وزارة التعليـــم العـــالي والبحث العلـــمي

جـــامعة محمد الصـديق بن يحي – جيـــجل–

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنـــوان

تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2017-2022

مذكرة مقدمة استكمالا لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين:

نيبوش سليمة

زراولية عايدة

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الأستاذ بن عمر مختار	أستاذ مساعد ب	جامعة جيجل	رئيسا
الأستاذ قدام جمال	أستاذ محاضر أ	جامعة جيجل	مشرفا ومقرار
الأستاذة بوجنانة عبلة	أستاذ مساعد ب	جامعة جيجل	مناقشا

السنة الجامعية: 2023 / 2024

وزارة التعليـــم العـــالي والبحث العلـمي
جـــامعة محمد الصـديق بن يحي – جيـــجل–
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنـــوان

تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم

دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2017-2022

مذكرة مقدمة استكمالا لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

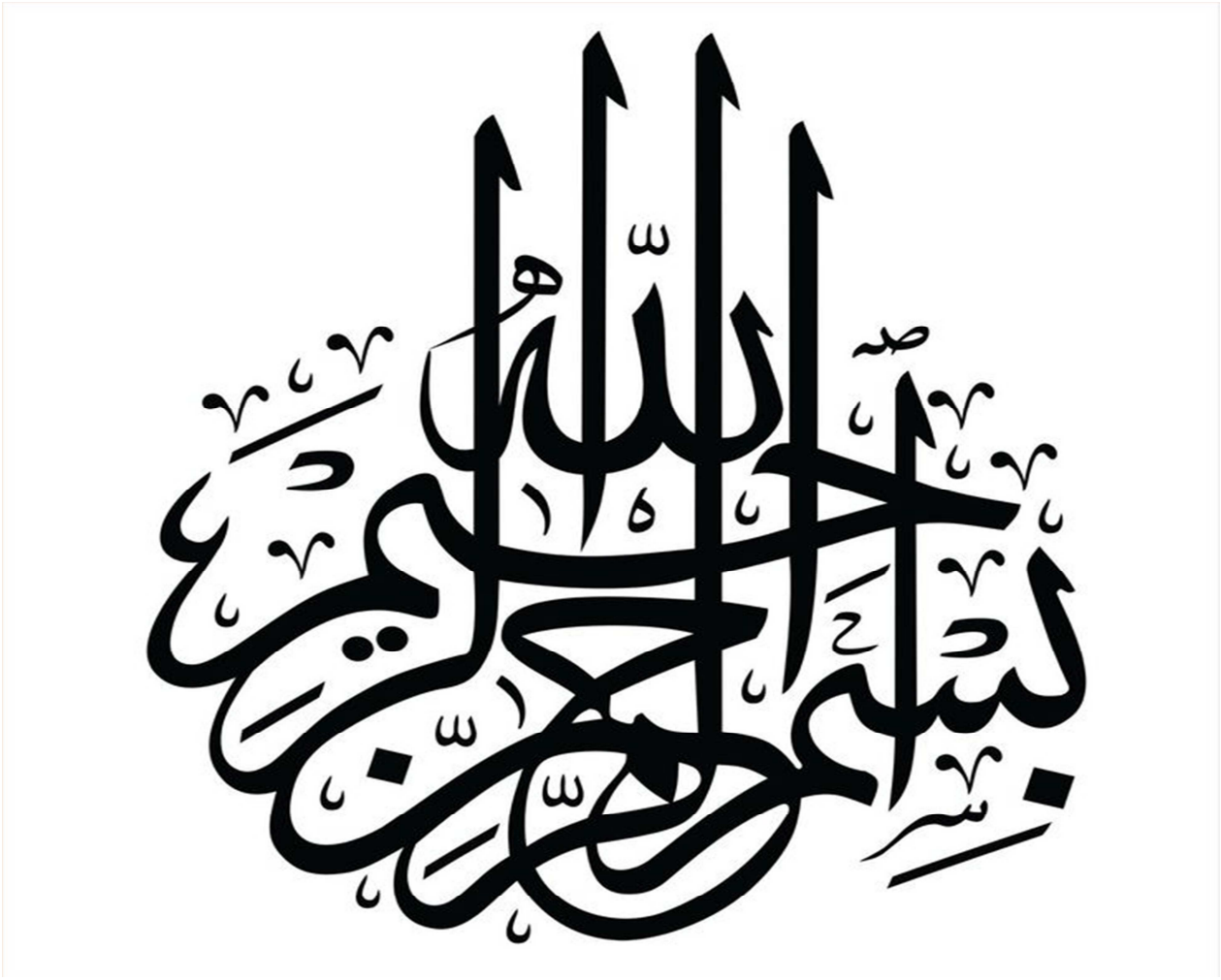
تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين:
نيبوش سليمة
زراولية عايدة

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الأستاذ بن عمر مختار	أستاذ مساعد ب	جامعة جيجل	رئيسا
الأستاذ قدام جمال	أستاذ محاضر أ	جامعة جيجل	مشرفا ومقرار
الأستاذة بوجنانة عبلة	أستاذ مساعد ب	جامعة جيجل	مناقشا

السنة الجامعية: 2023 / 2024


بسم الله الرحمن الرحيم




شكر وتقدير

﴿ وَآخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ﴾

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على أشرف المرسلين نبينا محمد صلى الله عليه وسلم وآله وصحبه أجمعين وبعد،

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات وبشكره تدوم النعم، الحمد لله الذي أعاننا ووفقنا إلى إتمام هذا العمل

تقديرا للامتنان وحفظا للجميل نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى "**الأستاذ الدكتور قدام جمال**" لإشرافه على هذا العمل ولما قدمه من إرشادات ونصائح قيمة جزاه الله عنا خير الجزاء وبارك الله فيه ونفع به، كما نتقدم بجزيل الشكر إلى"**الأستاذ الدكتور حميمدات صالح**" لما قدمه لنا من توجيه ومساعدة وطالبة الدكتوراه "**بودرمين سارة** "على تقديمها يد العون ومساندتها لنا على إكمال هذا البحث.

الشكر موصول إلى كل الأساتذة، بلغهم الله منازل الشهداء ومراتب السعداء ومرافقة الأنبياء

اللهم اجعلهم ممن قلت فيهم: ﴿**ادْخُلُوا الْجَنَّةَ بِمَا كُنتُمْ تَعْمَلُونَ**﴾

الإهداء

الحمد لله الذي ما تم جهد ولا ختم سعي إلا بفضله، أهدي مذكرة تخرجي المتواضعة:

إلى من قال فيهما الله عز وجل:﴿ **وَقُل رَّبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا** ﴾

الوالدين حفظهما الله ورزقهما الصحة والعافية

إلى أعز الناس إخوتي وأخواتي السند كل بإسمه

إلى الأكرم منا جميعا شهدائنا الأبرار، إلى غزة العزة، إلى أهل غزة الصامدين

إلى كل من علمني ولو حرفا



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
شكر وتقدير	
الإهداء	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
قائمة الرموز والمختصرات	
قائمة الملاحق	
مقدمة	أ-ح
الفصل الأول: الإطار النظري حول الأداء المالي	
تمهيد	10
المبحث الأول: ماهية الأداء المالي	11
المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي	11
المطلب الثاني: أهداف الأداء المالي	14
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي	15
المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي	19
المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي	19
المطلب الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي	21
المطلب الثالث: مراحل تقييم الأداء المالي	22
المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي	24
المطلب الأول: المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي	24
المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي	31
المطلب الثالث: المقارنة بين معايير تقييم الأداء التقليدية والحديثة	42
خلاصة الفصل	47
الفصل الثاني: عموميات حول القيمة السوقية للسهم	
تمهيد	49
المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية	50
المطلب الأول: مفهوم الأسهم العادية	50

المطلب الثاني: الإتجاهات الحديثة للأسهم العادية	54
المطلب الثالث: القيم المختلفة للأسهم	55
المبحث الثاني: ماهية القيمة السوقية للسهم	58
المطلب الأول: مفهوم القيمة السوقية للسهم	58
المطلب الثاني: قياس القيمة السوقية للسهم	61
المطلب الثالث: مؤشرات القيمة السوقية للسهم	62
المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم	64
المطلب الأول: العوامل الخارجية	64
المطلب الثاني: العوامل الداخلية	70
المطلب الثالث: عوامل أخرى	76
خلاصة الفصل	77
الفصل الثالث: دراسة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان	
تمهيد	79
المبحث الأول: نظرة عامة حول بورصة عمان	80
المطلب الأول: ماهية بورصة عمان	80
المطلب الثاني: شروط إدراج الأسهم في بورصة عمان	84
المطلب الثالث: أنواع المؤشرات في بورصة عمان	86
المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية	89
المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المعتمد	89
المطلب الثاني: منهجية الدراسة	96
المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة	99
المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة	99
المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة	105
خلاصة الفصل	109
الخاتمة	111
قائمة المراجع	116
الملاحق	131
الملخص	138

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي	42
02	مزايا وعيوب المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي	44
03	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	100
04	مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة	100
05	اختبار تضخم التباين VIF	101
06	تقدير معلمات النموذج	102
07	نتائج اختبار Hausman	103
08	نتائج اختبار Breusch and Pagan	103
09	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	104
10	نتائج اختبار عدم تجانس التباين	104
11	نتائج نموذج الدراسة بعد التصحيح	105

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	العوامل المؤثرة في الأداء المالي	18
02	مراحل تقييم الأداء المالي	23
03	استخدامات القيمة الإقتصادية المضافة	34
04	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	83

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي	131
02	المؤسسات محل الدراسة	132
03	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	133
04	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة	133
05	اختبار تضخم التباين VIF	133
06	نموذج الانحدار التجميعي	134
07	نموذج التأثيرات الثابتة	135
08	نموذج التأثيرات العشوائية	136
09	نتائج اختبار Hausman	136
10	نتائج اختبار Breush and Pagan	137
11	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	137
12	نتائج اختبار عدم تجانس التباين	137

قائمة الرموز والمختصرات

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
BFR	الاحتياج في رأس المال العامل
BVE	القيمة الدفترية لحقوق الملكية
CAPITAL	رأس المال المستثمر
CFROI	عائد التدفق النقدي على الإستثمار
EBE	الفائض الإجمالي للإستغلال
EBIT	نتيجة الإستغلال قبل الفوائد والضرائب
IBRUT	الاستثمار الإجمالي (الخام)
IBS	الضرائب على أرباح المؤسسات
EPS	ربحية السهم الواحد
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
GLS	المربعات الصغرى المعممة
K	التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال
Kc	تكلفة الأموال الخاصة
LEV	الرفع المالي
MVA	القيمة السوقية المضافة
NOPAT	صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة
OLS	المربعات الصغرى العادية
PRM	نموذج الإنحدار التجميعي
REM	نموذج التأثيرات العشوائية
ROA	العائد على الأصول
ROE	العائد على حقوق الملكية
ROI	العائد على الاستثمار
SIZE	حجم المؤسسة
CP	الأموال الخاصة
D	الديون

تكلفة الديون	K_d
توزيع الأرباح	D_V
معدل نمو توزيعات الأرباح	G
القيمة السوقية للسهم	P
القيمة السوقية لحقوق الملكية	MVE
معدل المردود الداخلي	IRR
نسبة السعر إلى الربح	P/E
المؤشر العام	ASE100
مؤشر الشركات الكبرى	ASE20
الحد الثابت	β_0
معاملات الإنحدار للمتغيرات المستقلة	β_i
السعر السوقي لسهم المؤسسة	P
قيمة المتغير التابع	γ
قيمة نقطة التقاطع	α
قيمة الخطأ	ε
عدد المعلمات المقدرة	K
معامل التحديد	R^2
اللوغاريتم النيبيري	Ln
الأصول	Asset

