



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عين تموشنت - بلحاج بوشعيب
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة
تخصص: مالية المؤسسة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير أكاديمي في تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

دراسة تأثير تداول الأسهم على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة
(حالة شركة المراعي السعودية)

تحت إشراف الأستاذ:
د. مناد بولنوار إلياس زكرياء

من إعداد الطالبين:
✓ مشرن عبد القادر
✓ خليفي صلاح الدين

نوقشت يوم: 2025/06/12 أمام أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة عين تموشنت	د. عدادي توفيق
مشرفا	جامعة عين تموشنت	د. مناد بولنوار إلياس زكرياء
ممتحنا	جامعة عين تموشنت	د. باغلي أحمد

السنة الجامعية: 2024-2025

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

الحمد والثناء لله الذي منحني القوة على إتمام عملي هذا أما بعد:

اهدي ثمرة جهدي هذا إلى سبب وجودي في هذه الحياة إلى اللذان أعيش بهما وأعيش لهما، تقديرا واعترافا

بفضلهما الذي لا يفوقه فضل إلا فضل الله، "الوالدين الكريمين" أطال الله في عمرهما

وإلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رياحين حياتي "أخواتي" نور عيني وقرّة فؤادي

وإلى ابن عمي العزيز "لحسن" الذي كان عوناً لي في دفع هذا البحث نحو الأفضل، له مني خالص الشكر

والامتنان

وإلى كل أفراد "العائلة" من قريب وبعيد وإلى كل "الأصدقاء" الذي جمعني معهم القدر وإلى كل من ذكرهم

قلبي ونسبهم قلبي

صلاح الدين

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم ﴿وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ﴾ [التوبة: 105]

الحمد لله الذي علّم بالقلم، علّم الإنسان ما لم يعلم، والصلاة والسلام على سيدنا محمد، خير من تعلم
وعلم، وعلى آله وصحبه أجمعين

إلى كل من كان لوجودهم أثر، وبصماتهم فضل، ولحيمهم قوة تدفعني للاستمرار
إلى والدي العزيز من غرس في نفسي معنى الرجولة والإصرار، وعلمني أن بالعزم تغلب الشدائد. فجزاك الله
عني خير الجزاء، يا من كنت عوناً لي في صمتك قبل كلامك.
وإلى والدي الحبيبة، نبع الحنان، يا من كان دعاؤك لي سر التوفيق وراحة القلب، ورضائك عني باباً فتح الله به
كل خير، وسبباً بعد توفيق الله في وصولي لما أنا عليه. ادعو الله ان يجعلكم فخورين بي
إلى أخي الغالي قدوتي وسندي في الحياة أقرب صديق... وأختي الحبيبة منبع الأمل الشمعة التي تنير ظلمتي
...ادعوا لان يجمعنا الله دوما على الخير. دتم لي خير رفيقين.

إلى عائلة مشرنن من كبيرهم إلى صغيرهم وعلى رأسهم جدي قائد سفينة العائلة وجدتي حفظهم الله واعمامي
وعماتي

إلى عائلة زواوي من كبيرها إلى صغيرها وعلى رأسها جدي عبد القادر الذي لطالما افتخرت بحمل اسمه وجدتي
التي كانت أم ثانية لي أطال الله في عمرهما وأخوالي وخالاتي أنتم العائلة التي أفتخر بها وأعتز بالانتماء إليه.
وإلى خير من قيل فيهم: "ورُبُّ أخٍ لم تلده أمك"... محمد أمين لقمان وابوبكر
وإلى زملائي وأساتذتي وعلى رأسهم أستاذ زكرياء الذي كان بمثابة أخ كبير
فالحمد لله على تمام النعمة، والشكر لكل من كان لي يداً، داعياً، أو سنداً...
فما هذا الإنجاز إلا بفضل الله أولاً، ثم بوجودكم من حولي.

إليكم جميعاً، أهدي ثمرته... هو نجاحي، لكنه منكم وبكم ولكم. أهدي هذا العمل المتواضع إلى كل من يسعى
وراء العلم ويؤمن بأنه بالعلم تزدهر الامم "يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات" (المجادلة:
١١)، سائلاً الله تعالى أن يجعله علماً نافعاً مفيداً نؤجر عليه من العزيز الحكيم، وأن يكون خطوة في طريق
العلم والمعرفة، اللهم اجعل هذا العمل خالصاً لوجهك الكريم، وبارك فيه، وانفع به.

عبد القادر

شكر و عرفان

نشكر الله عز وجل الذي وفقنا ويسر لنا الطريق لإتمام هذا العمل

ولا يفوتنا أن نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف الدكتور "مناد بولنوار إلياس زكرياء"

الذي تفضل بالإشراف على بحثنا هذا وعلى ما قدمه لنا من إرشادات وتوجيهات طيلة فترة البحث.

كما يسرنا أن نتقدم بالشكر الجزيل لأساتذتنا الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم

هذا العمل

ونشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد للإنجاز هذا البحث.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى 2024، من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لقياس العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة. حيث تم الاعتماد على ثلاثة مؤشرات لقياس تداول الأسهم تمثلت في حجم التداول (VOL)، قيمة التداول (VAL)، ومعدل دوران السهم (TURN)، في حين تم قياس الأداء المالي من خلال معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طويلة الأجل إيجابية وذات دلالة إحصائية بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي، حيث اتضح أن كلا من قيمة التداول ومعدل دوران السهم يؤثران بشكل معنوي وموجب على كل من معدل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE). ويشير ذلك إلى أن زيادة نشاط التداول تعكس ثقة المستثمرين في أداء الشركة، وتساهم في تعزيز أداءها المالي على المدى الطويل. أما على المدى القصير، فقد كشفت النتائج عن تأثيرات متفاوتة وغير مستقرة بنفس القدر، ما يدل على أن التقلبات قصيرة الأجل في التداول لا يكفي لتحسين الأداء ما لم يكن مستداما.

وبناءً على هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح المالي، وتشجيع التداول المؤسسي، وتوسيع قنوات التواصل مع المستثمرين لتحفيز النشاط في سوق الأسهم، كما تدعو إلى اعتماد مؤشرات التداول كأدوات داعمة في التخطيط المالي، وإجراء دراسات مستقبلية على شركات وقطاعات مختلفة لدعم القرارات الاستراتيجية في السوق المالية السعودية.

الكلمات المفتاحية: تداول الأسهم، حجم التداول، قيمة التداول، معدل دوران الأسهم، أداء مالي، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، نموذج ARDL، السوق المالية السعودية، شركة المراعي.

This study aims to analyze the impact of stock trading on the financial performance of Almarai Company in Saudi Arabia during the period from 2007 to 2024, using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to measure the relationship between the variables under study. Three indicators were used to measure stock trading: trading volume (VOL), trading value (VAL), and turnover rate (TURN), while financial performance was measured by return on assets (ROA) and return on equity (ROE).

The results of the study showed a positive and statistically significant long-term relationship between stock trading and Almarai's financial performance. It was found that both trading value and turnover rate have a significant and positive effect on both ROA and ROE. This indicates that increased trading activity reflects investors' confidence in the company's performance and contributes to enhancing its financial performance in the long run. In the short term, the results revealed varying and less stable effects, indicating that short-term fluctuations in trading are insufficient to improve performance unless they are sustained.

Based on these results, the study recommends enhancing transparency and financial disclosure, encouraging institutional trading, and expanding communication channels with investors to stimulate activity in the stock market. It also calls for the adoption of trading indicators as supportive tools in financial planning, and conducting future studies on different companies and sectors to support strategic decisions in the Saudi financial market.

Keywords: Stock trading, Trading volume, Trading value, Turnover rate, Financial performance, Return on assets, Return on equity, ARDL Model, Saudi financial market, Almarai company.

قائمة المحتويات

I	قائمة المحتويات
II	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال
IV	قائمة الملاحق
أ-د	مقدمة
الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات	
01	تمهيد
02	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول تداول الأسهم في البورصة
02	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ومكوناتها
02	1. تعريف الأسواق المالية
03	2. أهمية الأسواق المالية وخصائصها
04	3. تقسيمات الأسواق المالية
07	المطلب الثاني: أدوات الملكية المتداولة في الأسواق المالية (الأسهم)
07	1. تعريف الأسهم
08	2. أنواع الأسهم
08	3. آليات تداول الأسهم في الأسواق المالية
12	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على نشاط التداول في البورصة
14	المبحث الثاني: الأداء المالي للشركات
14	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي للشركات
14	1. تعريف الأداء المالي
15	2. أهمية الأداء المالي
16	المطلب الثاني: مؤشرات قياس وتقييم الأداء المالي للشركات
16	1. مؤشرات الأداء المالي التقليدية

قائمة المحتويات

18	2. مؤشرات الأداء المالي الحديثة
20	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات
22	المبحث الثالث: التأصيل العملي لتداول الأسهم والأداء المالي للشركات
22	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة
22	1. عرض الدراسات باللغة العربية
24	2. عرض الدراسات باللغة الأجنبية
26	المطلب الثاني: مناقشة الدراسات السابقة وتحديد الفجوة العلمية
26	1. مناقشة الدراسات السابقة
27	2. عرض الفجوة البحثية
28	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية	
29	تمهيد
30	المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي وشركة المراعي السعودية
30	المطلب الأول: تقديم السوق المالي السعودي (تداول)
30	1. نبذة تعريفية للسوق المالي السعودي
31	2. مراحل تطور السوق المالي السعودي
32	المطلب الثاني: تقديم شركة المراعي السعودية
32	1. نبذة تعريفية لشركة المراعي السعودية
33	2. تحليل تطور مؤشرات تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي للفترة 2007-2024
41	المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة: المتغيرات، اختبارات الإستقرارية والتكامل المشترك
41	المطلب الأول: المنهجية المتبعة ومتغيرات الدراسة
41	1. المنهجية المتبعة في الدراسة
42	2. متغيرات الدراسة

قائمة المحتويات

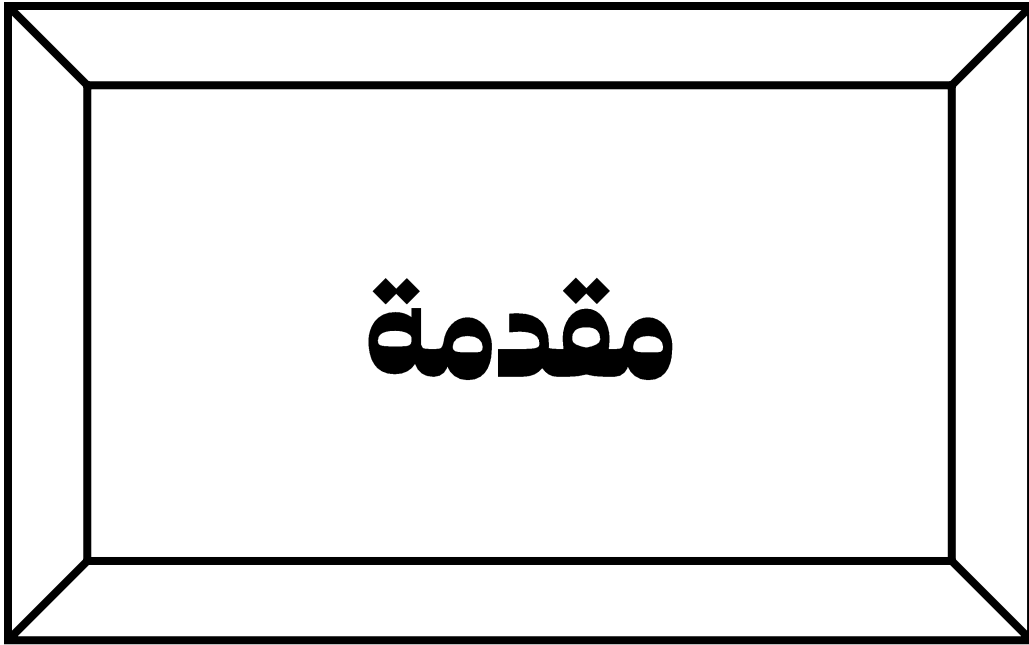
42	المطلب الثاني: اختبار الإستقرارية والتكامل المشترك بين المتغيرات
43	1. اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية
44	2. تحديد الإبطاءات المثلى واختبار الحدود للتكامل المشترك
47	المبحث الثالث: المبحث تقدير العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي للفترة (2024-2007)
47	المطلب الأول: اختبار صحة نموذجي الدراسة
47	1. الاختبارات التشخيصية لجودة النموذج
48	2. اختبار الإستقرارية الهيكلية للنموذج
49	المطلب الثاني: قياس آثار تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي خلال فترة الدراسة
50	1. العلاقة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على الأصول ROA
52	2. العلاقة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE
54	خلاصة الفصل الثاني
55	خاتمة
57	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	المؤشرات التقليدية للأداء المالي	01
34	احصائيات حجم تداول أسهم شركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	02
35	احصائيات قيمة الأسهم المتداولة لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	03
37	احصائيات معدل دوران الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	04
38	احصائيات مؤشرات الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	05
42	المتغيرات ومصادر جمع البيانات	06
43	نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية	07
46	نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك	08
47	نتائج الاختبارات التشخيصية لجودة النموذجين	09
50	نتائج تقدير النموذج الأول (ROA)	10
52	نتائج تقدير النموذج الثاني (ROE)	11

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
34	تطور حجم تداول أسهم شركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	01
36	تطور قيمة الأسهم المتداولة لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	02
37	تطور معدل دوران الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	03
39	تطور مؤشرات الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024	04
45	الإبطاءات المثلى للنموذج الأول (ROA) والنموذج الثاني (ROE)	05
49	نتائج اختبار الاستقرارية الهيكلية للنموذجين	06



تمهيد

يعترف بسوق رأس المال اليوم كأداة اقتصادية تتوسع بسرعة، ويعد مؤشرًا رئيسيًا على تطور الدول، حيث يلعب دورًا حيويًا في تعزيز الاقتصاد من خلال تلبية احتياجات متعددة وتقديم فوائد مباشرة للمجتمع. وبناءً على ما سبق، فإن وجود سوق لرأس المال يعطي أهمية كبيرة لكل من الشركات والمستثمرين (Sulastri, Tarmedi, Widjajanta, & Panjaitan, 2023). ومن بين أنواع الاستثمارات التي تستقطب اهتمامًا كبيرًا من المستثمرين، تأتي الاستثمارات في الأسهم عبر البورصة، إذ تعد أسهم الشركات المدرجة من الأصول الواعدة التي توفر عوائد مرتفعة محتملة. ومع ذلك، فإن هذه الأسهم تنطوي أيضًا على مخاطر كبيرة بسبب طبيعتها، حيث إنها شديدة التأثر بالتقلبات السياسية والاقتصادية، والسياسات النقدية، والتنظيمات الحكومية سواء على المستوى المحلي أو العالمي.

ويعد القطاع الصناعي والخدمات على وجه الخصوص من المجالات التي تحظى باهتمام المستثمرين، نظراً لكون الشركات التي تنشط في هذا القطاع محورية تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي، مما يشير إلى بيئة استثمارية مواتية (Afrino & Erni, 2019).

وفي هذا السياق، يعد تداول الأسهم أحد الأدوات الرئيسية التي تعتمد عليها هذه الشركات لتنويع مصادر دخلها وتعزيز قدرتها على التوسع والنمو، وهو ما ينعكس إيجاباً على أداءها. ومن خلال هذه الدراسة، سنركز على دراسة أثر تداول الأسهم على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.

- إشكالية الدراسة:

تشكل الشركات عنصراً أساسياً في الأسواق المالية، وتسعى لتعزيز وتحسين أداءها المالي من خلال أدوات متعددة، من بينها تداول الأسهم. غير أن هذا النشاط يتأثر بعوامل مختلفة قد تنعكس على أدائها المالي. ومن هنا تكمن الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي جاءت صياغتها على النحو التالي: ما مدى تأثير تداول الأسهم على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية؟

للإجابة على الإشكالية الرئيسية، تطرح الدراسة مجموعة من الأسئلة الفرعية جاءت صياغتها على هذا

النحو:

✓ السؤال الفرعي الأول: هل توجد علاقة تكامل مشترك بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية؟

✓ السؤال الفرعي الثاني: هل يوجد أثر لتداول الأسهم على معدل العائد على الأصول (ROA) في شركة المراعي السعودية على المدى القصير والطويل؟

✓ السؤال الفرعي الثالث: هل يوجد أثر لتداول الأسهم على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في شركة المراعي السعودية على المدى القصير والطويل؟

- فرضيات الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية، وذلك من خلال فرضيات تم صياغتها استناداً إلى الدراسات السابقة. وقد تم تحديد الفرضيات كما يلي:

✓ الفرضية الرئيسية: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتداول الأسهم على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.

✓ الفرضية الأولى: توجد علاقة تكامل مشترك بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية؛

✓ الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتداول الأسهم على معدل العائد على الأصول (ROA) في شركة المراعي السعودية على المدى القصير والطويل.

✓ الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتداول الأسهم على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في شركة المراعي السعودية على المدى القصير والطويل.

- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي تساهم في فهم العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية، وتمثل هذه الأهداف في:

✓ تحليل الإطار النظري الذي يربط بين تداول الأسهم والأداء المالي للشركات؛

✓ استعراض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين نشاط التداول ومؤشرات الأداء المالي في أسواق مالية مختلفة؛

✓ تحليل العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية؛

- ✓ قياس أثر تداول الأسهم على معدل العائد على الأصول (ROA) على المدى القصير والطويل؛
- ✓ قياس أثر تداول الأسهم على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) على المدى القصير والطويل؛
- ✓ دراسة حالة شركة المراعي السعودية كمثال تطبيقي لتوضيح العلاقة بين نشاط التداول والأداء المالي؛
- ✓ تقديم توصيات للمستثمرين وصناع القرار بشأن دور تداول الأسهم في تحسين الأداء المالي للشركات المدرجة.

- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من تركيزها على أحد المواضيع الحيوية في مجال التمويل، والمتمثل في تأثير تداول الأسهم على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، وهو موضوع يحظى باهتمام متزايد من قبل المستثمرين وصناع القرار في ظل تقلبات الأسواق المالية. كما تكتسب الدراسة أهميتها النظرية من خلال مساهمتها في إثراء الأدبيات المتعلقة بالعلاقة بين نشاط السوق المالية ومؤشرات الأداء المالي، بالاستناد إلى نموذج قياسي، فضلاً عن أهميتها التطبيقية من خلال دراسة حالة شركة المراعي السعودية، ما يعزز من إمكانية تعميم النتائج على شركات مماثلة في السوق السعودية والعربية.

