



المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية المؤسسة



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
بعنوان:

## مؤشرات الأداء المالي و أثرها على القيمة السوقية للأسهم

إشراف:

• الأستاذ باغلي أحمد

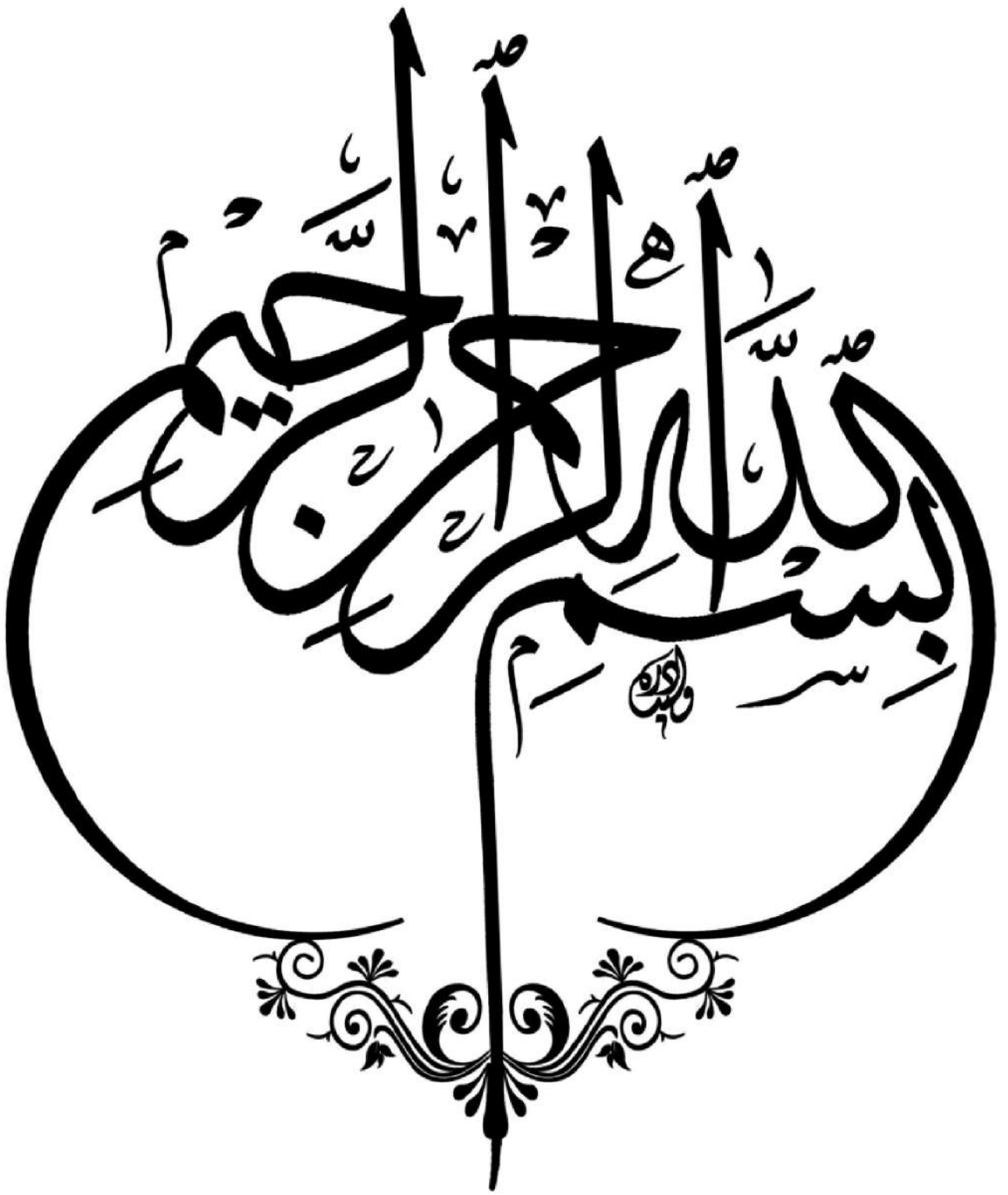
إعداد الطالبتين:

- بلماحي سهام
- بكور أمينة نسرين

لجنة المناقشة:

رئيسا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	أ. جعفري عمر
مقررا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	أ. باغلي أحمد
مناقشا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	أ. جباري لطيفة

السنة الجامعية: 2020/2019



# إهداء

إلى ملحمة الحب وفرحة العمر، مثال التفاني والعطاء، من قدّمت سعادتي وراحتي على سعادتها،  
أمي الفاضلة  
إلى العزيز أطل الله في عمره، وأمدّه بالصحة والعافية،  
أبي الفاضل  
إلى من لم تبخل بمساعدتي يوم ما و إمدادي بالنصح والإرشاد،  
أختي ليلي  
إلى كبيرة المقام ذات السيرة العطرة،  
جدتي الغالية  
إلى من أتشوق لأن أرى مستقبله المشرق بإذن الله،  
محمد عبد الودود  
إلى من يحبني بصدق و إخلاص،  
صديقات العمر  
إلى جميع من تلقّيتُ منهم النصح والدعم  
أهديكم خلاصة جهدي العلمي.

## بلماحي سهام

وبعد حمد الله تعالى وشكره على إنّهائي لهذه الرسالة  
أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان  
إلى مدرستي الأولى في الحياة إلى من علمني بمثاليته وتواضع صفاته إلى من أحمل أسمه بكل  
افتخار أبي العزيز  
والى من وضع المولى سبحانه وتعالى الجنة تحت قدميها وحملتني وهنا على وهن إلى امي العزيزة  
إلى الذي من كد وجد من أجل نجاحي وإسعادي إلى من علمني كيف أعيش لأحيا وأحيا لأعيش إلى  
جدتي و جدي  
إلى أخواتي و كل العائلة الكريمة والأصدقاء والأساتذة الكرام و لكل من مد لي يد العون و ساعدني

## بكور أمينة نسرین

# كلمة شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين

والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه  
ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين

وبعد ..

فإننا نشكر الله تعالى على فضله حيث أتاح لنا إنجاز هذا العمل، فله الحمد أولاً  
وآخرأ.

ثم نتقدم بالشكر و التقدير لأولئك الأخيار الذين مدوا لنا يد المساعدة، خلال هذه  
الفترة،

وفي مقدمتهم أستاذنا المشرف على الرسالة فضيلة الأستاذ باغلي أحمد  
على كل ما قدمه لنا من توجيهات و معلومات قيمة ساهمت في إثراء موضوع  
دراستنا في جوانبها المختلفة

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرة

و لا يفوتنا بهذه المناسبة ان نوجه شكرنا و احترامنا الى كل من ساندنا من قريب  
او بعيد في انجاز هذا الجهد المتواضع.

### المخلص :

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي ، والتي يتم عرضها في الفئات التالية: القيمة الاقتصادية المضافة ، ربحية السهم الواحد و العائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم ، معبراً عنها بسعر إغلاق المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، لتحديد المؤشرات الأكثر إيضاحاً و تفسيراً حيث اعتمدنا على عينة من 30 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان على مدى ثلاث سنوات الممتدة من 2016 الى 2018 باستخدام نماذج بانل بالاستعانة ببرنامج Eviews9. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات معنوية إحصائية بين ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق وهو مسؤول بدرجة كبيرة على تفسير تغيرات القيمة السوقية وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على الأصول مع سعر الإغلاق في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

**كلمات مفتاحية:** أداء مالي، معدل العائد على الأصول، قيمة اقتصادية مضافة، ربحية السهم الواحد، بورصة عمان.

### Abstract :

This study aims to measure the impact of financial performance indicators, which are presented in the following categories: economic value added, earnings per share and return on assets on the market value of shares, expressed in the closing price of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange to determine the most explanatory indicator we chose a sample of 30 companies listed on the Amman Stock Exchange over a period of three years from 2016 to 2018 using the Panel data models.

The study found that there is a positive relationship statistically significant between closing price and earnings per share which is largely responsible for the interpretation of market value changes on the other side the relationship between both the economic value added and the rate of return on assets with the closing price was found statistically insignificant in the industrial institutions listed in Amman Stock Exchange.

**Key words :** Financial Performance; ROA; Economic Added Value; Earnings per share; Amman Stock Exchange.

## الفهرس

الصفحة	العنوان
V	المَلخَص
VI	الفهرس
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XIII	قائمة الاختصارات و الرموز
1	المقدمة العامة
5	الفصل الأول: الاطار النظري
6	تمهيد
7	المبحث الأول: الاطار المفاهيمي لتقييم الأداء المالي
7	المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي و قواعده الأساسية
7	الفرع الأول: الأداء و تقييم الأداء
7	تعريف الأداء
8	تعريف تقييم الأداء
12	الفرع الثاني: القواعد الأساسية لتقييم الأداء المالي
13	المطلب الثاني : مراحل تقييم الأداء المالي و العوامل المؤثرة عليه
13	الفرع الأول: المراحل التي تمر عليها عملية تقييم الأداء
13	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة
13	1. العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة

13	2. العوامل الخارجية المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة
14	المطلب الثالث: أهمية تقييم الأداء و أهدافه
14	الفرع الأول: أهمية تقييم الأداء
15	الفرع الثاني: أهداف عملية التقييم
16	المبحث الثاني: القيمة السوقية للسهم و مؤشرات تقييم الأداء
16	المطلب الأول: مفاهيم و اساسيات حول القيمة السوقية للسهم
16	الفرع الأول: مفهوم القيمة السوقية للسهم
16	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم
17	الفرع الثالث: محددات القيمة السوقية للسهم
17	المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء
17	1. مؤشرات المدى القصير
17	أ- نسبة القيمة السوقية الى العائد Price / Earning Ratio و مضاعف العائد Multiple Earning
18	ب- عائد السهم الواحد Earning Per Sare
18	ت- معدل العائد على الأصول ROA
19	ث- الدخل المتبقي
19	ج- مردودية الأموال أو العائد على الحقوق ROE
19	ح- مؤشر العائد على الاستثمار ROI
21	2. مؤشرات المدى البعيد
22	المطلب الثالث : المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء
22	أ- مؤشر القيمة النقدية المضافة
22	ب- نموذج شهرة المحل
22	ت- نسبة Q لجيمس توبان

23	ث- العائد الاجمالي على قيمة دفترية TBR والعائد الاجمالي للاسهم TSR
23	ج- نموذج القيمة السوقية المضافة MVA
23	ح- معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA
25	خلاصة الفصل
26	الفصل الثاني: الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم
27	تمهيد
28	المبحث الأول : عرض الدراسات السابقة
28	المطلب الأول: أطروحات الماستر
32	المطلب الثاني : مقالات
36	المبحث الثاني: تقييم الدراسات السابقة
36	المطلب الاول : ملخص الدراسات السابقة
41	المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية
42	خلاصة الفصل
43	الفصل الثالث: اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم دراسة المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان (2016-2018)
44	تمهيد
45	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة الميدانية
45	المطلب الأول : مجتمع و متغيرات الدراسة
45	الفرع الأول : اختيار مجتمع و عينة الدراسة
45	نظرة عامة حول بورصة عمان للأوراق المالية
46	الفرع الثاني : متغيرات الدراسة
47	المطلب الثاني : مصادر البيانات و الأدوات الاحصائية المعتمدة في الدراسة
47	الفرع الأول : مصادر بيانات الدراسة



47	الفرع الثاني : الأساليب و الأدوات الاحصائية المعتمدة
48	المبحث الثاني: نتائج الدراسة و مناقشتها
48	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
48	1. تحليل الارتباط
49	2. اختبار لاغرانج LM
49	3. اختبار هوسمان
50	4. اختبار جودة التوفيق
51	5. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم
52	6. اختبار المعنوية الكلية للنموذج
53	المطلب الثاني : تحليل النتائج
54	خلاصة الفصل
55	الخاتمة العامة
XIV	قائمة المراجع
XVII	الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول
33	الجدول رقم (1) الدراسات السابقة
45	الجدول رقم (2) نتائج الارتباط بين المتغيرات
46	الجدول رقم (3) نتائج اجتناب لاغرانج
47	الجدول رقم (4) نتائج اختبار هوسمان
48	الجدول رقم (5) نتائج نموذج الاثار الثابتة

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل
7	الشكل رقم (1): تطور مفهوم الأداء (Françoise Giroud et autres)
8	الشكل رقم (2): الإطار العام لنظام تميز الأداء وفقا لمعيار Baldrige
9	الشكل رقم (3): عملية تقييم الأداء في المنشأة "Chavalier et autres"

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق
XIV	الملحق رقم 1 : مؤسسات عينة الدراسة
XV	الملحق رقم 2 : نتائج اختبار لاغرانج
XVI	الملحق رقم 3 : نتائج اختبار هوسمان
XVII	الملحق رقم 4 : نتائج نموذج الاثار الثابتة

## قائمة الاختصارات و الرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار
نسبة القيمة السوقية الى العائد	Price to Earnings Ratio	<b>PER</b>
عائد السهم الواحد	Earning Per Share	<b>EPS</b>
العائد على الأصول	Return On Assets	<b>ROA</b>
العائد على الحقوق	Return On Equity	<b>ROE</b>
مؤشر العائد على الاستثمار	Return On Investment	<b>ROI</b>
القيمة الحالية للتدفقات النقدية	Net Present Value	<b>NPV</b>
مؤشر القيمة النقدية المضافة	Cash Value Added	<b>CVA</b>
العائد الاجمالي على قيمة دفترية	Total Business Return	<b>TBR</b>
العائد الاجمالي للاسهم	Total Shareholder Return	<b>TSR</b>
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	<b>MVA</b>
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	<b>EVA</b>

# المقدمة العامة

### تمهيد:

يعتمد النجاح الفعلي للشركات على تحقيق أهدافها ، خاصة في ظل التغيرات السريعة المتتالية في البيئة المحيطة، نتيجة لذلك اهتمت إدارة الشركات مؤخرًا بهدف مهم وهو خلق قيمة للمساهمين بدلاً من التركيز فقط على تحقيق الربحية فمن أجل تعظيم قيمة الأسهم و الرفع من قيمة العائد على السهم وضمان البقاء في السوق وجلب المستثمرين، يجب دائماً تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في البورصة ومدى قدرتها على توليد أعلى عائد ممكن، إذ تعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات التي تسمح لها بالحصول على معلومات مفيدة تساعدها على اتخاذ القرار الصحيح في الوقت المناسب. ومع ذلك ارتبكت الشركات من كثرة و تطور هذه المؤشرات.

بعد الاعتماد على طرق خصم التدفقات النقدية لتقييم أداء المؤسسة، تطورت الى استخدام الأساليب المحاسبية التقليدية المستخدمة في تقييم وضع المؤسسة والتي تعتمد على الأرباح المحاسبية مثل العائد على الاصول و ربحية السهم الواحد، ومع ذلك تم انتقاد هذه الأساليب عدة مرات لأنها تعتمد على التقديرات و تتأثر أيضاً بالطرق المحاسبية المستخدمة، وهناك إجماع عام تقريباً على ضرورة إعادة النظر في الأساليب التقليدية من أجل التغلب على أوجه القصور وهناك حاجة ملحة لتوفير أدوات أكثر دقة، هذا ما دفع الباحثين والجهات المهتمة إلى إيجاد بديل لهذه الأساليب، وأدى ذلك إلى ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي اكتسب شعبية كمؤشر لقياس الأداء ولقدرته على اكتشاف التغيرات في قيمة المؤسسة ونشرح عواندها فقد تم اعتباره مقياساً حقيقياً لأداء المؤسسة.

كما تعتبر بورصة عمان من أكثر الأسواق المالية العربية نشاطا التي تضم عددا كبيرا من المؤسسات المختلفة في مختلف القطاعات، حيث تولي أهمية كبيرة لأداء المؤسسات التي تنتمي إليها لأنها تعكس الأداء العام للسوق.

### الإشكالية :

تبحث الشركات مع ظهور سوق الأوراق المالية عن أدوات ومؤشرات التي تكون بمثابة مرآة عاكسة لأدائها ، وبالتوازي مع تطوير أهداف العمل من هدف تحقيق الأرباح إلى هدف النمو والبقاء والاستمرارية وهو ما يعرف مؤخرًا بإحداث القيمة، حيث تطورت المؤشرات المالية بالتوازي لتحقيق هذه الأهداف، لذلك تأتي هذه الدراسة كحالة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية محاولة لمعرفة أي المؤشرات أكثر تفسيراً و تأثيراً على القيمة السوقية للأسهم وعلى هذا الأساس فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول الدراسة الاجابة عليه يمكن صياغته على النحو الاتي :

هل لمؤشرات الأداء المالي أثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ؟

ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة هذه الإشكالية إلى الأسئلة الجزئية أدناه :

- هل هناك علاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء ؟
- هل هناك علاقة بين عوائد الأسهم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ؟
- ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم ؟

## المقدمة العامة

### الفرضيات :

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفروض التالية :

- هناك العديد من مؤشرات تقييم الأداء التقليدية والحديثة التي تؤثر في القيمة السوقية للأسهم.
- نعم هناك علاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء.
- نعم هناك علاقة بين عوائد الأسهم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

### مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار موضوع الدراسة في جملة من الأسباب نذكر منها:

- تحديد المؤشرات التي ستساعد بشكل كبير في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة.
- حداثة الموضوع فيما يخص دراسة الأداء المالي في الشركات عن طريق المؤشرات.
- الاهتمام بالأسواق المالية والرغبة في دراسة التحليل والأداء المالي.
- الأهمية التي يحملها الموضوع خاصة للمستثمرين والمسيرين الماليين.