مقدمة

مقدمة:

تُعد المؤسسة نظام مفتوح تتأثر وتؤثر بالبيئة الديناميكة المحيطة، حيث أضحت البيئة المعاصرة تتميز بحدة المنافسة نظرا للتغيرات والتطورات الاقتصادية التي يشهدها العالم، ما جعل المؤسسة ملزمة بمواكبة مظاهر العولمة، وتحقيق مستويات مقبولة للأداء المالي والكلي بما يضمن تطورها، بقائها وإستمراريتها، ويعد الأداء المالي جوهر إتخاذ القرارات المالية والإستثمارية بالمؤسسة، وركيزة العملية الرقابية على مختلف أنشطتها، وانعكاس لمدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المسطرة نظير الإستغلال الفعال والكفؤ لموجوداتها، وهذا من خلال جملة من النسب والمؤشرات التي تبين جوانب القوة والضعف في نشاط المؤسسة، ما يسمح بتعزيز النقاط الإيجابية وتدارك السلبية منها؛

ويكتسي موضوع الإدارة المالية الحديثة وهدفها الأساسي الذي يرتكز على تعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية لسهم المؤسسة أهمية بالغة في عالم المال والإستثمار، وعليه وجب التعرف على العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لسهم المؤسسة الخارجية منها والأخرى المتعلقة بالبيئة الداخلية لها، ولعل أهمها الأداء المالي، حيث تساعد مؤشرات الأداء المالي المستثمرين، المسيرين وأصحاب المصلحة على إتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة، ما أكسب العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية إهتمام الدارسين والباحثين، وتتجلى أهمية هذه المؤشرات بالنسبة للقيمة السوقية للسهم في قدرتها على خفض درجة وحالة عدم التأكد المحيطة بالقرار الإستثماري، وهذا ما تم التوصل إليه من خلال عدة دراسات سابقة أثبتت قدرة مؤشرات الأداء المالي على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية إلى جانب متغيرات أخرى.

أولا: إشكالية الدراسة

مما سبق يمكن طرح إشكالية أساسية للدراسة تتمثل في:

ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة عمان للفترة الزمنية 2017-2022؟

قصد معالجة الإشكالية الرئيسية لدراستنا، يتطلب الأمر الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- كيف يتم قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة؟
- فيما تتمثل أهم العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لسهم المؤسسة؟
- ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي (MVA EPS ROA) على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة عمان للفترة الزمنية 2017-2022؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

بناءا على ما تم طرحه وللإجابة على التساؤلات السابقة تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية:

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%** لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان.

الفرضيات الفرعية

- **الفرضية الفرعية الأولى:**

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%** لمؤشر العائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان.

- **الفرضية الفرعية الثانية:**

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%** لمؤشر ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان.

- **الفرضية الفرعية الثالثة:**

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%** لمؤشر القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان.

ثالثا: أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من خلال الأهمية العلمية لموضوع العوامل المؤثرة في تغير القيمة السوقية لسهم المؤسسة حيث حاولنا توضيح مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من **2017** الى **2022**، ومحاولة إظهار مدى إعتماد المستثمرين الأردنيين على مؤشرات الأداء المالي فيما يتعلق بإتخاذ قراراتهم الإستثمارية، وكذا لارتباط موضوع دراستنا بالهدف الأساسي للإدارة المالية الحديثة والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة أي تعظيم ثروة المساهمين، بالإضافة إلى المساهمة النظرية والتطبيقية التي تسعى هذه الدراسة إلى تحقيقها.

رابعا: أهداف الدراسة

تتمثل أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

- التطرق إلى أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لسهم المؤسسة؛
- توضيح العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية لسهم المؤسسة من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات منها التقليدي والحديث بغية معرفة مدى قدرة هذه المؤشرات على تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم، وترجمة ذلك بنموذج قياسي يفسر هذه العلاقة؛
- معرفة أفضل مؤشر من حيث القدرة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم؛
- تقييم الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة بالاعتماد على قياس مؤشرات الأداء المالي؛
- عرض أبرز مؤشرات تقييم الأداء المالي الحديثة والتي تقوم على مفهوم خلق القيمة.

خامسا: المنهج المتبع والأدوات المستخدمة في الدراسة

بغية معالجة مختلف جوانب الموضوع وتحليل مشكلة الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم الإعتماد على:

المنهج الوصفي: تم الإعتماد على هذا المنهج للتعريف بالإطار النظري لمختلف المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي، تقييم الأداء المالي، نسب ومؤشرات الأداء المالي، كما تم التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بالأسهم والقيمة السوقية للسهم، بالإضافة إلى استخدامه في الإطار التطبيقي بغرض تقديم بورصة عمان.

المنهج التحليلي: حيث تم استخدامه في تحليل النسب ومؤشرات الأداء المالي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية والعوامل المؤثرة فيها، في تحليل مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة وأخيرا في تفسير النتائج التي تم التوصل إليها في دراستنا.

المنهج التاريخي: تم اعتماد هذا المنهج لعرض ظهور القيمة الإقتصادية المضافة، الظهور التاريخي لقيمة السهم والتطرق لنشأة بورصة عمان وتطورها التاريخي.

المنهج الإحصائي: تم اعتماد هذا المنهج في الجانب التطبيقي لدراسة واختبار علاقة الإرتباط الموجودة بين المتغيرات المستقلة فيما بينها من جهة وبين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من جهة أخرى، بالإضافة إلى علاقة الانحدار بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع.

الأدوات المستخدمة: أما بالنسبة للأدوات المستخدمة في هذه الدراسة فقد تم الاعتماد على الكتب، الرسائل الجامعية، المقالات والمجلات العلمية، الملتقيات، الندوات والمواقع الإلكترونية ذات الصلة بالموضوع، بالإضافة إلى القوائم المالية للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وتحقيقا لأهداف الدراسة واختبار الفرضيات تم بناء نموذج الانحدار المتعدد باستخدام بيانات بانل Panel Data، كما استعنا بالبرنامج الاحصائي Stata 17 لتحليل البيانات.

سادسا: أسباب اختيار الموضوع

تنقسم أسباب اختيار الموضوع إلى أسباب ذاتية وأسباب موضوعية، نذكر منها:

– وجود رغبة في دراسة المواضيع المالية، وذلك استكمالا لما تم دراسته خلال المسار الجامعي ليسانس، ماستر التي كانت مواضيعها متخصصة في المجال المالي؛

– يعد موضوع دراسة مؤشرات الأداء المالي ومدى تأثيرها على القيمة السوقية لسهم المؤسسة من المواضيع التي تلقى اهتمام الباحثين في مجال التمويل ولاعتباره من المواضيع التي تستدعي المزيد من الدراسة والتحليل؛

– الرغبة في إنجاز دراسات ذات طابع القياسي بهدف اكتساب المعرفة حول الأساليب الإحصائية المستعملة في تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة؛

– التعرف على العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

سابعا: إطار الدراسة

الإطار الموضوعي: نسعى من خلال دراستنا لمعرفة تأثير كل من العائد على الأصول، ربحية السهم الواحد، القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

الإطار المكاني: شمل مجتمع الدراسة مؤسسات تابعة للقطاع الصناعي مدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 27 مؤسسة.

الإطار الزمني: تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2022.

ثامنا: الدراسات السابقة

1- دراسة محمد شوقي حابي ونعيمة برودي (2023) بعنوان: "**أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة المؤسسة: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل خلال الفترة (2009-2020)**"؛

هدفت هذه الدراسة إلى إظهار تأثير المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة مجموعة من المؤسسات، حيث تم اختيار عينة مكونة من 22 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين **(2009-2020)** والتي تنشط في قطاعي الصناعة والطاقة، تمت معالجة بيانات الدراسة باستخدام السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية (بيانات البانل)، كما تم الإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 12، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في معدل العائد على الأصول ROA، نسبة التداول LR، والقيمة السوقية المضافة MVA، أما المتغير التابع تمثل في قيمة المؤسسة V التي تم قياسها اعتمادا على مؤشر Tobin's Q.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين معدل العائد على الأصول وقيمة المؤسسة V، وعلاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وقيمة المؤسسة V، وعدم وجود علاقة بين نسبة التداول وقيمة المؤسسة V، بالإضافة إلى أن لمؤشرات الأداء المالي التقليدية المستخدمة أثر عكسي على قيمة المؤسسات محل الدراسة، في حين لمؤشرات الأداء المالي الحديثة متمثلة في القيمة السوقية المضافة أثر إيجابي.

2- دراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022) بعنوان: "**أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية – حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 (2016-2020)**"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، حيث تم اختيار عينة مكونة من 28 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة بين (2016-2020)، تمت معالجة بيانات الدراسة باستخدام نموذج السلسلة الزمنية المقطعية غير المتوازنة (Unbalanced Panel Data)، كما تم الإعتماد على البرنامج **الاحصائي** Eviews 10، حيث تمثل المتغير المستقل في نسبة الرفع المالي، أما المتغيرات الضابطة تمثلت في حجم المؤسسة، السيولة، الربحية ومعدل النمو، أما المتغير التابع تمثل في السعر السوقي للسهم (Share P).

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية دالة إحصائيا بين كل من الرفع المالي والربحية على القيمة السوقية للسهم، عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين حجم المؤسسة ونسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم، بينما توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات والقيمة السوقية للسهم.

3- دراسة محمد حجاج (2022) بعنوان: "**أثر المؤشرات المالية للمؤسسة على القيمة السوقية لسهمها- دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر**"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية لأسهم عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، حيث تم اختيار عينة مكونة من

مؤسستين والمتمثلة في مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة صيدال، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL على سلسلة البيانات السنوية للفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، كما تم الاستعانة بالبرنامج الاحصائي Eviews 10 بغرض معالجة البيانات، تمثلت المتغيرات المستقلة في المؤشرات المالية وهي مؤشرات الربحية PR المتمثلة في معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، ومؤشرات السوق MR المتمثلة في ربحية السهم الواحد ومؤشر سعر السهم إلى ربحيته PER أما المتغير التابع تمثل في القيمة السوقية للسهم معبر عنها بسعر الاغلاق في البورصة في نهاية السنة.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لمؤشر ROA على القيمة السوقية، في حين يوجد تأثير إيجابي لـ ROE وEPS على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، بالمقابل وجود تأثير سلبي لمؤشر ROE على القيمة السوقية، في حين كان تأثير كل من مؤشر EPS وPER إيجابيا على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي؛ كما تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين كل من المتغيرات المستقلة المتمثلة في (ROA، ROE ،EPS) و (ROE، EPS، PER) والقيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال ولسهم مؤسسة الأوراسي على التوالي.