- منهجية الدراسة:

تتبع هذه الدراسة منهجاً وصفيًا يهدف إلى دراسة العلاقة النظرية والعملية بين تداول الأسهم والأداء المالي للشركات. كما تتبع المنهج التحليلي من أجل نقل إشكالية الدراسة من جانبها النظري إلى الجانب التجريبي (دراسة قياسية)، مع التركيز على شركة المراعي كنموذج تطبيقي. وتعتمد الدراسة على المنهج الكمي من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لتحليل العلاقة الديناميكية بين متغيرات الدراسة على المدى القصير والطويل. أما فيما يخص بيانات الدراسة تم جمعها من مصادر ثانوية، كالتقارير المالية السنوية وقواعد بيانات السوق المالية السعودية (تداول)، ثم معالجتها باستخدام برنامج EViews لاختبار الفرضيات والتحقق من مدى تأثير تداول الأسهم على مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

- أسباب اختيار موضوع الدراسة:

جاء اختيار موضوع الدراسة نتيجة لكونه يعالج إحدى القضايا الجوهرية في العلوم المالية، وهي تأثير تداول الأسهم على الأداء المالي، ونظرا لأهمية السوق المالية السعودية كأحد أكبر وأسرع الأسواق نموا في المنطقة، وما تشهده من نمو في حجم التداول وعدد الشركات المدرجة. كما أن الاهتمام المتزايد من قبل المستثمرين بأداء الشركات في السوق، خاصة من حيث الربحية والعائد على الاستثمار، دفع إلى دراسة العلاقة بين تداول الأسهم والمؤشرات المالية للأداء. وقد تم اختيار شركة المراعي نظرا لمكانتها البارزة في السوق السعودي، وتوافر بيانات مالية موثوقة عنها، مما يجعلها نموذجا مناسباً للتحليل القياسي والوصول إلى نتائج قابلة للتعميم على شركات مماثلة.

- حدود الدراسة:

لتحديد إطار الدراسة بدقة وضمان التركيز على جوانبها الأساسية، من الضروري توضيح الحدود التي تنطلق منها، سواء من حيث الزمان أو المكان أو الموضوع أو المنهج، كما يلي:

- ✓ الحدود الزمنية: تقتصر هذه الدراسة على الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2024، وهي فترة كافية لتحليل التغيرات في تداول الأسهم وانعكاساتها على الأداء المالي لشركة المراعي؛
- ✓ الحدود المكانية: تركز الدراسة على السوق المالية السعودية، مع تطبيقها على شركة المراعي كنموذج من بين الشركات المدرجة في السوق؛
- ✓ الحدود الموضوعية: تتناول الدراسة العلاقة بين تداول الأسهم ممثلاً في حجم التداول، قيمة التداول، ومعدل دوران الأسهم، والأداء المالي ممثلاً في معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)؛
- ✓ الحدود المنهجية: تعتمد الدراسة على المنهج الكمي باستخدام نموذج ARDL لتحليل العلاقة بين المتغيرات، بالاعتماد على بيانات ثانوية تم جمعها من التقارير المالية الرسمية والمصادر الإحصائية المعتمدة.

الفصل الأول

الأسس النظرية والعملية

لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

تمهيد:

يعد تداول الأسهم في البورصة من أبرز الأنشطة المالية التي تلعب دورا محوريا في تمويل الشركات وتنشيط الأسواق المالية، كما ينظر إليه كأداة فعالة لقياس مدى جاذبية البيئة الاستثمارية. وبالمقابل، يمثل الأداء المالي مؤشرا حيويا يعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام مواردها لتحقيق الأهداف الربحية وتعظيم قيمة حقوق المساهمين.

وانطلاقا من أهمية الربط بين تداول الأسهم كمؤشر خارجي، والأداء المالي كمؤشر داخلي لنجاح الشركات، يتناول هذا الفصل الإطار النظري للدراسة من خلال ثلاثة مباحث. حيث يركز المبحث الأول على المفاهيم الأساسية المتعلقة بتداول الأسهم في البورصة، بينما يستعرض المبحث الثاني مفهوم الأداء المالي للشركات وأدوات قياسه، في حين يخصص المبحث الثالث للتأصيل العملي من خلال استعراض أبرز الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي، بهدف تحديد الفجوة البحثية وتوضيح مكانة الدراسة الحالية ضمن الأدبيات ذات الصلة. وجاءت صياغة المباحث الثلاث كما يلي:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول تداول الأسهم في البورصة؛
- ✓ المبحث الثاني: الأداء المالي للشركات؛
- ✓ المبحث الثالث: التأصيل العملي لتداول الأسهم والأداء المالي للشركات.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول تداول الأسهم في البورصة

تعد سوق الأوراق المالية من الركائز الأساسية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك نتيجة لتزايد الوعي بأهميتها في دعم مسار التنمية، والدور الحيوي الذي تلعبه في تعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية، لكونها تمثل حلقة وصل بين أصحاب الفوائض المالية والمستثمرين الباحثين عن التمويل. وفي هذا السياق، يتناول هذا المبحث ثلاث مطالب رئيسة تتعلق أولها بمفهوم الأسواق المالية ومكوناتها، بينما يستعرض الثاني طبيعة أدوات الملكية المتداولة وخاصة الأسهم، في حين يناقش الثالث أهم العوامل المؤثرة على نشاط التداول في البورصة.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ومكوناتها

أصبحت الأسواق المالية محط اهتمام متزايد في كل من الدول المتقدمة والنامية، نظرا للدور البارز الذي تؤديه في تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية تساهم في تعزيز الاقتصاد الوطني ورفع مستوى رفاهية المواطنين. ولأجل فهم أكثر عمقا لهذا المصطلح نحاول من خلال هذا المطلب تحديد مفهوم الأسواق المالية، مع تسليط الضوء على أهمية الأسواق المالية وخصائصها، بالإضافة إلى التطرق لتقسيمات الأسواق المالية.

1. تعريف الأسواق المالية:

- التعريف الأول: السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما "السوق" و"المال"، ويمكن تعريفها بأنها كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي، تلتقي فيه رؤوس الأموال من فئة وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض (عليش، 2019، صفحة 05).

- التعريف الثاني: تعد سوق المال المكان الذي يلتقي فيه عرض الأموال من قبل المدخرين مع الطلب عليها من قبل المستثمرين، حيث تساهم في تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى استثمارات منتجة. وبهذا تؤدي دورا مهما في عملية التمويل الرأسمالي، أي تكوين رأس المال الذي يعد أحد أهم عوامل الإنتاج. وبالتالي، تتمثل الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال في تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة (الاستثمارات) (حريزي، 2010، صفحة 27).

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

- التعريف الثالث: "هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز" (عبو، 2016، صفحة 12).

2. أهمية الأسواق المالية وخصائصها:

تكمن أهمية الأسواق المالية في دورها تعمل على تمويل الأنشطة الاقتصادية، وتحفيز النمو، وتعزيز الاستقرار المالي. كما تتميز بعدة خصائص تجعلها بيئة جاذبة للمستثمرين ومؤثرة في الأداء الاقتصادي العام. أولاً: أهمية الأسواق المالية.

يحتل السوق المالي أهمية كبيرة في الاقتصاد وتتمثل هذه الأهمية في النقاط التالية (عليش، 2019، صفحة 07):

- يلعب السوق المالي بصورة غير مباشرة دوراً رئيسياً في تخطيط السياسة النقدية، إذ يتمكن البنك المركزي بواسطة سوق النقد من ممارسة دوره التحكيمي في أسعار الفائدة، عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دوراً كبيراً في السوق المالي؛

- تساعد في توفير مصادر تمويل طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال، ومصادر قصيرة الأجل من خلال أسواق النقد؛

- تعمل الأسواق المالية على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة التعامل، وسرعته وسهولته؛

- تساعد على تنمية الادخار عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين والتوجيه الأمثل للمدخرات المالية من أجل تمويل الاقتصاد (مسعودي، 2012، صفحة 07)؛

- هذا النوع من التمويل ضئيل التكلفة، ذلك أن أسعار الفائدة تتحدد عند مستويات تسمح بالاكتتاب في الأوراق، مع الأخذ بعين الاعتبار قيد المنافسة الأمر الذي يسمح بتحركات أسعار الفائدة نحو الانخفاض باستثناء أثر الإبعاد (أثر الإزاحة) هذا ما يجعلها أقل دائماً من المستوى الذي توجد عليه في الأسواق (دادان و بختي، 2007، صفحة 47)؛

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

ثانياً: خصائص الأسواق المالية.

من أهم الخصائص التي تميز السوق المالية نذكر (بوتة، 2015، صفحة 10):

- أنها تشمل عدة أسواق ولا تقتصر على سوق واحد وبعد سوق رأس المال الثانوي (البورصة) أهم هذه الأسواق حيث أنها تعمل على استثمار أموال الأفراد والبنوك وشركات التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال؛

- أنها تجمع بين البائعين والمشتريين الذين يسيرون في تعاملهم وفق القواعد العرض والطلب؛

- الأسواق المالية تتعامل في الأدوات المالية وفي مقدمتها الأسهم والسندات بيع وشراء؛

- تهدف الأسواق في أحد جوانبها إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية؛

- إن الأسواق المالية هي الوسيلة التي تستطيع عن طريقها الدولة والأجهزة الحكومية المختلفة من سد حاجاتها المالية اللازمة والقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية من خلال إصداراتها المختلفة وطرحها للاكتتاب العام؛

- تعتبر السوق المالي خطوة لتطوير الجهاز المالي في البلاد لأنه يساهم باستغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال تجميع المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر إنتاجية.

3. تقسيمات الأسواق المالية:

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أنواع متعددة وذلك وفقاً لمعايير مستعملة في التقسيم وعليه يمكن ذكرها

فيما يلي:

أولاً: التمييز على أساس مدة الاستحقاق.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد وأسواق الصرف.

● أسواق رأس المال: هي تلك السوق التي يتم إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل، بالإضافة إلى التعامل مع القروض متوسطة وطويلة، وسميت هذه السوق بسوق رأس المال كونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال اللازم لمشاريعهم الاقتصادية (بن عيسى، 2019، صفحة 05). ويمكن تقسيم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيتين:

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

- سوق الإقراض طويل الأجل: وهي تلك المؤسسات التي تتعامل بكافة القروض الطويلة ومتوسطة الأجل، سواء المؤسسات المصرفية (بنوك التنمية الصناعية البنوك العقارية، بنوك الاستثمار والأعمال)، أو المؤسسات غير المصرفية (هيئات التأمين صناديق الادخار والتأمين شركات التأمين)، وفي هذه السوق تكون العلاقة مباشرة بين وحدات العجز ووحدات الفائض (جابو، 2012، صفحة 03).

- سوق الأوراق المالية: تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة (الأسرج، 2002، صفحة 25). وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين وهما:

أ. السوق الأولية: هي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالتزود بالأموال الضرورية لتمويل مشروعاتهم الاستثمارية، فهذا السوق يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين والمقترضين (لقوقي، 2019، صفحة 08). ونميز نوعين من الأسواق الأولية سوق التمويل المباشر، وسوق التمويل غير المباشر.

ب. السوق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية (بوكساني، 2006، صفحة 45). ويمكن تقسيم هذا السوق على نوعين:

- أسواق منظمة: تعرف السوق المنظمة بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقاً لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضاً باسم البورصة" (لعجالي، 2010، صفحة 12).

- أسواق غير منظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، لكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة بل يتم من خلال

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات (الجوزي، 2019، صفحة 67). ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم (بوكساني، 2006، صفحة 45).

- السوق الرابع: ويتم فيها التعامل بين المؤسسات الكبرى وبين أغنياء المستثمرين، وذلك بشكل مباشر ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة (بوضياف، 2020، صفحة 5).

• أسواق النقد: في هذه السوق، يتم تداول الالتزامات المالية قصيرة الأجل، أي تلك التي لا يتجاوز أجل استحقاقها سنة واحدة. ويمكن أن تتم هذه القروض إما من خلال عقد قرض مباشر، أو عبر أوراق تجارية تمتاز بسيولة عالية، ما يسمح بتحويلها إلى نقود خلال فترة قصيرة وبأقل قدر من الخسارة، أو حتى دون خسارة. ولا يرتبط سوق النقد بمكان جغرافي محدد لإجراء التعاملات، بل تُدار العمليات فيه عن طريق السماسرة المتخصصين أو البنوك التجارية، سواء من خلال اللقاء المباشر أو عبر وسائل الاتصال المختلفة، مثل الهاتف أو الفاكس أو غيرها (منصور، 2016، صفحة 04).

• أسواق الصرف: يعرف سوق الصرف على أنه المكان الذي تتم فيه عمليات تبادل العملات الأجنبية مقابل العملات الوطنية، وهذا التبادل يكون بشكل يومي فيسمى فوري، أو يتم الاتفاق والدفع مستقبلاً وهو ما يعرف بالصرف الآجل. ويقوم سوق الصرف بتسهيل التبادل بين العمالة المحلية والعملات الأجنبية، ويسمح بنقل القوة الشرائية من بلد إلى آخر من خلال مقابلة العرض بالطلب على العملات الأجنبية، ومنه تحديد أسعار جميع العملات (بن عيسى، 2019، صفحة 09).

ثانياً: التمييز على أساس القوانين التي تخضع لها السوق.

على هذا الأساس، يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى الأنواع الثلاثة الآتية (بن عيسى، 2019، صفحة 10):

• السوق المحلية أو الوطنية: وهي السوق المنفردة بقوانينها وإجراءاتها وهيئاتها التي تميزها عن الأسواق المحلية الأخرى ويكون التعامل فيها مقتصرًا على المقيمين أو المواطنين في ذلك البلد.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

• السوق الأجنبية: هي السوق الملحقة بالسوق المحلية وتطبق فيها التعليمات والقوانين الخاصة بالأجانب، حيث يشاركون في عرض الأموال أو الطلب عليها ولكن وفق القواعد والقوانين المقررة لغير المقيمين في السوق المحلية.

• السوق الخارجية: فهي تنطبق على أي سوق للتعامل المالي خارج حدود السلطة السياسية للبلد ولا تربطه بالسوق المحلية سوى العملة المستخدمة كوحدة لقياس قيمة الحقوق المالية.

ثالثا: التمييز على أساس توقيت التنفيذ (تنفيذ الصفقة).

• الأسواق الآجلة: يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة أنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر (عيواج، 2013، صفحة 10).

• الأسواق الفورية أو الحاضرة (أسواق الأوراق المالية): وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة (ملال، 2014، صفحة 76).

المطلب الثاني: أدوات الملكية المتداولة في الأسواق المالية (الأسهم)

تعتبر الأسهم التي يمتلكها المستثمر جزءا من الضمانات المرتبطة بقروضه، إذ إن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة ثروة المستثمرين في هذا المجال، بينما قد يؤدي انخفاضها إلى عجز المقترضين الذين استخدموا تلك الأسهم كضمان لسداد التزاماتهم، مما يعرضهم لخسائر مالية. ومن هنا تبرز أهمية هذا المطلب حيث يتناول مفهوم الأسهم وأنواعها بالإضافة إلى استعراض آليات تداول الأسهم في الأسواق المالية.

1. تعريف الأسهم:

تعرف الأسهم على أنها حصص متساوية من رأس مال شركة مساهمة، يقدمها الشريك لأي مكتب مقابل الحصول على وثيقة تعرف بالسهام، والتي تمثل بدورها الحق في حيازة هذه الحصص، مع تحصيل قيمتها الاسمية (بلعيد، 2014، صفحة 17).

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

يعرف أيضا على أنه صك يثبت ملكية المساهم، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء يمثل كل جزء منها مهما يكون لهذا السهم قيمة اسمية، قيمة إصدار، قيمة دفترية، قيمة حقيقية، قيمة سوقية وقيمة تصفية (براني و حسيني، 2020، صفحة 70).

2. أنواع الأسهم:

تصدر شركات المساهمة أنواعا مختلفة من الأسهم، والتي تتباين وفقا لشكلها، والحقوق التي تمنحها لحاملها، والامتيازات المرافقة لها. وبناءً على ذلك، يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة فئات رئيسية من أبرزها: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأسهم الخاصة.

• **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي تتساوى في قيمتها، وتعطي لأصحابها حقوقا متساوية ويحصل صاحبها على قدر متفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى ويتحمل الخسارة بقدر الأسهم، وبالتالي فهذه الأسهم لا تعطي لصاحبها أي ميزة خاصة عن غيره من المساهمين (حريزي، 2010، صفحة 88). كما يعتبر السهم العادي من أهم أنواع الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة. ويمثل حملة الأسهم العادية ملاك رأس المال والشركة بصفة أساسية، وعند تصفية الشركة يحق لهم المطالبة بحقوقهم بعد الوفاء بحقوق السندات والأسهم الممتازة وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق (حميدات و قرساس، 2019، صفحة 129).

• **الأسهم الممتازة:** تعد الأسهم الممتازة مستندات ملكية تجمع بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات، فهي لا تملك فترة استحقاق، كما هو الحال في الأسهم العادية، وفي الوقت نفسه تمنح حاملها توزيعات أرباح ثابتة تشبه الفوائد في السندات. كما يعرف السهم الممتاز بأنه: "سهم يقع في مرتبة وسطى بين الأسهم العادية والديون، حيث تُحدد له نسبة توزيعات أرباح معلومة مسبقا، تمنح لحامله في حال إقرار مجلس الإدارة لها، دون أن يكون هناك التزام قانوني بدفعها" (بوضياف، 2020، صفحة 33).

• **الأسهم الخاصة:** وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة، بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأسمالها. وإصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة، كما أن قواعد تداولها تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والممتازة (لعجالي، 2010، صفحة 59).

3. آليات تداول الأسهم في الأسواق المالية:

تشكل آليات تداول الأسهم في الأسواق المالية النسيج الحيوي الذي يضمن سريان النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي عبر ربط المستثمرين بأنظمة دقيقة تسهم في توجيه حركة رؤوس الأموال. إذ أسست

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

هذه الآليات إطارا متكاملًا يقوم على مبادئ الشفافية والعدالة في تبادل ملكية الشركات، ما يسهم في رفع مستويات الثقة بين كافة الأطراف الفاعلة في السوق.

أولاً: تعريف تداول الأسهم.

يشير مصطلح التداول الأسهم إلى عملية شراء وبيع أسهم الشركات المدرجة علنًا في أي من البورصات العالمية، تعتمد تلك العملية على مبدأ بسيط وهو سعي المتداول إلى شراء الأسهم بسعر أقل وبيعها عند ارتفاع سعيا وراء الربح الذي يتحقق من خلال التقلبات الدائمة والمستمرة في أسعار تلك الأسهم، التي تنتج عن العديد من العوامل، سواء خاصة مثل الأداء المالي للشركة وقابليتها للنمو، أو عوامل أخرى مثل المؤشرات الاقتصادية التي تدل على نمو وتراجع الاقتصاد (الساروط و محمد، 2024).

ثانياً: طرق تداول الأسهم.

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين (لقوي، 2019، صفحة 10):

• طريقة المفاوضة: في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض وأسعار الطلب لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري حتى الوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

• طريقة المزايعة: في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، لينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم الفعلي، حيث تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

ثالثاً: شروط تداول الأسهم.

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة. ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية (بوكساني، 2006، صفحة 52):

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال

أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث

طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات؛

- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع

الأرباح خلالهما؛

- تكوين ملف الدخول وإبداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على

القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق

الأوراق المالية؛

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف

محافظ الحسابات.

رابعا: المتعاملون.

المتعاملون تختلف أهداف المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية فهناك من يهدف

التحقيق عائد من وراء هذه الأوراق، وهناك من يهدف إلى السيطرة على إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية،

وهناك من يضارب على ارتفاع أو انخفاض أسعار هذه الأوراق ويضارب على ذلك بالشراء أو البيع طبقا

لتوقعاته وبناء على الأهداف المختلفة للمتعاملين يمكن تقسيمهم إلى المجموعات الثلاثة التالية :

● **المستثمرون:** يمكن تقسيمهم إلى نوعين أساسيين هما (الصريفي، 2008، صفحة 112):

- **المستثمر العادي:** هو المستثمر الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب.