### اهداف البحث و أهميته :

#### 1. أهداف البحث:

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم للعثور على المؤشر الأكثر صلة وشرحاً لعوائد الأسهم ومعرفة أن المؤشرات هي وسيلة الوصول الأساسية الجديدة إلى المقاييس المالية و انها تلعب دوراً مهماً لحملة الأسهم غي تحسين وتحقيق الانسجام بين مصالح حملة الأسهم.

#### 2. أهمية البحث:

تكمن أهمية هذه الدراسة في دور الأداء المالي الجيد في استمرارية الشركة وتطويرها بحيث يظهر لنا نقاط القوة والضعف في الشركة ، وبالطبع لا يمكن تحقيق ذلك إلا من خلال استخدام المؤشرات المالية التي تحدد بدقة مستوى الأداء المعبر عنه في عوائد الأسهم. و لهذا السبب فإن أهمية هذه الدراسة توضح نجاح استخدام مؤشرات الأداء المالي الحديثة المستمدة من القيمة الاقتصادية المضافة في شرح عوائد الأسهم مقابل مؤشرات الأداء المالي التقليدية على بورصة عمان

### حدود البحث:

- الحدود المكانية: أجريت الدراسة على عينة مكونة من 30 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، تم توزيعها على مختلف القطاعات.
- الحدود الزمانية: أجريت الدراسة خلال فترة ثلاث سنوات من سنة 2016 إلى 2018.

### منهج البحث والأدوات المستخدمة:

تم اختيار المنهج الوصفي لوصف وتحليل بيانات الدراسة سواء نظرياً أو عملياً باستخدام بعض الإحصائيات الخاصة بوضع البورصة. و من بين الأدوات المنهجية المستخدمة، تم استخدام طريقة دراسة الحالة أيضاً لقياس تأثير عوائد الأسهم بمؤشرات الأداء المالي.



## المقدمة العامة

تم جمع المعطيات والمعلومات الخاصة بعوائد الأسهم ومؤشرات الأداء بالاعتماد على تقارير بورصة عمان، ومن أجل عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية يتم استخدام بعض العلاقات الرياضية وذلك بالاستعانة ببعض البرامج المعلوماتية المتخصصة (Excel 2010 , Eviews 9) .

### صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي واجهت الباحثين أثناء اعداد هذه الدراسة ما يلي:

- صعوبة الحصول على بعض المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة في بورصة عمان
- صعوبة نقل المعلومات وتلخيصها خاصة المعلومات الخاصة بحساب القيمة الاقتصادية المضافة
- صعوبة التعامل مع البرنامج الإحصائي Eviews 9 .
- ظهور وباء الكورونا المستجد مما ادى الى صعوبة الحصول على المعلومات و الارشادات.

# الفصل الأول: الاطار النظري

### تمهيد:

قد دفعت التغييرات في المجال الاقتصادي والمالي المؤسسات الاقتصادية إلى البحث عن طرق وأساليب تمكنها من الاستمرار وتحقيق مستوى مقبول من الأداء بجميع أنواعه ، وخاصة من حيث الأداء المالي ، ولتحقيق مستوى مقبول من الأداء تحاول العديد من المؤسسات الاعتماد على المؤشرات التي تسمح لها بالحصول على معلومات مفيدة تساعدها على اختيار القرار الصحيح وفي الوقت المناسب ، لكن تنوع هذه المؤشرات وتطويرها أربك المؤسسات.

و على هذا تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

**المبحث الأول :** تناول شرح معمق للأداء المالي و عملية تقييم الأداء المالي و المعلومات الضرورية لهذه العملية في هذا الفصل و كذلك التطرق الى أهدافه و أهميته.

**المبحث الثاني :** تم التطرق الى مفاهيم و اساسيات حول القيمة السوقية للسهم و الى المؤشرات التقليدية و الحديثة لتقييم الأداء المالي.

### المبحث الأول: الاطار المفاهيمي لتقييم الأداء المالي

يعمل تقييم الأداء في المؤسسة على إيجاد الفجوات وسدها كما يعتمد تقييم الأداء المالي على معرفة المستوى المالي داخل المؤسسة أو وضعها المالي ويهدف إلى معرفة نشاط المؤسسة ومدى قدرتها وقدراتها على تحويل المدخلات إلى مخرجات بالجودة والنوعية المطلوبتين و تبيان مدى نجاحها في تطوير كفاءتها على مر السنين.

### المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي و قواعده الأساسية

#### الفرع الأول: الأداء و تقييم الأداء

##### 1. تعريف الأداء:

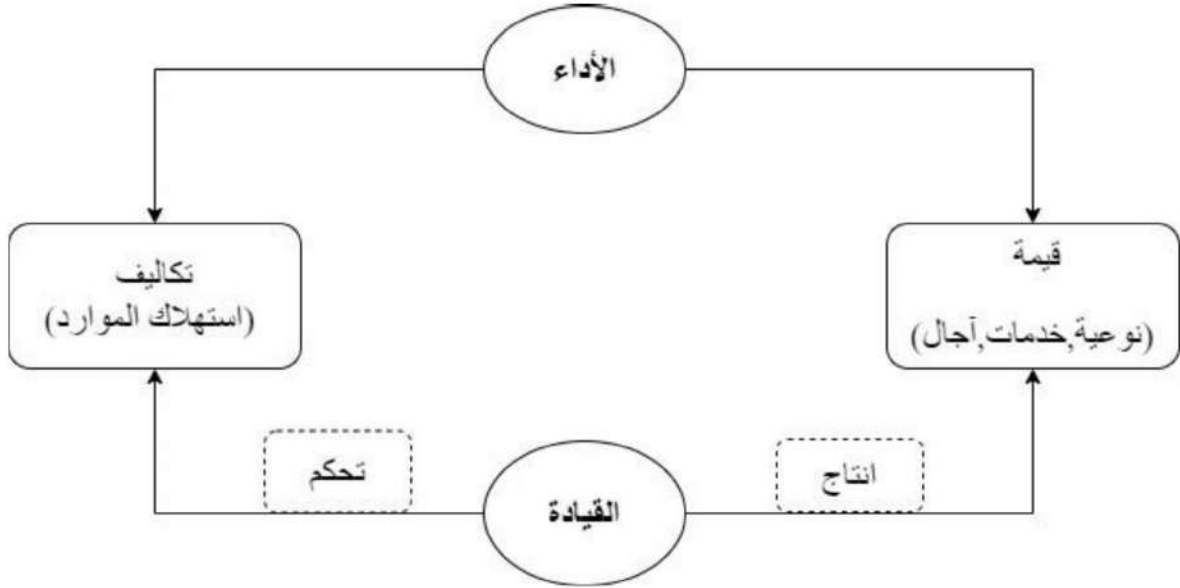
تبحث الوظيفة المالية عن أساس منهجي متين للتقييم الأكثر فعالية وكفاءة لاستخدام الأموال في المؤسسة من أجل تحقيق الأهداف المالية على المدى الطويل من خلال المعلومات المناسبة وطريقة التحليل العملي عند إنشاء المؤشرات.

مفهوم الاداء واسع ويعكس طريقة المؤسسة لاستثمار مواردها المتاحة وفقاً للمعايير والاعتبارات المتعلقة بأهدافها ، من أجل ضمان فعاليتها وكفاءتها من أجل ضمان بقائها. و تكمن أهمية الأداء في حقيقة أنه يعكس قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج مقبولة لتلبية احتياجات المجموعات الرئيسية في المنظمة كمثل مدى النجاح في إنجاز مهمة أو تحقيق هدف يتفوق وبعبارة أخرى انه يمثل النتيجة النهائية التي تريد المؤسسة تحقيقها. لذا فإن الأداء هو نتيجة جميع العمليات التي تقوم بها المؤسسة ، وأي خطأ في أي من هذه المهام يجب أن يؤثر سلباً على الأداء.

كما يقصد بالأداء "المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام الى تحقيقها" (شدوي معمر سعاد 2009، 103)

يتم تلخيص مفهوم الأداء في أنه قام بالأمر الصحيحة بالطريقة الصحيحة، لأنه لا يشمل البعد الاقتصادي فحسب، بل يمتد أيضاً إلى البعد الاجتماعي والتنظيمي، لذلك فهو بهذه الطريقة مفهوم شامل من حيث الأبعاد والذي يمكن للشركة أن تتطور فيه باستمرار حتى تتمكن من تطوير أدائها باستمرار، حيث ينبغي عليها أن تعتمد على نظام تقييم أداء متكامل. (أ.د/ الشيخ الداوي 2010، 226)

الشكل رقم (1) تطور مفهوم الأداء



المصدر: أ.د/ الشيخ الداوي، (2010). تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 07، ص 226.

وبناء على ذلك، فإن الأداء المالي هو تشخيص السلامة المالية للمؤسسة من أجل التعرف على مدى قدرتها على خلق القيمة ومواجهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات وجدول حساب النتائج والجدول المرفقة. ومع ذلك ، لا معنى له إذا لم تؤخذ الظروف الاقتصادية في الاعتبار وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الاداء من خلال فحص العوائد الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح.

و عليه فإن الأداء المالي يسلط الضوء على:

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية.
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة.
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في نجاح السياسة المالية و تحقيق فوائض من الأرباح.
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.

## 2. تعريف تقييم الأداء:

عند تقييم الأداء ، يتم استخدام البيانات المتاحة حول جوانب نشاط المؤسسة لإظهار وحدات التنفيذ الفعلية والانحرافات عن الخطط الموضوعة مع قياس النتائج ، و تحديد المشاكل والعقبات وتقييم الأنشطة داخل المؤسسة باستخدام البيانات الفعلية تتم مقارنة البيانات المخططة والبيانات السابقة ، أي العملية ، وتقييم الأداء هو عملية لرصد الأداء من أجل تقييم فعالية ونجاح موضوع الأداء ، بغض النظر عما إذا كان عنصراً واحداً أو أكثر.

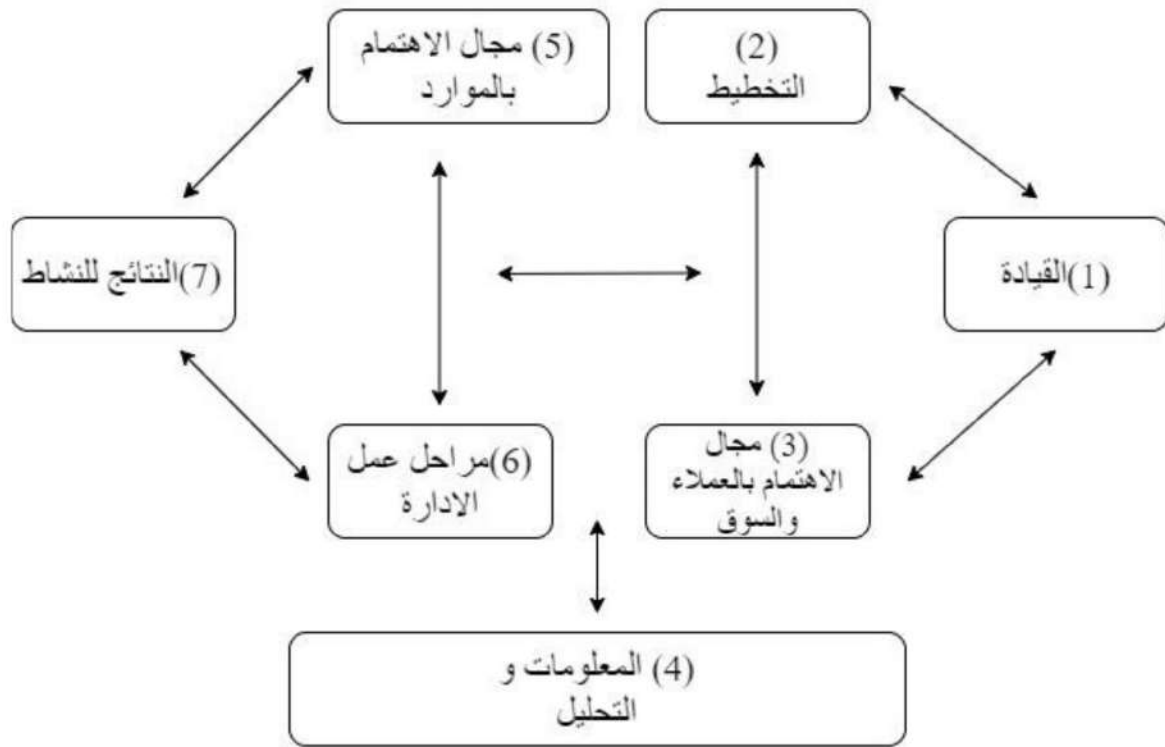
يهدف تقييم الأداء الاقتصادي على مستوى الإنتاج والوحدة الصناعية إلى معرفة مدى تحقيق الأهداف المحددة لهذه الوحدة الصناعية وكيفية استخدام الموارد وحساب الفوائد والتكاليف. وقد أثر ذلك على المشروع نفسه وتأثيره على استراتيجية الاقتصاد القومي. (بن مالك عمار 2011، 90).

## الإطار النظري

تهتم كل مؤسسة تقريبًا بتقييم الأداء، ويتم ذلك باستخدام طرق معينة لتحديد الكفاءة المالية للمؤسسة وتحديد جوانب تطوير الأداء. يوفر تقييم الأداء معلومات عن مستوى الأداء وهو أساس عملية التخطيط كمعلومات ناتجة، ويوفر تقييم الأداء مؤشرات حول كفاءة عمل المؤسسة ومعرفة متطلباتها المستقبلية.

أصبح الاتجاه نحو تقييم الأداء المؤسسي بعدًا جديدًا، يشمل أداء العناصر المكونة داخل وخارج الشركة في ضوء الترابط بين المدخلات والمخرجات واجراءات العمل. وبالتالي، فإن ما تم وصفه بأنه إطار عام لنظام العمل يحدد هذه العلاقات بين أطراف المنظمة داخليًا وبين المؤسسة والبيئة المحيطة بها خارجيًا هو ما قدمه نموذج Baldrige و الموضح في الشكل التالي (محمد محمود يوسف 2005، 99):

**الشكل رقم (2) الإطار العام لنظام تميز الأداء وفقا لمعيار Baldrige**



المصدر: محمد محمود يوسف، البعد الاستراتيجي لتقييم الأداء المتوازن 2005، ص99.

و يتضح من هذا النموذج أن عملية التقييم للأداء لمخرجات الأنشطة تستند الى تقسيم مجالات الأداء للنشاط الى أربعة محاور أساسية هي:

- نتائج الأداء المرتبطة بالعملاء.
- نتائج الأداء المرتبطة بالجوانب المالية و التسويقية.
- نتائج الأداء الخاصة بالموارد البشرية للمؤسسة.
- نتائج أداء مستويات الكفاءة و الفعالية للمؤسسة بما تتضمنه من تميز الأداء لعمليات التشغيل و التوريد ومدخلات النشاط.

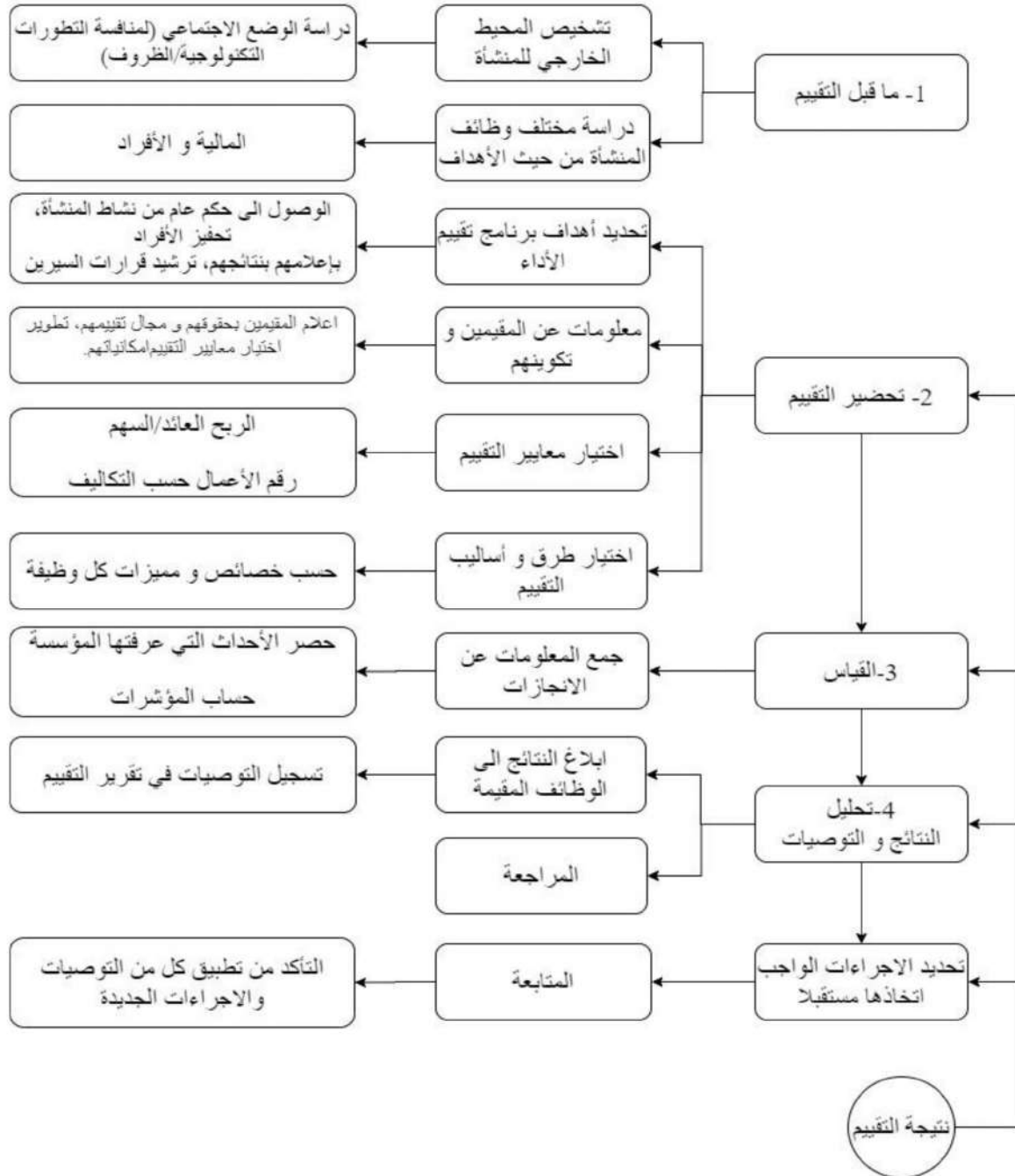
## الاطار النظري

- لقد تضمنت أوراق العمل الصادرة من برنامج Baldrige للجودة مجموعة المؤشرات للاسترشاد بعملية قياس مستوى الأداء و المرتبطة بكل حالة على حدة. و يعتبر هذا البرنامج من المحاولات الجادة و الحديثة في قياس الأداء المؤسسي للمؤسسة بشكل يدخل في تحليلية العديد من العوامل و المؤشرات لقياس هذا الأداء في كل من الأجل القصير و الجانب الاستراتيجي أيضا.