4- دراسة أسامة محمد شنك (2018) بعنوان: "**العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان-دراسة اختبارية**"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2014-2017، حيث تم اختيار عينة عشوائية مكونة من 28 مؤسسة من أصل 56 مؤسسة صناعية، وقصد تحليل البيانات تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والمتعدد وتحليل الانحدار المتدرج، كما تم الاستعانة بالبرنامج الاحصائي SPSS، تمثلت المتغيرات المستقلة في العوامل المالية وهي (ربحية السهم الواحد EPS، حصة السهم العادي من التوزيعات DPS ، الرفع المالي FL) وعوامل غير مالية وهي (حجم المؤسسة CS، سمعة المؤسسة CR وسمعة مدقق حسابات المؤسسة AR) أما المتغير التابع تمثل في الأسعار السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة عمان MSP.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات ربحية السهم الواحد، حصة السهم العادي من التوزيعات (يعد الأثر الأكبر في هذه الدراسة)، حجم المؤسسة وسمعة المؤسسة والسعر السوقي لأسهم المؤسسات عينة الدراسة، في حين لا يوجود أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي وسمعة مدقق حسابات المؤسسة على السعر السوقي لأسهم المؤسسات عينة الدراسة؛

كما توصلت الدراسة إلى أن للنموذج الممثل بالعوامل المالية التي لها علاقة بالأداء المالي للمؤسسة قوة تفسيرية تفوق نموذج الدراسة الممثل بالعوامل غير المالية المتعلق ببيئة أو خصائص المؤسسة وذلك وفقا لقيمة معامل التحديد المعدل لكل من النموذجين.

5- دراسة **Ekanayake,W. Y. M. M. N & Indrani, M. W** (2023) بعنوان:

« Financial Performance and Stock Price : Evidence from Listed Manufacturing Companies in Srilanka »

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير الأداء المالي من حيث الربحية على سعر السهم للمؤسسة، حيث تم اختيار عينة مكونة من 29 مؤسسة تصنيع مدرجة في سريلانكا خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2021 من أصل 34 مؤسسة، وتمثلت المتغيرات المستقلة في مؤشرات الربحية وهي معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE وربحية السهم الواحد EPS، ومتغيرات ضابطة تتمثل في توزيعات الأرباح DPS، حجم المؤسسة FS والدين إلى حقوق الملكية DE أما المتغير التابع تمثل في سعر سهم المؤسسات عينة الدراسة معبر عنه بمتوسط سعر السهم.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من ربحية السهم الواحد، معدل العائد على الأصول، نسبة الدين إلى حقوق الملكية وحجم المؤسسة على سعر السهم للمؤسسات عينة الدراسة؛ في حين يوجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لمؤشر العائد على حقوق الملكية **على** سعر السهم للمؤسسات عينة الدراسة، بينما لا يوجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير توزيعات الارباح على سعر السهم للمؤسسات عينة الدراسة.

6- دراسة **Nader Akhtegan & Bekir Elmas** (2021) بعنوان:

« **Relationship Between Financial Ratios and Stock Value »**

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين التغير في النسب المالية وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة طهران، حيث تم اختيار عينة مكونة من 120 مؤسسة مدرجة في بورصة طهران للفترة 2018- 2019، ولهذا الغرض تم تقسيم النسب المالية إلى نسب السيولة، نسب الربحية، نسب الكفاءة ونسب الدين، تقاس نسب السيولة من خلال النسب المتداولة ومؤشرات النسب المتداولة، ولقياس نسب الربحية تم استخدام نسب هامش الربح الإجمالي، العائد على المبيعات، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، وأيضا لقياس نسب الكفاءة تم استخدام مؤشرات دوران المخزون ودوران الذمم المدينة وفترة سداد الديون، وأخيرا تم استخدام نسبة الدين ونسبة رأس المال لقياس نسب الرفع، أما المتغير التابع تمثل في قيمة السهم معبرا عنها بقسمة القيمة السوقية للأسهم على قيمتها الدفترية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين النسبة الحالية والنسبة المستقبلية، هامش إجمالي الربح، العائد على المبيعات، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية مع قيمة أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة طهران، وجود علاقة بين نسب الكفاءة وقيمة السهم، بالإضافة وجود علاقة بين نسب الرافعة المالية وقيمة أسهم المؤسسات.

7- دراسة **Madushan E. P. T & Suminda Bogamuwa** (2021) بعنوان: **« The Impact of financial performance on Share Price: Evidence from Financial Companies Listed in Colombo Stock Exchange »**

هدفت هذه الدراسة إلى إظهار تأثير الأداء المالي على أسعار أسهم المؤسسات المالية المدرجة في بورصة كولومبو، حيث تم اختيار عينة مكونة من 68 مؤسسة مالية مدرجة في بورصة كولومبو للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2016 إلى 2020، حيث تم الإعتماد في تحليل البيانات على نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما تم استخدام البرنامج الإحصائي Eviews، وتحليل ارتباط بيرسون لدراسة العلاقة بين الأداء المالي وسعر السهم، وتمثلت المتغيرات المستقلة في معدل العائد على الأصول ROA وربحية السهم الواحد EPS ، والمتغير الضابط المتمثل في حجم المؤسسة FS أما المتغير التابع تمثل في سعر السهم SP.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمؤشر ربحية السهم الواحد EPS على سعر السهم للمؤسسات عينة الدراسة؛ في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل العائد على الأصول ROA على سعر السهم للمؤسسات عينة الدراسة، كما لا يوجد تأثير لحجم المؤسسة FS على سعر سهم المؤسسات عينة الدراسة.

8- دراسة **Fouzan Al Qaisi & Al (2016)** بعنوان: **«Factors Affecting the Market Stock The Case Price of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange »**

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير بعض العوامل على القيمة السوقية للسهم، حيث تم اختيار عينة مكونة من 20 شركة تأمين مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2015، حيث تم الإعتماد في تحليل البيانات على نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وتمثلت المتغيرات المستقلة في معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، نسبة المديونية، عمر الشركة وحجم الشركة أما المتغير التابع تمثل في الأسعار السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير لكل من مؤشر العائد على الأصول، نسبة المديونية، عمر الشركة وحجم الشركة على سعر السهم السوقي للشركات عينة الدراسة، في حين لا يوجد تأثير لمؤشر ROEعلى سعر السهم السوقي لشركات التأمين المدرجة في بورصة عمان.

ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات السابقة هو اعتمادنا على متغيرات تفسيرية تتمثل في المتغيرات المستقلة التقليدية منها والحديثة، إلى جانب المتغيرات الضابطة والتي تختلف عن تلك المتغيرات المعتمدة في باقي الدراسات.

تاسعا: صعوبات الدراسة

واجهتنا بعض الصعوبات في انجاز هذه الدراسة، نوجزها في النقاط التالية:

- صعوبة الإطلاع على بيانات 27 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان للفترة المقدرة بـ 6 سنوات؛
- اختلاف المصطلحات المالية المدرجة في القوائم المالية لبورصة عمان مع تلك المعتمدة في الجزائر وصعوبة التعامل معها.

عاشرا: خطة الدراسة

سعيا منا للإحاطة بموضوع هذه الدراسة، والاجابة على الاشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول، فصلين للجانب النظري وفصل يضم الجانب التطبيقي.

أما الهيكل العام للدراسة سيكون كالتالي:

تضمن **الفصل الأول** الإطار النظري حول الأداء المالي، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تمت فيه دراسة ماهية الأداء المالي في حين تم التطرق إلى تقييم الأداء المالي في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فتم تخصيصه لدراسة مؤشرات تقييم الأداء المالي.

أما **الفصل الثاني** تناولنا فيه عموميات حول القيمة السوقية لسهم المؤسسة، حيث قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، كما تمت الإشارة إلى ماهية الأسهم العادية في المبحث الأول، المبحث الثاني تم فيه دراسة ماهية القيمة السوقية للسهم، أما المبحث الثالث تم التطرق فيه لدراسة العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم.

وأخيرا **الفصل الثالث** تم فيه تحليل تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول نظرة عامة حول بورصة عمان، المبحث الثاني تم التطرق فيه للإطار المنهجي للدراسة التطبيقية، أما المبحث الثالث فكان لعرض ومناقشة نتائج الدراسة.

الفصل الأول: الإطار النظري حول الأداء المالي

- ❖ المبحث الأول: ماهية الأداء المالي
- ❖ المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي
- ❖ المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي

تمهيد:

يكتسي موضوع الأداء المالي أهمية بالغة بالنسبة للإدارة المالية على اعتباره جوهر اتخاذ القرارات وخطوة أساسية في العملية الرقابية على مختلف أنشطة المؤسسة، فهو يعكس مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المسطرة و ذلك من خلال الإستغلال الأمثل لكافة مواردها المتاحة، وتحقيقا لهدف المؤسسة الأساسي ألا وهو البقاء والاستمرارية، ولتحقيق ذلك لابد من تقييم أداء المؤسسة وذلك بالإعتماد على جملة من النسب والمؤشرات، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الفصل حيث سنتناول أولا الأداء كمفهوم شامل، مختلف المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي والمؤشرات المالية، ثم معالجة موضوع التقييم المالي ثانيا، أما أخيرا سيتم تناول مختلف النسب والمؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي مع إجراء مقارنة بين هذه المؤشرات لتبيان أهم الفروق؛

سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: ماهية الأداء المالي
- ✓ المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي
- ✓ المبحث الثالث: مؤشرات الأداء المالي

المبحث الأول: ماهية الأداء المالي

يعتبر الأداء المالي من المصطلحات التي يصعب حصرها في تعريف شامل ويعتقد البعض أن الإختلاف في مفهوم الأداء راجع لاختلاف المعايير والمقاييس المعتمدة في دراسته وقياسه.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

قبل التطرق للأداء المالي من الضروري الإشارة أولا إلى مفهوم الأداء، فالأداء كمفهوم عام هو أحد المصطلحات التسييرية التي تلقى اهتمام الباحثين كونه يمثل الصورة الرئيسية لنشاط المسيرين.

أولا: تعريف الأداء

يعد الأداء مفهوما شاملا وهاما بالنسبة لجميع المؤسسات، والذي يتمحور حوله وجود المؤسسة من عدمه.

يعرف **الأداء** بأنه: "النتائج المتحققة نتيجة تفاعل العوامل الداخلية على اختلاف أنواعها والتأثيرات الخارجية واستغلالها من قبل المنظمة في تحقيق أهدافها".[1]

كما يعرف بأنه: "الربط بين الفعالية والكفاءة، ويستلزم نظرة شاملة مرتبطة بكل المؤشرات الداخلية والخارجية الكمية والكيفية، التقنية والبشرية، المادية والمالية لتسيير".[2]

كما يعرف الأداء على أنه الرضا من حيث النتائج المالية وغير المالية التي تم تحقيقها لأصحاب المصلحة، بما في ذلك مستوى ثقتهم في قدرة المؤسسة على تحقيق مصالحهم بطريقة مستدامة، ومن الخصائص الرئيسية للمؤسسات التي تتميز بأداء جيد أنها تستثمر في عملائها، موظفيها، خدماتها ومنتجاتها وذلك على المدى الطويل.[3]

ويعرفه **(Peter Ferdinand Drucker)** على أنه: "قدرة المؤسسة على البقاء من خلال تحقيق التوازن بين رضا المساهمين وحقوق العمال".[4]

مما سبق يمكن تعريف الأداء بأنه قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المسطرة وذلك باستخدام الموارد المتاحة بكفاءة وفعالية وبأقل التكاليف.

---

[1] محي الدين القطب، **الخيار الاستراتيجي وأثره في تحقيق الميزة التنافسية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص 43-44.

[2] اليزيد ساحري، **إدارة التكلفة من منظور استراتيجي كمنهج متكامل لتحسين الأداء المالي دراسة حالة بعض المؤسسات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018، ص 134.

[3] Judith Saghroun et jean-Yves Eglem, **Performance Globale De L'entreprise: Les Informations Environnementales et Sociales Sont-Elles Prises En Compte Par Les Analystes Financiers Pour Leur Diagnostic ?,** HAL open science, France, 2011, P 1. https://shs.hal.science/halshs-00593086/document consulté: le 10/06/2024 à 20:07h.

