار وعوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية والعوامل المؤثرة فيها، وبالتالي النتيجة المتحصل عليها تتوافق مع دراسة كل من (سمير محمد حسين الرواشدة) والتي توصلت أن كل مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة على علاقة بعوائد الأسهم وكلاهما يقدم تفسيراً للاختلافات في عوائد الأسهم، ولكن كانت مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، ودراسة (أشرف الشراوي) وقد أظهرت النتائج العملية لهذه الدراسة منفعة استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بعوائد أسهم منشآت الأعمال، وهذا على حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

### خلاصة الفصل:

تعتبر بورصة الجزائر من الأسواق التي بالرغم من مرور أكثر من خمس عشرة سنة من مباشرة نشاطها الفعلي، إلا أن عملها لم يرتقي إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها ضئيلا في الاقتصاد الوطني، وما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو ناتج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني، أو طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة، أو ما يتعلق بالجانب الثقافي والديني، لذلك لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

بعد إجراء الدراسة الميدانية في هذه الأخيرة، باختبار إلى أي مدى يمكن أن تعكس المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة للتغيرات في الأداء المالي المعبر عنه بعوائد الأسهم، من خلال إستخدام نماذج الانحدار للكشف عن العلاقة على أرض الواقع، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة من جهة، وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة من المؤشرات الحديثة التي لم تعطي معنوية إحصائية.

كما توصلت الدراسة إلى 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.

الختامة



في هذه الدراسة تم القيام بالمقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة واختبار قدرتها على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة بين: 2000-2013، وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين، أولهما يتعلق بالأدبيات النظرية للأداء المالي والدراسات السابقة، والثاني تم التطرق فيه إلى الدراسة التطبيقية، وهذا وفقا للمنهج المذكور سابقا، وخلصت الدراسة إلى ما يلي:

## 1. نتائج البحث واختبار الفرضيات:

في الجانب التطبيقي تم دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة واختبار القدرة التفسيرية لهذه المؤشرات على الأداء المالي، وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطية والغير خطية الذي أظهرت أن جميع المؤشرات لها دلالة وقيمة ذات معنوية إحصائية مع تباين في القوة التفسيرية، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة من المؤشرات الحديثة التي لم تعطي معنوية إحصائية، وبناء على هذه النتيجة المتوصل إليها، نثبت صحة الفرضية الأولى التي تقول أن للمؤشرات التقليدية والحديثة معنوية إحصائية.

أظهرت النتائج التطبيقية عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات التقليدية من جهة، والمؤشرات الحديثة من جهة ثانية على الأداء المالي عند مستوى معنوية واحد في المائة، ومن المؤشرات السابقة التي تعتبر من أهم المتغيرات تأثيرا ومفسرة للأداء المالي نجد المؤشرات التقليدية، وبالتحديد نسب الربحية، والتي تجاوزت القدرة التفسيرية لها 50 في المائة، حيث كانت القوة التفسيرية لها على الترتيب بالنسبة للعائد على حقوق الملكية بقوة 63.80 في المائة، ثم يليه العائد على الأصول بقوة 60 في المائة، وثالثا معدل العائد على الاستثمار بقوة تفسيرية 50.14 في المائة، وفي المرتبة الرابعة نجد مؤشر التوازن المالي والمتمثل في الاحتياج في رأس المال العامل والذي بلغت القوة التفسيرية له 31.77 في المائة، بينما كان أضعف تأثير للمؤشرات التقليدية على الأداء المالي نجد نسبة الرافعة المالية حيث تفسر الأداء المالي بـ 25.7 في المائة، وهذا بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز قوة التفسير 14 في المائة، حيث بلغت أعلى نسبة تفسير للمؤشرات الحديثة على الأداء المالي لتدفق النقدي المتولد عن الاستثمار بـ 13.79 في المائة، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نثبت صحة الفرضية الثانية التي تقول أن المؤشرات التقليدية أحسن تفسيريا للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