يعتبر تقييم الأداء بمثابة جميع العمليات و الدراسات التي تهدف إلى تحديد درجة العلاقة التي تربط الموارد المتاحة وكفاءة استخدامها من قبل الوحدة الاقتصادية ، مع فحص تطور العلاقة المعنية بمرور الوقت عن طريق إجراء المقارنات بين الهدف والأهداف المحققة بناءً على المقاييس والمعايير.

حسب أسلوب المؤشرات فان عملية تقييم الأداء في المؤسسة تمر بأربع مراحل تبدأ بتشخيص المؤسسة أو ما قبل التقييم ثم تحضير التقييم ، فعملية القياس و أخيرا تحليل النتائج من أجل الوصول الى حكم عام حول أداء المؤسسة، و لتوضيح هذه المراحل لدينا الشكل التالي:

الشكل رقم (3): عملية تقييم الأداء في المنشأة "Chavalier et autres"



المصدر: عبد الملوك مزهودة، الأداء بين الكفاءة و الفاعلية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، 2001، ص97.



## الاطار النظري

- و من المفاهيم السابقة الذكر نستنتج أن تقييم الأداء يشمل على:
- الحصول على أفضل عائد و دفع حركة التنمية الاقتصادية نحو الأمام.
  - تنفيذ الأهداف المسطرة بأعلى درجة من الكفاية.
  - التأكد من أن الاستخدام الأفضل و العقلاني للموارد المتاحة.
  - المساهمة في اتخاذ القرارات التصحيحية.

### الفرع الثاني: القواعد الأساسية لتقييم الأداء المالي

تستند عملية تقييم الأداء على عدة قواعد نذكر منها التالي (توفيق سميح محمد الاغوات 2015، 42):

#### 1. تحديد الأهداف:

إجراء تقييم لأداء مؤسسة اقتصادية يجب أن يحدد الأهداف التي تريد تحقيقها ويجب تحديدها بوضوح ودقة باستخدام الأرقام والنسب والأوصاف المناسبة كالربحية و القيمة المضافة المطلوب تحقيقها و حجم و نوع السلع و الخدمات التي تنتجها فالمؤسسة الاقتصادية لا يتوقف دورها على هدفها العام لنشاطها بل يجب ان تتوسع لتشمل جميع الأهداف و التي يمكن تصنيفها الى اهداف قصيرة المدى و طويلة المدى و اهداف فرعية و أخرى رئيسية و يجب الإشارة الى ضرورة ان تكون هذه الأهداف واضحة و مفهومة و معروفة للعاملين و لكل ذي شأن بنشاط المؤسسة.

#### 2. وضع خطة الإنتاجية :

بمجرد تحديد الأهداف يجب وضع خطة لتحقيق الأهداف المسطرة، وتوضيح الموارد المالية والبشرية المتاحة ومصادرها، وشرائها، والأساليب التي تستخدمها الإدارة، واستخدام هذه الموارد، ونوع الإنتاج والتسويق والتكنولوجيا والأساليب المستخدمة لإعداد القوى العاملة على أنها خطط داعمة للخطة العامة، يجب أن تكون خطة العمل سواء على مستوى الوحدة أو هياكلها المختلفة متسقة مع الهيكل التنظيمي والأهداف المحددة.

#### 3. تحديد مراكز المسؤولية :

مراكز المسؤولية هي جميع الوحدات التنظيمية المسؤولة عن القيام بوظيفة معينة والتي تتمتع بصلاحيات اتخاذ القرارات التي تدير جزءاً من عمل المعهد الاقتصادي وتحديد النتائج التي سيحققها. على هذا الأساس، يجب تحديد مسؤولية كل مركز من مراحل عملية الإنتاج مسبقاً لتحديد مستوى الأداء وعودة الانحرافات التي حدثت أثناء عملية التنفيذ، سواء في المركز أو في عدة مراكز.

#### 4. تحديد معايير الأداء:

يتطلب تنفيذ عملية تقييم الأداء وضع معايير، وهي مجموعة من المقاييس والنسب والأساسيات التي تقيس أداء المؤسسة. وقد فرض ذلك الحاجة إلى المراقبة والتقييم المباشر لتوسيع الأنشطة إلى وجود مثل هذه المعايير بعد أن كان هناك عدد قليل فقط يمكن للإدارة العليا اتباعه. العمل المنجز فيها، ولكن أصبح من الضروري حالياً للإدارة العليا تقسيم المسؤوليات والسلطات بين الإدارات والسلطات عبر الإدارات إلى الفروع والإدارات.

## الاطار النظري

### المطلب الثاني : مراحل تقييم الأداء المالي و العوامل المؤثرة عليه

#### الفرع الأول: المراحل التي تمر عليها عملية تقييم الأداء

- تمر عملية تقييم الأداء بمراحل عدة نلخصها كالآتي (توفيق سميح محمد الاغوات 2015، 41) :
1. الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية حيث أن خطوات الأداء المالي هي اعداد الموازنات و القوائم المالية و التقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة.
  2. احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية و السيولة و النشاط و الرفع المالي و التوزيعات، و تتم بإعداد و اختيار الأدوات المالية التي ستستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
  3. دراسة و تقييم النسب، و بعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات و الفروقات و مواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء الشركات التي تعمل في نفس القطاع.
  4. وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية تقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق و أثرها على الشركات للتعامل معها و معالجتها.

#### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة (حكيمه وطار 2013، 58)

تواجه المؤسسة عدة مشاكل وصعوبات خلال عملها يمكن أن تعوقها عن أداء مهامها. ونتيجة لذلك ، يبحث المستثمرون عن أسباب هذه المشاكل ويحلونها ويتخذون قرارات تصحيحية بشأنها. الهدف من هذا التقييم للأداء المالي للمعهد هو تشخيص الوضع المالي للمعهد. لمعرفة أهم العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة نجد :

#### 1. العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة:

و هي تلك العوامل التي تؤثر على أداء المؤسسة و من أهم هذه العوامل نجد :

- عدم وضوح درجة العلاقات التنظيمية بين الأفراد و الإدارات و الأقسام.
- درجة المركزية و حجم المؤسسة.
- درجة وضوح الأهداف الأساسية للمؤسسة.
- مدى توفر موارد مالية و بشرية للمؤسسة.
- عدم وجود نظام معلوماتي داخل المؤسسة يفيد متخذي القرارات بشكل جيد.

#### 2. العوامل الخارجية المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة :

تواجه المؤسسة عدداً من التغيرات الخارجية التي لا تستطيع إدارة المؤسسة من خلالها التحكم في أدائها المالي. ومع ذلك يمكن توقع النتائج المستقبلية لهذه التطورات و محاولة وضع خطط لمواجهةها وتقليل التأثير و تشمل هذه العوامل :

- التغيرات العلمية و التكنولوجية المؤثرة على نوعية الخدمات.
- القوانين و التعليمات التي تطب على المؤسسات من طرف الدولة و قوانين السوق.
- السياسات المالية و الاقتصادية للدولة.

## الاطار النظري

### المطلب الثالث: أهمية تقييم الأداء و أهدافه

#### الفرع الأول: أهمية تقييم الأداء (عامر عائشة 2013)

تعتبر عملية تقييم الأداء ذات أهمية كبيرة ، خاصة عند استخدامها في القطاع العام أو الخاص ، لأنها بديل للتحفيز الذاتي الذي يحفز الأنشطة الخاصة ويساعد الإدارة على تحقيق أهدافها ، حيث أن عملية تقييم الأداء هي أحد المكونات الرئيسية التي اعتمادًا على الأداء الفعلي لكل نشاط للمؤسسة ، بالإضافة إلى الأداء العام مع مؤشرات ومقاييس معينة لتحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة وتحديد المسؤول عن هذه الانحرافات من أجل تقييم كفاءة العمل ، سواء على مستوى القطاع الداخلي أو على مستوى المؤسسة بأكملها.

يتأثر تقييم الأداء بمختلف جوانب النشاط ويعكس نتائجه، حيث أن تقييم الأداء هو أحد العمليات الإدارية الهامة و تبرز أهمية تقييم الأداء فيما يلي:

1. على مستوى المؤسسة ، يؤدي تقييم الأداء إلى دراسة ميدانية شاملة للوحدات الاقتصادية لتحديد عمليات الإنتاج الأخرى والعلاقات بين مراحل الإنتاج المختلفة وخصائص النشاط الاقتصادي الذي تقوم به الوحدة الاقتصادية ، فضلاً عن تأثيرها على إدارتها ودراسة اقتصاد البرامج لتحديد العمالة ويتم تحديد أثارها على الإنتاج بعوامل الإنتاج على مستويات التوظيف المختلفة التي يتم تحديدها استعدادًا للتدابير العلاجية اللازمة لتجنب الأداء الضعيف ومواصلة نجاح الوحدة الاقتصادية في المستقبل.
2. الغرض من تقييم الأداء هو التأكد من وجود تنسيق بين أنشطة الوحدات الاقتصادية الممثلة في الإنتاج والتسويق والتمويل والأفراد وما إلى ذلك من أجل تحقيق وفورات اقتصادية وتجنب الخسائر الاقتصادية والهدر المالي.
3. على المستوى الفردي ، يخلق تقييم الأداء جواً من الثقة والأخلاق من خلال تأكيد الأساس العلمي لتقييم وتحسين مستوى العمال ، واستثمار طاقاتهم المحتملة ، واستخدام طموحاتهم لخفض تكلفة العمل الإنساني والمسارات ابحت عن تطوير وتشجيع التنمية الذاتية والتمكين من خلال خلق اعتقاد كامل بأن الجهود تُبذل لتحقيق الأهداف، وستكون المنظمة جزءاً من عملية التقييم.
4. على مستوى التسويق، يتم تقييم الأداء بطريقة يتم فيها التحقق من حجم المبيعات بشكل مريح ، وأن يكون ولاء العملاء أو نموهم منافسين للمبتدئين. وينتج ذلك عن كفاءة التسويق ، سواء من الناحية التشغيلية أو من حيث السعر ، لأن كفاءة التسويق هي مقياس لقوة الشركة واستدامة اقتصادها.
5. على المستوى المالي ، تم تصميم تقييم الأداء لضمان السيولة والربحية فيما يتعلق بقرارات الاستثمار والتمويل ، بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بالخسائر المرتبطة بالجهود المبذولة لتعظيم القيمة الحالية للمؤسسة ، حيث أن هدف الإدارة المالية هو زيادة القيمة الحالية للمنظمة و الحفاظ على السيولة للحماية من مخاطر الإفلاس والتصفية وعائد الاستثمار معقول.

تكمن أهمية مراقبة الأداء في حقيقة أن أداء المؤسسة يتم تقييمه مسبقاً مقابل أهداف ومعايير معينة من أجل اتخاذ القرارات المناسبة لضمان أن الأداء يلبي الأهداف المخططة.

هذه العملية ، التي يتم من خلالها تحليل السياسات باستخدام عدد من الإجراءات والوسائل المناسبة لتحديد الاختلافات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح ورصد قضايا الأداء الإيجابي من أجل تحقيق المراقبة وتحسين كفاءة وفعالية المنظمة.

تساعد مراجعة الأداء الإدارة على إدارة المراكز المسؤولة التي تحتاج إلى مزيد من المراقبة وتساعد المديرين على اتخاذ القرارات التي تحقق الأهداف من خلال توجيه أنشطتهم إلى المجالات التي يتم قياسها والتحكم فيها ، ولا يمكنها العثور على مؤسسة يمكنهم أداء أنشطتهم بسلاسة طوال حياتهم. ما يدفع عملاء المؤسسة إلى معرفة سبب هذه الصعوبات ، وهذا هو بالضبط هدف التقييم.

## الاطار النظري

### الفرع الثاني: أهداف عملية التقييم:

تستهدف عملية تقييم الأداء تحقيق ما يلي (توفيق سميح محمد الاغوات 2015، 41):

- معرفة درجة إتمام مؤسسة الأعمال للوظائف المسندة إليها مقارنة بالوظائف المدرجة في خطتها.
- التعرف على نقاط الضعف في نشاط المؤسسة الاقتصادية، وإجراء تحليل شامل و بيان مسيرتها بهدف وضع الحلول اللازمة لها و تصحيحها.
- تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في مؤسسة الأعمال عن أوجه القصور ونقاط الضعف في النشاط من خلال قياس إنتاجية كل مرحلة من مراحل عملية الإنتاج وتحديد أدائها إيجابًا وسلبًا ، مما يؤدي إلى التنافس بين الأقسام في زيادة مستوى الأداء للوحدات.
- تحديد كفاءة الاستخدام الرشيد للموارد المتاحة وتحقيق عوائد أعلى بتكاليف أقل وجودة أقل.
- تحقيق تقييم أداء شامل على المستوى الاقتصادي بناءً على نتائج تقييم الأداء، بدءًا بالمشروع، ثم الصناعة، ثم القطاع حتى التقييم الكامل.
- تصحيح الميزانيات وتحديد مؤشرات بطريقتة توفق بين الطموح والمهارات المتاحة ، مع نتائج تقييم الأداء التي توفر أساسًا كبيرًا للمعلومات لإنشاء مبادئ توجيهية وخطط علمية بعيدة عن الحالة المزاجية والتقدير غير الواقعية.
- توفير تصور عام للإدارة العليا فيما يتعلق بأداء الأنشطة المختلفة في الاقتصاد ، وهذا يمكنهم من إجراء تقييم شامل يساعد على تحسين الإدارة الاقتصادية للأفضل.
- تمكين المشرفين من أداء عملهم باستخدام معلومات من تقييم الأداء حتى يتمكنوا من مراجعة أنشطة المؤسسة بكفاءة عالية وتحقيق الأهداف المطلوبة، مع تقارير الأداء التي توفر أفضل المعلومات التي يمكن استخدامها لتتبع وتطوير الاحتياجات الإدارية والاقتصادية يمكن تمويل المؤسسات الاقتصادية المختلفة.

### المبحث الثاني: القيمة السوقية للسهم و مؤشرات تقييم الأداء

#### المطلب الأول: مفاهيم و اساسيات حول القيمة السوقية للسهم

##### الفرع الأول: مفهوم القيمة السوقية للسهم (بن قرينة حليلة 2016):

القيمة السوقية هي قيمة السهم في البورصة التي يمكن أن تتجاوز أو تقل عن القيمة الاسمية وتعتبر أساس المضاربة في سوق رأس المال. نظرًا لأنه مؤشر قرارات البيع والشراء ، تعد القيمة السوقية مؤشرًا مهمًا لتقييم المعهد. وهو يعكس ما يتم كسبه من مكاسب أو خسائر وقدرته على النمو. كل هذه عوامل تؤدي ، عند تحقيقها ، إلى زيادة القيمة السوقية للسهم وزيادة الطلب عليه ، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

وهو أيضًا السعر الذي يتم فيه تداول رأس المال في البورصة ، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل الاقتصادية التي تحدد السعر ، مثل شروط العرض والطلب في سوق السلع وفي سوق المال ، بالإضافة إلى ربحية الشركة في التأثير مقارنة بالشركات الأخرى تعتبر القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم هي القيمة الأكثر أهمية من وجهة نظر المستثمر ، لأنها تعكس بشكل عام القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية ، والتي تحدد العوامل الاقتصادية المحيطة ، وتصبح هذه القيمة السوقية معتمدة بشكل كبير على معدل الربح الذي تدفعه الشركة على أسهم رأس المال ويؤثر المدى على الدورية والانتظام. وكلما ارتفعت هذه المعدلات ، ارتفعت القيمة السوقية للسهم.

##### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم (أمجد إبراهيم البراجنة 2009):

- هي العوامل التي يكون لها انعكاس ملموس و واضح على الأسهم وقيمتها المتداولة في السوق:
- القيمة الدفترية للسهم، لأنه غالبًا ما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم وقيمتيه السوقية، أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم لا ترتبط بشكل موثوق بالزيادة في قيمتها السوقية، كما هو موضح في بعض الدراسات.
- حالة الاقتصاد ، أي الوضع الاقتصادي العام المتمثل بحالة النشاط الاقتصادي مؤشرها هو الدخل القومي والدخل الناتج عن ذلك ، حيث يعزى التوسع الاقتصادي والانتعاش المرتبط بالنمو الاقتصادي ، مما يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأسهم العادية وبالتالي زيادة في قيمتها السوقية ، بينما ينخفض الركود والانحدار الاقتصادي النشاط الاقتصادي ، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم العادية وقيمتها في السوق وبالتالي ينخفض.
- التوقعات بشأن مستقبل الشركة واستناداً إلى موقعها ، إذا كانت متفائلة بشأن الشركة ، بناءً على قوة مركزها المالي ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أعلى في المستقبل إذا زاد ذلك من القيمة السوقية للسهم العادي في حين أن المركز المالي للشركة ضعيف ونشاطها منخفض وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر في وقت لاحق. تنخفض القيمة السوقية للسهم العادي.
- حالة العرض والطلب على الأسهم في السوق ، والتي تشير إلى مجموع العوامل المذكورة أعلاه ، مما قد يؤدي إلى زيادة الطلب على العرض وزيادة في القيمة السوقية للأسهم العادية.
- توزيعات الأرباح على الشركة في نهاية كل عام، ويتم ذلك في حالة ما إذا تم الحصول عليها وهي نتيجة للأرباح التي تحققها الشركة من أنشطتها ونجاحها في عملها.
- توزيعات الأرباح على الأسهم العادية، خاصة إذا كان ذلك بسبب ضعف نشاط الشركة وال فشل في تحقيق أرباح لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للأسهم العادية، ونتيجة لذلك تنخفض القيمة.