- **المستثمر الداخلي:** هو المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية لمؤسسة معينة بهدف المشاركة في

إدارة المؤسسة والتأثير في مجريات الأمور بها، ويكون العائد من الأوراق المالية في المرتبة الثانية.

● **المضاربون:** هم الأفراد أو المؤسسات التي تشتري الأسهم وتبيعها في مدة زمنية قد تتراوح من يوم إلى

عدة أسابيع، وقد تصل في بعض الحالات إلى شهرين أو ثلاثة أشهر، أي هو النوع الذي يبحث عن الربح المالي

السريع وهذا النوع من التعامل يطلق عليه الاستثمار قصير الأمد (الصريفي، 2008، صفحة 113).

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

● المغامرون: فهم المغامرون (المقامرون) الذين يدخلون البورصة بغرض الربح السريع دون معرفة بقوانين وقواعد البورصة والأسواق المالية، ويدخلون سريعاً بناء على أخبار أو توصيات أو حس خاص بهم، ويخرجون سريعاً كما دخلوا (جيهان، 2011، صفحة 111).

خامساً: الأوامر.

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأمر (فؤاد التميمي و عزمي سلام، 2004، صفحة 172).

وهناك عدة أنواع من أوامر التعامل في الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر للسمسار، وهذه الأوامر تختلف باختلاف هدف المستثمر وتوقعاته للأسعار وبالتالي تتوقف كفاءة وفعالية تلك الأوامر على مدى حسن التوقعات ومن أهم تلك الأوامر:

● أوامر السوق: وهي الأكثر شيوعاً ووفقاً لها يطلب المستثمر من السمسار أن يبيع بأعلى سعر متاح في السوق وأن يشتري بأقل سعر متاح في السوق. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر، السرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به كما عليه قبول السعر السائد في البورصة. غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر (عبدو و محمد، 1998، صفحة 11).

● الأوامر المحددة: وفيها يحدد المستثمر سعر معين وكمية معينة لإجراء التعامل خلال فترة معينة وبالتالي يتم تنفيذ تلك الأوامر بسرعة حيث يكون على السمسار الانتظار حتى يتم تحقيق شروط المستثمر

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

خلال المدة المحددة، وإذا انقضت تلك المدة ولم ينفذ الأمر فإن السمسار ينتظر أمر جديد من المستثمر (الحناوي، 2000، صفحة 23).

● أوامر الإيقاف: وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشاهبا بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه صعودا وهبوطا مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين (محمود محمد، 2004، صفحة 251).

● الأوامر المرتبطة بشرط: يطلب صاحب الأمر من سمساره أن يشتري أوراقا مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ أي ألا تتجاوز الصفقة المعقودة قيمة المبلغ المعين مسبقا من قبل العميل (شمعون، 1999، صفحة 48).

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على نشاط التداول في البورصة

هناك عوامل كثيرة قد تؤثر على نشاط التداول في البورصة ومن أهم هذه العوامل (سالمي و عليش، 2018):

● العرض والطلب: تعد نظرية العرض والطلب من أقدم النظريات الاقتصادية ومن أهم العوامل المؤثرة في تحركات بورصة الأوراق المالية وتحديد أسعار الأسهم والأوراق المالية المتداولة؛

● الشفافية: الشفافية في سياق بورصة الأوراق المالية تشير إلى سرعة وكفاءة نقل المعلومات إلى جميع المستثمرين في نفس الوقت داخل البورصة. وعامل الشفافية يعكس مدى نزاهة الإجراءات داخل البورصة وهو العامل المسؤول عن إرساء قواعد العدل والمساواة. لذا تناقل المعلومات بسرعة وبكفاءة يؤمن عدم وجود أي ميزة لأي مستثمر حتى يستطيع استغلالها لمكاسبه الشخصية دون الآخرين؛

● الشائعات: الشائعات تعد بمثابة اللاعب الخفي في بورصة الأوراق المالية، فمن الناحية النظرية لا يمكن أن تعتبر الشائعات عاملا مؤثرا في آليات البورصة لصعوبة قياس تأثيرها المباشر أو الغير مباشر. ولكن بغض النظر عن هذه الحقيقة السابقة، لا يوجد مستثمر في أي بورصة أوراق مالية في العالم لم يولي للشائعات

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

أهمية، فالشائعات تعد بمثابة وكالة أنباء غير رسمية توفر للمستثمرين معلومات قد يجدون فيها مصدرا للتهديد أو فرصة للربح السريع؛

• **الحالة الاقتصادية:** العلاقة بين الحالة الاقتصادية ومستوى الأداء هي علاقة تناسب مباشر كما هو الحال مع العرض والطلب. لذا نجد أن من الطبيعي أن تزدهر حجم التداول في بورصة الأوراق المالية في حالة استقرار وازدهار اقتصاد الدولة. والسبب الرئيسي وراء هذه العلاقة الوطيدة هو أن الاقتصاد المستقر والمزدهر يوفر عامل الأمان للمستثمرين داخل الدولة ويقلل من مخاطر الاستثمار، يؤدي هذا إلى زيادة في حجم الاستثمارات والتجارة داخل البورصة؛

• **المناخ السياسي:** العلاقة بين المناخ السياسي وأداء حجم التداول في بورصة الأوراق المالية ليست علاقة واضحة أو ثابتة أو تناسبية كسابقاتها الاستقرار السياسي لا يعتبر دائما مؤشرا أو سببا للازدهار في البورصة، وعدم الاستقرار ليس بالضرورة سببا لانهارها. والسبب وراء هذه العلاقة الغير واضحة أن الأحداث السياسية المؤثرة عادة ما تكون ذات وجهتين بمعنى أنها قد تكون ضارة لطرف ومفيدة لآخر.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

المبحث الثاني: الأداء المالي للشركات

يعكس الأداء المالي الوضع الاقتصادي والقدرة التشغيلية والربحية للشركات، ويعد من المؤشرات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون وصناع القرار في تقييم الكفاءة الإدارية ومدى تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة. وتتأسس دراسة الأداء المالي على مجموعة من المفاهيم الأساسية التي تشكل الإطار النظري له، إضافة إلى مؤشرات كمية معتمدة لقياسه وتقييمه، كالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وهوامش الربح وغيرها. كما يتأثر هذا الأداء بجملة من العوامل الداخلية والخارجية التي قد تعزز أو تحد من فعالية الأنشطة المالية للمؤسسة.

وبناء على ذلك، يتناول هذا المبحث ثلاثة مطالب، حيث يركز المطلب الأول على توضيح المفاهيم الأساسية المرتبطة بالأداء المالي، بينما يستعرض المطلب الثاني أبرز المؤشرات المعتمدة لقياسه وتقييمه، في حين يناقش المطلب الثالث أهم العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للشركات.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي

يعد الأداء المالي من المفاهيم المحورية في مجال إدارة الأعمال، إذ يمثل أداة تحليلية تساعد في تقييم الوضع المالي للمؤسسة وقياس كفاءتها في تحقيق العوائد وتنمية الموارد. وينظر إليه كمعيار رئيسي للحكم على مدى نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية. ومن أجل فهم أكثر عمقا لهذا المصطلح نحاول من خلال هذا المطلب تحديد مفهوم الأداء المالي مع إبراز أهميته.

1. تعريف الأداء المالي:

يعرف الأداء المالي بأنه مدى نجاح المنشأة في استغلال الموارد المتاحة لديها المادية والمعنوية أفضل استغلال، وتحقيق الأهداف المحددة من طرف الإدارة ويعتبر الأداء المالي ركيزة مهمة في استمرار ونمو المنشآت، ولكي تتمكن إدارة المنشأة من اتخاذ القرارات المناسبة لابد من وجود أهداف تحدد الأنشطة التي تقوم بها المنشأة وتوجه العاملين نحو تحقيق هذه الأهداف. ولا بد للمنشآت التي تهدف إلى تحقيق الأرباح وتوفير السيولة من تحسين أدائها المالي، وتوجيه العاملين نحو تحقيق هذا الهدف من خلال استغلال الموارد المتاحة، والتخطيط المسبق لتحقيق أي هدف (عليوي، 2019، صفحة 36).

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

ويمثل الأداء المالي أيضا المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم (الخطيب، 2017، صفحة 45).

كما يعرف الأداء المالي هو العوائد التي تتحصل على المنظمة من الموارد التي تتحكم فيها، وهذه العوائد تكون متوفرة من حساب الأرباح والخسائر، وتوفر الوسائل لتقييم أداء الإدارة في الماضي، وكيفية استخدام الموارد بصورة فعالة والقدرة على توليد تدفقات نقدية (بن عيسى، 2023، صفحة 138).

وبناءً على التعاريف السابقة يمكننا الاستنتاج أن الأداء المالي على أنه مدى قدرة المؤسسة على تخفيض تكاليفها وزيادة الإيرادات من أجل الوفاء بالتزاماتها وبذلك تكون المؤسسة حققت أهدافها المالية.

2. أهمية الأداء المالي:

إن الأداء المالي المتفوق يعد الهدف الرئيسي للشركة، وأن الأهداف الثانوية للشركة يمكن تحقيقها ضمناً من خلال تحقيق الأداء المالي المتفوق، كما أن تفوق الشركة على غيرها من الشركات في ميدان الأداء المالي يضمن لها مركزاً تنافسياً متنوعاً، ويفتح الآفاق أمامها للانطلاق نحو تعزيز ذلك المركز وتطويره، إذ أن تحقيق الأداء المتفوق والمركز المالي المتفوق يعدان وجهين لعملة واحدة (سايح جبور و يخلف، 2020، صفحة 119).

كما تنبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في الشركة لتحديد جوانب القوة والضعف والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين.

وتنبع أهمية الأداء المالي أيضاً وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسباب واقتراح إجراءات التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثمارات وفقاً لأهداف العامة للشركات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافس (بوزاغو و بن عومر، 2020، صفحة 326).

وفي نفس السياق، يمكن للأداء المالي أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية:

- متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة؛

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

- تقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومديونية وتوزيعات على سعر السهم؛
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسات.

المطلب الثاني: مؤشرات قياس وتقييم الأداء المالي للشركات

تعتبر تحليل الأداء المالي أداة أساسية في تقييم مدى كفاءة وفعالية الشركات، ويكتسي هذا التقييم أهمية كبيرة لدى مختلف الأطراف. وعند قيام المؤسسات بتحليل أوضاعها المالية، فإنها تعمل على حساب وتقييم عدد من المؤشرات المالية، مثل مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة كالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية التي سوف نتطرق لها من خلال هذا المطلب.

1. مؤشرات الأداء المالي التقليدية:

سنتعرف فيما يلي على أهم المؤشرات المالية التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة والمتعارف عليها قبل سنة 1990 وهي السنة التي تم خلالها بداية ظهور مؤشرات جديدة تركز على مصطلح خلق أو انشاء القيمة.

- نسب السيولة: تلجأ الادارة المالية إلى نسب السيولة للحكم على مدى قدرتها في تسديد ما عليها من التزامات مستحقة في تواريخ استحقاقها خاصة قصيرة الأجل منها، ويكمن الهدف الرئيسي من تحليل هذه النسب في الحكم على مدى سرعة التحويل لأصول المؤسسة الى نقدية لإيفاء التزاماتها ومن أهم هذه النسب (نسبة التداول والنسبة السريعة، نسبة سيولة الذمم المدينة، نسب سيولة المخزون السلعي... إلخ) (الزبيدي، 2008، صفحة 125).

- نسب المديونية (نسب الرافعة المالية): تقيس هذه النسبة مدى درجة اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل المفترضة في تكوين أموال الشركة وكلما زادت هذه النسبة كلما انخفضت مساهمة حق الملكية في تكوين اموال الشركة، ففي حالة تصفية المؤسسة تزيد هذه النسبة من معدل المخاطر، كما يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى استقلالية المؤسسة حالياً (الزبيدي، 2008، صفحة 127).

- نسبة الربحية: هي جملة من المؤشرات المالية التي تعمل على تقييم قدرة المؤسسة أو الشركة الحقيقية على مدى تحقيق الأرباح والاستمرارية بالنشاط، وهي احدى أهم النسب التي تهتم الادارة المالية بها، لأن تحقيق

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

الربحية يعني التحسين في الأداء المالي كما أنها تعكس مدى كفاءة وسياسة الإجراءات والقرارات والسياسات والاستراتيجيات وبمعنى أشمل يعكس الأداء الكلي للمؤسسة الذي تعتمد عليه الإدارة (الزبيدي، 2008، صفحة 129). ويمكن تلخيص هذه المؤشرات فيما يلي:

- **معدل العائد على حقوق الملكية (ROE):** تشير هذه النسبة على ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل ملاك الشركة، أي أنها تعكس ربحية الاستثمار الممتلك، فكلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم والعكس يحصل عندما تنخفض هذه النسبة، تعتبر أحد أهم النسب المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية لأنها تعكس ربحية السهم الواحد وبالتأكيد فإن ارتفاع ربحية السهم الواحد لا بد وأن تؤثر على تعظيم القيمة السوقية للسهم في السوق (Brealey, Myers, & Marcus, 2012, p. 193).

- **معدل العائد على الاستثمار (ROI):** يعد أكثر المؤشرات التحليلية المستخدمة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة وهو مؤشر يعبر عن ربحية الدينار الواحد المستثمر داخل المؤسسة أو الشركة وارتفاعه يدل على كفاءة السياسات التشغيلية المختلفة والمتعددة وكذا كفاءة القرارات المالية التي اتخذتها الإدارة المالية (الزبيدي، 2008، صفحة 133).

- **معدل العائد على الأصول (ROA):** يوضح علاقة ربح الشركة بإجمالي أصولها وهو يعني أن تقوم الشركة بشراء الأصول للقيام بالأعمال ويعكس العائد على الأصول مدى نجاح الشركة في استخدامها لأصولها من أجل در أكبر قدر ممكن من الأرباح وكلما زاد معدل العائد على الأصول كان هذا أفضل بالنسبة للمساهمين والشركة أو المؤسسة (الزبيدي، 2008، صفحة 135).

- **مؤشر ربحية السهم:** تعكس هذه النسبة مستوى ربحية السهم الواحد، فهي تعبر عن عدد المرات التي يستلم فيها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع للسهم وتحسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة (النتيجة) أي الربح المتاح للملاك على عدد الأسهم العادية المصدرة (الزبيدي، 2008، صفحة 137).

- نسبة النشاط: وهي مجموعة من المؤشرات المالية التي تستهدف تقييم قدرة الشركة أو المؤسسة على إدارة أصولها الثابتة والمتداولة، فهي تقيس كفاءة المؤسسة التي تستخدمها في إدارة أصولها والموارد المتاحة لها وهذا يتم من خلال اجراء عملية مقارنة بين كل من مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الأصول،

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

وهي تعد مهمة لكل من له اهتمام بكفاءة الأداء على المدى البعيد لربحية المؤسسة. ونذكر من أهمها (النعيمي و التميمي، 2009، الصفحات 204-207):

- النسب التشغيلية: تسمح هذه النسب بتقييم الاداء المالي للمؤسسة وهذا انطلاقا من الحسابات الوسيطة للتسيير حيث تقارن هذه النسب بين ربحية المؤسسة والعوائد.
 - نسبة الهامش الصافي: تقيس هذه النسبة السياسة التجارية للمؤسسة والحالة التنافسية في السوق الذي تنشط فيه هذه المؤسسة.
 - نسبة تغطية المصاريف المالية: تسمح لنا هذه النسبة بقياس قدرة المؤسسة أو الشركة على تغطية مصاريفها المالية انطلاقا من الثروة الممكن تحقيقها.
- والجدول أدناه ملخص لأهم المؤشرات التقليدية وطرق حسابها:
- الجدول رقم 01: المؤشرات التقليدية للأداء المالي.

العلاقة	الاختصار	المؤشر
الديون/ الأموال الخاصة	FL	نسبة الرافعة المالية
النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة	ROE	معدل العائد على حقوق الملكية
نتيجة الاستغلال/ رأس المال المستثمر	ROI	معدل العائد على الاستثمار
النتيجة قبل الفوائد والضرائب/ المبيعات	ROS	معدل العائد على المبيعات
النتيجة صافية/ الأصول	ROA	معدل العائد على الوصول
النتيجة الصافية ربحية السهم	EPS	ربحية السهم

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على (De La Bruslerie, 2010, p. 158).

2. مؤشرات الأداء المالي الحديثة من منظور خلق القيمة:

يتم استعمال هذه الطرق لقياس المردودية، كما تستخدم في قياس الأداء المعبر عنه بخلق القيمة، التي اخذت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين، الباحثين والكتاب.

- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية، وتقييم تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة أو صافي القيمة الحالية (بن الضب و عياد، 2012، صفحة 128).

وتعبر القيمة الاقتصادية المضافة على الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد التي استخدمتها، وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي (Mondher & Dubreuille, 2005, pp. 68-71):

القيمة الاقتصادية المضافة =

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - (التكلفة الوسطية المرجحة * الاموال المستثمرة) * (t-1)

$$EVA = NOPAT - (WACC * \text{capital investi}) * (t-1)$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

NOPAT: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة؛

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة؛

capital investi: الاموال المستثمرة؛

t: معدل الضريبة.

- القيمة السوقية المضافة (MVA): تتمثل هذه القيمة في الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة والقيمة الاجمالية للأموال المستثمرة، من خلال ربط الوحدات التي توافق بين قيمة المؤسسة في البورصة والقيمة المحاسبية لها، وتعطى بالعلاقة التالية (بن الضب و عياد، 2012، صفحة 129):

$$Mva = \sum_{n=1}^n \frac{Eva}{(1 + wacc)^n}$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة؛

n: عدد السنوات؛

Mva: القيمة السوقية المضافة.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات

يعتبر الأداء المالي للشركات من المؤشرات التي تعكس كفاءة استغلال الموارد وإدارة العمليات التشغيلية، وفي ظل التعقيدات المتزايدة في بيئة الأعمال والتنافس العالمي تتداخل العديد من العوامل في تشكيل هذا الأداء، ومن خلال هذا المطلب نقوم بعرض العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات. وتتلخص العوامل المؤثرة على الأداء المالي بالتالي (الخطيب، 2017، صفحة 48):

• **الهيكل التنظيمي:** هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركات وأعمالها، ففيه تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات، حيث يتضمن الهيكل التنظيمي الكثافة الإدارية هي الوظائف الإدارية في الشركات والتمايز الرأسي هو عدد المستويات الإدارية في الشركات وإما التمايز الأفقي فهو عدد المهام التي تحت عن تقسيم العمل والانتشار الجغرافي من عدد الفروع والموظفين. ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء الشركات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام بها ومن ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في الشركات والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل الإدارة الشركات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية.

• **المناخ التنظيمي:** هو وضوح التنظيم وكيفية اتخاذ القرار وأسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، ويقصد بوضوح التنظيم إدراك العاملين مهام الشركة وأهدافها وعملياتها ونشاطاتها مع ارتباطها بالأداء، وأما اتخاذ القرار هو أخذه بطريقة عقلانية وتقييمها ومدى ملائمة المعلومات لاتخاذها، وأسلوب الإدارة في تشجيع العاملين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، أما توجيه الأداء من مدى تأكد العامل من أدائه وتحقيق مستويات عليا من الأداء. حيث يقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة ايجابية وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات الرسم صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال الشركات.