[4] حمزة رملي، نسرين عروس، **تقييم الاداء المالي لمؤسسات صناعة الأدوية بالإعتماد على معدلي العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الأصول ROA دراسة مقارنة بين مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفارم**، مجلة البحوث الادارية والاقتصادية، العدد 03، 2018، ص 90.

ثانيا: تعريف الأداء المالي

من بين الأنواع الأساسية للأداء في المؤسسة نجد الأداء المالي،[1] والذي يعبر عن أداء المؤسسات الاقتصادية فهو داعم أساسي لمختلف الأنشطة التي تمارسها المؤسسة، كما يساهم في توفير الموارد المالية والفرص الإستثمارية للمؤسسة، الأمر الذي يساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم.[2]

الأداء المالي هو مقياس لمدى قدرة المؤسسة على تحقيق الربح والإيرادات،[3] ويعتبر من بين التقنيات التي تعتمد عليها المؤسسة في تشخيص وضعيتها المالية وتقييمها ومقارنة أدائها مع المؤسسات الأخرى المنافسة لها، حيث يلجأ إليه غالبية المحللين الماليين وهذا لتميزه بالثبات والاستقرار، كما أنه يساعد على اتخاذ القرارات المالية الرشيدة للمؤسسة وتوجيهها نحو الأفضل.[4]

كما يشير **الأداء المالي** الى مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة من خلال استخدام الموارد المتاحة للمؤسسة وبلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف.[5]

ويعرفه **(Marcel Laflame)** على أنه: "قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة، فالأداء المالي يتجسد في قدرتها على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها، وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة".[6]

ويعرف **الأداء المالي** بأنه مدى تحقيق القدرة الإيرادية في المؤسسة والتي تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات من خلال أنشطتها سواء الأنشطة التشغيلية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بالإضافة الى القدرة الكسبية التي تعني قدرة المؤسسة على تحقيق الفائض من أنشطتها سابقة الذكر من أجل مكافئة عوامل الإنتاج وفقا للنظرية الحديثة.[7]

---

[1] نصر الدين بن نذير، أيوب شملال، **لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE**، مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع، جامعة البليدة 02، 25 أفريل 2017، ص 4.

[2] موسى بن البار، أمين بوساق، **نموذج مقترح لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة من المؤسسات الناشطة بالمنطقة الصناعية بالمسيلة**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 4، العدد 1، 2019، ص 63.

[3] Dini Fatihudin & al, **How Measuring Financial Performance**, International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET), Vol 9, No 6, 2018, P 554.

[4] خيضر خنفري، مريم بورنيسة، **دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية**، دراسات اقتصادية، المجلد 17، العدد 01، 2017، ص 58.

[5] محمد يزيد صالحي، عبد العزيز قتال، **تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012-2018)**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 7، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2020، ص 712.

[6] حمزة عقبي، بشير بن عيشي، **أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD)**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 49، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص 109.

[7] عبد الغني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية-حالة بورصتي الجزائر وباريس-**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2007، ص ص34-35.

كما يمكن تعريف الأداء المالي على أنه استغلال الموارد المالية المتاحة للمؤسسة بطريقة تمكنها من تحقيق أهداف الوظيفة المالية، الأمر الذي يتوقف على السياسة المالية المنتهجة من طرف المؤسسة والتي تظهر من خلال:[1]

– تركيبة ميزانيتها المالية (الأصول والخصوم) ومدى قدرتها على تمويل استثماراتها، فعدم قدرتها على تمويل هذه الأخيرة سيؤثر على أدائها المالي؛

– درجة الإعتماد على الديون قصيرة الأجل ومعدل دوران دورة الاستغلال، ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه مورديها بنسبة كبيرة على الديون قصيرة الأجل في ظل معدل دوران بطيء لدورة الاستغلال سيؤدي في النهاية إلى خلق مشاكل ينتج عنها انخفاض مستوى الأداء المالي؛

– حجم السيولة المتوفرة بالمؤسسة، فإذا كانت تعاني عجزاً فستزداد ديونها مما يؤدي إلى انخفاض أدائها، أما في حالة وجود فائض مع حسن استغلاله وذلك من خلال توظيفه لتحقيق فرص ربح إضافية تسمح برفع مستوى الأداء المالي.

وهناك من يعرف الأداء المالي بالإعتماد على العوامل التالية:[2]

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛
- أثر السياسات المالية المنتهجة من قبل المسيرين على مردودية الأموال الخاصة؛
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض وأرباح؛
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن الأداء المالي يعبر عن مدى كفاءة وفعالية المؤسسة في استغلال الموارد المالية المتاحة من أجل تحقيق الأهداف المحددة، كما يعد مؤشرا على الصحة المالية للمؤسسة وقدرتها على النمو وتحقيق الأرباح، حيث يتم قياسه من خلال تحليل وتقييم مجموعة من المؤشرات المالية.

ثالثا: خصائص الأداء المالي

يتسم الأداء المالي بالخصائص التالية:[3]

- الأداء المالي أداة توضيحية للوضع المالي القائم في المؤسسة؛
- يحفز الأداء المالي الإدارة لبذل جهد أكثر لتحقيق أداء مستقبلي أفضل من سابقه؛
- الأداء المالي وسيلة لجذب المستثمرين للاستثمار في المؤسسة؛
- الأداء المالي أداة لتحديد جوانب القوة والضعف في المؤسسة، وتدارك الانحرافات والمشاكل التي قد تواجهها؛
- يعد الأداء المالي آلية أساسية وفعالة لتحقيق أهداف المؤسسة.

[1] نصر الدين بن نذير، أيوب شملال، مرجع سبق ذكره، ص 5.

[2] عبد الغني دادن، **قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية**، مجلة الباحث، العدد 04، 2006، ص ص 41-42.

[3] صافية بومصباح، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية باستخدام النسب المالية دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر للهاتف النقال موبيليس ATM**، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 08، العدد 02، 2021، ص 221.

رابعا: أهمية الأداء المالي

تكمن أهمية الأداء المالي في:

- تقييم أداء المؤسسات بطريقة تساعد مستخدمي البيانات المالية في تحديد مواطن القوة والضعف؛[1]
- يعطي صورة حقيقية عن الوضع القائم في المؤسسة فبالتالي يساعد الإدارة على تصميم الخطط نحو ترشيد سياساتها وقراراتها؛[2]
- يساعد على إجراء مقارنات سواء بين المؤسسات التي تنشط في نفس القطاع أو بين الوضعيات المالية لعدة سنوات في المؤسسة ذاتها؛
- يساهم في متابعة نشاط المؤسسة من طرف الأعوان الخارجيين من عملاء، موردين ومستثمرين مما يعطي صورة شفافة للوضعية المالية، والتي تسمح بوضع الثقة في التعامل معها واتخاذ القرارات السليمة؛[3]
- مراقبة أوضاع المؤسسة ومستويات أدائها مقارنة بالموارد المتاحة والأهداف المسطرة، وتقييم ربحيتها، نموها، سيولتها، وتطور توزيع أرباحها وحجم المديونية لديها.[4]

المطلب الثاني: أهداف الأداء المالي

الأداء المالي يعتبر أداة أساسية للإجراءات الرقابية في المؤسسة، حيث يساعد في تعديل الخطط وتحسين استخدام الموارد المتاحة وفيما يلي أبرز أهداف الأداء المالي بالنسبة لكل من المؤسسات والمستثمرين.

أولا: أهداف الأداء المالي بالنسبة للمؤسسات:

في ظل البيئة التنافسية المحيطة بالمؤسسات أصبح الأداء المالي الجيد شرطا أساسيا لضمان استمرارية هذه المؤسسات،[5] إذ يهدف الأداء المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نذكر منها:[6]

- بلوغ التوازن المالي من طرف الإدارة المالية وبالتالي تحقيق الإستقرار المالي للمؤسسة والمساهمة في توفير السيولة المالية لتمويل احتياجات الاستثمارات بأموال دائمة وضمان تسديد جزء أو كل الديون في الأجل القصير، إضافة إلى تخفيض خطر نقص السيولة التي قد تواجه المؤسسة؛

---

[1] محمد يزيد صالحي، عبد العزيز قتال، مرجع سبق ذكره، ص 712.

[2] ياسر تاج السر محمد سند وآخرون، **الأنشطة الحديثة للمراجعة الداخلية ودورها في الأداء المالي بالتطبيق على (شركة السكر السودانية المحدودة)**، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 4، العدد 2، 2021، ص 29.

[3] نجلاء نوبلي، **استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب-بسكرة-**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص 151.

[4] فاطمة الزهراء بوطورة، ليندة رقام، **واقع الأداء المالي لمؤسسة الاسمنت-تبسة من خلال أبعاد بطاقة الأداء المتوازن خلال الفترة (2015-2016)**، مجلة المالية والأسواق، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص 197.

[5] زينب تمرابط، **أثر القياس المحاسبي لرأس المال الفكري على أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2023، ص 120.

[6] أميمة صويلح، عفاف زهراوي، **أثر تطبيق الحوكمة على الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية**، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 07، العدد 02، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر،2022، ص 515.

- تعظيم قيمة المؤسسة والعمل على تطويرها، وهذا يعكس مدى نجاح استراتيجيتها من أجل التطور والبقاء؛
- زيادة قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال ربط الأرباح برقم الأعمال وقياسها؛
- قياس السيولة وقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وبالتالي تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية.

ثانيا: أهداف الأداء المالي بالنسبة للمستثمرين

يمكن للأداء المالي أن يحقق أهدافا للمستثمرين تتمثل في:[1]

- يسمح للمستثمر بمتابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته وكذا متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، كما يساعد على تقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من سيولة، ربحية، نشاط، الديون والتوزيعات على سعر السهم؛
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل، المقارنة، وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين هذه البيانات وذلك لاتخاذ القرارات المناسبة والملائمة لأوضاع المؤسسات.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي

يتأثر الأداء المالي بعدة عوامل قد تكون هذه العوامل داخلية بحيث يمكن للمؤسسة التحكم فيها أو خارجية بمثابة تحديات لها، تتمثل فيما يلي:

أولا: العوامل الداخلية

تتمثل العوامل الداخلية في مجموع المتغيرات الناتجة عن تفاعل عناصر البيئة الداخلية التي تؤثر على أداء المؤسسة وربحيتها،[2] حيث يمكن للمؤسسة التحكم فيها وتغييرها بالطريقة التي تسمح بتعظيم العائد وتخفيض التكاليف،[3] ويمكن حصرها فيما يلي:

1- العوامل التقنية: وهي مختلف التغيرات المتعلقة بالجانب التقني في المؤسسة والتي تضم:[4]

1-1- الهيكل التنظيمي: هو الإطار أو الوعاء الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالمؤسسات وأعمالها، يساعد على تحديد الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وتبادل الأنشطة والمعلومات داخل المؤسسة، يؤثر هذا الأخير على أداء المؤسسات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات

---

[1] محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 47.

[2] ليندة وهبي، **دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة مؤسسة NCA رويبة**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2016، ص45.

[3] زوليخة بلعطار، **أثر إدراج الشركات في البورصة على أدائها المالي-دراسة حالة شركة رويبة"NCA-ROUIBA"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2015، ص 80.

[4] منير عوادي، **استخدام التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة صيدال الفترة 2013-2017-**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة الجزائر 3، 2020، ص ص87-88.

التي ينبغي القيام بها وتخصيص الموارد لها، إضافة إلى تسهيل تحديد أدوار الأفراد في المؤسسات والمساعدة على اتخاذ القرارات بصورة أكثر فاعلية.