## الاطار النظري

الفرع الثالث: محددات القيمة السوقية للسهم (لطرش سميرة 2010):

لا يمكننا الحديث عن القيمة السوقية للورقة دون الرجوع إلى معدل العائد أو سعر الخصم ، ويتضح لنا ذلك من النماذج المختلفة المستخدمة لتحديد القيمة الحالية للورقة ، حيث أن النموذج لا يخلو تقريبًا من معدل العائد أو في بيان أكثر صحة أنه لا يمكننا في الأصل تحديد قيمة الورقة المالية دون تحديد العائد ، والأخير يرتبط ارتباطًا وثيقًا بالمخاطر التي تنشأ عن الاستثمار في الورقة المالية ، حيث إن عودة الأوراق المالية بنفس تاريخ الاستحقاق يختلف حسب المخاطر. كلما زادت المخاطر المرتبطة بالأمن ، زاد العائد على هذا الأصل. وعليه يعتبر العائد المتوقع و المخاطر العاملين الأساسيين في اتخاذ أي قرار استثماري، هذا وان كان من الصعب تحديد العائد المتوقع بدقة، إلا أنه يمكن وضع مجموعة من الاحتمالات لهذا العائد.

### المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء

لها مزايا عديدة، بما في ذلك حقيقة أنها تتوافق مع مبادئ المحاسبة وسهلة الاستخدام. يُستخدم هذا النوع من التحليل في البيانات المالية التي يتم وضعها بمرور الوقت أو مقارنتها بالمنافسين لإنتاج مقاييس وتحليلها بناءً على المعلومات الواردة في هذه القوائم، إذا أمكن بناء مقاييس متعددة مثل الربحية، الكفاءة وغيرها.

يعتقد عدد من الباحثين أنه من الصعب الاعتماد على هذا النموذج عند تقييم أداء المؤسسة من منظور تعظيم ازدهار الملاك. السوق المالية كمؤشر للأداء المحاسبي ، مثل العائد على الاستثمار والعائد على الأرباح وتقاسم الربح للسهم ، لا ترتبط بأسعار الأسهم في السوق المالية ، ولا توجد فروق بين الأرقام المحاسبية الواردة في المؤشرات المالية والقيم السوقية لهذه الأرقام وهذه الاختلافات تتمثل فيما يلي:

- تمثل الأرقام المحاسبية نظرة خلفية فيما تمثل القيم السوقية نظرة أمامية.
- ان القيم المحاسبية لا تعكس بشكل كامل القيم السوقية كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين المخاطرة و العائد، فالأرقام المحاسبية التي تأتي من القوائم المالية تعكس الطرق المحاسبية المبنية على الأساس النقدي

بصورة عامة يمكن التفرقة بين نوعين من المؤشرات التقليدية و ذلك حسب مدى الاستخدام حيث هناك:

1. مؤشرات المدى القصير (أ. بريكة السعيد و أ. مسعي سمير 2009، 13): نذكر منها ما يلي:

- أ- نسبة القيمة السوقية الى العائد **Price / Earning Ratio** و مضاعف العائد **Multiple Earning** :  
هو أحد المعايير الأساسية للتقييم المشترك للأسهم والسوق ، حيث يوضح متوسط مضاعف جميع حصص السوق مدى تطابق سعر السهم مع عوائده مقارنة بالأسواق العالمية، و تحسب هذه النسبة كالتالي:

$$PER = \frac{\text{قيمة سعر السهم العادي في السوق}}{\text{العائد الصافي للسهم الواحد}}$$

و تحسب أيضا بالعلاقة التالية:

$$PER = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم العادية المكتتبه بها}}{\text{صافي الأرباح بعد الضريبة}}$$

تكون العوائد السنوية في جميع الحالات تحت الدفع و كتحليل لمؤشر نسبة القيمة السوقية للسهم الى العائد فان تطويره يبين هدم أو خلق قيمة للسهم مع أنها غير صالحة الا للمؤسسات من نفس القطاع فمعرفة سعر السهم في السوق المالي يعتبر معطى غير كافي ، ذلك لأنه يمكن أن نجد سهمًا في السوق سعره مرتفع و مع ذلك الطلب عليه

## الاطار النظري

أكبر من سهم آخر أقل سعرا، و عليه يجب تحديد العلاقة بين سعر السهم و ربحيته، أي تحويل الأسهم الى وحدات عامة و مشتركة و الهدف من تحويل الأسهم الى وحدات عامة هو تسهيل المقارنة بين أسهم المؤسسات أي تحديد تكلفة شراء كل دينار من أرباح المؤسسة المعنية.

ب- **عائد السهم الواحد Earning Per Share** : و يطلق عليه أيضا نسبة العائد الصافي لكل سهم و تعطى علاقته كما يلي:

$$EPS = \frac{\text{العوائد المحققة من المؤسسة}}{\text{عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال}}$$

$$\text{عائد السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم العادية المكتتب بها}}$$

و لعائد السهم الواحد أهمية في :

- التمويل: أي رفع رأس المال الخاص بالمؤسسة الاقتصادية.
- أداة دفع: اما بتبادل القيم Offeres Publiques D'echanges أو لتحقيق الزيادة بالتقسيم على الأسهم المكونة لرأس المال.

و تمكن هذه النسبة المساهمين من معرفة ما اذا كانت المؤسسة قادرة على توليد دخل اضافي أو لا و مع ذلك لا تعتبر نسبة عائد السهم الواحد ذات أهمية كبيرة في قياس العوائد بدقة و لهذين المؤشرين مساوئ تمثلت في :

- لا تهتمان بتكلفة أموال الاستثمار.
- لا يمكن الاعتماد عليهما كأداتين استراتيجيتين لأنهما لا يصلحان الا في المدى القصير.

ت- **معدل العائد على الأصول ROA** (حسنية صيفي و نوال بن عمارة 2015): وهو مؤشر يقيس فعالية

- استخدام المؤسسة لأصولها لتوليد الأرباح. يُنظر إلى هذه النسبة كمؤشر على ربحية المؤسسة فيما يتعلق بمجموع أصولها و تقيس كفاءة الأداء في استخدام الأصول لتوليد الأرباح. يتم حسابه بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على إجمالي الأصول أو الموجودات. يتم تحديد مؤشر العائد على الاستثمار من خلال مؤشرين:
- الهامش الذي يعكس كفاءة المؤسسة في إدارة و مراقبة التكاليف.
  - يسمى استخدام الأصول استخدام الأصول، مما يشير إلى الاستخدام الأفضل للأصول و يحسب بالعلاقة:

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

وأصبح هذا المؤشر أكثر أهمية لعدة أسباب (هواري السويسي 2010، 57) ، أهمها:

- يأخذ في الاعتبار الأداء العام للمؤسسة ، و يعتبر أداة تؤدي إلى توافق أهداف المنظمة و أهداف الفرد.
- يوفر معلومات حول عائد الاستثمار لمؤسسة.
- يسمح بمقارنة مراكز المسؤولية مع بعضها البعض داخل المنظمة و بين المؤسسة و المؤسسات المنافسة.

## الاطار النظري

**ث- الدخل المتبقي** (حمزة و ابراهيم 2014، 44): ظهر مفهوم الدخل المتبقي في الستينيات وتم التعبير عنه بالفارق بين قيمة صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة ومتوسط تكلفة رأس المال المستثمر في المؤسسة. على عكس مفهوم الأرباح الدفترية، حيث لا يؤخذ صافي الربح في الاعتبار إلا بعد خصم تكلفة الموارد المقترضة والفائدة، يأخذ الدخل المتبقي في الاعتبار التكلفة الإجمالية لمصادر التمويل، بغض النظر عما إذا كانت مملوكة أو مقترضة. ونتيجة لذلك، يعتمد هذا النموذج على مبدأ أنه لا يمكن النظر في أي مشروع يقدم قيمة مضافة للمالكين ما لم يكن الربح المحقق أكبر من تكلفة رأس المال المستخدم لتحقيق هذا الربح. بمعنى آخر، ليس الهدف هو زيادة العائد على رأس المال، ولكن تحقيق ربح يغطي تكلفة رأس المال العامل. ومع ذلك، فإن الانتقاد الرئيسي لهذا التدبير هو اعتماده على الربح التشغيلي، الذي ينتج عن إغلاق حسابه، الذي تم ذكره سابقاً، بأن الربح التشغيلي لا يعكس الواقع الفعلي للشركة ضمن موجوداتها ومتطلباتها. ومن أهم وأشهر نماذج مدخل الدخل المتبقي نموذج Ohlson، وهو نموذج محاسبي لتقييم الأسهم يعتمد على الأرباح وحقوق الملكية، حيث يربط الأرباح المحققة بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية بالقيمة الحقيقية للأسهم.

**ج- مردودية الأموال أو العائد على الحقوق ROE** (مشعل جهز المطيري 2011، 28): وهي نسبة تقوم بقياس عائد الأموال الخاصة المستخدمة و تربط بين النتيجة الصافية للاستغلال و مبلغ الأموال الخاصة أي:

$$ROE = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الاموال الخاصة}}$$

و يمكن تفصيل هذه العلاقة كما يلي:

$$ROE = \frac{\text{العائد على الأصول}}{\text{معامل الرفع المالي}} = \frac{\text{الموجودات}}{\text{حقوق الملكية}} \times \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الموجودات}}$$

و تعطي نسبة العائد على حقوق الملكية للمستثمرين و لمسيري المؤسسة و البنك على الخصوص معلومات حول قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح للمساهمين هذه النسبة تجمع بين نسبة العائد على الموجودات و نسبة الرفع المالي، فالأولى تسمح بقياس كفاءة المؤسسة و الثانية تبين حجم أموال الغير كنسبة الى الأموال الخاصة، بما أن عائد الموجودات في البنك اقل بكثير من مثيله في المؤسسات الاقتصادية الاخرى لذلك فالبنك مرغم على استخدام الرفع المالي لتحقيق عائد معقول و نسبة العائد على حقوق الملكية تسمح ب:

- مقارنة العائد المنتظر مع الأخطار الممكنة.
- قياس مردودية الأموال الخاصة للمستثمرين و المساهمين .

**ح- مؤشر العائد على الاستثمار ROI** (هوارى السويسي 2010، 56): يعتبر من المؤشرات الأساسية المستعملة لقياس أداء المؤسسات الصناعية، و يقدم هذا المؤشر في شكل نسبة محاسبية، باعتبار أنه يتم الحصول على مكوناته من الكشوف المحاسبية، ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة و النتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلال معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة و تحسب في شكل النتيجة الصافية / رأس المال، يسمح تحليل هذه النسبة بمعرفة ثلاث تأثيرات أساسية ملخصة ضمنها وهي تسيير الهوامش، تسيير الأصول خاصة معرفة معدل دوران الأصول المتداولة و أخيراً الأثر الخاص بالمبيعات المرتبطة بالسوق. لقد استعمل هذا المؤشر في الاصل لغرض رفع فعالية المديرين بالمؤسسات، و بالأخص المهندسين منهم الذين نجدهم لا يمارسون التسيير إلا في الميدان، و نجدهم لا تملكون شهادة من معهد أو جامعة في مجال التسيير، كما يستعمل هذا المؤشر في الحالة التي يتم فيها الاعتماد على اللامركزية في



## الاطار النظري

التسيير من خلال ما يعرف بتسيير الأنشطة عن طريق الأقسام، حيث يتم التقسيم على أساس المنتجات، المسارات، الأسواق و الزبائن، إذ نجده من بين الأدوات المستعملة لرفع أداء مسؤولي الوحدات الذين يتم دفعهم و تشجيعهم لتطوير اتخاذ القرارات اللامركزية على مستوى وحداتهم، حيث يصبح المؤشر مقياساً لأداء مديري الوحدات و الأقسام و الوسيلة التي يتم من خلالها تقييم أدائهم من طرف الإدارة العليا. إن ما جعل هذا المؤشر يحوز على أهمية في تلك الفترة و صالحاً للاستعمال، نتج عن ثلاثة أسباب رئيسية هي:

- يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمنشأة الاستثمارات الجديدة.
- أخذه في الحسبان للأداء الكلي للمؤسسة، يضاف إلى ذلك اعتباره أداة تؤدي لتوافق و اتساق أهداف المنظمة و أهداف الأفراد.
- يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة و بين المؤسسة و المؤسسات المنافسة لها أو بين فرص استثمارية أخرى.

يتضح مما سبق أن هذا المؤشر يمكن من حساب الأداء العام للمؤسسة ومن ثم يقدم صورة عامة عنه لتحديد الشركة من حيث الأداء بين العمليات في نفس القطاع أو بين الفرص الاستثمارية الأخرى ، حيث أن هذا المؤشر هو تقييم إن أداء المديرين الذين عملوا في السنوات القليلة الماضية وفعالية تكلفة الأصول التي تتجاوز فترة الإنجاز للسنة تحدد أنه يتم حسابها و تقييمها لمدة عام واحد. لذلك، يعتبر هذا غير عادل للعديد من الاستثمارات التي تتجاوز العام الاستثمارات ذات العائد والانتهاج لا تتجاوز سنة واحدة.

إذا نظرت إلى هذا المؤشر ، يمكنك قياس أداء المديرين المسؤولين في مراكز المسؤولية للمؤسسة سيعملون على اتخاذ القرارات من خلال اتخاذ القرارات الصحيحة والمستنيرة ، ثم تحسين أداء الأشخاص الممثلين لتعظيم اهتماماتهم وتحسين أدائهم بما يتماشى مع أهداف المؤسسة. ويقدم المؤشر أيضاً أهدافاً مهمة معلومات حول فاعلية المؤسسة الجديدة لتحقيق آثارها. يتم حساب العائد المتوقع لعرضه عند حيازته أو استخدامه كرأس مال (هوارى السويسي 2010، 57).

بالرغم من المزايا السابقة الذكر التي جعلت هذا المؤشر يحظى باستعمال واسع، نجد انه يطرح عدة مشاكل و سلبيات يمكن أن تحد من مزاياه و ذلك لسببين رئيسيين هما:

- القدرة على إنشاء طرق لحساب قاعدة الاستثمار، مثل استخدام التكلفة التاريخية أو القيمة السوقية لمعدل خطأ فعال من حيث التكلفة يضعف العلاقة بين ربحية الأعمال و ربحية الممتلكات.
- البساطة الكبيرة و السطحية لهذا المؤشر كأداة قياس للقرارات المتعلقة بالاستثمارات. أحد انتقادات بعض العلماء حول هذا المؤشر هو أن كفاءة التكلفة ليست الهدف الوحيد الذي يسعى إليه طرف يبدأ منظوره. الأهداف التجارية هي أحد الأهداف الرئيسية التي تريد المؤسسة تحقيقها من ناحية ، ومن ناحية أخرى ، نجد أن القياس السنوي للربحية يجبر المديرين على تفضيل المشاريع ذات الصرف الفوري ، أي مع فترة تعافي قصيرة عندما تكون القيمة الصافية لـ يتم استخدام الأصول أو الاستثمار بسرعة عند استخدام قيمة الأصول ، وعبارة أخرى أن التضارب هو عام واحد ، وبالتالي يعتبر غير عادل للعديد من الاستثمارات ومعظم العائدات هي أيضاً في فترة تتجاوز العام بعض وجدت الاستثمارات أن فترة أطول من إكمالها تتجاوز عامًا واحدًا باستخدام هذا المؤشر لقياس أداء المديرين.

## الاطار النظري

**1- مؤشرات المدى البعيد:** و هي تتمثل في مؤشر وحيد و هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية، و هو يُنظر إليه على أنه طريقة متقدمة مقارنة بالمؤشرات الأخرى التي تأخذ في الاعتبار جميع التدفقات النقدية على مدى عمرها الإنتاجي وتستخدم خصمًا على القيمة الحالية للنقود. القيمة المتوقعة أكبر من أو تساوي رأس المال المستثمر ، وإذا كانت القيمة الحالية المتوقعة للتدفقات النقدية والقيمة المتوقعة أكبر من أو تساوي رأس المال المستثمر وإذا كانت القيمة الحالية المتوقعة للتدفقات النقدية أكبر من رأس المال المستثمر ، فإن القيمة الحالية إيجابية ، ولكن إذا القيمة الحالية القيمة النقدية سلبية للتدفقات النقدية المتوقعة التي تكون أقل من رأس المال المستثمر.

و يطلق على هذا المؤشر أيضا القيمة الحالية الصافية Net Present Value و الذي يهتم بالتدفقات النقدية كما يهتم بتكلفة رأس المال فالاهتمام بالتكلفة ننظر اليه كعلاقة مع العوائد المحققة للمستثمر و المساهم بصفة خاصة.