• **التكنولوجيا:** هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في الشركة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، ويندرج تحت التكنولوجيا عدد من الأنواع كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب وتكون وفقا للواصفات التي يطلبها المستهلك، وتكنولوجيا الإنتاج المستمر التي تلتزم بمبدأ الاستمرارية، وتكنولوجيا الدفعات الكبيرة. وعلى الشركات تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب ان التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه الشركات والتي لابد لهذه الشركات من التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف الموازنة بين التقنية والأداء، وتعمل التكنولوجيا على شمولية الأداء لأنها تغطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وخفض التكاليف والمخاطرة والتنوع بالإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية.

• **حجم الشركات:** يقصد بالحجم هو تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو إجمالي الودائع أو إجمالي المبيعات أو إجمالي القيمة الدفترية. ويعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات سلبا فقد يشكل الحجم عائقا لأداء الشركات حيث إن زيادة الحجم فان عملية إدارة الشركة تصبح أكثر تعقيدا ومنه يصبح أداؤها أقل فعالية، وإيجابا من حيث أنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة وان سعر المعلومة للوحدة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل بزيادة حجم الشركات، وقد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء الشركات وبينت أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

المبحث الثالث: التأصيل العملي لتداول الأسهم والأداء المالي للشركات

في ضوء ما تم استعراضه في الإطار النظري لموضوع تداول الأسهم وعلاقته بالأداء المالي، يتبين أن نشاط التداول في الأسواق المالية يمثل أحد العوامل المؤثرة على أداء الشركات، خاصة من حيث قدرتها على تحقيق عوائد مالية وتعزيز جاذبية الاستثمار. ويعد الأداء المالي، بما في ذلك معدل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، مؤشرا رئيسيا يعكس كفاءة الشركة فعالية في إدارة مواردها واستثمار رأس مالها. وفي هذا السياق، حظي موضوع العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي باهتمام واسع من قبل الباحثين، ما أدى إلى بروز العديد من الدراسات التي تناولت هذه العلاقة من زوايا منهجية وتجريبية مختلفة.

وفي هذا الإطار، يتناول هذا المحور مطلبين، حيث تم تخصيص المطلب الأول لعرض أبرز الدراسات التي المتعلقة بموضوع تداول الأسهم والأداء المالي للشركات، مع التركيز على أهدافها، مناهجها ونتائجها الرئيسية بينما يتضمن المطلب الثاني مناقشة مقارنة بين الدراسات السابقة، مع تسليط الضوء على أوجه الاتفاق والاختلاف بينها، وصولا إلى تحديد الفجوة العلمية التي تسعى هذه الدراسة إلى معالجتها.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة

نظرا للاهتمام المتزايد بموضوع تداول الأسهم في الأسواق المالية، وما يترتب عليه من آثار على أداء الشركات، سعى العديد من الباحثين إلى دراسة وتحليل العلاقة بين هذين المتغيرين. وتكشف هذه العلاقة عن طابع معقد ومتعدد الأبعاد، يختلف بشكل كبير باختلاف المناطق الجغرافية، والاقتصادات، وظروف السوق، والفترات الزمنية. وفي هذا السياق، يستعرض هذا المطلب مجموعة من الدراسات السابقة، سواء باللغة العربية أو الأجنبية، التي تناولت هذه الإشكالية، مع التركيز على أهدافها، مناهجها المعتمدة، وأهم النتائج التي توصلت إليها.

أولا: الدراسات باللغة العربية.

هدفت دراسة (حفصي، حليمي، وبلعشي، 2019) إلى قياس تأثير مؤشرات الأداء المالي مثل القيمة الاقتصادية المضافة، وربحية السهم الواحد، والعائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. حيث اعتمدت الدراسة على عينة من 30 مؤسسة صناعية خلال الفترة من 2014 إلى 2016، واستخدمت نموذج بانل لتحليل البيانات بالاعتماد على برنامج Eviews. وقد

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق، حيث كانت ربحية السهم تفسر 91% من التغيرات في القيمة السوقية للأسهم، في حين لم تظهر أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأصول مع سعر الإغلاق.

أما دراسة (بن دحمان وقليل، 2024) هدفت إلى تحليل أثر الربحية كمؤشر للأداء المالي، ممثلة في العائد على الأصول وربحية السهم الواحد، على القيمة السوقية للأسهم في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر. حيث اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ثلاث مؤسسات في قطاعي الصيدلة والخدمات خلال الفترة من 2014 إلى 2023، واستخدمت المنهج الوصفي والقياسي لتحليل بيانات البائل باستخدام برنامج **Eviews**. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم، بينما أظهرت وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لربحية السهم الواحد على القيمة السوقية لهذه المؤسسات.

كما هدفت دراسة (قنون وقنون، 2020) إلى اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية للأسهم، من خلال دراسة عينة مكونة من 30 شركة خدمية مدرجة في مؤشر **SBF120** الفرنسي خلال الفترة 2013-2017، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وقد توصلت النتائج إلى وجود علاقة بين كل من ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية، والقيمة السوقية المضافة مع القيمة السوقية للأسهم، مع تفوق واضح للمؤشرات التقليدية في تفسير هذه القيمة بنسبة 42.01%، مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة تفسيرها 8%.

بينما هدفت دراسة (الحجله، 2016) إلى تحليل العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 2009 إلى 2022، حيث ركزت على متغيرات مثل العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية للسهم، حجم أصول البنك، ربحية السهم، ومخاطر السيولة، الائتمان، ورأس المال. كما استخدمت المنهج الوصفي والتحليلي، والانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات وبناء نموذج للتنبؤ بأسعار الأسهم. في الأخير توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم موجودات البنك والقيمة السوقية للسهم، بينما لم تظهر علاقة دالة للعائد على السهم ومخاطر السيولة.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

ثانيا: الدراسات باللغة الأجنبية.

هدفت دراسة (Razak, et al., 2020) إلى تقييم أثر المؤشرات المالية الرئيسية، مثل السيولة، ومعدل دوران الأصول، والعائد على الأصول، ونسبة المديونية، على عوائد الأسهم في شركات المعدات الثقيلة الإندونيسية خلال الفترة 2014-2018. ومن خلال تحليل البيانات المالية، توصلت الدراسة إلى أن هذه المؤشرات لم تكن لها تأثيرات ذات دلالة على عوائد الأسهم. وبدلاً من ذلك، أبرزت النتائج الدور الحاسم للعوامل الاقتصادية الكلية، مثل أسعار الصرف والتضخم، في تشكيل أسعار الأسهم، مقارنة بأداء الشركات المالي.

أما دراسة (Sanusi, 2023)، فقد تناولت أثر الربحية على عوائد الأسهم، مع دراسة دور هيكل رأس المال كمتغير وسيط، وشملت العينة 14 شركة صناعية، وتمت ملاحظة 126 حالة سنوية خلال الفترة 2009-2017، باستخدام تحليل المسار. وأظهرت النتائج أن للربحية أثراً إيجابياً على عوائد الأسهم، لكنها لا تؤثر بشكل كبير على نسبة الدين إلى حقوق الملكية، ولا على عوائد الأسهم من خلال هيكل رأس المال. وتخلص الدراسة إلى أن الحفاظ على ربحية مستدامة يعد أمراً أساسياً لتحقيق أداء قوي في السوق، دون الاعتماد المفرط على هيكل رأس المال، مما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم.

أما دراسة (Gopinath & Krishnamurti, 2014)، هدفت إلى استكشاف العلاقة بين حجم التداول وتقلب أسعار الأسهم في السوق المالي، إلى جانب تأثير ذلك على السيولة. وكشفت النتائج عن وجود علاقة إيجابية بين عدد الصفقات وتقلب أسعار الأسهم، مما يدل على أن زيادة عدد التداولات تؤثر إيجابياً في سيولة الشركات.

وتناولت دراسة (Onoh, Ukeje, & Nkama, 2017) أثر حجم التداول ومعدل دوران السوق على عوائد الأسهم في سوق الأسهم النيجيري. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين حجم التداول والعوائد السوقية، حيث تعد الأسهم ذات أحجام التداول المرتفعة أكثر تأثراً بنشاطها التداولي، كما أظهرت الدراسة أيضاً أن الأسهم ذات معدلات الدوران الأعلى التي تعكس سيولة أكبر تحقق عوائد أعلى. وتمت الإشارة كذلك إلى أن الأسهم الصغيرة أكثر حساسية لمشكلات السيولة من نظيراتها الكبيرة، مما يجعلها أكثر عرضة للمخاطر المرتبطة بالسيولة. وتؤكد الدراسة على الدور الحيوي للسيولة السوقية في تسعير الأسهم، خاصة في الأسواق الناشئة مثل نيجيريا، التي تتسم بحساسية أكبر لتقلبات السيولة.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

أما دراسة (Genchev, 2012) التي قامت بتحليل أثر الحصة السوقية والتركيز السوقي على ربحية البنوك البلغارية، باستخدام بيانات بانل لـ 22 بنكا خلال الفترة 2006–2010، مع اعتماد العائد على حقوق الملكية (ROE) كمؤشر رئيسي. وأكدت النتائج وجود علاقة إيجابية بين الحصة السوقية والربحية، في حين لم يظهر التركيز القطاعي أي تأثير معنوي. وأشارت النتائج إلى أن ربحية البنوك تتأثر بشكل رئيسي بقرارات الإدارة الداخلية أكثر من العوامل الاقتصادية الكلية، مما يبرز أهمية الاستراتيجيات الداخلية على حساب التركيز القطاعي.

كما هدفت دراسة (Agustyawati & Rais, 2023) إلى تحديد العوامل المؤثرة على أسعار أسهم شركات الأغذية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2018–2021، وذلك من خلال تحليل البيانات المالية المنشورة واستخدام اختبار الانحدار الخطي المتعدد. حيث أظهرت النتائج أن كلا من ربحية السهم، وهامش صافي الربح، ونسبة السيولة الجارية لها تأثير معنوي موجب على أسعار الأسهم، حيث تعكس هذه المؤشرات الأداء المالي والكفاءة التشغيلية، مما يعزز ثقة المستثمرين ويزيد من جاذبية الأسهم. في المقابل، لم يكن لنسبة الدين إلى حقوق الملكية ولا لمضاعف الربحية تأثير معنوي، إذ تبين أن عوامل خارجية مثل النمو المتوقع وأداء الصناعة والمناخ الاستثماري العام تلعب دورا أكبر في تحديد أسعار الأسهم مقارنة بهذين المؤشرين.

وفي نفس السياق، هدفت دراسة (Tampubolon & Yunita, 2024) إلى تحليل تأثير الأداء المالي على أسعار أسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من 2020 إلى 2023. وشملت العينة 47 بنكا تجاريا تم اختيارهم بطريقة قصدية بناء على توافر البيانات المالية وأسعار الأسهم، مع اعتماد طريقة الانحدار الخطي وتحليل المسار. حيث أظهرت نتائج اختبار (T) أن كلا من العائد على الأصول (ROA) ونسبة السيولة الجارية (CR) لهما تأثير معنوي على سعر السهم، بينما لم يكن لكل من نسبة المديونية (DER)، القروض إلى الودائع (LDR)، والقروض المتعثرة (NPL) تأثير معنوي. كما بين اختبار (F) أن المتغيرات المستقلة الخمسة تؤثر مجتمعة على سعر السهم.

وأخيرا، هدفت دراسة (Gea & Tobing, 2022) إلى اختبار الأثر التجريبي لكل من العائد على الأصول (ROA) وربحية السهم (EPS) على أسعار الأسهم في شركات التصنيع ضمن قطاع الأغذية والمشروبات المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2017–2021. حيث اعتمدت الدراسة على منهج وصفي وتحليلي باستخدام تقنية العينة القصدية غير الاحتمالية، ونتج عنها اختيار 19 شركة كعينة للدراسة. وتم جمع البيانات من

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

القوائم المالية المنشورة لتلك الشركات، وتم استخدام الأساليب الإحصائية الوصفية، وتحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات. وأظهرت نتائج اختبار (T) أن كل من ROA وEPS لهما دلالة إحصائية تؤثر على أسعار الأسهم، مما يؤكد وجود تأثير معنوي. كما بينت النتائج أن ROA وEPS يؤثران معا بشكل مشترك على أسعار الأسهم.

المطلب الثاني: مناقشة الدراسات السابقة وعرض الفجوة العلمية

يتناول هذا المطلب تقديم تحليلي لأبرز الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي، سواء في البيئة المحلية أو الدولية، مع التركيز على الأبعاد والمنهجيات والنتائج التي توصلت إليها. كما يهدف إلى إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية، من أجل تحديد الفجوة العلمية التي تسعى هذه الدراسة إلى معالجتها. أولاً: مناقشة الدراسات السابقة.

أظهرت الدراسات السابقة تنوعاً في المنهجية والعينة والمؤشرات المستخدمة لتحليل العلاقة بين الأداء المالي والقيمة السوقية أو عوائد الأسهم، سواء في السياقات العربية أو الأجنبية. فعلى مستوى الدراسات العربية، ركزت دراسات (حفصي، حليمي، وبلعشي، 2019) و(بن دحمان وقليل، 2024) و(قنون ع وقنون ر، 2020) على مؤشرات مثل ربحية السهم والعائد على الأصول، حيث بينت الأولى والثانية وجود علاقة إيجابية لربحية السهم مع القيمة السوقية للأسهم، مع تباين دلالة العائد على الأصول، في حين أظهرت الثالثة تفوق المؤشرات التقليدية على الحديثة. كما بينت دراسة (الحجله، 2016) أهمية مؤشرات أخرى مثل مخاطر السيولة وحجم الأصول وتأثيرها على الأداء.

في المقابل، ركزت الدراسات الأجنبية مثل (Genchev, 2012)، على أثر الحصة السوقية والتركيز القطاعي على ربحية البنوك البلغارية، حيث أكدت وجود علاقة إيجابية بين الحصة السوقية وربحية ROE، وأبرزت أهمية القرارات الإدارية الداخلية مقارنة بالعوامل الهيكلية. من ناحية أخرى، أولت دراسات مثل (Razak et al., 2020) و(Sanusi, 2023) اهتماماً بالعوامل الاقتصادية الكلية وهيكل رأس المال ودور الربحية في تشكيل عوائد الأسهم، في حين ركزت (Gopinath & Krishnamurti, 2014) و(Onoh et al., 2017) على سيولة السوق وحجم التداول كمحركين لأسعار الأسهم. أما دراسات (Agustyawati & Rais, 2023)، و(Tampubolon &

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

(Yunita, 2024)، و(Gea & Tobing, 2022) فقد تناولت العلاقة بين مؤشرات تقليدية مثل ROA وEPS وأسعار الأسهم، لا سيما في قطاعي الأغذية والبنوك. بالتالي، يتبين مما سبق أن التوجهات البحثية اختلفت حسب السياق الجغرافي، القطاع، والفترة الزمنية، مما يعكس اختلاف الظروف الاقتصادية والتنظيمية وخصوصية كل سوق.

ثانياً: عرض الفجوة البحثية.

رغم أن العديد من الدراسات السابقة تناولت العلاقة بين المؤشرات المالية والقيمة السوقية للأسهم أو عوائدها، فإن أغلبها ركز على تأثير الأداء المالي على أسعار أو عوائد الأسهم، كما هو الحال في دراسات (حفصي وآخرون، 2019)، (بن دحمان وقليل، 2024)، و(Sanusi, 2023). كما أن بعض الدراسات تناولت مؤشرات التداول مثل حجم التداول أو معدل الدوران، لكنها ركزت على أثرها على عوائد الأسهم أو تقلباتها، دون الربط الصريح بالأداء المالي (ROA وROE)، ودون استخدام تركيبة شاملة لمؤشرات التداول. إضافة لذلك، اقتصرَت دراسات مثل (Gopinath & Krishnamurti, 2014) و(Onoh et al., 2017) على أسواق ناشئة أخرى، مع غياب شبه تام للدراسات التطبيقية التي تربط بين تداول الأسهم والأداء المالي في سياق السوق المالية السعودية، خاصة على شركات محددة مثل شركة المراعي. وما يميز الدراسة الحالية هو عكس اتجاه العلاقة المدروسة في معظم الأدبيات، حيث تتناول تأثير تداول الأسهم ممثلاً في حجم التداول، قيمة التداول، ومعدل دوران الأسهم على الأداء المالي، وليس العكس. كما أنها تسلط الضوء على حالة شركة المراعي ما يوفر إطاراً تطبيقياً حديثاً يثري الفجوة المعرفية في هذا المجال، خاصة في قطاع الأغذية بالمملكة العربية السعودية. كما أنه تستخدم نموذج ARDL الذي يسمح باختبار العلاقات في الأجلين القصير والطويل، مما يوفر رؤية تحليلية أعمق وأكثر دقة لصناع القرار والمستثمرين حول كيفية توظيف التداول المالي لتعزيز الأداء المؤسسي في السياق السعودي. ومن هنا، تبرز أهمية الدراسة الحالية في سد هذه الفجوة البحثية.

الفصل الأول: الأسس النظرية والعملية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في الشركات

خلاصة الفصل الأول:

تناول هذا الفصل الإطار النظري والعملية لموضوع الدراسة، أين تم تأسيس القاعدة النظرية للدراسة من خلال التطرق إلى مفاهيم تداول الأسهم والأداء المالي، وتحليل العلاقة بينهما. وقد بين أن الأسواق المالية تمثل أداة فعالة لتعبئة الموارد وتوجيهها نحو الاستثمار، وتعد الأسهم إحدى أهم أدوات الملكية المتداولة في هذه الأسواق.

كما ناقش الفصل العوامل المؤثرة على نشاط التداول مثل العرض والطلب، الشفافية، الحالة الاقتصادية والسياسية، إضافة إلى عرض شامل لمؤشرات الأداء المالي، لا سيما معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، كمؤشرات رئيسية لقياس الأداء المالي للشركات. واختتم الفصل بعرض الدراسات السابقة ذات الصلة، ما ساعد في تحديد الفجوة العلمية التي تسعى الدراسة الحالية إلى سدها.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم
بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

تمهيد:

يرى العديد من الاقتصاديين أن التحدي الرئيسي الذي تعاني منه غالبية الدول العربية يتمثل في تدني حجم الاستثمارات، وهو الأمر الذي يجعل من تحقيق التنمية الاقتصادية مرهونا بمدى قدرة هذه الدول على زيادة معدلات الاستثمار بما يتناسب مع وتيرة نمو سكانها.

وفي هذا السياق تعد الأسواق المالية العربية من الركائز الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية، إذ أن توفر أسواق أولية وثانوية تتسم بالكفاءة يساهم في خفض تكاليف التمويل، ويوفر السيولة اللازمة للمستثمرين، مما يعزز من جاذبية البيئة الاستثمارية. وقد عملت العديد من الدول العربية على إنشاء وتطوير أسواق مالية وطنية، وسعت لتمكينها من أداء دورها التنموي من خلال تهيئة بيئة استثمارية ملائمة، وذلك عبر اعتماد حزمة من السياسات الاقتصادية والاجتماعية، إلى جانب اتخاذ قرارات وإجراءات حكومية تهدف إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، فضلا عن الترويج الخارجي للفرص الاستثمارية المتاحة.