1-2- التكنولوجيا: وهي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في المؤسسة لتحقيق الأهداف المسطرة والتي تعمل على ربط المصادر بالإحتياجات، وعلى المؤسسة تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والتي تتناسب مع أهدافها، وذلك كون التكنولوجيا من أكثر التحديات التي تواجه المؤسسات والتي لابد من التكيف معها، وتعمل التكنولوجيا على شمولية الأداء المالي لأنها تغطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وتقليل المخاطر وخفض التكاليف بالإضافة إلى زيادة الأرباح.

1-3- المناخ التنظيمي: هو شفافية التنظيم وكيفية اتخاذ القرار وأسلوب الإدارة في توجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، حيث يقوم على ضمان سلامة الأداء المالي بصورة إيجابية وكفاءته من الناحية المالية والإدارية، وتقديم معلومات لمتخذي القرار لتحديد صورة للأداء المالي والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء المالي في تصرفهم في أموال المؤسسات.

1-4- الحجم: يقصد به تصنيف المؤسسات إلى صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث توجد عدة مقاييس لتصنيف أو قياس حجم المؤسسة، يعتبر الحجم من العوامل المؤثرة سلبا على الأداء المالي للمؤسسة حيث قد يشكل الحجم عائقا لأداء المؤسسات، حيث تصبح عملية إدارة المؤسسة أكثر تعقيدا بزيادة الحجم ومنه يصبح أدائها المالي أقل فعالية، وإيجابا من حيث زيادة عدد المحللين الماليين المهتمين بالمؤسسة كلما زاد حجم المؤسسة، وأن سعر المعلومة للوحدة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل كلما زاد حجم المؤسسات، ووفقا لعدة دراسات حول العلاقة بين كل من الحجم وأداء المؤسسات فإن العلاقة طردية بين الحجم والأداء.[1]

2-**العوامل البشرية:** للعنصر البشري دورا فعالا في أداء المؤسسة والذي يختلف من حيث العمر، الجنس، مستوى تأهيل أفراد المؤسسة ومدى التوافق بين مؤهلات العمال والمناصب التي يشغلونها والتكنولوجيا المستخدمة، نظام المكافآة والحوافز، العلاقة بين العمال والإدارة.[2]

3- **نظام المعلومات السائد:** للمعلومات أهمية بالغة في متابعة وتقييم أداء المؤسسة، حيث يتجسد تدفق المعلومات ضمن المحيط الداخلي للمؤسسة في نظام قائم بذاته يتفاعل مع مجمل الأنشطة والوظائف التي تضطلع بها ومدى السرعة والفعالية في تحويل المعلومات من مواقع التنفيذ إلى مواقع القرار أو العكس، بالإضافة إلى مدى نوعية هذه المعلومات ومدى الكفاءة العالية والدراية المعمقة بعملية جمع وتصنيف وتقييم البيانات المعبرة عن الأداء، وتحويلها إلى معلومات يمكن الاستفادة منها في اتخاذ القرارات الكفيلة بتصحيح أو تقييم مسار هذا الأداء.[3]

---

[1] نسرين قطاع، علي حبيش، **أثر نظام المعلومات المحاسبي الإلكتروني على الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية –دراسة ميدانية لشركة أل بي فيث–**، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 16، العدد 22، 2020، ص 499.

[2] ليندة وهبي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

[3] نفس المرجع، ص 45.

ثانيا: العوامل الخارجية:

تتمثل في مختلف التغيرات من خارج المؤسسة التي يصعب السيطرة عليها والتي تؤثر على أدائها المالي، قد يكون هذا التأثير في شكل فرص تسمح لها بتحسين أدائها أو قد تكون عبارة عن تهديدات تؤثر سلبا عليها مما يتطلب ضرورة التأقلم معها أو مواجهتها والتقليل من آثارها.[1]يمكن تقسيمها الى:

1- العوامل الاقتصادية: تؤثر العوامل الاقتصادية على المؤسسات الاقتصادية خاصة الصناعية منها، على اعتبار المحيط لاقتصادي مصدرا أساسيا لموارد المؤسسة، وتشمل هذه العوامل السياسة الاقتصادية للدولة، سياسات التجارة الخارجية، معدلات التضخم، أسعار الفائدة...إلخ، كما توجد عوامل تؤثر على القطاع التي تنشط فيه المؤسسة كوفرة الموارد الأولية، درجة المنافسة، هيكل السوق، مستوى الأجور...إلخ.[2]

2- العوامل السياسية والقانونية: تعتبر من العوامل الهامة التي تؤثر بشكل كبير على الأداء المالي للمؤسسات،[3] تتمثل عموما في الإستقرار السياسي والأمني للدولة، السياسة الخارجية، انتشار الأحزاب السياسية، المنظومة القانونية العلاقات الدولية....إلخ، كل هذه العوامل قد تشكل فرصا تحسن من أداء المؤسسة، أو تحديات تفرض على المؤسسة التكيف معها لتخفيف من حدتها.[4]

3- العوامل الاجتماعية والثقافية: تشمل مختلف العوامل التي لها علاقة بالمجتمع التي تنشط فيه المؤسسة كالنمو الديموغرافي، السلوك الاستهلاكي والبيئي للمجتمع،[5] كذلك الضوابط الاجتماعية كثيرا ما تقف عائقا أمام انتشار منتوجات المؤسسة مما ينعكس سلبا على أداء المؤسسة، أما من الناحية الثقافية نجد مثلا الأمية فانتشارها يعني محدودية القراء والمتعلمين مما يحد من فعالية الإشهار وبالتالي أداء المؤسسة.[6]

4- **العوامل التكنولوجية:** تتمثل في البحث العلمي، براءات الاختراع، الابداع والابتكار إلى جانب المعارف العلمية، قد تساهم هذه العوامل في تخفيض أو رفع حجم التكاليف، تحسين جودة المنتوجات وبالتالي مستويات الأداء ولتحسين أداء هذا الأخير على المسيرين أن يشجعوا أعمال البحث والتطوير والتي تنعكس إيجابا على أنشطة المؤسسة وبالتالي أدائها.[7]

---

[1] نفس المرجع، ص 44.

[2] خضرة بن عيسى، **أثر التعلم التنظيمي والابتكار على الأداء المالي للمنظمات الاقتصادية الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة المنظمات، جامعة مصطفى اسطمبولي، معسكر، الجزائر، 2023، ص 144.

[3] نفس المرجع، ص 145.

[4] الطاهر جغدير، **أثر الإدخال البورصي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2015)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2017، ص 55.

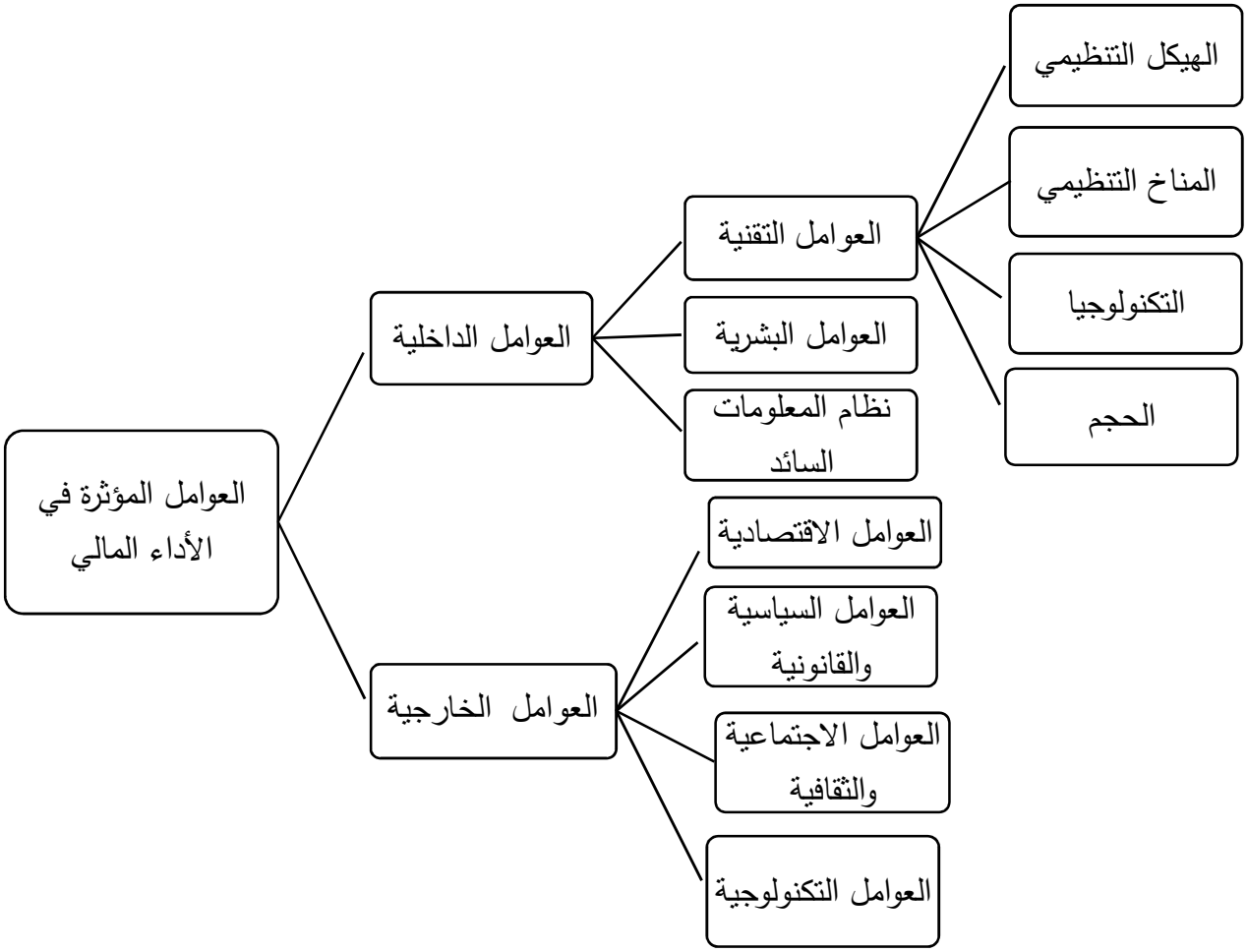
[5] أمال سحنون، **دور نظام الحوافز في تحسين الأداء المالي–دراسة مؤسسة اقتصادية جزائرية–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر،2021، ص 82.

[6] الطاهر جغدير، مرجع سبق ذكره، ص 54.

[7] محمد بوهالي، **أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة–دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2018، ص 107.

ويمكن تلخيص العوامل المؤثرة في الأداء المالي في الشكل التالي:

الشكل (01): العوامل المؤثرة في الأداء المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي

تكتسي عملية تقييم الأداء عامة والأداء المالي خاصة أهمية بالغة بالنسبة للإدارة المالية والمؤسسة ككل كونها خطوة أساسية في العملية الرقابية وجوهر عملية اتخاذ القرارات.

المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي

يعد تقييم الأداء المالي أساس العملية الإدارية بالمؤسسة، كونه يعمل على مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المستهدف وذلك بالاعتماد على جملة من المؤشرات والمعايير، وتحديد الانحرافات وتصحيحها، واتخاذ القرارات الملائمة التي من شأنها ضمان تطور واستمرارية نشاط المؤسسة.

أولا: تعريف تقييم الأداء

حسب وجهة نظر الباحثين فإن تقييم الأداء يعد انعكاسا لمدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المحددة مسبقا.