### المطلب الثالث : المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء (عامر عائشة 2013، 50)

توفر معلومات مباشرة حول كيفية مساعدة الشركة في تعظيم وخلق قيمة لثروة الملاك ، بالنظر إلى أن الدخول الاقتصادي يعتمد على فرضية أساسية للنظرية المالية بأن المستثمر العقلاني يمتلك أسهم مؤسسة حيث ترغب في الاستثمار ، ويتم تقييمها بناءً على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن الحصول عليها من السهم وبالتالي فإن هذه التدابير تهدف بشكل مباشر إلى إحداث تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق من أجل تعظيم الثروة وخلق القيمة للوصول لذلك ، تكمن أهمية هذا النهج في القيم طويلة الأجل بدلاً من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل من أشهر المؤشرات في العالم ، والتي تشغلها المؤسسات الإنتاجية على الأقل. وكذلك الخدمة وكذلك المالية.

#### أ- مؤشر القيمة النقدية المضافة: (Cash Value Added)

يطلق عليه بالتدفق النقدي المتبقي هو عبارة عن التدفق النقدي الصافي بعد طرح تكلفة رأس المال من أجل ذلك نقوم بحساب تدفقات النقدية المعدلة تدفق النقدي أكثر دقة فإنه يمكن إجراء المزيد من تعديلات منها تعديلات تتعلق بالتدفقات البحث و التطوير فإذا حصلنا على قيمة موجبة معنى ذلك انه تم خلق القيمة الإضافية للملاك.

#### ب- نموذج شهرة المحل:

هي تعبير عن قيمة معنوية للمؤسسة وهي كالتالي:

$$\text{القيمة السوقية للأسهم} = \text{قيمة الثروة (أصول الصافية للمؤسسة)} + \text{شهرة المحل}$$

بمعنى آخر حتى تتمكن من تقدير شهرة المحل كقيمة إضافية تحسن من القيمة السوقية تحسم من القيمة السوقية الاصول الصافية اي:

$$\text{شهرة المحل} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{قيمة الأصول الصافية}$$

حيث يسمح الفرق بين قيمة المؤسسة في السوق وقيمة أصولها الصافية بمعرفة ما إذا كان للمؤسسة قيمة إضافية عند تقييمها ام لا وهناك حالتين :

- المرادوية اكبر من قيمة الاصول يعني المؤسسة حققت قيمة اضافية.
- قيمة المرادوية اصغر من قيمة الأصول يعني المؤسسة هدمت قيمة .

مجملة تغيرات التي تطرا على المؤسسة تنعكس في السوق المالية قيمة معنوية فاذا كانت ايجابية يطلق عليها goodwill اما اذا كانت سلبية فيطلق عليها badwill وهاته الحالتان نتائج لعوامل عدة منها :

- نوعية التسيير.
- علاقة المؤسسة بالبيئة الاقتصادية.
- شكل تنظيم المؤسسة الاقتصادية .

#### ت- نسبة Q لجيمس توبان :

من بين المؤشرات التي تهتم مباشرة بالقيمة السوقية وتقارنها مع القيمة المحاسبية لإبراز خلق القيمة التي تكون في السوق او التي تتحقق في السوق باستعمال نسبة Q لجيمس توبان تعطي العلاقة التالية :

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة}$$

$$\text{قيمة استبدال الاصول}$$

### ث- العائد الاجمالي على قيمة دفترية TBR والعائد الاجمالي للاسهام TSR :

هما مؤشران يستخدمان معا حيث اول يستخدم لتقييم الداخل الذاتي والثاني لتحديد تقييم خلق القيمة من جهة خارجية ومقارنة العائد على القيمة الدفترية مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال يعطينا فارق يحدد ما اذا استطاع المؤسسة خلق القيمة او لا والعائد الاجمالي للاسهام TSR يقيس ويوضح ما إذ تستطيع المؤسسة المسعرة في البورصة تحقيقه للمساهمين في فترة معلومة بالتالي فان القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم الزائد المتوقعة من توزيعات خاصة او الارباح والقيمة المضافة خارج المبيعات، يسمح TSR كمعدل عائد داخلي بمعرفة معدل المرودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة و له سلبيات ومن بينها :

- لا يقسم الوقت ولا يجرئه.
- هذه الطريقة تتركز على التوفر معلومات دقيقة في السوق والسوق دائما محفوف بالمخاطر.

### ج- نموذج القيمة السوقية المضافة MVA :

القيمة السوقية المضافة (MVA) هي معيار الذي سوقته شركة Stern & Stewart كمعيار لتقييم اداء المالي في المؤسسة ويقصد بها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس مال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين و بهذه الصورة تحليلية فان القيمة السوقية المضافة من وجهة نظر الشركة المسوقة تعد فائقة وشاملة في قياس وخلق الثروة كما انها المقياس للفعالية التشغيلية في المؤسسات وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود الى النجاح المؤسسة وفعاليتها وباعتبار معيار القيمة السوقية المضافة تقيما لآداء الخارجي هذا يعني انه لا يعكس فقط ثروة حملة الاسهم بل يعكس ايضا تقييم السوق المالي لصادفي القيمة الحالية للمؤسسة ككل، يمكن القول ان القيمة السوقية المضافة MVA تعد بمثابة مقياس الجوهرية هام يلخص اداء اداري للمؤسسة حيث يوضح مدى نجاحها في توزيع وادارة الاستثمار لمواردها المحددة من اجل تعظيم ثروة الملاك بمعنى اخر هي مقياس النهائي للقيمة التي تولدها او تهدرها من المؤسسة القيمة السوقية المضافة تعرض كيفية قيام السوق المالي في تقييم اداء المؤسسة من خلال مقارنة بين قيمة سوقية للقروض والقيمة السوقية لحق الملكية مع رأس مال مستثمر.

### ح- معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA (شنين عبد النور و زرقون محمد 2017، 245) :

يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مقياس مركب لمؤشرات الأداء المالي، تختلف قياسات القيمة الاقتصادية المضافة بين العائد على رأس المال المستثمر وتكاليفه، حيث تشير القيمة الاقتصادية المضافة الإيجابية إلى أن أنشطة منظمة الأعمال ولدت قيمة مضافة لأصحاب المصلحة خلال فترة القياس. ركزت المصالح والحقوق وكذلك أصحاب المصلحة في هذا المنشور فقط على المساهمين ومالكي الأموال. كما يوفر إنشاء القيمة الاقتصادية لمؤسسة الأعمال معلومات مفيدة حول قيمة ممارسة الأعمال التجارية لمعظم مقاييس الأداء مثل الربح المحاسبي والعائد على رأس المال ولا ينبغي اعتباره طريقة بديلة لإدارة المؤسسات.

وبالتالي، يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها القيمة المضافة التي تولدها الشركة برأس مالها أثناء ممارسة نشاطها، أي كأرباح اقتصادية بعد دفع تكلفة رأس المال. كما تسمح بتحديد الربح المتبقي بعد خصم تكلفة رأس المال عن طريق قياس مدى إنشاء الأعمال أو تدميرها للقيمة على مدار دورة، كما تأخذ في الاعتبار تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة. وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة الاقتصادية المضافة كالتالي :

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة - (كلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

وفقاً للمعادلة السابقة، من أجل حساب القيمة الاقتصادية، يجب إجراء تعديلات على قيمة صافي أرباح التشغيل بعد الضريبة ورأس المال المستثمر.

## الاطار النظري

بشكل عام، يُنظر إلى القيمة الاقتصادية على أنها مؤشر لقياس الأداء وهي في نفس الوقت طريقة إدارة وكذلك طريقة تحفيزية ، لذلك نجد أنها تقيس أداء مديري الشركات قبل المساهمين. يصبح هذا وسيلة لتحفيز المديرين على بذل الجهود لتحسين أدائهم ، ويصبح الأمر أكثر أهمية عندما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز كوسيلة تحفيزية وطريقة إدارة ، فإنه يجسد قدرته على الترشيد القرارات التي يتخذها المديرون حيث يمكن استخدامها لتقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية وتحديد أهداف الأداء التسييري.

### خلاصة الفصل :

في هذا الفصل، كان التركيز على الأدب النظري، تحديد الأداء المالي وقواعده الأساسية ومراحله والعوامل المؤثرة فيه وأهدافه وأهميته في المبحث الأول، ثم ناقشنا مفاهيم وأساسيات القيمة السوقية للسهم بالإضافة إلى بعض المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي في المبحث الثاني.

و من خلال هذا الفصل توصلنا الى النتائج التالية :

- إن عملية تقييم الأداء المالي جزء أساسي وخطوة مهمة تمكننا من معرفة وتشخيص الوضع المالي للمؤسسة.
- تحدد القيمة السوقية للسهم القيمة الحقيقية للسهم وبالتالي تعكس الحالة الحقيقية للسوق.
- إن المؤشرات التقليدية للتقييم المالي سهلة الاستخدام ولا توجد علاقة مؤكدة بين هذه المؤشرات وتقييم الأداء في السوق المالية.
- تقدر مؤشرات التقييم المالي الحديثة أسهم الشركة بناءً على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكنها تحقيقها.

# الفصل الثاني: الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### تمهيد :

بعد استعراضنا في الفصل الأول المفاهيم النظرية حول تقييم الأداء المالي و كذلك القيمة السوقية للسهم و مؤشرات تقييم الأداء سنحاول من خلال هذا الفصل إلقاء نظرة تحليلية حول الدراسات التي تناولت علاقة مؤشرات الأداء المالي بالقيمة السوقية ، منها دراسات أجريت في البيئة العربية وأخرى في البيئة الأجنبية ثم سنقوم بتلخيص هذه الدراسات في جدول .

و من أجل ذلك تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول : عرض الدراسات السابقة**

**المبحث الثاني : ملخص الدراسات السابقة**



# الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة

هناك من الدراسات ما تناول بعض عناصر الموضوع بشكل جزئي، حيث سيتم في هذا المطلب عرض بعض الدراسات العربية والاجنبية التي قمنا بترتيبها ترتيبا زمنيا تصاعديا و حسب نوع الدراسة (أطروحات الماجستير ثم مقالات).

### المطلب الأول: مذكرات الماجستير

سننظر من خلال هذا المطلب إلى بعض الدراسات السابقة الخاصة بمذكرات الماجستير المرتبة ترتيبا زمنيا تصاعديا، ذات الصلة بموضوع البحث.

#### 1. دراسة نور والسبتي (2003) مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية:

هدفت الدراسة الى تقييم وتحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم في السوق من خلال قياس العلاقة بين المتغيرات التقليدية للربحية واسعار الاسهم، وعمل تحليل مقارنة بين مؤشرات الاداء التقليدية والقيم الاقتصادية المضافة ، و قد تم تطبيق الدراسة على بيانات القوائم المالية لـ (7) مؤسسات من القطاع الصناعي في البورصة الأردنية وذلك خلال الفترة من عام 1997 حتى عام 2001.

النتائج التي توصلت اليها الدراسة هو عدم وجود اثر معنوي يمكن قياسه احصائيا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الى اسعار الاسهم كما لا يوجد تأثير معنوي لمؤشر العائد على الاستثمار والعائد على المبيعات على اسعار الاسهم السوقية بينما يوجد علاقة معنوية بين مؤشر العائد على راس المال واسعار الاسهم السوقية.

#### 2. دراسة سمير محمد حسين الرواشدة (2006) العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء بعوائد الأسهم في الأردن:

هدفت هذه الدراسة الى اختبار مدى العلاقة بين مقاييس الاداء التقليدية وهي العائد على الاصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، وحصصة السهم من الارباح (EPS)، والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية (CFO)، وعوائد الاسهم حيث تم اختبار عينة شملت 47 مؤسسة صناعية اردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان المالية (1998-2004)، و قد هدفت هذه الدراسة الى اختبار مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وعوائد الاسهم وذلك من اجل الوصول للهدف الاساسي لهذه الدراسة الا وهو مقارنة مدى علاقة كل من مقاييس الاداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بعوائد الاسهم واختبار مدى مساهمة كل من هذه المقاييس في تفسير الاختلافات في عوائد الاسهم.

خلصت نتائج هذه الدراسة الى ان كل من مقاييس الاداء التقليدية و القيمة المضافة على علاقة بعوائد الاسهم و كلاهما يقدم تفسير للاختلافات في عوائد الاسهم و لكن التقليدية هي الاكثر ارتباطا و الاكثر تفسيريا لعوائد الاسهم.

#### 3. دراسة محمد و محمد عبد اللطيف سعيد (2006) استخدام اساليب تقويم الاداء المالي الحديثة في تقويم اداء المصارف :

تهدف هذه الدراسة الى ايجاد أساليب تقويم الأداء المالي بديلة لمؤشرات الاداء المالية التقليدية كونها لا تعطي نتائج صحيحة ومؤكدة يمكن الاعتماد عليها حيث تطرح هذه الدراسة مؤشرات الأداء المالي الحديثة كبديل لها . وبالتالي فان النموذج المقترح المشتق من أساليب قياس الأداء الحديثة هو النموذج الأفضل لتقويم الأداء المالي ، وقد تم إثبات صحة هذه الفروض باستخدام برنامج SPSS للتحليل الإحصائي. بينما مناهج البحث هي المنهج الاستنباطي

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

لوضع الفروض والمنهج الاستقرائي لاختبار مدي صحة الفروض والمنهج التاريخي لتتبع الدراسات السابقة والمنهج الوصفي باستخدام أسلوب دراسة الحالة وقد تم اختيار بنك امدرمان الوطني كنموذج في الفترة 2001-2005.

تم التوصل الى ان الحصول على نتائج مؤكدة حول أداء المؤسسة يكون بالاعتماد على نموذج مشتق من أساليب تقويم الأداء المالي الحديثة ، وان النتائج التي يتم التحصيل عليها عن تقويم الأداء المالي للمؤسسة باستخدام اساليب تقويم الأداء المالي التقليدية تكون نتائج غير مؤكدة ولا يمكن الاعتماد عليها . أما أهم التوصيات هي إدخال أساليب تقويم الأداء المالي الحديثة ضمن السياسات الاستراتيجية للمؤسسات.

### 4. دراسة الشرقاوي (2006) العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم دراسة عملية لاختبار ادعاءات النظرية:

هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعوائد الاسهم وتحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها، وقد تم اجراء دراسة تطبيقية على بيانات (47) مؤسسة اعمال تمثل المؤسسات الاكثر نشاطا ومسجلة في سوق الاوراق المالية في مصر من عام (2000) الى منتصف عام (2003).

توصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة بين اسعار الاسهم والقيمة الاقتصاد المضافة وان تصميم السياسات الاستثمارية بالاستناد الى المقياس الاقتصادية المضافة لا يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بالمتوسط العوائد المحققة بالسوء وان استخدمت السياسة الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية افضل في تحقيق عوائد غير عادية.

### 5. دراسة قدومي واخرون (2012) ايهما اكثر القدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم ما هي القيمة الاقتصادية المضافة تقييم الاداء التقليدية:

تهدف الدراسة الى معرفة ايهما اكثر قدرة استخدام القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) او المؤشرات التقليدية لتقييم الاداء في تفسير التغير في القيم السوقية للاسهم ومن خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الاداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية للاسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من (40) مؤسسة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2000 - 2009.

النتائج التي توصلت اليها الدراسة هي ان القيم السوقية للاسهم ترتبط بعلاقة قوية بمؤشرات تقييم الاداء التقليدية على ارتباطها بالقيمة الاقتصادية المضافة ، مؤشرات تقييم الاداء التقليدية لها قدرة تفسيرية للتغير الذي يحصل في القيمة السوقية للاسهم اكبر من القيمة الاقتصادية المضافة وانه لا يوجد للقيمة الاقتصادية المضافة اي تأثير على القيم السوقية للاسهم لكن الطرق التقليدية تؤثر فيها.

### 6. دراسة رمضان مريزيق (2014) تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة، دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012):

تسعى هذه الدراسة الى محاولة قياس تأثير نسب الربحية و نسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، معبرا عنها بسعر السهم السوقي و من ثم تحديد أي النسب أعلى تأثيرا بالاعتماد على 18 مؤسسة (2009-2012) .

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

حيث اظهرت النتائج أن خمس نسب هي الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للمؤسسة و هي ربحية السهم، العائد على الاستثمار (ROI)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، معدل دوران الأصول، تدفق خزينة الاستغلال/ خزينة الأصول و بالتالي فان نسب الربحية هي الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة.

7. دراسة رعد خليفوي (2014) العلاقة بين مقاييس الاداء الداخلية و قيمة سوق المضافة للشركة (خليفوي 2014) :

تهدف هذه الدراسة الى دراسة اثر كل من (ROA) و (ROE) على السهم العادي الواحد (EPS) و القيمة السوقية الاقتصادية المضافة (EVA) على القيمة السوقية المضافة (MVA) تمثلت الدراسة في تقييم العلاقة بين مقاييس الاداء الداخلية و (EVA) للشركة و ذلك لعينة من 16 شركة مدرجة في سوق ابوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2007 - 2012 .

توصلت الدراسة الى ان العلاقة بين المتغيرات المستقلة الاربعة و المتغير التابع تختلف من شركة الى اخرى و تختلف القيمة السوقية المضافة لكل شركة مع اختلاف المتغيرات المستقلة الاربعة و بشكل طردي.

8. دراسة شعبان محمد عقيل شعبان لولو (2015) قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم :

هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر اداء حديث و مؤشرات الاداء تقليدية العائد على الأصول (ROA) العائد على حقوق الملكية (ROE) ربحيه السهم الواحد (EPS) من جهة بين القيم السوقية لأسعار في بورصة فلسطين من جهة اخرى، واختبار ايهما اكثر قدره على تفسير التغير في القيم السوقية اسعار الاسهم ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لاختبار تأثير المؤشرات على متوسط اسعار الاسهم السوقية لـ 21 شركة مدرجة في بورصة فلسطين في الفترة الزمنية 2010 - 2014 .