وعلى الرغم من تسجيل المناخ الاستثماري في الدول العربية لتحسن نسبي في السنوات الأخيرة، إلا أنه لا يزال يواجه عدداً من المعوقات التي تحد من تدفق الاستثمارات، إلى جانب التحديات المرتبطة بالتغيرات الاقتصادية الدولية، والتي تؤثر سلباً على قدرة الأسواق المالية العربية في المساهمة الفعالة في تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

استناداً إلى هذه الحقائق سيتضمن هذا الفصل المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي وشركة المراعي السعودية؛
- ✓ المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة: المتغيرات، اختبارات الإستقرارية والتكامل المشترك؛
- ✓ المبحث الثالث: تقدير العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي للفترة (2007-2024).

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي وشركة المراعي السعودية

في إطار التطور الذي عرفته السوق المالية السعودية، تزداد أهمية دراسة وتحليل أداء الشركات الكبرى المدرجة فيها، وتجسد شركة المراعي السعودية مثالا بارزا في هذا السياق، باعتبارها واحدة من أبرز الشركات الرائدة في قطاع الصناعات الغذائية على المستويين المحلي والإقليمي، ما يجعل تحليل تطور مؤشرات تداول أسهمها وأدائها المالي خلال فترة زمنية ممتدة، أداة مهمة لقياس مدى انعكاس أوضاع الشركات الرائدة على أداء السوق المالي ككل. ويتناول هذا المبحث تقديمًا عامًا ومختصرًا للسوق المالي السعودي (تداول)، وشركة المراعي السعودية.

المطلب الأول: تقديم السوق المالي السعودي (تداول)

تعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق التي نشأت حديثًا مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، وسنخصص هذا المطلب لعرض نبذة تعريفية عن السوق بالإضافة إلى المراحل التاريخية لتطوره.

1. نبذة تعريفية للسوق المالي السعودي

تعد السوق المالية السعودية "تداول" الهيئة المسؤولة عن إدراج وتداول الأوراق المالية داخل المملكة العربية السعودية، وتلعب دورًا محوريًا في تنظيم المعاملات وتعزيز جاذبيته للمستثمرين المحليين والدوليين. وقد أصبحت السوق المالية السعودية وجهة رئيسية لتحقيق خطط النمو طويلة الأجل، من خلال تقديم فرص استثمارية متنوعة تتسم بالتنافسية والاستقرار. وقد رسّخت تداول السعودية مكانتها كأكبر سوق مالية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مستفيدة من الدعم الحكومي والإصلاحات الاقتصادية ضمن إطار رؤية السعودية 2030. الأمر الذي يمنحها مكانة مرموقة على المستوى العالمي ويعزز من ثقة المستثمرين فيها. بالإضافة إلى التوسع المستمر في قاعدة الشركات المدرجة، وتنوع القطاعات والفرص الاستثمارية المتاحة. مما يعكس الحجم الكبير لهذه السوق وأهميتها في دعم الاقتصاد الوطني. وإلى جانب ذلك، تسعى تداول السعودية إلى تعزيز الشفافية وحوكمة الشركات، وتطوير البنية التحتية للسوق، وتوسيع أدواتها المالية مثل المشتقات والصكوك والسندات. كما تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية (Saudi Exchange, 2024).

وفي نفس السياق، تعد السوق المالية السعودية "تداول" الجهة الرسمية المسؤولة عن إدراج وتداول الأوراق المالية داخل المملكة العربية السعودية، حيث تلعب دورًا محوريًا في تنظيم المعاملات المالية وتعزيز

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

جاذبية السوق للمستثمرين المحليين والدوليين. وقد أصبحت هذه السوق وجهة استراتيجية لتحقيق خطط النمو طويلة الأجل، من خلال توفير فرص استثمارية متنوعة تتسم بالتنافسية والاستقرار المالي. وفي هذا الإطار، رسّخت تداول السعودية مكانتها كأكبر سوق مالية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مستفيدة من الدعم الحكومي المستمر والإصلاحات الاقتصادية المتسارعة في إطار رؤية السعودية 2030، وهو ما ساهم في تعزيز مكانتها على المستوى العالمي وزيادة ثقة المستثمرين فيها (Saudi Exchange, 2024).

ويعزز من قوة هذه السوق التوسع المستمر في قاعدة الشركات المدرجة وتنوع القطاعات الاقتصادية التي تمثلها، ما يوفر فرصا استثمارية متعددة تدعم التنوع الاقتصادي. ويعكس هذا التنوع والاتساع الحجم الكبير للسوق وأهميتها الاستراتيجية في دعم الاقتصاد الوطني. وفي السياق ذاته، تسعى تداول السعودية إلى ترسيخ مبادئ الشفافية وحوكمة الشركات، فضلا عن تطوير البنية التحتية للسوق، وتوسيع نطاق أدائها المالية لتشمل المشتقات والصكوك والسندات، بما يواكب المعايير الدولية. كما تعمل بشكل متواصل على استقطاب الاستثمارات الأجنبية، في إطار سعيها لتعزيز التكامل مع الأسواق المالية العالمية ورفع كفاءة السوق المحلية (Saudi Exchange, 2024).

2. مراحل تطور السوق المالي السعودي:

في سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوي الذي كان بموجبه يتم تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطورا كبيرا، حيث مر بثلاث مراحل أساسية كما يلي:

• **المرحلة الأولى (من 1954 إلى بداية الثمانينات):** حيث بلغ عدد الشركات المساهمة عشر (10) شركات برأسمال قدره 1.7 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم، مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية (مفتاح و معارفي، 2009، صفحة 187).

• **المرحلة الثانية (من أوائل الثمانينات إلى 2003):** تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضى بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشورا يوضح أسلوب تداول

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول" (بن لكحل، 2015، صفحة 152).

• المرحلة الثالثة (2003 - 2005): تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين الوسيط ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة (بلعيد، 2014، صفحة 122).

المطلب الثاني: تقديم شركة المراعي السعودية

تعتبر شركة المراعي السعودية من أبرز الشركات الرائدة في قطاع الألبان والأغذية والعصائر داخل المملكة العربية السعودية، حيث تميزت بنشاطها المتكامل الذي يغطي مختلف مراحل سلسلة القيمة الإنتاجية، بدءاً من مزارع الألبان ووصولاً إلى إنتاج وتسويق المنتجات الغذائية والمشروبات النهائية. وتوزع هذه المنتجات على نطاق واسع في متاجر التجزئة داخل المملكة، إضافة إلى انتشارها في بقية دول مجلس التعاون الخليجي، مما يعكس المكانة الريادية التي تحتلها الشركة في قطاع الصناعات الغذائية على المستوى الإقليمي، استناداً إلى هذا التمهيد سنسعى في هذا المطلب إلى تقديم نبذة تعريفية لشركة المراعي السعودية، مع تحليل تطور مؤشرات تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي للفترة 2007-2024.

1. نبذة تعريفية لشركة المراعي السعودية

تأسست شركة المراعي عام 1977 في المملكة العربية السعودية على يد سلمان بن محمد بن سعود الكبير، وهي شركة مساهمة سعودية ابتداءً من 2015/08/08 بعد أن كانت شركة ذات مسؤولية محدودة، حيث يبلغ رأس مال الشركة المدفوع 10 مليار ريال سعودي إلى غاية 2019/12/31. وتعتبر شركة المراعي التي يقع مقرها الرئيسي في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية، من أكبر الشركات المتخصصة في إنتاج وتوزيع منتجات الألبان والأغذية والمشروبات في منطقة الشرق الأوسط ودول مجلس التعاون الخليجي، وتحتل الشركة المرتبة الأولى في إنتاج السلع الاستهلاكية سريعة الحركة وهي زائدة في معظم فئات وأصناف منتجاتها في السوق الخليجية، وعلى ضوء شركة المراعي في محال استهداف الأسواق المحلية والإقليمية وتوسعاتها الخارجية، فهي حالياً تتواجد في العديد من المناطق الجغرافية (بوبريحة و قاشي، 2021، صفحة 187).

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

وللإشارة فإن الشركة تضم الوحدات الإنتاجية التالية (عزوزي و بودي، 2019، صفحة 762):

- مزارع الألبان والدواجن وزراعة الأراضي في منطقة الخرج وحائل والأردن ومزارع الأعلاف في الأرجنتين والولايات المتحدة؛
- مرافق التصنيع في المملكة (الخرج وجدة وحائل) والأردن ومصر؛
- قسم النقل والإمداد في الخرج وجدة وحائل والأردن ومصر؛
- مراكز البيع والتوزيع في دول مجلس التعاون الخليجي والأردن ومصر؛
- المقر الرئيسي والذي يضم الأقسام الرئيسية للشركة.

2. تحليل تطور مؤشرات تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية للفترة 2007-2024:

تعد شركة المراعي من أبرز الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، وتحظى باهتمام واسع من قبل المستثمرين نظرا لمكانتها الرائدة في قطاع الأغذية والمشروبات. وتكمن أهمية تحليل تطور مؤشرات تداول أسهم الشركة في كونها تعكس حجم الاهتمام الاستثماري وثقة السوق في أدائها، بينما تمثل مؤشرات الأداء المالي مثل معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية مرآة تعكس قدرتها على تحقيق الأرباح واستغلال الموارد بكفاءة.

وعليه، يتناول هذا الجزء من الدراسة تحليلا وصفيا لمسار تطور كل من مؤشرات التداول ومؤشرات الأداء المالي للشركة خلال الفترة 2007-2024، بهدف الوقوف على أبرز التحولات التي شهدتها وتفسيرها في ضوء السياقين المالي والسوقي، تمهيدا لدراسة العلاقة بين هذه المؤشرات بشكل قياسي لاحقا.

أولا: تحليل تطور مؤشرات تداول الأسهم (حجم التداول، قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم) لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024.

فيما يلي سنقوم بتحليل تطور مؤشرات تداول الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024، وذلك من خلال تتبع التغيرات في حجم التداول، قيمة التداول، ومعدل دوران الأسهم.

- تطور مؤشر حجم تداول الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024:

يعرض هذا الجزء تطور حجم تداول أسهم شركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024، والجدول

والشكل المواليين يوضحان ذلك:

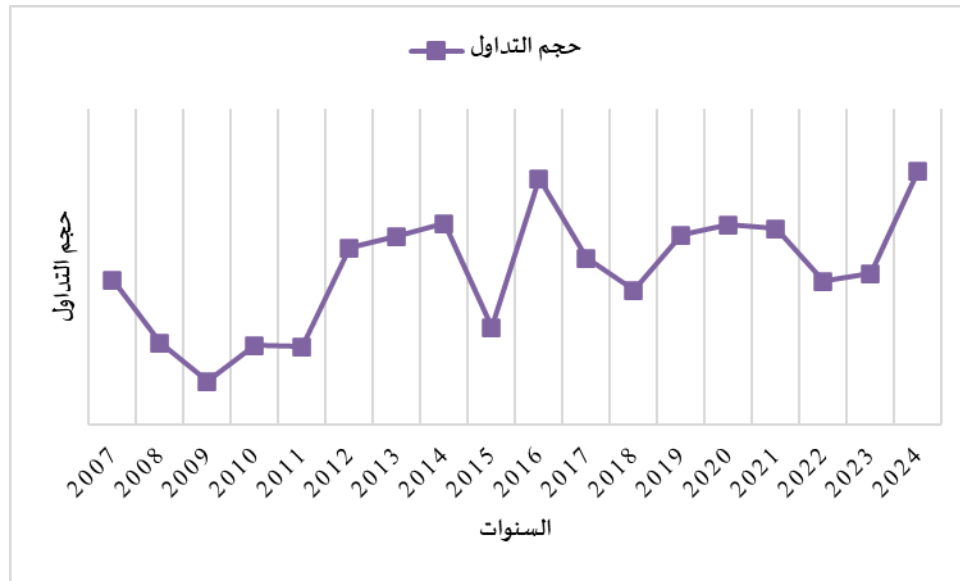
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الجدول رقم 02: احصائيات حجم تداول أسهم شركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024.

حجم تداول الأسهم	السنوات	حجم تداول الأسهم	السنوات
195094160	2016	114128592	2007
131439697	2017	65307572	2008
106404790	2018	34281765	2009
150095350	2019	62777576	2010
158287402	2020	61536182	2011
155213623	2021	140155816	2012
114026433	2022	148884400	2013
119284833	2023	159072418	2014
201371709	2024	77202146	2015

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على (Saudi Exchange, 2024).

الشكل رقم 01: تطور حجم تداول أسهم شركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على (Saudi Exchange, 2024).

من خلال الجدول رقم (02) والشكل رقم (01)، يُظهر حجم تداول أسهم شركة المراعي السعودية تغيراً هيكلياً على مدار سنوات الدراسة، حيث انخفض بحدة بين عامي 2007 (114 مليون سهم) و2009 (34 مليون سهم)، وهو ما يمكن ربطه بتأثيرات الأزمة المالية العالمية التي حدثت من دوافع المخاطرة لدى المستثمرين. ثم اتجه الحجم إلى الارتفاع التدريجي، وبلغ ذروته في 2024 (201 مليون سهم)، وهو ما قد يعود إلى ازدياد قاعدة

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

المستثمرين، أو تحسن سيولة الأسهم نتيجة لتوسع الشركة، أو حملات تسويقية ناجحة أو قرارات تنظيمية مثل تخفيض القيمة الاسمية للأسهم أو تجزئتها. كما يشير هذا الاتجاه التصاعدي إلى تعافي قوي وزيادة في الجاذبية الاستثمارية للأسهم.

• تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024:

يعرض هذا الجزء تطور قيمة الأسهم المتداولة لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024،

والجدول والشكل المواليين يوضحان ذلك:

الجدول رقم 03: احصائيات قيمة الأسهم المتداولة لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024.

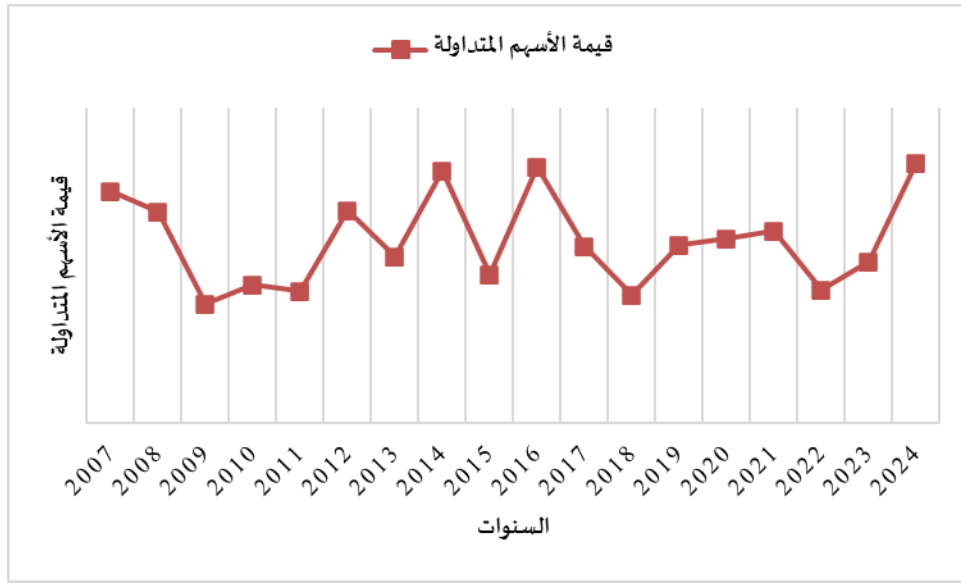
الوحدة: الريال السعودي

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة	السنوات	قيمة الأسهم المتداولة
2007	10293111310.75	2016	11389172374.50
2008	9388512089.75	2017	7850055349.50
2009	5266453673	2018	5705357042.90
2010	6120896631	2019	7885741886.55
2011	5857112175	2020	8193382507.75
2012	9442603704	2021	8531530227.55
2013	7398981239.75	2022	5929820542.20
2014	11190621665.25	2023	7130487686.30
2015	6578785574.50	2024	11560923466.50

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على (Saudi Exchange, 2024).

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الشكل رقم 02: تطور قيمة الأسهم المتداولة لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على (Saudi Exchange, 2024).

من خلال الجدول رقم (03) والشكل رقم (02)، يتضح أن قيمة الأسهم المتداولة لأسهم شركة المراعي شهدت تقلبات ملحوظة خلال الفترة 2007–2024. بدأت بقيمة مرتفعة نسبيا في عام 2007 (حوالي 10.29 مليار ريال)، ثم انخفضت تدريجيا حتى بلغت أدنى مستوياتها في عام 2009 (5.26 مليار ريال)، وهو ما قد يعود إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أثرت على الأسواق المالية عموما. بعد ذلك، بدأت القيمة في التحسن تدريجيا، متأثرة بانتعاش السوق وزيادة ثقة المستثمرين. وبلغت ذروتها في 2024 بأعلى قيمة لها (حوالي 11.56 مليار ريال)، مما قد يعكس تطور أداء الشركة، أو زيادة شهرة الأسهم بين المستثمرين، أو تحسن بيئة السوق في المملكة العربية السعودية. كما يمكن أن تكون بعض الطفرات مرتبطة بإعلانات أرباح، توزيعات مجزية أو إدراجات في مؤشرات كبرى جذبت المستثمرين.

• تطور مؤشر معدل دوران الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024:

يعرض هذا الجزء تطور معدل دوران الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007–2024،

والجدول والشكل المواليين يوضحان ذلك:

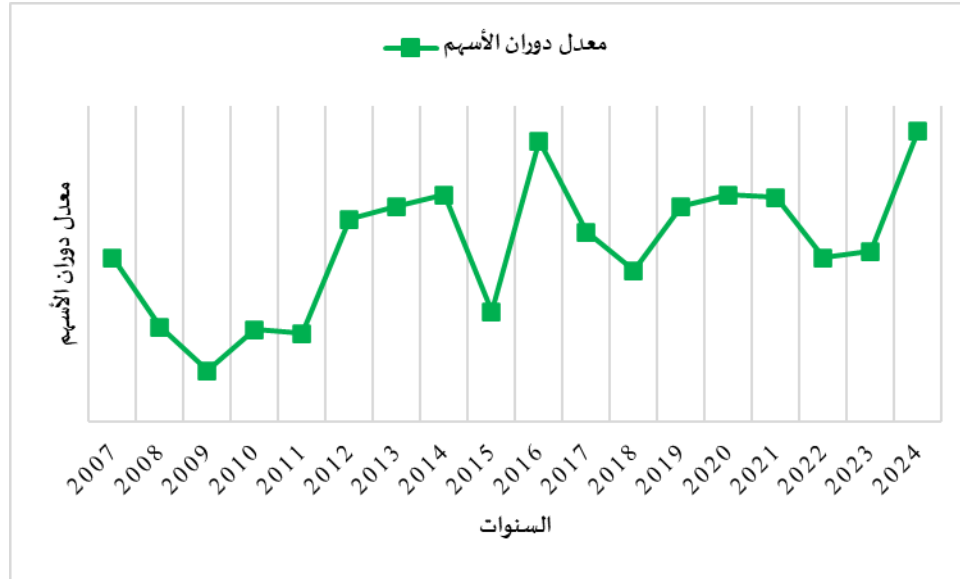
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الجدول رقم 04: احصائيات معدل دوران الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024.