ويعرف تقييم الأداء بأنه: " قياس مدى إنجاز الوحدات التنظيمية لأهدافها باستخدام مقاييس مناسبة وذلك بهدف اكتشاف نقاط الضعف والقوة والتحري عن أسبابها في سبيل تدعيم الجوانب الإيجابية وإزالة الجوانب السلبية".[1]

كما يعرف تقييم الأداء على أنه: "عملية اتخاذ القرارات بناءا على معلومات رقابية لإعادة توجيه مسارات الأنشطة بما يحقق الأهداف المحددة من قبل" .[2]

وعليه فإن تقييم الأداء خطوة أساسية في العملية الرقابية، حيث ترتكز هذه العملية على مقارنة الأداء الفعلي بمؤشرات محددة مسبقا مع تحديد الانحرافات واتخاذ الخطوات التصحيحية اللازمة كلما أمكن، وغالبا ما تكون المقارنة بين ما هو محقق وما هو مخطط له في نهاية مدة زمنية محددة.[3]

ثانيا: تعريف تقييم الأداء المالي

ترتكز عملية تقييم الأداء المالي على الجوانب المالية للقرارات المتخذة،[4] ويعتمد تقييم الأداء المالي على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، ويعد دعما أساسيا لمختلف الأعمال التي تمارسها المؤسسة، كما يساهم في توفير الموارد المالية والفرص الاستثمارية للمؤسسة في ميادين الأداء المختلفة، والتي من شأنها أن تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم.[5]

---

[1] عبد الستار رجاء رشيد، **تقويم كفاءة الأداء من خلال معيار العائد دراسة حالة في الشركة العامة لصناعة البطاريات**، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد 19، 2009، ص 4.

[2] كمال غالم، طارق بن خليفة، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية الجزائرية وفق نموذج بطاقة الأداء المتوازن دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الإقتصادية**، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 07، العدد 01 مكرر، 2021، ص 384.

[3] عبد العزيز قتال، محمد يزيد صالحي، مرجع سبق ذكره، ص 713.

[4] مسعودة بقباقي، **أثر الهيكل المالي عل أداء المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ومحاسبية، جامعة الجزائر 3، 2021، ص 10.

[5] نشأت حكمت عليوي، **أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2019، ص 36.

ويعرف تقييم الأداء المالي بأنه: "مدى نجاح المنشأة في استغلال كل الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية أفضل استغلال، وتحقيق الأهداف المحددة من طرف الإدارة".[1]

كما يمكن تعريف تقييم الأداء المالي على أنه: "تقديم حكما ذو قيمة على إدارة مختلف موارد المؤسسة، أو بتعبير آخر يمثل تقييم الأداء في قياس نتائج المنظمة في ضوء معايير محددة سلفا".[2]

إن تقييم الأداء المالي يغطي عدة جوانب، بحيث يقيس مدى تحقيق المؤسسة للربحية في ظل الإمكانيات (المالية والمادية) المتاحة، كما يساعد على تحديد أفضل مزيج مرغوب فيه للأصول من ذلك من حيث حجم ونوع الاستثمار المناسب، وتحديد الحجم المناسب من رأس المال والديون (القصيرة أو الطويلة الأجل)، كما يقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها وبالتالي تحقيق النمو وضمان الاستمرارية، وأثر السياسة المالية المنتهجة من قبل المسيرين على مردودية الأموال الخاصة.[3]

مما سبق فإن تقييم الأداء المالي عملية يتم من خلالها قياس مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المسطرة والمخطط لها مقارنة مع ما تم تحقيقها فعلا، وهذا باستخدام مواردها المادية، المالية والبشرية المتاحة بطريقة فعالة، وكذا تحديد جوانب القوة والضعف في أدائها والعمل على تصحيح الانحرافات المسجلة.

ثالثا: أهداف تقييم الأداء المالي

تسعى المؤسسة من خلال تقييم الأداء المالي إلى تحقيق جملة من الأهداف، أهمها:[4]

– يعد تقييم الأداء المالي أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها نحو المؤسسات الناجحة، فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه واختيار الأسهم أو المؤسسات التي تشير معاييرها المالية إلى التقدم والنجاح؛

– يعد تقييم الأداء المالي أداة لتحفيز العاملين والإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من تلك المحققة سابقا؛

– يعد تقييم الأداء المالي أداة للتعرف على الوضع المالي القائم للمؤسسة في فترة معينة أو لجانب معين من أداء المؤسسة أو أسهمها في السوق المالي في يوم محدد وفترة معينة؛

– يهدف إلى تقييم أداء المؤسسات من زوايا مختلفة وبطريقة تساعد مستخدمي البيانات والذين لهم مصالح مالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة والضعف فيها، والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين؛

---

[1] نشأت حكمت عليوي، مرجع سبق ذكره، ص 36.

[2] أحمد شعشوع، أبو بكر بوسالم، **قرارات الاستثمار للسندات المبنية على التحليل المالي وعلاقتها بتقييم أداء الشركات دراسة تحليلية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017**، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 05، العدد 02، 2019، ص 50.

[3] نجود تريش، نوال سايح، **تحليل قائمة المركز المالي ودورها في تقييم الأداء المالي للمؤسسة في ظل متطلبات النظام المحاسبي المالي حالة مؤسسة سونلغاز بسطيف 2017 -2018**، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد 08، العدد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2023، ص 583.

[4] خيضر خنفري، بورنيسة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 59.

– الكشف عن مواطن الضعف في نشاط المؤسسة، وإجراء تحليل شامل لها وتحديد أسبابها من أجل إيجاد الحلول المناسبة وتصحيحها؛

– يسمح تقييم الأداء المالي بتفادي الفوارق التي قد تنتج مستقبلا عن سوء التوازن في التسيير عموما والتي تظهر بمقارنة النتائج الفعلية مع النتائج المتوقعة، كون تقييم الأداء يهدف أساسا إلى التحكم في الحدث قبل وقوعه؛

– يحسن تقييم الأداء المالي مستوى نشاط المؤسسات وضمان استغلال الموارد المتاحة بشكل فعال وحسن إدارتها؛[1]

المطلب الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي

تعد عملية تقييم الأداء ذات أهمية بالغة كونها تساعد الإدارة المالية أو المؤسسة ككل على تحقيق الأغراض التالية:[2]

- تقييم نشاط المؤسسة بشكل عام وذلك من خلال:

– تقييم نتيجة نشاط المؤسسة (ربح أو خسارة) وذلك خلال فترة أو فترات مالية معينة؛

– تقييم المركز المالي للمؤسسة في تاريخ معين؛

– مقارنة البيانات والمعلومات الفعلية مع تلك المخطط لها مع تحديد الانحرافات، تحليلها ومحاولة معرفة أسبابها؛

- يساعد الادارة المالية للمؤسسة على تحديد أهدافها وإعداد الخطط السنوية اللازمة؛
- يساعد تقييم الأداء المالي على متابعة أعمال ونشاطات المؤسسة ومراقبتها وتقييم مستويات أدائها وفعاليته؛
- يعزز ويسهل الاتصال والتنسيق بين مختلف المستويات بالمؤسسة؛[3]
- يضمن تنافسية المؤسسة في السوق، تطورها، بقائها واستمراريتها؛
- يسمح بتوضيح علاقة المؤسسة مع المؤسسات الأخرى؛
- يساعد تقييم الأداء المالي على توفير مختلف المعلومات المالية للإدارة، والتي من شأنها أن تساعدها في اتخاذ القرارات السليمة والمناسبة، سواء كانت قرارات استثمارية، تطويرية أو متعلقة بتغيير السياسات؛[4]

---

[1] مروة مبروكي، **مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2024، ص 20.

[2] حمزة بوكفة، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية باستخدام مؤشرات هيكل رأس المال دراسة حالة مؤسسة محلية لصناعة المشروبات والعصائر**، مجلة الاقتصاد الصناعي(خزارتك)، المجلد 12، العدد 01، 2022، ص 217.

[3] مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مجلة الابداع، المجلد 13، العدد 01، 2023، ص 72.

[4] صافية بومصباح، مرجع سبق ذكره، ص 222.

- يساعد المؤسسة في حالة تعرضها للفشل نتيجة سوء تسيير الإدارة المالية على دراسة هذه المشاكل وتقديم النصح والإستشارة لمعالجتها؛
- يبين مدى إسهام المؤسسة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تحقيق أكبر عائد بأقل التكاليف، وعدم هدر الوقت والجهد مما يعود على المجتمع والاقتصاد بالفائدة.[1]

المطلب الثالث: مراحل تقييم الأداء المالي

تمر عملية تقييم الأداء المالي بعدة مراحل أساسية مكملة لبعضها البعض وتتمثل فيما يلي:[2]

أولا: جمع البيانات والمعلومات الضرورية

تستند عملية تقييم الأداء المالي على إعداد جملة من المؤشرات والنسب والحسابات التي تعكس النشاط المالي للمؤسسة، وكذا من أجل تشخيص واضح، دقيق وشامل لعملها، توجهاتها ومدى تطورها وتحقيقها لأهدافها المالية، لهذا كله اقتضت عملية تقييم الأداء المالي توفر البيانات والمعلومات،[3] على اعتبار أن المعلومات والبيانات مورد أساسي وضروري في عملية التسيير بمستوياته المختلفة، ولكن يجب أن تتحصل المؤسسة على معلومات بجودة عالية وفي الوقت المناسب، ويمكن حصر مصادر المعلومات في المصادر الثلاثة التالية:

- **الملاحظة الشخصية:** من خلال نزول الملاحظين إلى ميدان النشاط؛
- **التقارير الشفوية:** والتي تتمثل في سلسلة المحادثات واللقاءات بين الرئيس ومرؤوسه؛
- **التقارير الكتابية:** وتتمثل في الميزانية المحاسبية وجدول حسابات النتائج واليومية والملاحق وقائمة التدفق النقدي...إلخ.

ثانيا: قياس الأداء الفعلي

يمكن للمؤسسة في هذه المرحلة قياس كفاءتها وفعاليتها، وذلك باختيار المؤشرات والمعايير الملائمة لطبيعة الأداء المراد قياسه، ويتمثل قياس الأداء في العملية التي تزود مسؤولي المؤسسة بقيم رقمية تخص أداءها بناءا على معايير الكفاءة والفعالية، وتجدر الإشارة إلى الفرق بين كل من المعيار والمؤشر، فالمعيار يعني الأساس والركيزة التي تستند عليها عملية تقييم الأداء في حين أن المؤشر هو أداة للقياس ويفسر المعيار، أي بعبارة أخرى يتم قياس وتفسير المعيار من خلال مجموعة من المؤشرات.

---

[1] ياسر تاج السر محمد سند وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 29.

[2] رشيد حفصي وآخرون، **تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016**، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 09، العدد 03 مكرر (الجزء الثاني)، 2019، ص ص 203-204.

[3] رقية شطيبي، **الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية ومؤشرات تقييمه دراسة ميدانية مؤسسة ملبنة نوميديا قسنطينة**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص استراتيجية مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2011، ص 46.

ثالثا: مقارنة الأداء الفعلي بمستويات الأداء المرغوب

في هذه المرحلة تقوم المؤسسة بمقارنة أدائها الفعلي والمحقق بالأداء المخطط له (وجود تطابق أو اختلاف بينهما)، ويتم الإعتماد في عملية المقارنة على عدة عناصر كمرجع لمقارنة الأداء، وتتمثل هذه العناصر في: الزمن، المعايير، الأهداف، أداء الوحدات الأخرى.