حيث اظهرت النتائج ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير في القيم السوقية لأسعار الاسهم و يتفوق على معدل العائد على حقوق الملكية في ذلك وان مؤشر الربح السهم الواحد يمتلك اعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الاداء ثم يليه معدل العائد على الاصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وان مؤشرات الاداء التقليدية متجمعة تكون افضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الاسهم.

9. دراسة مروى دوح، وردة مسعودي (2017) ، دراسة تطبيقية أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015):

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين (2010-2015)، حيث تكونت العينة من 30 شركة موزعة على عدة قطاعات باستثناء قطاع البنوك والتأمينات، وذلك من خلال استخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي البسيط.

حيث اظهرت النتائج وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية المدروسة وبين عوائد الأسهم، ما عدا المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، كما تفوقت المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، و تم التوصل إلى أن بورصة عمان للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف.

10. دراسة شميمت عمر فاروق، ودود فانزة (2017) ، فعالية التحليل المالي في تقييم الاداء المالي للمؤسسات المصرفية، دراسة حالة لبنك الجزائر الخارجي BEA (2016-2017):

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

الهدف من هذه الدراسة هو تقييم الأداء المالي لبنك الجزائر الخارجي من خلال حساب مجموعة من العناصر المستخدمة في تقييم الأداء المالي للبنك "العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الاصول (ROA)، هامش الربح (PM)، منفعة الأصول (AU)، معدل الرفع المالي (EM)" و كذلك حساب مجموعة معينة من النسب المالية، حيث تم الاعتماد علي المنهج الوصفي التحليلي و تم حصر مجال الدراسة في الفترة الزمنية من 2012 الى 2015.

و كنتيجة تم التوصل الى ان التحليل المالي هو الركيزة الأساسية التي من خلالها تستطيع مختلف المؤسسات على تقييم وضعيتها المالية من أجل بقائها حيث يساعد في معرفة مدى كفاءة و قدرة البنك على جمع الأموال من مصادرها المختلفة بأقل التكاليف و كذلك كفاءته في استغلالها و تسييرها بالصورة التي تضمن تحقيق أرباح، وأن النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي المستخدمة على مستوى المؤسسات المصرفية وذلك لسهولة إعطائها صورة واضحة ودقيقة عن الأداء المالي للبنك.

# الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## المطلب الثاني : مقالات

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى بعض الدراسات السابقة الخاصة بالمقالات مرتبة ترتيباً زمنياً تصاعدياً، ذات الصلة بموضوع البحث.

1. دراسة أمفيد عبد الله الظاهر، أ. سام عبد القادر الفقهاء (2009) ، العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية للفترة ما بين (2004-2008):

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية (ROE)، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. حيث بلغ عدد الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لـ10 مؤسسات في الفترة 2004-2008م.

حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. وظهر ارتباط ضعيف بين العائد على حق الملكية ومعدل دوران الأصول. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما.

2. دراسة ( Seoki lee and Woo Gon Kim ) سنة 2009 بعنوان EVA, Refined EVA, MVA or traditional performance measures for the hospitality industry ?

سعت هذه الدراسة إلى إيجاد مؤشر الأداء المناسب لتقييم القطاع السياحي وذلك من خلال المقارنة بين بعض المقاييس للأداء المالي تمثلت في القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، التدفق الناتج من العمليات التشغيلية العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، وتحديد مدى قدرة كل مؤشر منها على تفسير الاختلاف في العوائد السوقية المعدلة.

أظهرت نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات الأخرى، ورغم أن العديد من الدراسات السابقة أثبتت قدرة هذا المؤشر على تقييم الأداء المالي للمؤسسات إلا أن النتائج المتوصل إليها تظهر أفضلية لمؤشر القيمة الاقتصادية المعدلة والقيمة السوقية المضافة في ذلك.

3. دراسة أ. عمر الفاروق زرقون، د. محمد زرقون (2014)، فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية:

الهدف من هذه الدراسة هو ابراز فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في قياس الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقابل المؤشرات التقليدية أو المحاسبية (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات) وذلك بغية التعرف على أفضل مؤشرات قياس الأداء المالي، وكذا التعرف على مزايا و عيوب كل مؤشر و ما نوع العلاقة التي تربط القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بالمؤشرات التقليدية وبالقيمة السوقية المضافة (MVA) لمجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار العمومية المتخصصة في قطاع المحروقات (ENSP) خلال الفترة 2009-2012 حيث تم استخدام المؤشرات و الاساليب الاحصائية المناسبة للقيام بتحليل البيانات المالية

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

توصلت الدراسة الى ان المؤشرات التقليدية تعكس فقط أداء النتيجة العملياتية أو النتيجة الصافية بانخفاضها يكون الأداء غير مقبول و بارتفاعها يكون جيد ومن أجل تقييم الأداء المالي وفقها يتطلب المقارنة اما مع السنوات السابقة او مع مؤسسات مماثلة في القطاع. كما تم التوصل الى ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أكثر فعالية في تقييم الأداء بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية.

4. دراسة حسنية صيفي، نوال بن عمارة (2015) ، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008-2013) سوق باريس للأوراق المالية:

تسعى هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)، حيث تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC40 والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنة 2008 و 2013. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات Panel Data Analysis عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews.

ولقد أظهرت نتائج الدراسة ان مقياس القيمة السوقية المضافة (MVA) تفوق على باقي مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

5. دراسة شنين عبد النور، زرقون محمد (2015)، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة " دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013):

المراد من هذه الدراسة هو قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر وذلك في الفترة (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 SPSS2.0 و EViews3.1.

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

6. دراسة د. بحري هشام (2017) ، علاقة القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس المحاسبية التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة " دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 في الفترة (2001-2010):

تحاول هذه الدراسة توضيح طبيعة علاقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المقاييس المحاسبية التقليدية مع القيمة السوقية المضافة (MVA) للمنشأة بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، من أجل اختبار الفرضيات الموضوعية للدراسة تم استخدام نموذج الآثار الثابتة لتحليل حزمة البيانات Panel data Analysis خلال الفترة 2001-2010.

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

تشير النتائج إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على المقاييس المحاسبية التقليدية من حيث القوة التفسيرية للقيمة السوقية المضافة (MVA) ، و أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تحتوي على قوة تفسيرية إضافية للقيمة السوقية المضافة (MVA) بالمقارنة مع المقاييس المحاسبية التقليدية.

7. دراسة أد. محمد زرقون، د. نفيسة حجاج، أ. صليحة حجاج (2018) ، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015):

الهدف من هذه الدراسة هو اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي ROA و ROE بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي EVA & MVA في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2013)، وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وكذا اختبار BDS لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف.

حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44.6 %، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30 % لعوائد الأسهم.

8. دراسة سويسي الهواري، حميدة رضاني (2017) ، قياس اداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الاداء الحديثة دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2015) (الهواري و حميدة (2017):

تهدف هذه الدراسة الي قياس مدى قدرة مجمع صيدال على خلق قيمة للمساهمين والأطراف ذات المصالح، وذلك من خلال قياس و تحليل تطور خلق القيمة من قبل مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2015 ، وذلك بالاعتماد على المؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة والمتمثلة في : مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ، مؤشر القيمة السوقية المضافة و نسبة Tobin's Q باستخدام المنهج الوصفي من خلال استخدام دراسة حالة .

تم التوصل من خلال هذه الدراسة الى أن مجمع صيدال قادر على خلق قيمة مضافة لكل الأطراف المعنية وكذلك قدرته على خلق ورسملة قيمة سوقية في البورصة، بالإضافة الى تحقيق نسبة Tobin's Q موجبة أكبر من الواحد خلال كل فترة الدراسة مما يعطي نظرة إيجابية حول الاستثمار لدى مجمع صيدال.

9. دراسة أمينة بوتواتة (2017) ، الاداء المالي لمجمع سوناپراك بالمقارنة بين اساليب التقييم الحديث والتقليدي دراسة قياسية 2012-2015 (بوتواتة (2017):

تهدف هذه الدراسة إلى قياس مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي لشركة سوناپراك بالمقارنة مع باقي المؤشرات التقليدية ممثلة في ROA, ROE, ROI, ROS حيث تم قياس الأداء المالي لهذه المؤسسة باستخدام المؤشرات السابقة الذكر، كما تم تقدير مجموعة من النماذج لقياس الارتباط بينهم وبين القيمة السوقية المضافة خلال الفترة (2012-2015).

توصلت هذه الدراسة إلى أن المؤسسة حققت قيم اقتصادية مضافة موجبة خلال فترة الدراسة ، مما يدل على أنها تتمتع بأداء اقتصادي جيد، كما حققت أيضا قيمة سوقية مضافة موجبة، وهذا يدل على نجاح الإدارة في رفع القيمة السوقية للمؤسسة إضافة لتحقيق عوائد تساعد على زيادة رأس المال المستثمر.

10. دراسة البشير زبيدي (2017) تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مجمع صيدال (2012-2015):

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

ركزت هذه الدراسة على تسليط الضوء على اهمية المؤشرات الحديثة على راسهم القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعد واحدة من الادوات الفعالة لتقييم الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية رغم تعدد المؤشرات التقليدية في مجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015) .

حيث أظهرت النتائج ان مؤشرات الاداء التقليدية قاصرة في امداد المؤسسة بالمعلومات الكافية و لا يمكن الاعتماد عليها و ان القيمة الاقتصادية المضافة تقدم المعلومات الضرورية.

**11. دراسة د.محمد نواف عابد، أ.اياد زملط 2019 ، أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الاداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين (2010-2017):**

تهدف الدراسة إلى معرفة أثر مؤشرات السيولة النقدية المصرفية و مؤشرات الربحية على مؤشرات القيمة السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة (2010-2017)، وتحديد أي المؤشرات الأكثر تأثير حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي التحليلي لاختبارات الفروض.

حيث أظهرت النتائج وجود أثر لمؤشرات الربحية على مؤشرات الأداء السوقية، باستثناء نسبة الاحتياطي النقدي مع كل من Tobin's Q و ( القيمة السوقية ÷ القيمة الدفترية)، بينما كانت العلاقة طردية بين مؤشرات الربحية ومؤشرات الأداء السوقية، باستثناء حجم الشركة، وضعيفة بين مؤشرات السيولة النقدية ومؤشرات الأداء السوقية. وإن تأثير مؤشرات الربحية على مؤشرات الأداء السوقية كانت أكبر من مؤشرات السيولة.



## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### المبحث الثاني: تقييم الدراسات السابقة

يتم في هذا المبحث تقييم الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه الشبه والاختلاف بينها بغية تقييمها.

### المطلب الاول : ملخص الدراسات السابقة

تركز أغلب الدراسات على اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية في تفسير الأداء المالي، إلا أن لكل دراسة متغيرات خاصة بها، كما أنها أجريت في بيئات مختلفة وباستعمال برامج إحصائية مختلفة، وتوضيح أكثر أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة تم تلخيص المقارنة بين الدراسات في جدول يتضمن أهم النتائج المتصلة اليها و النماذج المطبقة في هذه الدراسات، والجدول الموالي يوضح ذلك:

### الجدول رقم (1) الدراسات السابقة

المؤلف و السنة الدراسية	العنوان	مصدر البيانات	النموذج المطبق	النتائج
دراسة نور والسبتي 2003	مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية	بيانات القوائم المالية لـ (7) شركات من القطاع الصناعي في البورصة الأردنية	تحليل الانحدار الخطي البسيط	عدم وجود أثر معنوي للقيمة الاقتصادية المضافة الى اسعار الاسهم
سمير محمد حسين الرواشدة 2006	العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء بعوائد الأسهم في الأردن	التقارير المالية السنوية التي تنشرها الشركات في سوق عمان المالي	تحليل الانحدار الخطي البسيط	مقاييس الاداء التقليدية و القيمة المضافة على علاقة بعوائد الاسهم .
دراسة محمد و محمد عبد اللطيف سعيد 2006	استخدام اساليب تقويم الاداء المالي الحديثة في تقويم اداء المصارف	التقارير المالية للمصارف	استخدام نموذج (SPSS)	اساليب قياس الاداء الحديثة هي الافضل لأنها تعطي نتائج يمكن الاعتماد عليها
الشرقاوي 2006	العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و عوائد الاسهم دراسة عملية لاختبار ادعاءات النظرية	بيانات (47) مؤسسة مسجلة في سوق الاوراق المالية في مصر	مصفوفة الارتباط بالاعتماد على أسلوب التحليل	لا يوجد علاقة بين اسعار الاسهم والقيمة الاقتصادية المضافة
أ.مفيد عبد الله الظاهر، أ. سام عبد القادر الفقهاء 2009	العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين	خمس سنوات لبيانات الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية	تحليل الانحدار المتعدد	هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم			للأوراق المالية	
مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات الأخرى	نماذج الانحدار	القوائم المالية للقطاع السياحي	EVA, Refined EVA, MVA or traditional performance measures for the hospitality industry ?	Seoki lee and Woo Gon Kim 2009
القيم السوقية للأسهم ترتبط بعلاقة قوية بمعايير التقييم الاداء التقليدية على ارتباطها بالقيمة الاقتصادية المضافة	مصفوفة الارتباط	القوائم المالية لـ (40) شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان من 2000 الى 2009	ايهما اكثر القدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم ما هي القيمة الاقتصادية المضافة تقييم الاداء التقليدية	دراسة قديمي واخرون 2012
ربحية السهم هي الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للمؤسسة	تحليل الانحدار الخطي المتعدد، تحليل الانحدار الخطي البسيط	القوائم المالية لـ 18 شركة مدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية	تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة، دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية	رمضان مريزيق 2014
مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أكثر فعالية في تقييم الأداء بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية	نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط	البيانات المالية لمجمع المؤسسة الوطنية الابار	فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية	أ. عمر الفاروق زرقون، د. محمد زرقون 2014
القيمة السوقية المضافة لكل شركة تختلف مع اختلاف المتغيرات المستقلة الاربعة و بشكل طردي	مصفوفة الارتباط	القوائم المالية لـ 16 شركة مدرجة في سوق ابوظبي للأوراق المالية 2007 - 2012	العلاقة بين مقاييس الاداء الداخلية وقيمة سوق المضافة للشركة	دراسة رغد خليفوي 2014
مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير في القيم السوقية لأسعار	نماذج الانحدار الخطي البسيط	القوائم المالية لـ 21 شركة مدرجة في بورصة فلسطين 2010-2014	قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على	دراسة شعبان "محمد عقيل" شعبان لولو 2015

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

الاسم	تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم		
شنين عبد النور، زرقون محمد 2015	دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسجلة في البورصة	القوائم المالية لـ5 شركات في بورصة الجزائر	نماذج الانحدار الخطية والغير خطي، مصفوفة الارتباط، البرامج الإحصائية: EVIEWS3.1 و SPSS2.0 وبين عوائد الأسهم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة
حسنية صيفي، نوال بن عمارة 2015	قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40	البيانات المالية الخاصة بالمؤسسات المدرجة في سوق باريس للأوراق المالية	التحليل المقطعي للبيانات Panel Data Analysis، برنامج التحليل الإحصائي Eviews
مروى دوح، وردة مسعودي 2017	قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تقييم عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان	القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة عمان	وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية المدروسة وبين عوائد الأسهم، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة
سويسي الهواري، حميدة رمضاني 2017	قياس اداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الاداء الحديثة	البيانات المالية لمجمع صيدال	المنهج الوصفي
أمينة بيتواتة 2017	دراسة الاداء المالي لمجمع سوناطراك بالمقارنة بين اساليب التقييم الحديث والتقليدي دراسة قياسية 2015- 2012	البيانات المالية لشركة سوناطراك (SONATRACH)	نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط
البشير زبيدي 2017	تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام	البيانات المالية لمجمع صيدال خلال 2012-2015	الاساليب الاحصائية SPSS لا يمكن الاعتماد على المؤشرات التقليدية بل على القيمة الاقتصادية

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

المضافة			القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مجمع صيدال 2012-2015	
التحليل المالي هو الركيزة الأساسية لتقييم الوضعية المالية و النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي	المنهج الوصفي التحليلي	القوائم المالية لبنك الجزائر الخارجي BEA	فعالية التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسات المصرفية، دراسة حالة لبنك الجزائر الخارجي BEA	شميمت عمر فاروق، ودود فائزة 2017
القيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على المقاييس المحاسبية التقليدية من حيث القوة التفسيرية للقيمة السوقية المضافة	نموذج الآثار الثابتة لتحليل حزمة البيانات Panel data Analysis	القوائم المالية للشركات الإجمالية الناشطة على مستوى بورصة باريس و المدرجة في مؤشر CAC40	علاقة القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس المحاسبية التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة	د. بحري هشام 2017
وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة	نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، اختبار BDS	البيانات المالية الخاصة بـ30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية	دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم	أد. محمد زرقون، د. نفيسة حجاج، أ. صليحة حجاج 2018
وجود أثر لمؤشرات الربحية على مؤشرات الأداء السوقية، باستثناء نسبة الاحتياطي النقدي مع كل من Tobin's Q و ( القيمة السوقية ÷ القيمة الدفترية)	المنهج الاستنباطي التحليلي لاختبارات الفروض	البيانات المالية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين	أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الاداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين	د. محمد نواف عابد، أ. اياد زملط 2019

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الدراسات السابقة.