السنوات	معدل دوران الأسهم	السنوات	معدل دوران الأسهم
2007	0.052	2016	0.089
2008	0.030	2017	0.060
2009	0.016	2018	0.048
2010	0.029	2019	0.068
2011	0.028	2020	0.072
2012	0.064	2021	0.071
2013	0.068	2022	0.052
2014	0.072	2023	0.054
2015	0.035	2024	0.092

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على (Saudi Exchange, 2024).

الشكل رقم 03: تطور معدل دوران الأسهم لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على (Saudi Exchange, 2024).

يعكس معدل دوران الأسهم نشاط التداول بالنسبة إلى عدد الأسهم المدرجة، وهو مؤشر على سيولة السهم في السوق. ومن خلال الجدول رقم (04) والشكل رقم (03)، نلاحظ أنه معدل دوران أسهم الشركة بدأ في 2007 بقيمة 0.052، وانخفض إلى أدنى مستوى له في 2009 (0.016) متأثراً بانكماش التداول، قبل أن يعود تدريجياً للارتفاع ليصل إلى 0.092 في عام 2024. هذا التحسن في معدل الدوران يعكس زيادة في كفاءة السوق

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

وتوسع اهتمام المستثمرين بالأسهم، كما يمكن ربط بعض الارتفاعات بتطورات مؤسسية إيجابية أو إدراجات في مؤشرات سوقية جذبت المستثمرين.

ثانياً: تحليل تطور مؤشرات الأداء المالي (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية) لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024.

فيما يلي سنقوم بتحليل تطور مؤشرات الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024، وذلك من خلال تتبع التغيرات في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. والجدول والشكل المواليين يوضحان ذلك:

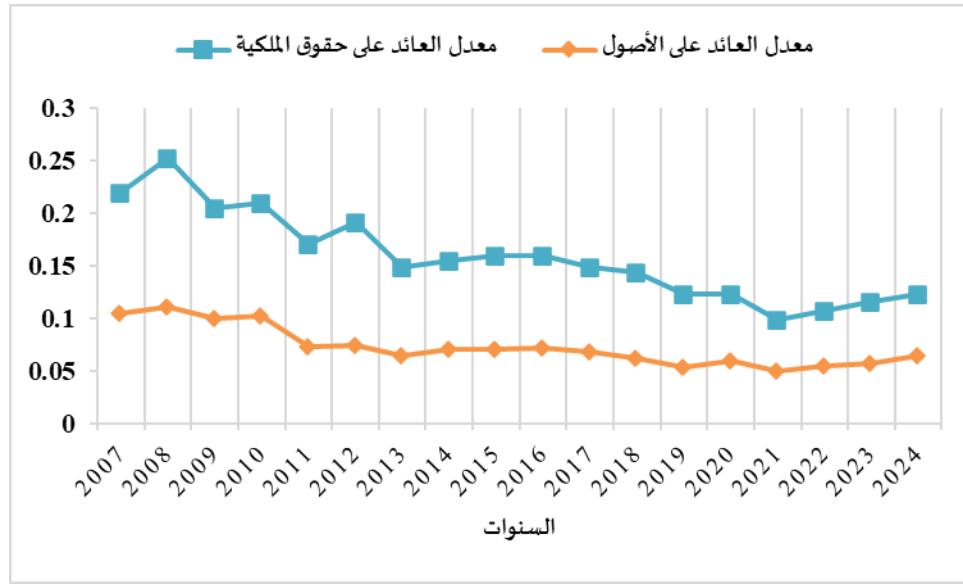
الجدول رقم 05: احصائيات مؤشرات الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024.

السنوات	معدل العائد على الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية
2007	0.105	0.219
2008	0.111	0.252
2009	0.100	0.204
2010	0.102	0.210
2011	0.073	0.170
2012	0.074	0.191
2013	0.065	0.148
2014	0.070	0.154
2015	0.070	0.159
2016	0.072	0.160
2017	0.068	0.149
2018	0.062	0.144
2019	0.054	0.123
2020	0.060	0.123
2021	0.050	0.098
2022	0.055	0.107
2023	0.057	0.115
2024	0.065	0.123

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على القوائم المالية لشركة المراعي.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الشكل رقم 04: تطور مؤشرات الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال الفترة 2007-2024.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على القوائم المالية لشركة المراعي.

من خلال الجدول رقم (05) والشكل رقم (04)، نلاحظ أن مؤشر معدل العائد على الأصول الذي يمثل قدرة الشركة على توليد الأرباح من أصولها، بدأ بمستوى جيد عام 2007 (10.5%)، ثم شهد تقلبات ملحوظة، حيث انخفض تدريجيا ليصل إلى 5% عام 2021، وهو أدنى مستوى له، قبل أن يعاود الارتفاع تدريجيا ليبلغ 6.5% في 2024. وقد تكون أسباب هذا التراجع متعلقة بارتفاع التكاليف التشغيلية أو التوسع الاستثماري غير الكفاء في بعض المراحل، بينما تعكس العودة التدريجية إلى التحسن نجاحا في ضبط التكاليف أو إعادة هيكلة الأنشطة الاستثمارية.

كما نلاحظ أن مؤشر معدل العائد على حقوق الملكية الذي يمثل قدرة الشركة على تحقيق أرباح لحملة الأسهم، بلغ ذروته في 2008 (25.2%)، ثم بدأ في الانخفاض المستمر حتى عام 2021 (9.8%)، ما قد يعكس ضغوطا على الربحية أو زيادة في حقوق الملكية دون نمو مكافئ في الأرباح. كما يعود التحسن الطفيف بعد 2021 إلى تحسن الأداء المالي أو إعادة توزيع رأس المال، وقد يشير أيضا إلى سياسة توزيع أرباح محافظة أو استثمارات طويلة الأجل لم تحقق أهدافها بعد.

بناءً على ما سبق، تشير المعطيات إلى أن العلاقة بين مؤشرات التداول (حجم التداول، قيمة التداول، ومعدل دوران السهم) ومؤشرات الأداء المالي (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية) لدى شركة المراعي خلال الفترة 2007-2024 تبدو علاقة إيجابية ضعيفة أو غير مباشرة، حيث لم يلاحظ ارتباط

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

خطي واضح بين المتغيرات. فعلى الرغم من الارتفاع الملحوظ في حجم وقيمة التداول ومعدل الدوران في السنوات الأخيرة، إلا أن الأداء المالي ظل منخفضاً نسبياً مقارنة ببداية الفترة، ما يوحي بأن ارتفاع التداول قد يكون مدفوعاً بعوامل خارجية مثل التحليلات المالية، سلوك المستثمرين، أو حتى العوامل الاقتصادية الكلية، وليس بالضرورة تحسناً جوهرياً في نتائج الشركة. وبالتالي، فهي تحتاج تحليل اقتصادي قياسي أكثر دقة لتحديد طبيعتها واتجاهها، وهذا ما سنقوم به لاحقاً عند دراسة هذه العلاقة بشكل قياسي باستخدام نموذج ARDL لتحليل طبيعة الأثر في الأجلين القصير والطويل ومدى دلالاته الإحصائية.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة: المتغيرات، اختبارات الاستقرار والتكامل المشترك

في هذا المبحث، سيتم تقديم عرض شامل للمنهجية المتبعة في الدراسة، والمتغيرات المستخدمة في تحليل أثر تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي السعودية. كما يتناول هذا المبحث أيضا اختبار استقراره السلاسل الزمنية للتأكد من صلاحية البيانات المستخدمة، بالإضافة إلى اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات لضمان وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. ومن خلال هذه الاختبارات، سيتم بناء نموذجين اقتصاديين مستقلين، الأول لدراسة العلاقة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على الأصول، بينما يركز الثاني على اختبار العلاقة بين متغيرات التداول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

المطلب الأول: المنهجية المتبعة ومتغيرات الدراسة

يتناول هذا المطلب المنهجية المتبعة في دراسة تأثير تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي السعودية، بالإضافة إلى عرض المتغيرات المستخدمة ومصادر جمع البيانات.

أولاً: المنهجية المتبعة في الدراسة.

يعد تحديد المنهجية المتبعة خطوة أساسية في الجانب التطبيقي من أجل تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة، حيث يوضح ذلك كيف سيتم اختبار الفرضيات، وكيفية معالجة البيانات وتحليلها بطريقة علمية ومنهجية، مما يعزز مصداقية النتائج.

والدراسة الحالية تعتمد في ذلك على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لأنها تتعامل مع بيانات زمنية تحتوي على متغيرات مدمجة من رتبتين مختلفتين ($I(0)$ أو $I(1)$)، من جهة، ويهدف اختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات وتحليل العلاقة بينهم في الأجلين القصير والطويل. وفيما يلي الخطوات المتبعة في هذه المنهجية:

- اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF) أو فيليب-بيرون (PP) للتأكد من أن المتغيرات مدمجة من الدرجة $I(0)$ أو من الدرجة $I(1)$ ، ولا تشمل متغيرات مدمجة من الدرجة $I(2)$ ، لأن وجودها يبطل صلاحية النموذج (Pesaran, Shin, & Smith, 1999)؛
- تحديد عدد الإبطاءات المثلى، ومن ثم اختبار حدود التكامل المشترك (Bound Test)؛

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

• تقدير نموذج ARDL المناسب للعلاقة الطويلة الأجل، ونموذج تصحيح الخطأ (ECM) لقياس العلاقة في الأجل القصير وسرعة التكيف نحو التوازن.

ثانياً: متغيرات الدراسة.

يعرض الجدول رقم (06) أدناه متغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات، حيث تم اعتماد الأداء المالي كمتغير تابع، وتم قياسه من خلال مؤشرين هما معدل العائد على الأصول (ROA) الذي يحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) الذي يحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي حقوق الملكية.

أما المتغير المستقل فهو تداول الأسهم، وتم قياسه بثلاثة مؤشرات حجم التداول (VOL) المتمثل في عدد الأسهم المتداولة، وقيمة التداول (VAL) التي تمثل القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، ومعدل دوران السهم (TURN) الذي يحسب كنسبة عدد الأسهم المتداولة خلال السنة إلى إجمالي الأسهم المتداولة عبر جميع السنوات، مما يعكس مستوى نشاط السهم في السوق.

الجدول رقم 06: المتغيرات ومصادر جمع البيانات.

القياس	المصدر	المتغير
المتغير التابع: الأداء المالي		
الربح الصافي / إجمالي الأصول	القوائم المالية لشركة	معدل العائد على الأصول (ROA)
الربح الصافي / إجمالي حقوق الملكية	المراعي	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)
المتغير المستقل: تداول الأسهم		
عدد الأسهم المتداولة للشركة		حجم التداول (VOL)
قيمة الأسهم المتداولة للشركة	(Saudi Exchange,	قيمة التداول (VAL)
عدد الأسهم المتداولة للسنة / إجمالي	2024)	
الأسهم المتداولة لجميع السنوات		معدل دوران السهم (TURN)

المصدر: من إعداد الطلبة.

المطلب الثاني: اختبار الاستقرار والتكامل المشترك بين المتغيرات

يتناول هذا المطلب اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة. كما سيتم تحديد الإبطاءات المثلى لكل نموذج وتحليل التكامل المشترك بين المتغيرات، بهدف التحقق من وجود علاقة

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

طويلة الأجل بين تداول الأسهم والأداء المالي، مما يسمح بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL).

أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

فيما يلي سنقوم باختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF) أو فيليب-بيرون (PP) للتأكد من أن المتغيرات مدمجة من الدرجة صفر (0) أو من الدرجة الأولى (1)، ولا تشمل متغيرات مدمجة من الدرجة الثانية (2)، لأن وجودها يبطل صلاحية نموذج ARDL (Pesaran, Shin, & Smith, 1999).

الجدول رقم 07: نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

Augmented-Dickey-Fuller (ADF)		Phillips-Perron (PP)		المتغير	
الدرجة الأولى	المستوى	الدرجة الأولى	المستوى		
-1.4388 (0.0003)***	-1.7937 (0.3705)	-5.1164 (0.0010)***	-1.8064 (0.3649)	بقاطع	ROA
-6.4232 (0.0005)***	-1.5147 (0.7831)	-6.4232 (0.0005)***	-1.4555 (0.8043)	بقاطع واتجاه عام	
-1.4903 (0.0213)**	-1.4764 (0.1265)	-4.6909 (0.0001)***	-1.5940 (0.1023)	بدون	
-8.7941 (0.0000)***	-2.7841 (0.0826)*	-8.0755 (0.0000)***	-1.3220 (0.5942)	بقاطع	ROE
-10.3319 (0.0000)***	-3.2628 (0.1059)	-10.3319 (0.0000)***	-3.3697 (0.0890)*	بقاطع واتجاه عام	
-6.9009 (0.0000)***	-1.6991 (0.0010)***	-6.1165 (0.0000)***	-1.7639 (0.0741)*	بدون	
-5.4243 (0.0006)***	-2.3501 (0.1690)	-11.7844 (0.0000)***	-2.3501 (0.1690)	بقاطع	VOL
-3.4486 (0.0852)*	-3.7029 (0.0507)*	-10.8119 (0.0000)***	-3.7072 (0.0503)*	بقاطع واتجاه عام	
-5.5210 (0.0000)***	0.1655 (0.7208)	-6.8845 (0.0000)***	0.1841 (0.7272)	بدون	

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

-6.2224 (0.0001)***	-4.2396 (0.0050)***	-7.2273 (0.0000)***	-4.2392 (0.0050)***	بقاطع	VAL
-6.2697 (0.0007)***	-4.0255 (0.0288)**	-6.8417 (0.0003)***	-4.0152 (0.0294)**	بقاطع واتجاه عام	
-6.4596 (0.0000)***	-0.3459 (0.5442)	-7.5399 (0.0000)***	-0.5869 (0.4481)	بدون	
-5.4015 (0.0006)***	-1.3726 (0.1631)	-11.7373 (0.0000)***	-2.3726 (0.1631)	بقاطع	TURN
-3.4773 (0.0816)*	-3.7228 (0.0489)**	-10.7736 (0.0000)***	-3.7265 (0.0486)**	بقاطع واتجاه عام	
-5.4997 (0.0000)***	0.1591 (0.7188)	-7.0227 (0.0000)***	0.1865 (0.7279)	بدون	
ملاحظة: القيم الموجودة بين () تمثل القيمة الاحتمالية (p-Value).					

المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

تشير نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية الواردة في الجدول رقم (07) باستخدام اختباري Augmented Dickey-Fuller (ADF) وPhillips-Perron (PP) إلى أن جميع المتغيرات المستخدمة في الدراسة، سواء المتغيرات التابعة (ROA وROE) أو المتغيرات المستقلة (VOL وVAL وTURN)، غير مستقرة في المستوى ولكنها تصبح مستقرة عند الفرق الأول، فقد أظهرت القيم الاحتمالية عند المستوى أنها غير معنوية في معظم الحالات، مما يعني رفض فرضية الاستقرار في المستوى. بالمقابل، عند أخذ الفرق الأول، أصبحت جميع السلاسل مستقرة بشكل معنوي عند مستويات دلالة مختلفة (1% و5%)، سواء في نموذج يحتوي على قاطع فقط، أو قاطع واتجاه عام، أو بدون أي منهما. ما يشير إلى أن جميع السلاسل الزمنية هي من الدرجة الأولى (1). وهذا يدعم استخدام نموذج ARDL في الدراسة، لأنه يتطلب أن تكون المتغيرات مدمجة من الدرجة الأولى أو مزيجاً بين (0) و(1).

ثانياً: تحديد الإبطاءات المثلى واختبار الحدود للتكامل المشترك.

يتناول هذا الفرع مرحلتين أساسيتين من مراحل التحليل القياسي باستخدام نموذج ARDL، حيث يتم أولاً تحديد الإبطاءات المثلى لكل من المتغيرات المعنية، وذلك لتفادي مشكلة الارتباط الذاتي وتحقيق نموذج

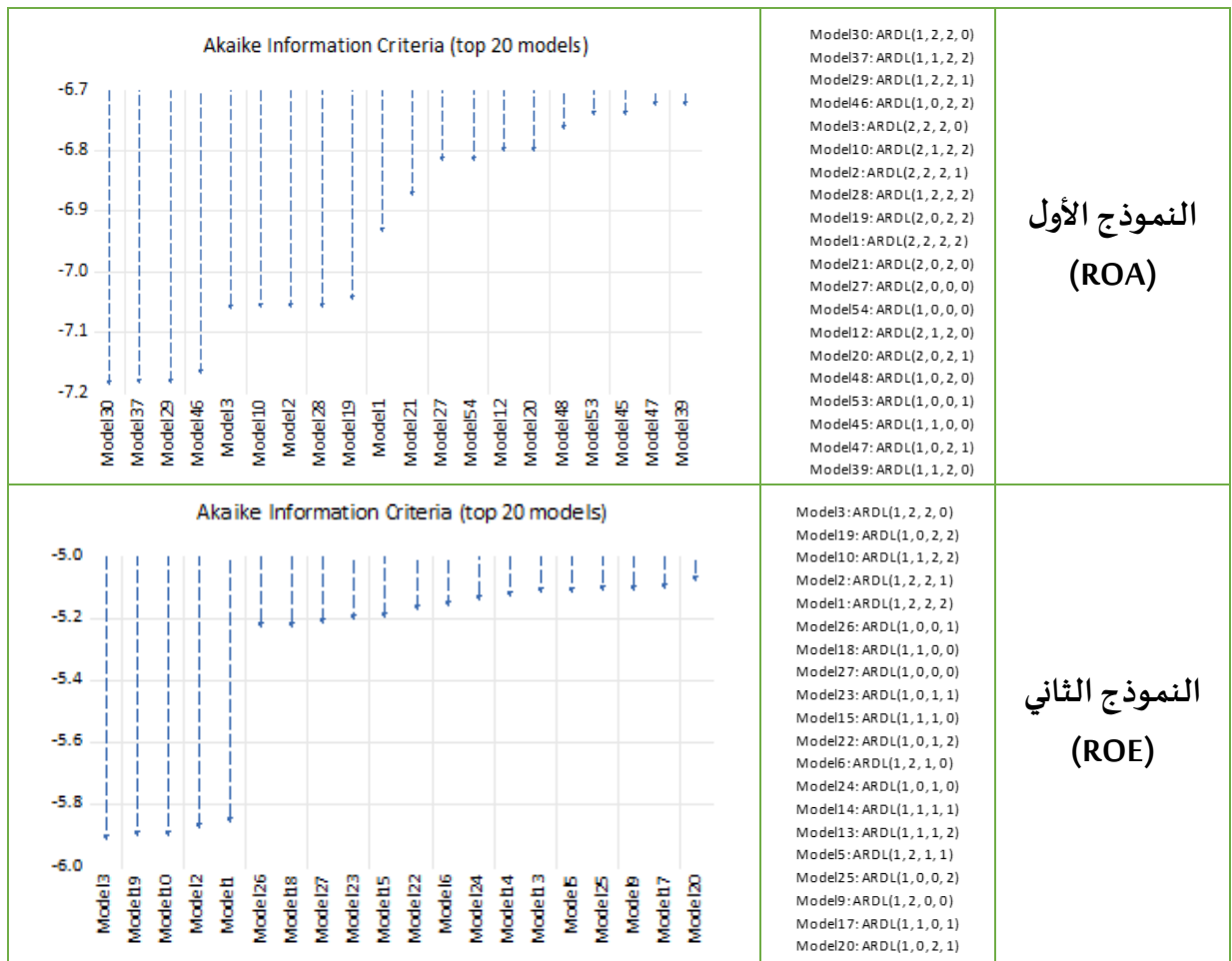
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

تقدير دقيق. ثم يستكمل التحليل باختبار الحدود للتكامل المشترك، بهدف التحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين تداول الأسهم كمجموعة من المتغيرات المستقلة، ومؤشري الأداء المالي.