رابعا: دراسة الانحراف وإصدار الحكم

تنتج عن عملية مقارنة الأداء الفعلي مع الأداء المخطط له الإفصاح عن ثلاث أنواع من الانحرافات:

- **انحراف إيجابي:** وهو لصالح المؤسسة؛
- **انحراف سلبي:** ليس لصالح المؤسسة؛
- **انحراف معدوم:** ليس له تأثير على نتائج المؤسسة؛

ويتم الحكم على الأداء من خلال تحليل الانحراف الكلي (موجب أو سالب أو معدوم)، مع تحديد الأسباب الفعلية للانحراف وذلك من أجل تدعيم الجوانب الإيجابية ومعالجة السلبية منها.

وتتخذ مرحلة إصدار الحكم حول النتائج المتوصل إليها في عملية التقييم، الشكل التالي:[1]

- **استنتاجات:** يجب أن تكون الاستنتاجات ملائمة لنتائج التحليل وتكون معبرة عن الهدف من التقييم؛
- **التوصيات:** وتتمثل في اقتراحات تتبع توجهات جديدة.

ويمكن تلخيص مراحل تقييم الأداء المالي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02): مراحل تقييم الأداء المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

[1] نفس المرجع، ص 51.

المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي

يقيم الأداء المالي بطرق عديدة منها النسب والمؤشرات المالية سواء التقليدية أو الحديثة، وتعد أداة لقياس فعالية المؤسسة حيث يتم وضع قيم نموذجية وتقارن مع القيم الفعلية للمؤسسة عند تشخيص الوضعية المالية، مما يعطي تفسيرات لنتائج السياسات المالية المتبعة من قبل المؤسسة، كما تسمح بمراقبة التطور المالي والاستغلالي لها.[1]

وتعرف مؤشرات تقييم الأداء المالي على أنها قيمة أو صفة مميزة تستخدم لقياس المخرجات أو النتائج لتحديد مدى تحقيق المؤسسة للأهداف.[2]

المطلب الأول: المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي

من أساليب تقييم أداء المؤسسات الأسلوب التقليدي (النموذج المحاسبي) الذي يركز على العلاقة بين سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة، يقيس أداء المؤسسة عن طريق تحليل النسب المالية بالاعتماد على القوائم المالية، بالإضافة إلى المعلومات المالية والمحاسبية الأخرى المتعلقة بنشاط المؤسسة في مختلف مستوياتها منها مؤشرات الربحية، ومن أبرز مؤشراتها: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، ويمكن تقسيم النسب والمؤشرات المالية التقليدية إلى:

أولا: نسب الربحية

تعتبر الربحية من أكثر الموضوعات التي يهتم بها الأداء المالي ومن بين الأهداف الأساسية التي تسعى المؤسسات لتحقيقها، فهي تعكس الكفاءة في القرارات والإجراءات والسياسات التي تتخذها المؤسسة،[3]

تستخدم هذه النسبة لقياس مدى كفاءة وفاعلية إدارة المؤسسة في توليد الأرباح عن طريق الاستغلال الكفء لأصولها،[4] فنسب الربحية بمثابة معيار للحكم على الأداء المالي للمؤسسة، فهي تهم كل من الإدارة والمساهمين والمقرضين من أصحاب الديون طويلة الأجل.[5]

ومن أهم نسب الربحية نجد:

---

[1] زكريا عبدي، نبيل حمادي، **مدى مساهمة التدقيق الداخلي في تحسين الأداء المالي بالمؤسسات الجزائرية**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 13، العدد 01، 2020، ص 52.

[2] عبد الفتاح سعيد السرطاوي، عادل عيسى حسان، **التحليل المالي كأداة لتقييم الأداء المالي للشركات المساهمة الصناعية في فلسطين دراسة حالة شركات الأدوية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين 2010 – 2017**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 02، 2019، ص 151.

[3] محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 60.

[4] طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، **أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 181.

[5] جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 171.

1. **معدل العائد على حقوق الملكية(ROE):** يعتبر العائد على حقوق الملكية مقياس شامل لأداء المؤسسة لأنه يعطي مؤشر عن كيفية استعمال المديرين لأموال المالكين من أجل توليد الأرباح،[1] حيث يهتم هذا المؤشر بقياس العائد المحقق على كل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية ويقيس العائد الذي يحققه المساهمين جراء توظيف أموالهم في المؤسسة،[2] يعبر هذا المؤشر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلالها لأموال الملاك، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:[3]

العائد على حقوق الملكية= النتيجة الصافية/حقوق الملكية

كلما ارتفعت نسبة هذا المؤشر زادت نسبة الربح التي يريد الملاك والمساهمين تحقيقه، فارتفاع هذه النسبة غالبا مايرافقه مع ارتفاع النتيجة الصافية وذلك راجع إلى أن الأموال الخاصة لا تتأثر بقيمة شراء الأسهم والتي تعتبر ممول بالسيولة والديون من وجهة نظر المستثمر، ومن مصلحة المؤسسة إصدار الأسهم بمقدار الحاجة فقط لتمويلها حيث أن زيادة حقوق الملكية أكثر من اللازم قد يؤثر سلبا على استقلاليتها ويقلل من أرباحها.[4]

يوجد نموذج مطور لحساب العائد على حقوق الملكية Du Point Model حيث يعتبر أحد أهم المؤشرات التي تستخدم لوصف وقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة، فهو يقيس أداء المؤسسات فيما يتعلق بمحاولة إدارات تلك المؤسسات تحقيق أقصى عوائد ممكنة بأدنى المخاطر وذلك بغرض تحقيق أقصى ربحية مما ينعكس على ثروة أصحاب المشروع.[5]

العائد على حقوق الملكية = (صافي الربح/الإيرادات) x (الإيرادات/الموجودات) x (الموجودات/حقوق الملكية).

2. **معدل العائد على الاستثمار(ROI):** وهو عبارة عن مؤشر محاسبي يوضح إلى أي مدى تنتج مؤسسة معينة مكاسب (أرباح) من استخدام رأس المال.[6]

---

[1] لولو شعبان محمد عقيل شعبان، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسري التغير في القيمة السوقية للأسهم "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، تخصص أعمال ومحاسبة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015، ص 38.

[2] رشيد حفصي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 205.

[3] خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، **قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية وفعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد 1، 2021، ص 147.

[4] رشيد حفصي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 206.

[5] لولو شعبان محمد عقيل شعبان، مرجع سبق ذكره، ص38.

[6] Mariana Zamfir & al, **Return on Investment- Indicator for Measuring the profitability of Invested Capital,** Valahian Journal of Economic Studies, vol (0), No 0, 2016, P 1.

يقيس العلاقة بين النتيجة الصافية والأموال المستثمرة لتحقيقها خلال الدورة بمعنى يعكس مقدار مساهمة وحدة نقدية من رأس المال المستثمر في النتيجة الصافية في شكل نسبة مئوية،[1] ويعبر عن كفاءة المؤسسة في استخدام وإدارة كل مواردها المالية من أجل تحقيق الأرباح.[2]

يعطي معدل العائد على الاستثمار نظرة للمستثمر عن تكلفة الموارد المستخدمة في المشروع الاستثماري ما إذا كانت أعلى من العوائد المتوقعة أم لا، فإذا كانت القيمة الحالية النقدية الصافية للتدفقات النقدية سالبة فهذا يعني أن تكلفة الموارد تتجاوز العوائد المتوقعة في هذه الحالة يجب على إدارة المؤسسة تخفيض رأس مالها واتخاذ إجراءات لتحسين أدائها المالي والعكس في حالة تحقيقها لمردودية أعلى من تكلفة الموارد، فإن ذلك يعني أن المشروع يحقق عائد إيجابيا مما يمكن المؤسسة من تقديم مكافآت وتوزيعات مالية للمساهمين، أو حتى قد تعمل على رفع رأس مالها.[3]

يحسب معدل العائد على الاستثمار وفق العلاقة التالية:[4]

العائد على الاستثمار = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/ رأس المال المستثمر

كلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشرا إيجابيا والعكس صحيح، حيث إذا انخفضت هذه النسبة عن سعر الفائدة في السوق كان ذلك مؤشرا سالبا ويكون من الأفضل حينئذ استثمار هذه الأموال بإيداعها في البنوك والحصول على الفوائد بدلا من تحمل مخاطر العمليات الاستثمارية،[5]

3. **معدل العائد على الأصول(ROA):** وهو مؤشر على مدى ربحية المؤسسة بالنسبة لمجموع أصولها،[6]

يقيس معدل العائد على الأصول مدى كفاءة المؤسسة التشغيلية في تحقيق الأرباح من أصولها.[7] ويظهر هذا المعدل العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المستثمرة المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تمويلها، حيث

---

[1] عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، **فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية- دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)للفترة 2009-2012**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 2، جامعة الأغواط، الجزائر، 2014، ص 32.

[2] خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 147.

[3] عابد عبد الله كشميري، **مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (دراسة حالة قطاع شركات المواد الأساسية)**، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد 23، 2020، ص 208.

[4] عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 32.

[5] مروة مبروكي، نوح لبوز، **مدى مساهمة المؤشرات المالية في تفسير القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة**، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 06، العدد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2023، ص 1271.

[6] خالد صبيح الهادي تهامي، أحمد أبو بكر مصري عبد القادر، **استخدام المؤشرات المالية التقليدية والحديثة في تقييم كفاءة الأداء المالي للمشروعات المشتركة في مصر (دراسة تطبيقية)**، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، المجلد 15، العدد 03، 2023، ص 9.

[7] Ravinder Singh & al**, Definig Return on Assets (ROA) in Empirical Corporate Finance Research: A Critical Review,** Empirical Economics Letters, 23 (Special Issue 1), 2024, P 27.

يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية دون أن يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية المؤسسة،[1] ويتم حسابه كالآتي: [2]

معدل العائد على الأصول= النتيجة الصافية/ إجمالي الأصول

4. **مؤشر العائد على المبيعات:** يقيس فعالية الأنشطة الرئيسية للمؤسسة المتعلقة بدورة الاستغلال، بعبارة أخرى يقيس أداء النشاط الرئيسي للمؤسسة مما يساعد الإدارة في عملية اتخاذ القرار والتسيير، حيث تظهر مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات، يحسب وفق العلاقة التالية: [3]

صافي الربح على المبيعات= صافي الربح/ المبيعات

ثانيا: نسب السيولة

تقيس نسب السيولة الملاءة المالية للمؤسسة على المدى القصير، أي قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها، تعتبر السيولة المحور الأساسي في كل سياسة مالية لأن عدم توفر السيولة الكافية للمؤسسة يعني ذلك احتمال الخطر الائتماني كون التزامات الديون تدفع نقدا بالإضافة إلى صعوبة الحصول على القروض، بالمقابل فإن الاحتفاظ بسيولة عالية يفوت عليها فرصة الحصول على عوائد.[4]

توجد عدة مقاييس للسيولة شائعة الاستخدام منها:

1. **نسبة التداول (السيولة العامة):** تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على سداد معظم ديونها المتداولة في الأجل القصير من خلال تصفية أصولها الأكثر سيولة،[5] أي قدرة الأصول الجارية على تغطية الديون قصيرة الأجل، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية: [6]

نسبة التداول= الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة

---

[1] سليم عماري، **دور تقييم الأداء المالي في التنبؤ بالفشل المالي للشركات–دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2009–2012**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015، ص 32.

[2] Ravinder Singh & al ,Opcit, P 27.

[3] عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 34.

[4] محمد حجاج، **أثر المؤشرات المالية للمؤسسة على القيمة السوقية لسهمها دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم تجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة يحيى فارس، المدية، الجزائر، 2022، ص ص 109–110.

[5] Jérôme Caby et Jacky Kœhl, **Analyse Financière**, Gestion Appliquée, Dareios & Pearson Eduction ,France, 2009, P 124.