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

من خلال الجدول رقم (1) يمكن استنتاج بعض النقاط التالية:

- تهدف الدراسات السابقة إلى إيجاد أفضل المؤشرات للأداء المالي التي ترتبط وتفسر أكثر الأداء المالي و اثرها على القيمة السوقية.
- كل دراسة اعتمدت على مؤشر معين يعبر على الأداء المالي فمنها من اختارت المؤشرات الاقتصادية، ومنها من اعتمدت على عوائد الأسهم للتعبير عن الأداء المالي.
- معظم الدراسات السابقة اقتصرت على مؤشر وحيد لتمثيل المؤشرات الحديثة فمنها من اعتمدت على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومنها من اعتمدت على مؤشر القيمة السوقية المضافة.
- جميع الدراسات اعتمدت على الأساليب الإحصائية لاختبار الفرضيات كنماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط و نماذج الارتباط و اساليب التحليل المقطعي للبيانات بالاعتماد على البرامج الاحصائية المساعدة و هي SPSS و Eviews.
- جميع الدراسات اختارت عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك في بيئات اقتصادية مختلفة.

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية

تتشابه هذه الدراسة مع جميع الدراسات في أنها تهدف إلى إيجاد أفضل المؤشرات للأداء المالي التي ترتبط وتفسر أكثر الأداء المالي و اثرها على القيمة السوقية، كل دراسة اعتمدت على مؤشر معين يعبر على الأداء المالي فمنها من اختارت المؤشرات الاقتصادية، ومنها من اعتمدت على عوائد الأسهم للتعبير عن الأداء المالي، أما هذه الدراسة اعتمدت على سعر الاغلاق.

بعض الدراسات اعتمدت على الأساليب الإحصائية "نماذج الارتباط والانحدار البسيط والمتعدد" لاختبار الفرضيات و البعض الاخر اعتمدت فيه على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات ، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية المساعدة وهي برنامج SPSS وبرنامج Eviews وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على برنامج Eviews9 ونماذج بانل .

معظم الدراسات اختارت عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك في بيئات اقتصادية مختلفة و بعض الدراسات اختارت بنك او مؤسسة او مجمع غير مدرج في البورصة، أما هذه الدراسة فقد تمت على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

## الدراسات السابقة حول أثر مؤشرات الاداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### خلاصة الفصل:

تطرقنا من خلال هذا الفصل الى الدراسات السابقة حيث لاحظنا أن معظم الدراسات هدفت الى اثبات ما توصل اليه الباحثون بخصوص فعالية مؤشرات الاداء المالي في قياس الاداء المالي و اثرها على القيمة السوقية للسهم، الا انها اختلفت في النتائج فمنها من توصل الى ان المؤشرات التقليدية لديها اكثر قدرة على تفسير الاداء المالي، و منها من وجدت ان المؤشرات الحديثة هي اكثر قدرة على تفسير الاداء المالي و منها من وجدت الاثنتين.

لذلك سيتم من خلال الفصل الثالث من الدراسة اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم، و ذلك بالإسقاط على المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2016-2018).

**الفصل الثالث: اختبار قدرة تأثير  
مؤشرات الأداء المالي على  
القيمة السوقية للسهم**

**دراسة المؤسسات الصناعية  
المدرجة في بورصة عمان  
(2016-2018)**



## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### تمهيد:

سنحاول من خلال هذا الفصل بعد التطرق في الفصل الأول إلى المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشرات قياسه وكذا التعرف إلى المفاهيم الأساسية للقيمة السوقية، والفصل الثاني الذي تضمن على بعض الدراسات السابقة حول الموضوع، إلى إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي الحديثة و التقليدية على القيمة السوقية للأسهم معبرا عنها بسعر الإغلاق للمؤسسات الصناعية ، على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2016-2018.

و من أجل ذلك تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول:** طرق و أدوات الدراسة

**المبحث الثاني:** تحليل النتائج و مناقشتها

# اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة الميدانية

سنحاول من خلال هذا البحث تحديد الاطار المنهجي للدراسة التطبيقية لهذا الموضوع قصد تنظيم المعلومات من أجل الوصول الى الحقائق و النتائج كما سنتعرف على الطريقة و الادوات المستخدمة في دراستنا.

### المطلب الأول: مجتمع و متغيرات الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق الى مجتمع و عينة الدراسة و الى تحديد متغيراتها و كيفية قياسها و مصادر بيانات هذه الدراسة.

### الفرع الأول: اختيار مجتمع و عينة الدراسة

#### أولاً : مجتمع الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة جميع المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2016 إلى 2018 و التي بلغت 67 مؤسسة موزعة على 11 قطاع.

#### - نظرة عامة حول بورصة عمان للأوراق المالية (بورصة عمان 2020)

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان الى ممارسة جميع أعمال أسواق الاوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وادارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الاسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها .

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيتمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً.

## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### ثانياً: عينة الدراسة

تمثل مجتمع الدراسة في 30 مؤسسة صناعية تم اختيارها عشوائياً من بين 67 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان، و قد تم اختيار عينة الدراسة بناء على أساس عدة اعتبارات نذكر منها :

- أن تكون الشركة مدرجة في بورصة الأردن
- ألا تكون قد أوقفت عن التداول خلال أي سنة من سنوات الدراسة
- ألا تكون الشركة قد تم الاستحواذ عليها أو تم إدماجها

### ثالثاً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2016 الى 2018م و تعتبر فترة مقبولة و كافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (سعر الإغلاق) أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة عمان للأوراق المالية.

### الفرع الثاني : متغيرات الدراسة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار مجموعة من المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي كمتغيرات مستقلة سعر الإغلاق كمتغير تابع والذي تم أخذه من معطيات بورصة عمان، ويمكن توضيحها فيما يلي:

- **المتغير التابع:** تمثل في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المسعرة في بورصة عمان ، و من أجل ذلك فقد اعتمدنا على سعر الإغلاق R لأسهم مؤسسات العينة لمدة 03 سنوات و هذا من خلال مشاهدات سنوية لأسعار الأسهم.
- **المتغيرات المستقلة:** و تمثلت في كل من مؤشرين تقليديين هما العائد على الأصول ROA و ربحية السهم الواحد EPS و مؤشر حديث تمثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

# اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## المطلب الثاني : مصادر البيانات و الأدوات الاحصائية المعتمدة في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق الى مصادر بيانات الدراسة و الأساليب و الأدوات الاحصائية المعتمدة.

### الفرع الأول: مصادر بيانات الدراسة

اعتمدت الدراسة على مصدرين لجمع البيانات تمثلت في مصادر ثانوية و مصادر أولية كما يلي :

- 1- **مصادر ثانوية :** تتمثل في بيانات الجانب النظري من الدراسة، حيث قمنا بجمع الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات المنشورة حول مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية باستخدام الكتب، المقالات، المذكرات الجامعية وبعض المواقع من الانترنت.
- 2- **مصادر أولية :** و تمثلت في التقارير السنوية و المتمثلة في القوائم المالية و التقارير المالية الصادرة عن المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 2016-2018 المنشورة في الموقع الرسمي للسوق وهذا لتغطية الجانب التطبيقي من الدراسة.

### الفرع الثاني : الأساليب و الأدوات الاحصائية المعتمدة

سنقوم بكتابة معادلة النموذج الذي يمثل العلاقة بين المؤشرات المالية التقليدية و الحديثة مع القيمة السوقية للمؤسسة و هذا بالاعتماد على برنامج Eviews 9 ونماذج بانل الملائمة لمعطيات هذه الدراسة، حيث تم جمع البيانات و المعلومات المتعلقة بشركات عينة الدراسة المنشورة في الموقع الرسمي للسوق (بورصة عمان) خلال الفترة 2016-2018 ثم قمنا بعدها بحساب النسب المالية التي تمثل متغيرات الدراسة، ومن أجل تحديد متغيرات ذات الدلالة الإحصائية اعتمدنا على اختبار ستودينت و القدرة التفسيرية للنموذج من خلال اختبار فيشر ومعامل التحديد المصحح، و قمنا بالاستعانة ببرنامج Excel 2010 بهدف توحيد وتجانس معطيات الدراسة.

أما ما تعلق بصياغة نموذج رياضي لاختبار مؤشرات المالية المؤثرة في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان تم تصميم النموذج ليتكون من المؤشرات الثلاثة السابقة والتي نعتقد أن لها تأثير على القيمة السوقية ، إلا أنه توجد عوامل أخرى يفترض أن لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان، ليكون بذلك النموذج وفق الصيغة الآتية:

$$R = b_0 + b_1 \times EPS + b_2 \times ROA + b_3 \times EVA + E_i$$

# اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## المبحث الثاني: نتائج الدراسة و مناقشتها

نحاول من خلال هذا المبحث عرض النتائج الخاصة بالدراسة من خلال المطلب الأول اما في المطلب الثاني سيتم تحليل هذه النتائج و مقارنتها مع الدراسات السابقة و اقتراح توصيات.

### المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

سننظر من خلال هذا المطلب الى عرض نتائج الدراسة الاحصائية لأثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم.

**1. تحليل الارتباط:** تبين إشارة معامل الارتباط طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرين سواء كانت عكسية أو طردية، في حين أن قيمة معامل الارتباط  $r$  يقيس قوة العلاقة الموجودة بين هيكل المالي وأحد محدداته وذلك من خلال القيمة الاحتمالية (prob) عند مستوى 0.05.

يمكن توضيح نتائج الارتباط بين المؤشرات المالية و القيمة السوقية للمؤسسة و في الجدول الموالي:

### الجدول رقم (2) نتائج الارتباط بين المتغيرات

	R	EPS	ROA	EVA
R	1	0.744** 0.000	0.435* 0.000	0.234* 0.026
EPS	0.744** 0.000	1	0.762** 0.000	0.598** 0.000
ROA	0.435* 0.000	0.762** 0.000	1	0.377 0.000
EVA	0.234* 0.026	0.598** 0.000	0.377 0.000	1

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

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

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 01 أن هناك علاقة إيجابية بين سعر الإغلاق وكل من ربحية السهم الواحد و العائد على الأصول وهي ذات دلالة إحصائية حيث بلغ مستوى الدلالة المرافق لكليهما (0.000) حيث ان الزيادة في ربحية السهم الواحد أوفي العائد على الأصول يكون له أثر إيجابي على السعر ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة. كما نلاحظ كذلك وجود ارتباط طردي بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر الإغلاق حيث بلغت نسبة الارتباط % 23.4 عند مستوى معنوية (0.026) وهي أصغر من مستوى المعنوية المعتمدة 0.05 ، وهو ما يعني أنه يوجد علاقة بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية.

## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

يتضح كذلك من خلال النتائج الواردة في نفس الجدول أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين كل من العائد على الأصول وربحية السهم الواحد حيث بلغت القيمة الاحتمالية (0.000) وعلاقة ايجابية بين العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة حيث بلغت قيمتها الاحتمالية (0.000) في حين كذلك وجود علاقة إيجابية معنوية بين كل من ربحية السهم الواحد والقيمة الاقتصادية المضافة والتي بلغت (0.000) وهي معنوية أقل من 0.05.

### 2. اختبار لاغرانج LM :

يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية والذي يعتمد على اختيار ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وذلك اعتمادا على القيمة الاحتمالية المرافقة ل LM فإذا كانت قيمة الاحتمالية ل LM أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  والتي تنص أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم ونقبل الفرضية  $H_1$  نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم للعلاقة.

### الجدول رقم (3) نتائج اختبار لاغرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses : No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others )alternatives			
Test Hypothesis			
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.062686 (0.0220)	0.001367 (0.9705)	2.064054 (0.1508)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews9

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 02 نجد ان القيمة الاحتمالية  $Prob=0.0220$  هي أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$  أي أننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي ونقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية.

3. اختبار هوسمان : يستخدم في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة و العشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة و العشوائية متنسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية  $K$  حيث تكون الفرضيات كما يلي :

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة.

## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### الجدول رقم (4) نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation : Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
Cross-section random	70.802918	3	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews9

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم 03 أن قيمة الاحتمالية المرافقة لهذا الاختبار بلغت 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ما يعني قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض الفرضية  $H_0$  أي أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة في تقدير بيانات الدراسة.

#### 4. اختبار جودة التوفيق :

بما أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة في تقدير بيانات الدراسة سيتم الحكم على الدلالة الإحصائية للمعالم المقدرة و جودة التوفيق للنموذج ككل.

يعتمد هذا الاختبار على معامل التحديد المصحح لمعرفة نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، حسب النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نجد أن معامل التحديد بلغت قيمته  $R=0.922$  ومعامل التحديد المصحح  $Adjusted\ R-squared=0.879$  أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته % 87.9 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة ومقبولة.

## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

الجدول رقم (5) نتائج نموذج الاثار الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.794668	0.645268	2.781274	0.0073
EPS	4.544653	2.090375	2.174085	0.0339
ROA	-0.048873	0.050277	-0.972082	0.3351
EVA	-3.79E-08	2.84E-08	-1.333731	0.1876
R-squared	0.922735	Mean dependent var	2.793111	
Adjusted R-squared	0.879358	S.D. dependent var	5.075989	
S.E. of regression	1.763073	Akaike info criterion	4.248569	
Sum squared resid	177.1856	Schwarz criterion	5.165166	
Log likelihood	-158.1856	Hannan-Quinn criter.	4.618194	
F-statistic	21.27246	Durbin-Watson stat	2.998766	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews9

### 5. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم:

يعتمد هذا الاختبار على توزيع ستودنت لمعرفة القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع من خلال المقارنة بين إحصائية  $t$  المحسوبة والمجدولة وكذلك الاعتماد على القيمة الاحتمالية لإحصائية  $t$  ومقارنتها بمستوى المعنوية 0.05 وفقاً للفرضيتين التاليتين :

$$H_0: b_i = 0; i = 1, \dots, 6$$

$$H_1: b_i \neq 0; i = 1, \dots, 6$$

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نجد ان معلمة الحد الثابت  $b_0$  قيمتها الاحتمالية (0.0073) وهي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أنها تختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الحد الثابت والمتغير التابع .

وبالنسبة لباقي المتغيرات المستقلة فنجد ان :

ربحية السهم الواحد قد بلغت قيمها الاحتمالية 0.0339 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي قبول الفرض البديل  $H_1$  ما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل ربحية السهم وسعر الإغلاق. يتضح من اختبار  $t$  المتعلق بالمعنوية الإحصائية للمعالم أنه لا توجد دلائل كافية حول تأثير كل من العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة على سعر الإغلاق نظراً لغياب المعنوية الإحصائية لمعلمتهم حيث أن قيمتهما الاحتمالية تساوي 0.3351 و 0.1876 على التوالي وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05.



## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### 6. اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يرتكز هذا الاختبار على إحصائية فيشر من خلال مقارنة القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر مع مستوى المعنوية 0.05، فحسب الجدول رقم 04 نجد أن قيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر قدرت بـ  $Prob(f-stat)=0.000$  وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  ما يدل على وجود معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر أي هناك دلالة إحصائية ومعنوية كلية للنموذج. و منه يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي:

$$R = 1.7946 + 4.5446 \times EPS - 0.0488 \times ROA - 3.79 \times EVA + E_i$$

# اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

## المطلب الثاني : تحليل النتائج

من خلال ما تم عرضه سابقا سنقوم في هذا المطلب بتحليل النتائج المتوصل اليها و مقارنتها مع دراسات سابقة.

**التحليل:** حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد العلاقة الموجودة بين المؤشرات المالية المختارة والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2016-2018، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة والوصول إلى النموذج الأمثل الذي يحتوي على المؤشرات الأكثر ارتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم وذلك من خلال تحديد القدرة التفسيرية لهذا النموذج للقيمة السوقية للمؤسسة (سعر الإغلاق) بمقارنة مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية والحديثة، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم ومن ثم وجود مؤشرات مختلفة بين المؤسسات يمكنها تفسير القيمة السوقية وبناء على ذلك يمكن تحديد النتائج التالية :

- أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق عند مستوى معنوية 5% ، وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة **رمضان مريزيق** (2014) و دراسة **شعبان "محمد عقيل" شعبان لولو** (2015) حيث يعود وجود العلاقة الايجابية إلى تفضيل المؤسسات المدرجة في بورصة عمان تقييم ربحيتها عن طريق هذا المؤشر والذي يعتبر من المؤشرات المفهومة و المساعدة في اتخاذ القرارات حيث أن المستثمرين في سوق عمان المالي يعتبرون الربحية السهم الواحد ذو اهمية كبيرة على اعتبار أنه كلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.
- بينت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل العائد على الأصول وسعر الإغلاق عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت مخالفة لما جاء في الكثير من الدراسات ومن بينها دراسة **شنين عبد النور، زرقون محمد** (2015) والتي تثبت وجود علاقة طردية بين العائد على الأصول وسعر السهم حيث أن معدل العائد على الأصول يعطي للمستثمرين فكرة عن مدى فعالية الشركة في تحويل الأموال التي لديها للاستثمار في صافي الدخل فكلما ارتفع رقم عائد الأصول، كلما كان ذلك أفضل ، لأن الشركة تكسب المزيد من المال على استثمار أقل.
- كما بينت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر الإغلاق عند مستوى معنوية 5% و هذه النتيجة عكس ما جاء في الكثير من الدراسات ومن بينها دراسة **أ. عمر الفاروق زرقون، د. محمد زرقون** (2014) حيث أثبتت هذه الدراسات تفوق القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات القيمة السوقية باعتباره مؤشر أكثر شمولية لقياس خلق القيمة لحملة الأسهم غير أن هذه الدراسة أثبتت بأن هذا المؤشر غير قادر على تفسير تغيرات الموجودة في القيمة السوقية وبالتالي لا يعتمد عليها لدى المستثمرين الأردنيين في اتخاذ القرارات الاستثمارية والاستراتيجية.
- لدى ربحية السهم الواحد قدرة أكبر على تفسير تغيرات أسعار الأسهم مقارنة بالمؤشرين الآخرين كون سعر السهم هو من بين المحددات التي يتم على أساسها اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بعد حساب نسبة الأرباح المتحصل عليها بعد خصم تكاليف المعاملات.