كما أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية كذلك عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات الحديثة على الأداء المالي عند مستوى معنوية واحد في المائة، التي لم تتجاوز قوة التفسير 14 في المائة، حيث بلغت أعلى نسبة تفسير للمؤشرات الحديثة على الأداء المالي لتدفق النقدي المتولد عن الاستثمار بـ 13.79 في المائة، وهي نسبة ضعيفة جدا بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت 50 في المائة، وعليه نرفض الفرضية الثالثة التي تقول أن المؤشرات الحديثة أحسن تفسيريا للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

## 2. التوصيات:

بناء على نتائج البحث المتوصل إليها فقد أوصى الطالب بما يلي:

- على إدارة بورصة الجزائر إلزام المؤسسات الاقتصادية بالتركيز على مؤشرات الأداء المالي وتحديد المقاييس المناسبة لتقييم الأداء المالي للمؤسسات بما يتناسب مع مبدأ الإفصاح المحاسبي، حتى يتسنى للمستثمر قراءة هذه المؤشرات واتخاذ القرار المناسب في أسهم هذه الشركات، مبتعدا على المجازفة والمخاطرة.

- ضرورة إهتمام المستثمرين بالعلاقة القوية بين نسب الربحية وعوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، حيث أن نسب الربحية تعكس حالة المؤسسة الجيدة ضمن المؤسسات الأخرى، ويدل على مدى إتباع هذه المؤسسات لسياسات وإجراءات استثمارية سليمة ومناسبة، كما أنه يجب على المستثمرين الأخذ بعين الاعتبار بمؤشرات الأداء المالي سواء التقليدية منها أو الحديثة عند إتخاذ القرار الاستثماري في أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، مع التركيز على النسب المالية المستندة إلى الميزانية وجدول حسابات النتائج (المؤشرات التقليدية) عند تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.

- ضرورة إهتمام إدارة بورصة الجزائر بإلزام المؤسسات بالتركيز على مؤشرات الأداء المالي الحديثة لما لها القدرة على توجيه وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم، إذ تعمل هذه المؤشرات الحديثة على دمج مبدئين ماليين أساسيين في عملية إتخاذ القرارات الأول هو تعظيم ثروة الملاك والثاني هو أن قيمة المؤسسة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية.

## 3. آفاق البحث:

إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى للتحقق من صحة النتائج وذلك باختبار تأثير متغيرات أخرى لم تتناولها هذه الدراسة على عوائد الأسهم، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى على تحركات السوق المالي الجزائري كمتغيرات السياسية والاجتماعية الداخلية والخارجية ذات العلاقة بالاقتصاد الجزائري.

# قائمة المراجع

الكتب:

1. مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011.
3. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
4. وائل محمد صبحي، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
6. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008.
7. ناصر دادي عدون، التحليل المالي، الجزء الأول، الطبعة، بدون طبعة، دار المحمدية العامة، الجزائر، السنة مجهولة.

البحوث الجامعية:

8. عبد الغاني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007.
9. رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010/2011.
10. بن خروف جلييلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2008/2009.
11. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2001/2002.
12. دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009.
13. دراسة سمير محمد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2006.
14. موسى نوفل، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن باستخدام معدل العائد للفترة 1991-2000، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، المفرق، 2002.
15. تالي رزيقة، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، غير منشورة، المركز الجامعي آكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2012.

## المقالات:

16. عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي، *مجلة الوحدات للبحوث و الدراسات، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014.*
17. علي بن الضب، سيدي محمد عيادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، جامعة ورقلة، 2012.*
18. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، *مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة - الجزائر، 2010.*
19. هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، *مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2010/2009.*
20. زهرة حسن العامري، السيد علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقييم الأداء، *مجلة الإدارة و الاقتصاد، العراق، العدد الثالث والستون، 2007.*
21. نائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني، وآخرون، أيهما أكثر قدرة علي تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، *جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.*
22. أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، *كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2004.*
23. مقبل علي احمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية و التعديل المقترح لحسابها (دراسة تطبيقية)، *كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حلبن سوريا، السنة مجهولة.*