• تحديد الإبطاءات المثلى:

قبل اختبار الحدود للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، سنقوم بتحديد الإبطاءات المثلى لكل نموذج باستخدام معيار (AIC)، وجاءت نتائج الاختيار كما يلي:

الشكل رقم 05: الإبطاءات المثلى للنموذج الأول (ROA) والنموذج الثاني (ROE).



المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

بناءً على نتائج الشكل رقم (05)، تظهر اختبارات تحديد الإبطاءات المثلى لكل من النموذج الأول (الذي يربط بين تداول الأسهم ومعدل العائد على الأصول ROA) والنموذج الثاني (الذي يربط بين تداول الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE)، أن الإبطاء الأمثل هو (1,2,2,0) وفقاً لمعيار (AIC). ويعني ذلك أن كلا

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

النموذجين يشتركان في نفس بنية الإبطاءات، مما يعكس استقراراً في التأثير الزمني لمتغيرات تداول الأسهم على مؤشري الأداء المالي.

• اختبار الحدود للتكامل المشترك (ARDL Bounds Test):

هذا الإختبار هو أحد الأساليب المستخدمة للتحقق من وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات في النموذج، حيث يعتمد هذا الاختبار على مقارنة القيم الفعلية لإحصائية (F) بالحدود العليا والسفلى، التي تحدد ما إذا كانت المتغيرات في النموذج تحتوي على علاقة تكامل مشترك. ففي حال كانت القيمة الإحصائية (F) أعلى من الحدود العليا، فإن ذلك يشير إلى وجود تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات. بينما إذا كانت القيمة أقل من الحدود السفلى، يتم رفض وجود تكامل مشترك طويل الأجل (Oteng-Abayie & Frimpong, 2006).

الجدول رقم 08: نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك.

قيمة F-Bounds Test	الإحتمالية			درجات التكامل	النموذج
	10%	5%	1%		
5.394375	2.37	2.79	3.65	I(0)	النموذج الأول (ROA)
	3.2	3.67	4.66	I(1)	
6.796842	2.37	2.79	3.65	I(0)	النموذج الثاني (ROE)
	3.2	3.67	4.66	I(1)	

المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

أظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين تداول الأسهم والأداء المالي بشقيه (ROA و ROE)، حيث تجاوزت القيمة المحسوبة لاختبار (F) في كلا النموذجين الحدود العليا I(1) عند جميع مستويات المعنوية (1%، 5%، 10%)، مما يدفع إلى رفض فرضية العدم التي تنفي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وقبول الفرضية التي تشير إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. وتعكس هذه النتيجة أن متغيرات التداول (حجم التداول، قيمة التداول، معدل دوران السهم) ترتبط توازياً مع مؤشري الأداء المالي على المدى الطويل، وهو ما يدعم استخدام نموذج ARDL لتقدير العلاقات الديناميكية بين هذه المتغيرات. وبناءً عليه، يمكننا التأكد من أن الفرضية الأولى صحيحة، حيث ثبت وجود علاقة تكامل مشترك بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

المبحث الثالث: تقدير العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي للفترة (2007-2024).
يهدف هذا المبحث إلى تحليل أثر تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي السعودية باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL)، التي تتيح تقدير العلاقات الديناميكية بين المتغيرات على المدى القصير والطويل. ولتحقيق دقة أكبر في التقدير والتحليل، تم بناء نموذجين اقتصاديين مستقلين، حيث يركز الأول بدراسة العلاقة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على الأصول، في حين يركز النموذج الثاني على اختبار العلاقة بين متغيرات تداول الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية.

المطلب الأول: اختبار صحة نموذجي الدراسة

يتضمن هذا الجزء اختبار صحة نموذجي الدراسة من خلال إجراء اختبارات تشخيصية تهدف إلى تقييم جودة وموثوقية نموذج ARDL المستخدم في قياس أثر تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي بمؤشره، إلى جانب اختبار الاستقرار الهيكلية للمقدرات، للتأكد من ثبات المعلمات على امتداد فترة الدراسة.
أولاً: الاختبارات التشخيصية لجودة النموذج.

لتقييم جودة وموثوقية النموذج الذي يقيس أثر مؤشرات تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي السعودية خلال فترة الدراسة، وكذلك لاكتشاف أي مشكلات اقتصادية قياسية محتملة، تم إجراء سلسلة من الاختبارات التشخيصية. وقد جاءت نتائج هذه الاختبارات كما يلي:

الجدول رقم 09: نتائج الاختبارات التشخيصية لجودة النموذجين.

نوع النموذج	الاختبار	القيمة	الاحتمال
النموذج الأول (ROA)	الارتباط الذاتي <i>Breusch-Godfrey</i>	0.463628	0.6536
	التوزيع الطبيعي <i>Jarque-Bera</i>	1.135412	0.566824
	عدم ثبات التباين <i>BPG Test</i>	0.945755	0.5360
النموذج الثاني (ROE)	الارتباط الذاتي <i>Breusch-Godfrey</i>	0.687092	0.5450
	التوزيع الطبيعي <i>Jarque-Bera</i>	0.432698	0.805454
	عدم ثبات التباين <i>BPG Test</i>	0.885812	0.5702

المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

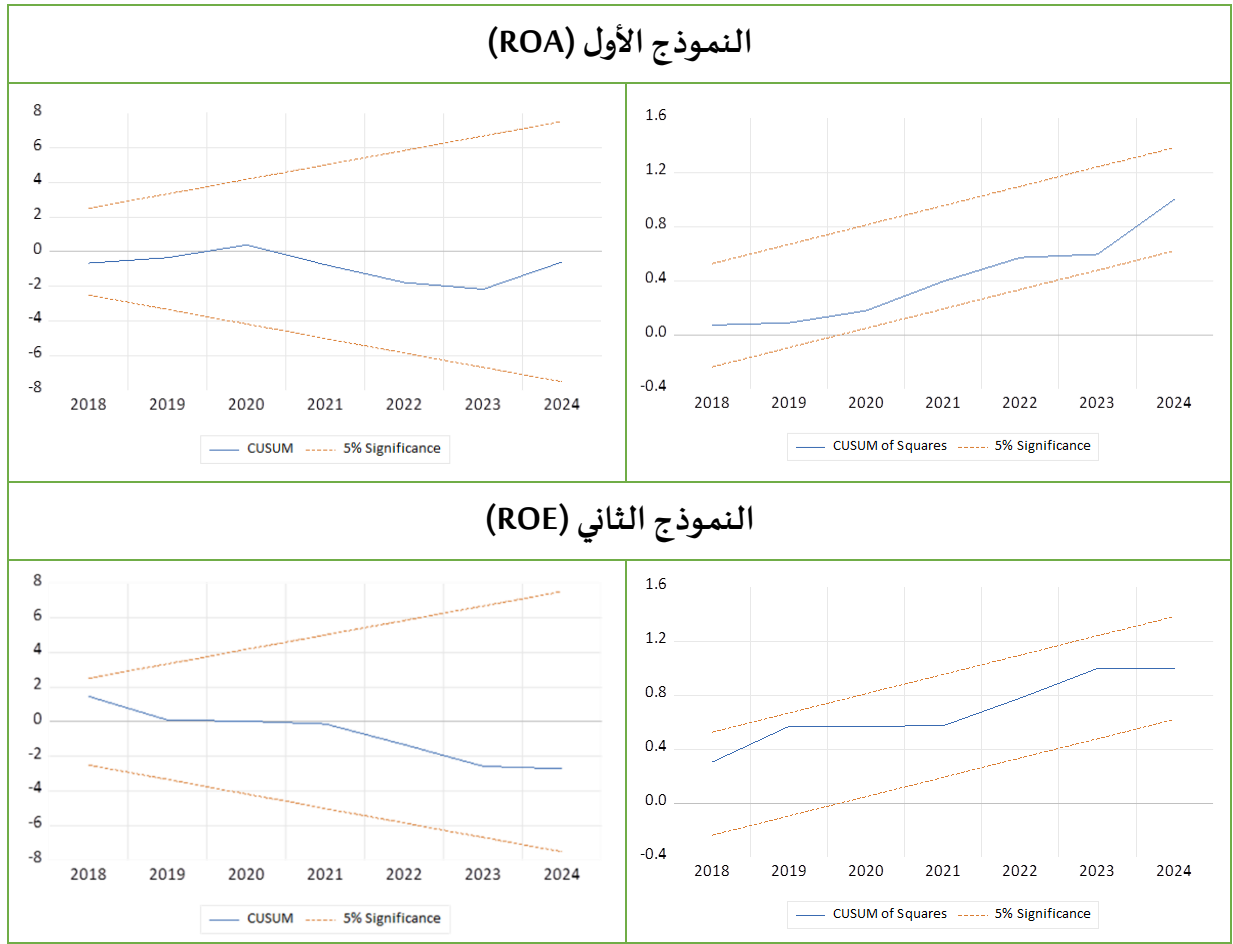
تشير نتائج الاختبارات التشخيصية المعروضة في الجدول رقم (09) إلى أن النموذجين الاقتصاديين المستخدمين في الدراسة يتمتعان بمواصفات قياسية جيدة، مما يعزز من مصداقية النتائج المتوصل إليها. فقد أظهر اختبار **Breusch-Godfrey** لوجود الارتباط الذاتي أن الاحتمالات المصاحبة في كلا النموذجين (0.6536 للنموذج الأول و0.5450 للنموذج الثاني) تفوق مستوى الدلالة 5%، مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي في بواقي النماذج. وبالمثل، أظهر اختبار **Jarque-Bera** أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي (مع احتمالات 0.5668 و0.8054)، وهو ما يعزز من صلاحية النماذج للتقدير. أما فيما يخص اختبار **BPG** لعدم تجانس التباين، فقد أظهرت النتائج أيضاً أن احتمالات الاختبار أكبر من 5% (0.5360 و0.5702)، ما يدل على غياب مشكلة عدم ثبات التباين. وبناءً على ذلك، يمكن القول إن كلا النموذجين يتمتعان بجودة كبيرة، وخاليان من المشاكل القياسية.

ثانياً: اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذج.

يتم اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذج من خلال اختباري **CUSUM** و **CUSUMSQ**، والهدف منهما تقييم الاستقرار الهيكلي للنموذج من خلال الكشف عن التغيرات في المعاملات عبر الزمن. فإذا بقيت إحصاءات الاختبار المرسومة ضمن الحدود الحرجة، يعتبر النموذج مستقراً (شرطي، 2023، صفحة 176). وقد جاءت نتائج هذه الاختبارات كما يلي:

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

الشكل رقم 06: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذجين.



المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

تشير نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية للنموذجين (ROA و ROE) باستخدام اختباري CUSUM و CUSUM of Squares إلى أن جميع الإحصاءات البيانية بقيت ضمن الحدود الحرجة عند مستوى دلالة 5%. وهذا يدل على عدم وجود تغيرات جوهرية في معاملات النماذج خلال فترة الدراسة، مما يعني أن النموذجين يتمتعان بالاستقرار الهيكلي وأن التقديرات التي تم التوصل إليها يمكن الاعتماد عليها في التحليل والتفسير.

المطلب الثاني: قياس أثر تداول الأسهم على الأداء المالي لشركة المراعي خلال فترة 2007-2024

يهدف هذا المطلب إلى تحديد طبيعة العلاقة بين نشاط التداول والأداء المالي لشركة المراعي خلال الفترة 2007-2024، من خلال قياس أثر تداول الأسهم، ممثلاً في حجم التداول، قيمة التداول، ومعدل دوران

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

السهم، على الأداء المالي ممثلاً في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية من خلال نموذجين اقتصاديين قياسيين.

أولاً: العلاقة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على الأصول (ROA).

يركز هذا الجزء على قياس مدى تأثير مؤشرات تداول الأسهم على معدل العائد على الأصول لشركة المراعي، باعتباره مؤشراً على كفاءة استخدام أصول الشركة في توليد الأرباح، وذلك لتحديد ما إذا كان نشاط التداول يعكس أو يؤثر فعلياً في الأداء التشغيلي للشركة. والجدول الموالي يوضح نتائج التقدير:

الجدول رقم 10: نتائج تقدير النموذج الأول (ROA).

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Dependent Variable: ROA				
Selected Model: ARDL (1,2,2,0)				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL	-2.43E-09	3.35E-09	-0.724927	0.4920
D(TURN)	4.736618	0.774845	6.112990	0.0005
D(TURN(-1))	0.548007	0.161328	3.396850	0.0115
D(VAL)	4.34E-12	9.45E-13	4.593035	0.0025
D(VAL(-1))	-5.20E-12	1.45E-12	-3.580691	0.0090
CointEq(-1)*	-1.328281	0.204027	-6.510328	0.0003
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TURN	2.864719	5.768924	0.496578	0.6347
VAL	9.82E-12	1.63E-12	6.038324	0.0005
VOL	-1.83E-09	2.60E-09	-0.702799	0.5049
C	0.054905	0.010692	5.135228	0.0013
R-squared	0.820829	Mean dependent var		-0.002875
Adjusted R-squared	0.755676	S.D. dependent var		0.009273
S.E. of regression	0.004583	Akaike info criterion		-7.682435
Sum squared resid	0.000231	Schwarz criterion		-7.441001
Log likelihood	66.45948	Hannan-Quinn criter.		-7.670071
Durbin-Watson stat	1.984220			

المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

تشير نتائج الجدول رقم (10) إلى وجود علاقة معنوية بين تداول الأسهم (المتمثل في حجم التداول، قيمة التداول ومعدل دوران السهم) والأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول (ROA) في شركة المراعي، سواء على المدى القصير أو الطويل.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

في المدى القصير، يتبين أن حجم التداول (VOL) لا يظهر تأثيراً ذا دلالة إحصائية على معدل العائد على الأصول (ROA)، ما يعكس أن كثافة التداول لا تعكس بالضرورة تحسناً في الأداء التشغيلي للأصول، وقد يكون النشاط التداولي مدفوعاً بعوامل أخرى لا ترتبط بكفاءة استخدام الموارد داخل الشركة. في المقابل، كان لمعدل دوران الأسهم (TURN) تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية، ويعكس هذا أن تسارع وتيرة تداول الأسهم قد يشير إلى زيادة ثقة المستثمرين أو وجود توقعات إيجابية حول نتائج الشركة، مما يعزز كفاءة استخدام الأصول. كما أظهرت قيمة التداول (VAL) أيضاً تأثيراً إيجابياً ذو دلالة إحصائية، أي أن دخول سيولة مالية أكبر نحو الأسهم يرتبط بتحسين مؤقت في العائد على الأصول، مما قد يدل على قدرة الشركة على استثمار تلك التوقعات السوقية في تحسين أداؤها.

أما في المدى الطويل، فتظهر النتائج أن قيمة التداول (VAL) هي المؤشر الوحيد من بين المتغيرات الثلاثة الذي له تأثير إيجابي ومعنوي على معدل العائد على الأصول (ROA)، وهو ما يعكس دور السيولة السوقية المستدامة المتدفقة من شراء وبيع الأسهم في تعزيز كفاءة الشركة في استغلال أصولها لتحقيق عوائد مالية. هذا قد يفسر اقتصادياً بأن ارتفاع قيمة التداول يعكس ثقة المستثمرين بالسوق وبتوقعاتهم المستقبلية الإيجابية لأداء الشركة، مما يحفز على تحسين الأداء المالي من خلال سهولة الوصول إلى رأس المال أو ارتفاع تقييم الأصول. بينما لم يظهر كل من حجم التداول (VOL) ومعدل الدوران (TURN) أثراً ذو دلالة إحصائية على معدل العائد على الأصول (ROA)، مما يدل على أن كثافة التداول وعدد الأسهم المتداولة بحد ذاتها لا تؤثر بشكل دائم على قدرة الشركة على تحقيق العائد من أصولها، بل إن الأهم هو القيمة السوقية الحقيقية لهذه التداولات، وليس حجمها أو تكرارها فقط.

كذلك، أظهر معامل تصحيح الخطأ السلبي دلالة إحصائية عالية وسرعة تصحيح ملحوظة، مما يدل على وجود علاقة توازنية مستقرة بين معدل العائد على الأصول ومؤشرات التداول، وأن النظام الاقتصادي يميل إلى تصحيح الانحرافات وإعادة معدل العائد على الأصول إلى مساره المتوازن بمرور الوقت.

وبناءً على ذلك، ورغم وجود تأثيرات معنوية لبعض مؤشرات التداول في الأجل القصير، إلا أن التأثير طويل الأجل يقتصر فقط على قيمة التداول، مما يعني أن الفرضية الثانية غير صحيحة بالكامل، حيث لا توجد علاقة معنوية بين جميع عناصر تداول الأسهم ومعدل العائد على الأصول على المدى الطويل، بل فقط لقيمة التداول دون غيرها.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

ثانياً: العلاقة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

يهدف هذا الجزء إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات التداول ومعدل العائد على حقوق الملكية، باعتباره مقياساً لربحية الشركة من وجهة نظر المساهمين، من أجل الوقوف على مدى ارتباط نشاط التداول بقيمة العوائد المحققة للملاك خلال فترة الدراسة. والجدول الموالي يوضح نتائج التقدير:
الجدول رقم 11: نتائج تقدير النموذج الثاني (ROE).

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Dependent Variable: ROE				
Selected Model: ARDL (1,2,2,0)				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL	1.77E-08	7.45E-09	2.381244	0.0488
D(TURN)	-39.49818	5.280036	-7.480665	0.0001
D(TURN(-1))	1.654918	0.369560	4.478078	0.0029
D(VAL)	6.62E-12	1.82E-12	3.638900	0.0083
D(VAL(-1))	-1.20E-11	2.86E-12	-4.190570	0.0041
CointEq(-1)*	-1.337372	0.183006	-7.307788	0.0002
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TURN	-32.09415	10.51953	-3.050910	0.0186
VAL	2.65E-11	3.04E-12	8.717510	0.0001
VOL	1.33E-08	4.74E-09	2.795288	0.0267
C	0.104656	0.018172	5.759344	0.0007
R-squared	0.875836	Mean dependent var	-0.008063	
Adjusted R-squared	0.830685	S.D. dependent var	0.021092	
S.E. of regression	0.008679	Akaike info criterion	-6.405559	
Sum squared resid	0.000829	Schwarz criterion	-6.164125	
Log likelihood	56.24447	Hannan-Quinn criter.	-6.393196	
Durbin-Watson stat	2.668996			

المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على مخرجات برنامج EViews 12.

تشير نتائج الجدول رقم (11) إلى وجود تأثير معنوي لتداول الأسهم، بمؤشراته الثلاثة (حجم التداول، قيمة التداول، ومعدل دوران السهم)، على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وذلك على المدين القصير والطويل.