## اختبار قدرة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

### خلاصة الفصل :

نستنتج من خلال هذه الدراسة أن بورصة عمان تعتبر من أهم الأسواق العربية لما تتميز به، رغم عدد المؤسسات المدرجة في هذه السوق حيث لم يتجاوز 67 مؤسسة وهذا ما يعطي نظرة لحجم المؤسسات المدرجة في هذه السوق، وبعد ما تم تقديم مجتمع الدراسة والمتمثل في بورصة عمان للأوراق المالية والمؤشرات التقليدية والحديثة تم دراسة مدى قدرة تفسير كل من هذه المؤشرات في تفسير عوائد الأسهم من خلال استخدام الانحدار الخطي البسيط للكشف عن هذه العلاقة واختبار مدى تفسير المؤشرات على أرض الواقع، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية للمؤشر التقليدي ربحية السهم الواحد في تفسير عوائد الأسهم، وكان التأثير بشكل موجب، بينما كان تأثير العائد على الأصول و القيمة الاقتصادية المضافة معدوم.

الخاتمة العامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الوقوف على تحديد العلاقة الموجودة بين المؤشرات المالية المختارة والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، وذلك من خلال فصلين، ففي الفصل الأول تم التعرف على مفهوم الأداء المالي و القيمة السوقية للسهم و الى المؤشرات التقليدية و الحديثة لتقييم الأداء المالي.

كما تم التطرق إلى الدراسات السابقة حول الموضوع في الفصل الثاني هذه الاخيرة انقسمت بين مؤيد ومعارض حول قدرة المؤشرات التقليدية على تفسير الاداء المالي، و منها من وجدت ان المؤشرات الحديثة هي اكثر قدرة على تفسير الاداء المالي.

لذلك حاولنا من خلال الفصل الثالث تحديد العلاقة الموجودة بين المؤشرات المالية المختارة والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وهذا من أجل دعم قرارات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية، فضلا عن ذلك تم اختبار هذه الاخيرة من خلال استخدام الانحدار الخطي البسيط للكشف عن هذه العلاقة واختبار مدى تفسير المؤشرات على أرض الواقع خلال فترة الدراسة والممتدة بين 2016-2018.

**1. نتائج الدراسة :** خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج، قسمناها إلى نتائج نظرية خاصة بالجانب النظري من الدراسة، ونتائج تطبيقية والتي قمنا من خلالها اختبار الفرضيات الموضوعية في مقدمة الدراسة، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج :

- 1.1. النتائج النظرية :**
- إن الأداء المالي له أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة التي تسعى جاهدة للنمو والتوسع وبالتالي حظيت مسألة الأداء المالي باهتمام واسع النطاق ، لا سيما في الفترة الأخيرة من هذا القرن، لذلك أصبح من الضروري إيجاد مؤشرات للأداء يمكنها قياس الأداء المالي بشكل صحيح وتسمح للمساهمين بتحديد مدى قدرة المؤسسة على استثمار أموالها بكفاءة وفعالية في قدرتهم على تكوين ثروة لها لا لتدميرها.
  - الأداء المالي هو مقياس لنجاح المؤسسة في سعيها لمواصلة أنشطتها لتحقيق أهدافها.
  - يعكس الأداء المالي لكل مؤسسة قدرتها على تحقيق أقصى قدر من الربح وتحقيق نتائج تزيد قيمتها إلى أقصى حد ، وبالتالي زيادة ثروة المساهمين.
  - تعتبر مؤشرات الأداء المالي للشركة حجر الاساس في تأسيس المؤسسة وهي أداة لإجراء تقييم سليم لكفاءة المؤسسة ومستوى نشاطها ومدى تحقيق الأهداف بشكل فعال.
  - ظهرت المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي من نقد المؤشرات التقليدية لاعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بالطرق المحاسبية.

- 1.2. النتائج التطبيقية :**
- وجود علاقة إيجابية بين سعر الإغلاق وكل من ربحية السهم الواحد، العائد على الأصول وهي ذات دلالة إحصائية حيث بلغ مستوى الدلالة المرافق لكليهما 0.000 حيث ان الزيادة في ربحية السهم الواحد أوفي العائد على الأصول يكون له أثر إيجابي على السعر ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة.
  - بينت نتائج الدراسة أن هناك متغير مستقل واحد ألا وهو ربحية السهم الواحد وهو المسؤول بدرجة كبيرة على تفسير تغيرات القيمة السوقية الذي يفسر الأثر الإيجابي لربحية السهم الواحد على سعر الإغلاق حيث أن المستثمرين في السوق عمان المالي يولون أهمية كبيرة لربحية السهم الواحد على اعتبار أنه كلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.
  - كما كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل العائد على الأصول وسعر الإغلاق حيث يصف هذا الأخير مدى فعالية المؤسسة في استخدام أصولها في الربح، للمستثمرين فكرة عن مدى فعالية الشركة في تحويل الأموال التي لديها للاستثمار في صافي الدخل، كلما ارتفع رقم عائد الأصول، كلما كان ذلك أفضل.

## الخاتمة العامة

- أظهرت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة وسعر الإغلاق حيث أثبتت بأن هذا المؤشر غير قادر على تفسير تغيرات الموجودة في القيمة السوقية وبالتالي لا يعتمد عليها لدى المستثمرين الأردنيين في اتخاذ القرارات الاستثمارية والاستراتيجية.

### 2. توصيات الدراسة : هدفت هذه الدراسة لاختبار مدى علاقة مؤشرات الاداء المالي(العائد على الأصول ROA

و ربحية السهم الواحد EPS و القيمة الاقتصادية المضافة EVA) بالقيمة السوقية للاسهم وكذلك اختبار مدى مساهمة كل من هذه المقاييس في تفسير تغيرات أسعار الأسهم ، وذلك لما لهذه المؤشرات من منفعة في تقييم اداء المؤسسات ومساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم لذلك سنقوم باقتراح عدة توصيات قد تساعد في تقديم المنفعة العملية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان في ترشيد القرارات الاستثمارية كما قد تساعد في تقديم المنفعة العلمية للباحثين فيما بعد، ومن هذه التوصيات ما يلي :

- ضرورة تضمين القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان كمؤشر مالي ، لما لهذا المؤشر من أهمية و دور بالغ في تسهيل جهد الباحثين.
- اجراء المزيد من الدراسات والابحاث لاختبار إمكانية تطبيق ونجاح كل من العائد على الأصول و ربحية السهم الواحد و القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشرات للاداء المالي.
- نظرا لارتباط مقاييس الاداء التقليدية المبنية على الارباح (ربحية السهم الواحد و العائد على الاصول) بعوائد الاسهم، فقد يكون من الملائم الاهتمام بهذه المقاييس والتأكيد على الافصاح عنها في التقارير المالية لما لها من علاقة كبيرة بعوائد الاسهم وأهميتها لمستخدمي القوائم المالية.

### 3. الآفاق : نظرا لانفتاح الأسواق وترابطها بالإضافة إلى التطورات الاقتصادية في الدول والاقتصادات وكذلك

رغبة المؤسسات في التوسع والاحتفاظ بمكانتها من خلال تحقيق أرباح فورية ومحاولة تقدير الأرباح المستقبلية وكيفية الحصول عليها والتنبؤ بها لا يتم ذلك إلا من خلال معلومات مقبولة وصادقة يمكن للمستثمر من خلالها الحصول على القرار اللازم الذي يخدم جميع المصالح، حيث نوصي ما يلي:

- عمل مقارنة واقعية بين الشركات التي تستخدم المؤشرات الحديثة وغيرها التي تستخدم المؤشرات التقليدية.
- إجراء دراسة تجعل من الممكن فهم العوامل الأخرى التي تؤثر على الأداء المالي للشركات.
- تكرار هذه الدراسة على مستوى القطاع المصرفي مع الحفاظ على متغيرات الدراسة.
- العمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات المالية مثل المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

## المراجع

### قائمة المراجع:

#### الكتب:

محمد محمود يوسف. "البعد الاستراتيجي لتقييم الأداء المتوازن". المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2005.

#### مذكرات:

- 1- سعيد محمد عبد اللطيف. "استخدام اساليب تقويم الاداء المالي الحديثة في تقويم اداء المصارف".، مذكرة ماجستير، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، الدراسات التجارية، الخرطوم، 2006.
- 2- محمد سمير، و الرواشدة حسين "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء بعوائد الأسهم في الأردن". رسالة ماجستير، الجامعة الاردنية كلية الدراسات العليا، الأردن، 2006.
- 3- أمجد إبراهيم البراجنة. "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم". مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- 4- شذري معمر سعاد. "دور المراجعة الداخلية المالية في تقييم الأداء في المؤسسة الاقتصادية". مذكرة ماجستير، جامعة محمد بوقرة، علوم التسيير، تخصص مالية و محاسبة، بومرداس، 2009.
- 5- لطرش سميرة. "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم". اطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
- 6- بن مالك عمار. "المنهج الحديث للتحليل المالي في تقييم الأداء". مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- 7- حكيمة وطار. "دور نظم المعلومات المحاسبية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية". مذكرة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013.
- 8- عامر عائشة. "تقييم اداء المؤسسة مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA". مذكرة ماستر، جامعة د. الطاهر مولاي، سعيدة، 2013.
- 9- نيفين عبد القادر حمزة، و حال ابراهيم. "استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات". مذكرة ماجستير، كلية التجارة جامعة بورسعيد، 2014.
- 10- رغد خليفاوي. "العلاقة بين مقاييس الاداء الداخلية و قيمة سوق المضافة للشركة". 2014.
- 11- توفيق سميح محمد الاغوات. "دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية". رسالة ماجستير، جامعة الاسراء، كلية العلوم الإدارية و المالية، قسم المحاسبة، عمان، 2015.
- 12- شعبان محمد، و شعبان عقيل. "قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم". رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية كلية التجارة، غزة، 2015.

13- بن قرينة حليلة. "دراسة مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم." مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016.

14- عمر فاروق شमित، و فائزة ودود. "فعالية التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسات المصرفية، دراسة حالة لبنك الجزائر الخارجي BEA 2016-2017" مذكرة ماستر، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2017.

## المجلات:

1- عبد المليك مزهودة. "الأداء بين الكفاءة و الفاعلية." مجلة العلوم الإنسانية، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، نوفمبر 2001.

2- نور، و السبتي. "مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية." 2003.

3- أشرف الشرفاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، ورقة علمية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر (مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات - أفق وتحديات)، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006.

4- بريكة السعيد، و مسعي سمير. "تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA." (جامعة العربي بن مهيدي) افريل 2009.

5- هوارى السويسي. "دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة." مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010.

6- أ.د/ الشيخ الداوي. "تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء." مجلة الباحث، العدد 7، جامعة الجزائر، 2010.

7- مشعل جهز المطيري. "تحليل و تقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية." مذكرة ماجستير، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط، 2011.

8- ثائر عدنان قدومي و آخرون. "ايهما اكثر القدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم ما هي القيمة الاقتصادية المضافة تقييم الاداء التقليدية." جامعة العلوم التطبيقية، عمان، الأردن، 2011.

9- رمضان مريزيق. "تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة." 2014.

10- فاروق زرقون عمر، و زرقون محمد. "فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية" دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار (ENSP) للفترة 2009-2012. "دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 2، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014.

11- حسنية صيفي، و نوال بن عمارة. "قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40." مجلة الباحث، مخبر متطلبات التأهيل و تنمية الاقتصاديات النامية، العدد 15، 2015.



- 12- شنين عبد النور، و زرقون محمد. "دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة" دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013). "مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 1، العدد 1، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015.
- 13- صيفي حسنية، و بن عمارة نوال. "قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008-2013) سوق باريس للأوراق المالية." مجلة الباحث، المجلد 15، العدد 15، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
- 14- امينة بوتواتة. "الاداء المالي لمجمع سوناطراك بالمقارنة بين اساليب التقييم الحديث والتقليدي دراسة قياسية 2012-2015". 2017.
- 15- بحري هشام. "علاقة القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس المحاسبية التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة" دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 في الفترة (2001-2010). 2017.
- 16- البشير زبيدي. "تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مجمع صيدال (2012-2015)"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 10، العدد 3، جامعة الوادي، 2017.
- 17- سويبي الهواري، و رمضان حميدة. "قياس اداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2015)". "جامعة الواحات للبحوث و الدراسات، المجلد 10، العدد 2، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017.
- 18- مروى دوح، و مسعودي وردة. "قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تقييم عوائد الأسهم". 2017.
- 19- شنين عبد النور، و زرقون محمد. "قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تقييم عوائد الاسهم دراسة تطبيقية أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان 2010-2015". مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 1، العدد 1، جامعة العربي التبسي، 2017.
- 20- زرقون محمد، حجاج نفيسة، و حجاج صليحة. "دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم" دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015). "مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 2، العدد 1، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018.
- 21- نواف عابد محمد، و زملط اياد. "أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الاداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين (2010-2017)". مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 1، جامعة الازهر، القاهرة، مصر، 2019.

#### المواقع:

بورصة عمان. 2020. <https://www.ase.com.jo/ar>.

#### المراجع الاجنبية:

Lee Soeki and Kim Woo gon "EVA, Refined EVA, MVA or traditional performance measures for the hospitality industry 2009"?

الملحق رقم 1 : مؤسسات عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة
01	مجموعة عصر للاستثمار
02	الاردنية لتجهيز و تسويق الدواجن و منتجاتها
03	العربية للمشاريع الاستثمارية
04	الالبان الاردنية
05	البوتاس العربية
06	العربية لصناعة الالومنيوم/أرال
07	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
08	المتصدرة للأعمال و المشاريع
09	الوطنية لصناعة الصلب
10	دار الدواء للتنمية و الاستثمار
11	مصانع الآواخ الاردنية
12	مناجم الفوسفات الاردنية
13	الاردنية لصناعة الانابيب
14	العربية لصناعة المبيدات و الادوية البيطرية
15	سنيورة للصناعات الغذائية
16	الاستثمارات العامة
17	الاردنية للصناعات الخشبية/جوايكو
18	الوطنية لصناعة الكوابل و الاسلاك الكهربائية
19	مصانع الاسمنت الاردنية
20	الحياة للصناعات الدوائية
21	الاقبال للاستثمار
22	الصناعية التجارية الزراعية/الانتاج
23	الباطون الجاهز و التوريدات الانشائية
24	حديد الاردن
25	فيلادفيا لصناعة الادوية
26	الوطنية للدواجن
27	الوطنية لصناعة الكلورين
28	القدس للصناعات الخرسانية
29	الصناعات البيتر وكيمياوية الوسيطة
30	دار الغذاء

المصدر: بيانات بورصة عمان، 2016-2018.

الملحق رقم 2 : نتائج اختبار لاغرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	70.802918	3	0.0000
Standardized Honda	1.679154 (0.0466)	0.285239 (0.3877)	-3.212705
Standardized King-Wu	1.679154 (0.0466)	0.285239 (0.3877)	-2.054843
Gourierieux, et al.*	--	--	2.064054 (>= 0.10)

الملحق رقم 3: نتائج اختبار هوسمان

---

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

---

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	70.802918	3	0.0000

---

الملحق رقم 4: نتائج نموذج الأثار الثابتة

Dependent Variable: R  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 07/23/20 Time: 00:25  
 Sample: 2016 2018  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 90

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.794668	0.645268	2.781274	0.0073
EPS	4.544653	2.090375	2.174085	0.0339
ROA	-0.048873	0.050277	-0.972082	0.3351
EVA	-3.79E-08	2.84E-08	-1.333731	0.1876

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.922735	Mean dependent var	2.793111
Adjusted R-squared	0.879358	S.D. dependent var	5.075989
S.E. of regression	1.763073	Akaike info criterion	4.248569
Sum squared resid	177.1803	Schwarz criterion	5.165166
Log likelihood	-158.1856	Hannan-Quinn criter.	4.618194
F-statistic	21.27246	Durbin-Watson stat	2.998766
Prob(F-statistic)	0.000000		

### المخلص :

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي ، والتي يتم عرضها في الفئات التالية: القيمة الاقتصادية المضافة ، ربحية السهم الواحد و العائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم ، معبراً عنها بسعر إغلاق المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، لتحديد المؤشرات الأكثر إيضاحاً و تفسيراً حيث اعتمدنا على عينة من 30 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان على مدى ثلاث سنوات الممتدة من 2016 الى 2018 باستخدام نماذج بانل بالاستعانة ببرنامج Eviews9. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات معنوية إحصائية بين ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق وهو مسؤول بدرجة كبيرة على تفسير تغيرات القيمة السوقية وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على الأصول مع سعر الإغلاق في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

**كلمات مفتاحية:** أداء مالي، معدل العائد على الأصول، قيمة اقتصادية مضافة، ربحية السهم الواحد، بورصة عمان.

### Abstract :

This study aims to measure the impact of financial performance indicators, which are presented in the following categories: economic value added, earnings per share and return on assets on the market value of shares, expressed in the closing price of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange to determine the most explanatory indicator we chose a sample of 30 companies listed on the Amman Stock Exchange over a period of three years from 2016 to 2018 using the Panel data models.

The study found that there is a positive relationship statistically significant between closing price and earnings per share which is largely responsible for the interpretation of market value changes on the other side the relationship between both the economic value added and the rate of return on assets with the closing price was found statistically insignificant in the industrial institutions listed in Amman Stock Exchange.

**Key words :** Financial Performance; ROA; Economic Added Value; Earnings per share; Amman Stock Exchange.