## المنتقيات والمؤتمرات:

24. أحسين عثمانى، سعاد شعابنية، النظام المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، *الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري يومي 06-07 ماي 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.*
25. السعيد برش، نعيمة يجاوي، أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم أداء المنظمات وزيادة فعاليتها، *ملتقى الدولي الثاني حول نمو المؤسسات بين تحقيق الأداء المالي و تحديات الأداء البيئي،، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة.*
26. مداني بن بلغيث، عبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، *ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة التحدي: ISA والمعايير الدولية للمراجعة IFRS يومي 13 و 14 ديسمبر 2011 .*
27. محمد جلال أحمد، طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي و التنبؤ بالأزمات المالية للشركات، *المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.*

الكتب:

28. Jacqueline. deiahaye, Florence deiahaye, **Finance d entreprise manual et application**, 2edition, dunod. paris,2009.
29. Jérôme caby et Gérard hirigoyen. **Création de valeur et gouvernance de entreprise**. 3edition. 49Rue Héricart. Paris.2005.
30. ECOSIP, **Dialogue autour de la performance en entreprise**, 2editions, Paris,1990.

المقالات:

31. Josée et pierre, **la gestion des pme trévères et pratiques presses**, de université, de Québec 1990, page 263
32. Habibollah 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, 2013.
33. 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)
34. 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](http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/53736/2/20071026r_formatted.pdf)

المواقع الالكترونية:

35. <http://www.cosob.org>
36. <http://www.sgbv.dz>

الملاحق

الملحق رقم 01: يوضح حساب المؤشرات التقليدية للأداء المالي

ENTREPRIS	ANN	EPS	ROE	ROA	ROI	LEV	BFR
SAIDAL	2000	27.1109	0.0434	0.0249	0.0403	0.2134	1634969032
	2001	37.9811	0.0658	0.0353	0.0556	0.2517	1680234758
	2002	48.7339	0.0903	0.0426	0.0708	0.2785	2651265150
	2003	48.2291	0.0884	0.0397	0.0545	0.2909	3316876458
	2004	45.6231	0.0805	0.0351	0.0467	0.3188	3333525726
	2005	43.0555	0.0746	0.0301	0.0635	0.0752	1247103007
	2006	54.7484	0.0927	0.0382	0.0528	0.3185	3496574814
	2007	87.2150	0.1420	0.0581	0.0826	0.2965	4234424817
	2008	132.8601	0.1831	0.0711	0.1151	0.2346	4717938432
	2009	287.5000	0.2937	0.1236	0.2183	0.1616	6373190207
	2010	110.2192	0.1032	0.0390	0.1089	0.0959	5027424912
	2011	206.0480	0.1756	0.0755	0.2383	0.1008	3711629696
	2012	196.5161	0.1538	0.0655	0.2201	0.1106	3948169922
	2013	265.8147	0.1887	0.0883	0.2580	0.1210	5766541014
AURASSI	2000	29.0053	0.0957	0.0420	0.0683	0.3174	-1198205000
	2001	33.1356	0.1121	0.0483	0.0807	0.3325	-1262104047
	2002	41.6470	0.1333	0.0562	0.1115	0.3013	-1179643753
	2003	50.3116	0.1523	0.0645	0.1464	0.2802	-742236187
	2004	59.4157	0.1646	0.0694	0.1862	0.2543	-444889920
	2005	78.8103	0.2080	0.0848	0.3076	0.2342	-393848800
	2006	113.2769	0.2979	0.1184	0.5579	0.2028	-350994156
	2007	114.6503	0.2602	0.1100	0.6321	0.1866	469497277.6
	2008	124.8711	0.2500	0.1130	0.6415	0.1597	803925782.1
	2009	138.3269	0.2449	0.1193	0.6005	0.1733	6922221.07
	2010	18.7921	0.0294	0.0131	0.0236	0.3187	-126200873
	2011	62.7821	0.1105	0.0362	0.0521	0.5373	-669968033
	2012	87.9801	0.1623	0.0464	0.0571	0.5457	-73374568.8
	2013	59.4759	0.1065	0.0299	0.0410	0.5245	43621281.4