في المدى القصير، أظهرت النتائج أن التغيرات في معدل دوران الأسهم (TURN) تؤثر بشكل معنوي على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، حيث لوحظ أن تقلب وتيرة التداول قد يؤدي إلى نتائج مختلفة،

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

فارتفاع معدل الدوران بشكل مفاجئ قد يعكس سلوكا مضاربا يؤدي إلى عدم استقرار في عوائد المساهمين. كما تُظهر كل من قيمة التداول (VAL) وحجم التداول (VOL) تأثيرا معنوياً وإيجابياً، مما يدل على أن تدفق السيولة نحو الأسهم وتزايد حجم النشاط السوقي أي ارتفاع عدد الأسهم المتداولة يمكن أن يعززا مؤقتاً من العائد على حقوق الملكية، خاصة في ظل توقعات استثمارية إيجابية تعزز من ثقة المستثمرين.

أما في المدى الطويل، فقد كانت العلاقة أكثر استقراراً ودلالة، حيث أظهرت كل من قيمة التداول (VAL) وحجم التداول (VOL) تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، مما يدل على أن السيولة المستمرة ونشاط التداول المستدام يعززان قدرة الشركة على تحقيق عوائد مرتفعة لحملة الأسهم. هذا الارتباط الإيجابي يعكس ثقة متراكمة من المستثمرين وتقديراً مستداماً لقيمة الشركة السوقية. في المقابل، أظهر معدل دوران الأسهم (TURN) تأثيراً سلبياً على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، مما قد يفسر بأن الارتفاع المستمر والمفرط في معدل التداول لا يعكس دائماً أداءً مالياً قوياً، بل قد يكون نتيجة مضاربات تضر باستقرار الأرباح طويلة الأجل وتؤدي إلى تقلبات في حقوق المساهمين.

كما يظهر معامل تصحيح الخطأ سرعة تصحيح عالية ودلالة إحصائية واضحة، مما يشير إلى وجود علاقة توازنية مستقرة بين تداول الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية، وإلى أن النظام المالي يميل إلى استعادة توازنه تلقائياً بعد أي انحراف.

وعليه، وبالنظر إلى المعنوية العالية لجميع المتغيرات على المدى القصير والطويل، فإن نتائج النموذج تؤكد صحة الفرضية الثالثة المتعلقة بأثر تداول الأسهم على معدل العائد على حقوق الملكية في شركة المراعي.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعلاقة تداول الأسهم بالأداء المالي في شركة المراعي السعودية

خلاصة الفصل الثاني:

تناول الفصل الثاني الجانب التطبيقي للدراسة من خلال تقديم بورصة السعودية وشركة المراعي السعودية المدرجة فيها. بالإضافة إلى تحليل تطور مؤشرات التداول والأداء المالي للشركة خلال الفترة 2007-2024، ثم تم تقدير العلاقة بين هذه المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL).

وقد أظهرت النتائج وجود تأثيرات معنوية لمؤشرات التداول على الأداء المالي، مما يعكس وجود ارتباط حقيقي بين النشاط في السوق المالية والأداء المالي للشركة. وقد تبين أن تداول الأسهم، خاصة من حيث قيمة التداول ومعدل الدوران، يعكس في كثير من الأحيان مستوى ثقة المستثمرين وتقييم السوق لأداء الشركة، وهو ما ينعكس بدوره على مردودية الأصول وحقوق الملكية. في حين أن حجم التداول لم يكن له أثر معنوي دائم.

كما بينت النتائج وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، ما يدل على أن تداول الأسهم يمكن أن يكون له تأثير ملموس على الأداء المالي، مما يعزز من أهمية السوق المالية السعودية في تحسين الأداء المالي للشركات المدرجة.

خاتمة

شهدت الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة تطورات متسارعة ونقله نوعية بفعل التقدم التكنولوجي، وتحرير الأسواق، وزيادة التدفقات الاستثمارية، مما جعلها تحتل مكانة محورية في دعم النمو الاقتصادي وتعزيز التنافسية بين الشركات. فقد أصبحت مؤشرات التداول المالي، مثل حجم التداول، وقيمة التداول، ومعدل دوران الأسهم، أدوات أساسية لقياس مدى نشاط السوق وفعاليتها في تخصيص الموارد. وتعد هذه المؤشرات أيضا مؤشرا مهما على جاذبية الاستثمار وانعكاسا لثقة المستثمرين في السوق وشفافيته، كما أنها تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في قرارات الإدارة المالية داخل الشركات.

وفي هذا الإطار، جاءت هذه الدراسة لتحليل العلاقة بين تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي السعودية، باعتبارها إحدى أكبر الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2024. وتم من خلالها استقصاء ما إذا كان لتغيرات مؤشرات التداول أثر ملموس على الأداء المالي للشركة، المقاس بمؤشرين رئيسيين هما العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE). بالإضافة إلى تقديم فهم أعمق للتفاعلات بين سوق الأوراق المالية والنتائج المالية للشركات، بما يسهم في دعم السياسات الاستثمارية واتخاذ القرارات الاستراتيجية في بيئة تتسم بالتنافسية والتقلبات السوقية.

ومن خلال تحليل الدراسات السابقة، تبين وجود تنوع في السياقات والمنهجيات المستخدمة لدراسة العلاقة بين الأداء المالي ومؤشرات السوق المالية، سواء في البيئات العربية أو الأجنبية. حيث ركزت غالبية الدراسات السابقة على أثر الأداء المالي على أسعار أو عوائد الأسهم، مع غياب واضح للربط العكسي الذي تتبناه هذه الدراسة، خاصة في السياق السعودي. ومن هنا تم تحديد فجوة بحثية واضحة تتمثل في نقص الدراسات التي تدرس أثر تداول الأسهم على الأداء المالي في السوق المالية السعودية، خصوصا في قطاع الأغذية وعلى شركة محددة مثل شركة المراعي.

وبناءً على ما سبق، توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج الهامة، من أبرزها:

- ✓ السلاسل الزمنية للبيانات المستخدمة مستقرة عند الفرق الأول، مما يبرر استخدام نموذج ARDL؛
- ✓ أثبت اختبار الحدود للتكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين مؤشرات التداول والأداء المالي في شركة المراعي، مما يدل على وجود توازن مشترك بين المتغيرات المدروسة؛
- ✓ أظهرت نتائج التقدير وجود علاقة تكامل مشتركة معنوية بين مؤشرات التداول ومؤشرات الأداء المالي، سواء على المدى القصير أو الطويل؛

✓ أظهرت النتائج أنه يوجد أثر إيجابي ومعنوي لمعدل دوران الأسهم وقيمة التداول على معدل العائد على الأصول في المدى القصير، ووجود أثر إيجابي معنوي لقيمة التداول على معدل العائد على الأصول في المدى الطويل؛

✓ أظهرت النتائج أنه يوجد أثر معنوي بين مؤشرات تداول الأسهم على معدل العائد على حقوق الملكية في المدين القصير والطويل؛

✓ تشير نتائج معامل تصحيح الخطأ في كلا النموذجين إلى وجود علاقات توازنية مستقرة بين مؤشرات تداول الأسهم والأداء المالي لشركة المراعي.

وبمقارنة هذه النتائج بالدراسات السابقة، نجد أنها تتماشى مع العديد من الأبحاث التي أكدت دور التداول والسيولة السوقية في دعم الأداء المالي بصفة عامة. وبناءً على ذلك، توصي الدراسة بما يلي:

✓ ضرورة تحسين الشفافية والإفصاح في السوق المالي لدعم ثقة المستثمرين وتحفيز نشاط التداول؛
✓ تعزيز السيولة السوقية من خلال تشجيع عمليات التداول المنتظمة والمستمرة لدعم الأداء المالي طويل الأجل؛

✓ الحد من المضاربات المفرطة من خلال مراقبة معدل دوران الأسهم لتفادي السلوكيات المضاربية؛
✓ تحفيز الاستثمارات وجذب المستثمرين لتوفير استقرار أكبر في تداول الأسهم؛
✓ دعم سياسات تشجيع الاستثمار طويل الأجل وتحسين بيئة السوق المالية بما يضمن استقرار الأداء المالي للشركات؛

✓ تطوير الأطر الرقابية للسوق المالية لضمان عدالة التداول وتقليل التلاعب السعري؛
✓ تنوع أدوات الاستثمار من خلال تقديم أدوات استثمارية جديدة تعزز من جاذبية الأسهم وتزيد من حجم التداول.

✓ تطوير البنية التحتية للسوق من خلال تحديث أنظمة التداول وتعزيز كفاءة الوصول للمعلومات لتحسين تجربة المستثمرين؛

✓ تشجيع الثقافة المالية من خلال رفع وعي المستثمرين بأثر التداول على الأداء المالي لدعم القرارات الاستثمارية.

قائمة المراجع

• المراجع باللغة العربية:

1. أسماء بوزاغو، و سنوسي بن عومر. (2020,04). تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية في إتخاذ القرارات المالية (دراسة حالة لشركة توزيع الكهرباء و الغاز "معسكر"). مجلة مجاميع المعرفة، 06(01)، 323-335.
2. التميمي، أ. ف &، عزمي، أ. س. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل و ادارة - عمان: دار المسيرة.
3. جمال جيهان. (2011). عالم البورصة رؤية تحليلية تعليمية بسيطة (المجلد 03). مصر، مركز الدراسات الإقتصادية .
4. جهاد بوضياف. (2020). دور صناديق الإستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
5. حسام مسعودي. (2012). واقع التداول الإلكتروني في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2009. رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
6. حسين عبد المطلب الأسرج. (03, 2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر. رسالة ماجستير منشورة. كلية التجارة، مصر: جامعة الزقازيق.
7. حمزة محمود الزبيدي. (2008). الإدارة المالية المتقدمة (الإصدار الثاني). عمان: الوراق للنشر والتوزيع.
8. الحناوي، م. ص. (2000). تحليل وتقييم الاسهم والسندات. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية لنشر ونوزيع.
9. خضرة بن عيسى. (2023). أثر التعلم التنظيمي والإبتكار على الأداء المالي للمنظمات الإقتصادية الجزائرية. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، معسكر: جامعة مصطفى اسطمبولي.
10. رابح حريزي. (2010). سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها. رسالة ماجستير منشورة. كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسنطينة: جامعة منتوري.

11. رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: جامعة الجزائر.
12. رشيد حفصي، نبيل حليبي، و جميلة بلعشي. (2019). مؤشرات الأداء المالي وتأثيرها على القيمة السوقية للأسهم – دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016. مجلة الإستراتيجية والتنمية، 9(5)، 200-221.
13. رشيد سالي، و فطيمة عليش. (15 09 2018). دراسة تحليلية لتطور حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم في الأسواق المالية العربية (السعودية، مصر) خلال الفترة (2007-2016). المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، 05(10)، 39-66.
14. زكية لعجالي. (2010). الإستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية. رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: جامعة الجزائر 03.
15. سليم جابو. (2012). تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010. رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
16. سمية بلعيد. (2014). دور صناديق الإستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية. رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة قسنطينة 02.
17. صالح مفتاح، و فريدة معارفي. (2009). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها. مجلة الباحث، 7(7)، 181-194.
18. الصريفي، م. (2008). البورصات. مصر: دار الفكري الجامعي الطبعة الاولى.
19. عبد الحق قنون، و ريم قنون. (2020). تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر Sbf 120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017). آفاق علمية، 12(3)، 491-512.

20. عبد الغفور دادان، و إبراهيم بختي . (2007). إرساء نموذج مؤشرات اتخاذ قرار الإستثمار في البورصة(2005-2009). *مجلة الدراسات الإقتصادية و المالية، 02(07)*، 39-57.
21. عبد القادر بن عيسى. (2019). حتمية تكامل أسواق الأوراق المالية العربية في ضوء المتغيرات الراهنة وأثرها في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2016. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: جامعة الجزائر 03.
22. عبده، م & محمد، م . (1998). *تقييم الشركات والاوراق المالية الاغراض التعامل في البورصة* . مصر: الدار الجامعية لنشر و التوزيع.
23. عدنان تايه النعيمي، و أرشد فؤاد التميمي. (2009). *الادارة المالية المتقدمة*. عمان، الاردن: دار اليازوري العلمية النشر والتوزيع.
24. علي بن الضب، و سيدي امحمد عياد. (2012). تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء. *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 1(2)*، 122-140.
25. علي سايج جبور، و صفية يخلف. (2020). دور إدارة أصحاب المصالح في تحسين الأداء المالي للشركات. *مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الإقتصادية، 04(01)*، 111-125.
26. عليش، ف . (2019). تقدير العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية(مصر، السعودية، الجزائر) خلال الفترة(2005-2017) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، المدينة: جامعة يحي فارس.
27. عمر حميدات، و حياة قرساس. (2019,09). تأثير تغير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية حالة بورصة الكويت. *مجلة شعاع للدراسات الإقتصادية، 03(02)*، 127-140.
28. عمر عبو. (2016). الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار دراسة تجارب دولية. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الشلف: جامعة حسيبة بن بوعلي.

29. عيساني منصور. (2016). أسواق الأوراق المالية العربية في ظل التقلبات الاقتصادية وعدوى الأزمات المالية. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: جامعة الجزائر 03.
30. غنية الجوزي. (2019). انعكاسات العوالة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: جامعة الجزائر 03.
31. فاتح لقوقي. (2019). استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع التصالت في السوق المالي السعودي. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
32. فتح الله بن دحمان، و زينب قليل. (2024). مؤشر الربحية للأداء المالي و أثره على القيمة السوقية للسهم – دراسة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2023. مجلة البشائر الاقتصادية، 10 (3)، 21-35.
33. مجد سامي الحجله. (2016). مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. دمشق، كلية الاقتصاد، سوريا: جامعة دمشق.
34. محمد طارق ملال. (2014). أثر جباية الإذخار على الإستثمار في الدول النامية حالة الجزائر في الفترة 2003-2012. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: جامعة الجزائر 03.
35. محمد محمود الخطيب. (2017). الأداء المالي و أثاره على عوائد أسهم الشركات. الأردن: دار الحامد لنشر والتوزيع .
36. محمود محمد، ا. (2004). الاسواق المالية -مؤسسات-اوراق-بورصات .عمان: دار الشروق للنشر و التوزيع.
37. مختارية براني، و إسحاق حسيني. (2020). سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي. مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، 14 (03)، 61-81.

38. مخطار عيواج. (2013). بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الإقتصادية العمومية دراسة حالة الجزائر. أطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة: الجزائر 03.
39. مريم عزوزي، و عبد الصمد بودي. (2019, 05 22). توظيف إستراتيجيات التسويق الزراعي لترقية المنتج الفلاحي في الجزائر، شركة المراعي السعودية نموذجا. مجلة البشائر الإقتصادية، 5(1)، 754-766.
40. معاذ بويريحة، و خالد قاشي. (2021). نظام الإدارة البيئية IOS 14001 كمدخل لتحسين الأداء البيئي لمنظمات الأعمال -شركة المراعي بالمملكة العربية السعودية نموذجا-. مجلة الريادة الإقتصاديات الأعمال، 7(2)، 178-197.
41. نسرين بوتة. (2015). الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة" دراسة لواقع التجربة المغربية". رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
42. نسيمة شراطي. (2023). تحليل العلاقة بين مؤشرات الحوكمة والاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ardl) خلال الفترة 1996-2020. مجلة الإستراتيجية والتنمية، 13(2)، 162-180.
43. نشأت حكمت عليوي. (2019). أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير منشورة. عمان، كلية الأعمال، الأردن: جامعة الشرق الأوسط.
44. نوال بن لكحل. (2015). واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره. مجلة الإقتصاد الجديد، 2(13)، 151-168.

• المراجع باللغة الأجنبية:

45. Afrino, J., & Erni, M. (2019). Effect of Profitability Ratio, Solvency, Market Ratio, And risk Ratio on Stock Return. *Third International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship* (pp. 602-606). Bali: PICEEBA. doi:<https://doi.org/10.2991/piceeba-19.2019.66>

46. Agustyawati, D., & Rais, M. (2023). The Effect Financial Performance on Stock Price (Case Study of Food Company Listed on Indonesia Stock Exchange BEI). *International Journal of Management Progress*, 5(1), 37-52.
47. Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (7th ed.). New York: The McGraw-Hill Companies.
48. De La Bruslerie, H. (2010). *Analyse financière: Information financière, diagnostic et évaluation* (éd. 4). Paris: Dunod.
49. Gea, K., & Tobing, V. C. (2022). The Effect of Financial Performance on Stock Prices in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Economic journal*, 11(3), 1263-1269.
50. Genchev, E. (2012). Effects of market share on the bank's profitability. *Review of Applied Socio- Economic Research*, 3(1), 87-95. Retrieved from http://reaser.eu/RePec/rse/wpaper/11_Rev3_Genchev_MarketShare.pdf
51. Gopinath, S., & Krishnamurti, C. (2014). Number Of Transactions And Volatility: An Empirical Study Using High-Frequency Data From Nasdaq Stocks. *Journal of Financial Research*, 24(2), 205-218. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2001.tb00765.x>
52. Mondher, C., & Dubreuille, S. (2005). *Création de valeur et capital-investissement: Synthex - Synthèse de cours et exercices corrigés*. Paris: Pearson Education.
53. Onoh, J., Ukeje, O., & Nkama, N. (2017). Trading Volume and Market Turnover in the Nigerian Capital Market: Implications to Stock Market Returns. *International Journal of Economics and Business Management*, 3(1), 91-107. Retrieved from <https://www.iiardjournals.org/get/IJEBM/VOL.%203%20NO.%201%202017/Trading%20Volume.pdf>
54. Oteng-Abayie, E. F., & Frimpong, J. M. (2006). Bounds Testing Approach to Cointegration: An Examination of Foreign Direct

- Investment Trade and Growth Relationships. *American Journal of Applied Sciences*, 3(11), 2079-2085.
55. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634. doi:<https://doi.org/10.1080/01621459.1999.10474156>
56. Razak, A., Nurfitriana, F., Wana, D., Ramli, Umar, I., & Endri, E. (2020). The Effects of Financial Performance on Stock Returns: Evidence of Machine and Heavy Equipment Companies in Indonesia. *Research in World Economy*, 11(06), 131-138. doi:<https://doi.org/10.5430/rwe.v11n6p131>
57. Sanusi, F. (2023). Profitability and Stock Return: Does Capital Structure Mediating This Association? *Journal of Applied Business, Taxation and Economics Research*, 2(5), 500-511. doi:<https://doi.org/10.54408/jabter.v2i5.189>
58. Saudi Exchange. (2024). Retrieved 01 2025, from <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/newsandreports/reports-publications/annual-reports>
59. Sulastri, Tarmed, E., Widjajanta, B., & Panjaitan, A. (2023). The Effect of Profitability on Stock Return (Study on Financial Technology Companies Listed on NASDAQ). *the 7th Global Conference on Business, Management, and Entrepreneurship (GCBME 2022)* (pp. 274-282). Bali: Atlantis Press. doi:https://doi.org/10.2991/978-94-6463-234-7_26
60. Tampubolon, F., & Yunita, I. (2024). The Effect of Financial Performance on the Stock Prices of Commercial Banks Listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) with Intrinsic Value as an Intervening Variable. *Nanotechnology Perceptions*, 20(7), 3291-3310.