الملحق رقم 02: يوضح حساب المؤشرات الحديثة للأداء المالي

ENTREPRIS	ANN	EVA	MVA	CFRIO
<b>SAIDAL</b>	2000	196493388.5	188012919.4	0.078460753
	2001	200639476.8	176941177	0.098673777
	2002	74428994.6	58648122.39	0.091414885
	2003	409757773.7	317277357.4	0.110498236
	2004	788750500.7	604343684.2	0.131410805
	2005	371179988.8	248097148.4	0.089621831
	2006	491154937.2	305813057.4	0.122299502
	2007	275106426.5	128966834	0.127099004
	2008	446342858.5	148603680.2	0.145011137
	2009	262981735.9	33558665.09	0.190987121
	2010	159346284.1	52254028.03	0.053972863
	2011	255473133.1	22592274.67	0.110978076
	2012	221198619.3	20052407.69	0.11447627
	2013	-60633761.09	-2874281.664	0.112534675
<b>AURASSI</b>	2000	5990673815	5507948716	0.153803731
	2001	29021103.6	24092321.38	0.104519826
	2002	9063505.111	6442531.039	0.107549772
	2003	11439835.42	6596742.634	0.102636011
	2004	110182072.3	47408172	0.118524656
	2005	182026472.3	39784008.99	0.13827046
	2006	28482800.4	1498715.106	0.141555891
	2007	-212948031.6	-5626928.861	0.091250398
	2008	-100156987.6	-1643051.999	0.110799563
	2009	-406060298	-5327316.081	0.07218069
	2010	-28999792.22	-20614950.94	0.039825768
	2011	-206492712.5	-372905071.8	0.04815958
	2012	-138239396.7	-49002595.45	0.056493395
	2013	-158752887.8	-65212437.34	0.090994681

## الفهرس

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الاختصارات و الرموز.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
1	<b>الفصل الأول: الأداء المالي و اتجاهات قياسه، الإطار النظري والدراسات السابقة.....</b>
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: الطرح النظري للأداء المالي.....
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي.....
3	الفرع الأول: تعريف الأداء المالي.....
4	الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي.....
4	المطلب الثاني: أدوات قياس الأداء المالي.....
4	الفرع الأول: الاتجاهات التقليدية في تقييم الأداء المالي.....
8	الفرع الثاني: الاتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي.....
9	الفرع الثالث: مقارنة بين المؤشرات التقليدية و الحديثة لتقييم الأداء المالي.....
10	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
10	المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية والأجنبية.....
10	الفرع الأول: الدراسات السابقة العربية.....
12	الفرع الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية.....
13	المطلب الثاني: مناقشة الدراسات السابقة وما يميزها عن الدراسة الحالية.....
16	خلاصة الفصل.....
	<b>الفصل الثاني: دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة وقدرتها على تفسير الأداء المالي</b>
17	في بورصة الجزائر.....
18	تمهيد.....
19	المبحث الأول: عرض منهجية و أدوات الدراسة.....
19	المطلب الأول: المنهج، مجتمع وعينة الدراسة.....
19	الفرع الأول: المنهج المتبع في الدراسة.....

19	..... الفرع الثاني: اختيار مجتمع وعينة الدراسة
21	..... المطلوب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة
21	..... الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة، وطرق قياسها
23	..... الفرع الثاني: مصادر البيانات
23	..... الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة
24	..... المبحث الثاني: نتائج تطبيق تحليل الارتباط والانحدار في اختبار أثر المؤشرات على الأداء المالي
	..... المطلوب الأول: نتائج تطبيق تحليل الارتباط والانحدار في اختبار أثر المؤشرات التقليدية والحديثة على
24	..... الأداء المالي
24	..... الفرع الأول: نتائج تطبيق تحليل الارتباط بين المؤشرات التقليدية والأداء المالي
26	..... الفرع الثاني: نتائج تحليل الانحدار للمؤشرات التقليدية على الأداء المالي
39	..... الفرع الثالث: نتائج تطبيق تحليل الارتباط بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي
40	..... الفرع الرابع: نتائج تحليل الانحدار للمؤشرات الحديثة على الأداء المالي
46	..... المطلوب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية
48	..... خلاصة الفصل
59	..... الخاتمة
52	..... قائمة المراجع
56	..... الملاحق
59	..... الفهرس