[6] عبد الغني خلادي، أنيس هزلة، **مساهمة النظام المحاسبي scf في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 11، العدد 1، 2018، ص 74.

الارتفاع في هذه النسبة يعني أن التدفق النقدي الداخل مستقر ما يجعل الدائنون مطمئنين، أما إذا ارتفع هذا المؤشر بنسبة كبيرة قد يعني وجود نقد معطل لدى المؤسسة أو زيادة في حجم المخزون السلعي لديها أو ارتفاع قيمة حسابات الذمم المدينة.[1]

2. **نسبة السيولة السريعة:** تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تغطية الخصوم الجارية دون اللجوء الى المخزون، وتحسب وفق العلاقة التالية: [2]

نسبة السيولة السريعة= (أصول جارية–المخزون) / الخصوم الجارية

3. **نسبة السيولة الجاهزة:** تعبر هذه النسبة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة السيولة المتوفرة لديها التي تكون تحت تصرفها دون اللجوء إلى كل قيمة غير جاهزة حيث أنه من الصعب على المؤسسة توقع مدة تحول المخزون الى سيولة جاهزة، وتحويل القيم غير الجاهزة الى سيولة دون فقدان مكانتها وسمعتها في السوق، تحسب على النحو التالي: [3]

نسبة السيولة الجاهزة= (القيم الجاهزة+ صافي الذمم)/ الخصوم المتداولة

ثالثا: نسب النشاط

تقيس هذه النسب كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول والموارد المتاحة لها عن طريق اجراء مقارنات فيما بين مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الأصول، وتعتبر مهمة لكل من له اهتمام بكفاءة الأداء وربحية المؤسسة على المدى البعيد،[4] ونذكر منها:[5]

1. **معدل دوران الأصول:** يشير الى قدرة المؤسسة على استغلال أصولها الثابتة والجارية بكفاءة وفعالية لتوليد رقم الأعمال، يحسب كما يلي:

معدل الدوران الأصول= رقم الأعمال/ إجمالي الأصول

---

[1] منير عوادي، **مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية**، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 01، العدد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2016، ص93.

[2] عبد الرؤوف عز الدين، صابر بوعوينة، **أدوات قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية ومدى مساهمتها في التنبؤ بفشلها المالي مع التطبيق لنموذج ألتمان في مؤسسة تواب**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد 12، العدد 1، 2021، ص 116.

[3] بلال معوج، **دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة مؤسسة" NCA ROUIBA"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2016، ص 71.

[4] محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 107.

[5] محمد شوقي حابي، نعيمة برودي، **أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة المؤسسة: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2009–2020**، مجلة الاقتصاد والبيئة، المجلد 06، العدد 01، 2023، ص 64.

إذا كانت هذه النسبة منخفضة في فترة زمنية محددة كان ذلك مؤشر إلى أن استثمارات المؤسسة كبيرة نوعا ما، أما إذا كانت هذه النسبة مرتفعة يعني ذلك أن المؤسسة تستغل الأموال المستثمرة في أصولها بكفاءة متزايدة.[1]

2. **معدل دوران المخزونات:** يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تصريف مخزوناتها حيث يشير ارتفاع هذا المعدل الى التسيير الجيد للمخزون من طرف المؤسسة، مع الإشارة الى أن معدل دوران المخزون يختلف باختلاف نشاط المؤسسة من حيث المجال التي تنشط فيه (تجاري أو صناعي أو خدماتي)،[2] يحسب وفق العلاقة:

معدل دوران المخزون= متوسط المخزون/ المشتريات

3. **معدل دوران الزبائن:** يقيس كفاءة المؤسسة في تحصيل الديون من زبائنها، يعطى بالعلاقة التالية:

معدل دوران الزبائن= رقم الأعمال/ (الزبائن+ أوراق القبض)

4. **معدل دوران الموردين:** يبين تعاملات المؤسسة مع مورّديها، حيث كلما قل هذا المؤشر كان ذلك مؤشرا إيجابيا، من الأفضل أن يكون أقل من معدل دوران الزبائن، ويحسب وفق التالي:

معدل دوران الموردين = مشتريات الدورة/ (المورّدين+ أوراق الدفع)

رابعا: نسب السوق

تستخدم نسب السوق في تقييم أداء المؤسسات المدرجة في السوق المالي، تساعد المستثمرين الحاليين والمحتملين المتعاملون في البورصة في التعرف على اتجاهات السوقية للأسهم، تقيس تأثير أداء المؤسسة على أسعار الأسهم العادية في البورصة، ولاسيما أن الهدف الأسمى التي تسعى إليه الإدارة المالية هو تعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم القيمة السوقية للسهم،[3] نذكر منها ما يلي: [4]

1. **عائد السهم العادي:** كما يطلق عليه البعض ربحية السهم الواحد (EPS)، تعتبر هذه النسبة مؤشرا ماليا يعكس مستوى ربحية السهم الواحد،[5] حيث يهتم بالربح القابل للتوزيع على المساهمين فهو يعطي مقدار الربح الذي يحصل عليه المساهم من مجموع الأسهم التي بحوزته، يهدف هذا المؤشر إلى تبيان كفاءة إدارة المؤسسة

[1] قرمية دوفي، **أثر الخوصصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية–حالة فندق الأوراسي**، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد 04، العدد 02، 2019، ص 119.

[2] نفس المرجع، ص 119.

[3] محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 118.

[4] الطاهر جغدير، مرجع سبق ذكره، ص ص 72–73.

[5] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 207.

في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم العادية ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك والتحكم في التكاليف،[1] ويعطى عائد السهم العادي بالعلاقة التالية: [2]

عائد السهم العادي= الربح الصافي /عدد الأسهم العادية المصدرة

حيث يعتبر الارتفاع في هذه النسبة مؤشرا إيجابيا يبين الأرباح العالية لكل سهم.[3]

2. **توزيعات السهم العادي:** تساعد هذه النسبة في الحكم على ما إذا كان من الممكن الاستثمار في المؤسسة مستقبلا وذلك عند المقارنة مع عائد الاستثمارات المماثلة للسوق، حيث أن القيمة المرتفعة لهذه النسبة تعكس الرغبة القوية لدي المستثمرين في إعادة استثمار أموالهم داخل المؤسسة والعكس صحيح، يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

عائد التوزيعات للسهم= التوزيعات/ السعر السوقي للسهم

3. **نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية:** تبين هذه النسبة قيمة الاستثمار في الأسهم مقارنة بالقيمة الدفترية لها وتعطي درجة الخطر في الاستثمار في الأسهم إذا كان الاستثمار طويل الأجل.

إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر من الواحد دّل ذلك على الأداء الجيد للمؤسسة حسب تقييم المستثمرين في الأسواق المالية وأن ذلك انعكس بارتفاع سعر السهم في السوق فوق قيمته الدفترية، والعكس إذا كانت قيمة هذا المؤشر أقل من الواحد يعني ذلك أن السوق يقدر قيمة المؤسسة بأقل من إجمالي أصولها أي أن أسهمها مقيمة بأقل من سعرها.[4] تحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية= القيمة السوقية للسهم/ قيمته الدفترية

تبين النسبة المرتفعة في هذا المؤشر إلى كفاءة الإدارة المالية للمؤسسة في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

4. **سعر السهم إلى ربح السهم:** تقيس هذه النسبة السعر الذي يدفعه المستثمر لكل دينار من أرباح الفترة الحالية، حيث تعكس كيفية تقدير السوق لكل من أرباح المؤسسة المتوقعة والمخاطر اللازمة لهذه الأرباح فإذا توقع المستثمرون زيادة في الأرباح المستقبلية التي ستوزعها المؤسسة فإنهم يكونون على استعداد لدفع سعر أعلى للسهم مما يؤدي الى ارتفاع هذه النسبة والعكس صحيح، حيث تحسب وفق العلاقة التالية:

---

[1] فاطمة بن شنة، **دور المعلومات المنشورة في تفسير أسعار الأسهم –دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2012–2020)**، مجلة الباحث، المجلد 22، العدد 1، 2022، ص 143.

[2] نفس المرجع، ص 143.

[3] عبد الفتاح سعيد السرطاوي، عادل عيسى حسان، مرجع سبق ذكره، ص 154

[4] فاطمة بن شنة، مرجع سبق ذكره، ص 144.

سعر السهم الى ربح السهم= السعر السوقي للسهم/ الربح عن كل سهم

المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لتقيم الأداء المالي

نظرا للانتقادات الموجهة لمؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية (النموذج المحاسبي) وطرق قياسها كونها مبنية على البيانات المحاسبية ولا تأخذ بعين الإعتبار تكلفة رأس المال، وعلى إثر ظهور مفهوم خلق القيمة برزت العديد من المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي (النموذج الاقتصادي) والتي تعنى بقياس الأداء المالي للمؤسسة، كما تهتم بتحديد مدى قدرة هذه المؤسسة على خلق القيمة للمساهمين (حملة الأسهم)، ومن أهم هذه المؤشرات نجد: القيمة الإقتصادية المضافة EVA، **القيمة السوقية المضافة** MVA، عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI.

أولا: القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

يعد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة صورة معدلة لمؤشر الربح المتبقي، وهو من أهم مقاييس خلق القيمة للمساهم، ويعود انتشار مفهوم القيمة المضافة في الفكر الإقتصاد إلى عصر المفكرين الكلاسيك أمثال هاميلتون Hamilton (1777) ومارشال Marshall (1890) الذين وضحوا كيفية تحقيق الثروة، ويرجع الاهتمام الحالي بمفهوم مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في الفكر المحاسبي إلى أعمال كل من الباحثين جول سترن Joel Stern و G. Bennett Stewart مؤسسي الشركة الإستشارية الأمريكية Stern & Stewart في نهاية الثمانينيات حيث قامت بنشر مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مسجلة تحت اسم EVA.[1]

كما يعتبر هذا المؤشر معيارا فعالا يعبر عن نوعية السياسات الإدارية المتبناة من طرف المؤسسة، ومؤشر موثوق لتحديد طريقة نمو القيمة كونه يرتكز على أهم مبدئين لصنع القرار وهما: تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم القيمة السوقية للسهم على اعتبارهما الهدف الأساسي لكل مؤسسة، اعتماد قيمة كل مؤسسة على حقيقة أن الأرباح المتوقعة مستقبلا ستكون أقل من تكلفة رأس المال.[2]

يرتكز اهتمام هذا المؤشر على الفرق (الفائض) بين عائد رأس المال المستثمر وتكلفة رأس المال، ورأس المال المستعمل على اعتبار أنهما مفهومان أساسيان لخلق القيمة، ففي حالة تحقيق فائض إيجابي فمن شأن ذلك تشجيع المديرين على استثمار حجم كبير ومعتبر من رأس المال، أما إذا تم تسجيل فائض سلبي فهذا سيدفع المديرين إلى تخفيض رأس المال المستثمر وبالتالي حجم النشاط.[3]

---

[1] هشام بحري، **علاقة القيمة الإقتصادية المضافة والمقاييس المحاسبية التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 48، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2017، ص 18.

[2] أحمد شعشوع وآخرون، **دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة –دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الإقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية**، مجلة التكامل الإقتصادي، المجلد 09، العدد 01، 2021، ص 254.

[3] هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2012، ص 16.

1- تعريف القيمة الإقتصادية المضافة (EVA):

ويعرف هذا المقياس حسب شركة Stern & Stewart على أنه: "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض".[1]

كما يعرف على أنه: "القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الإقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال" .[2]

وتعد القيمة الإقتصادية المضافة أداة لقياس خلق القيمة، تستخدم لـ:[3]

- ضمان أفضل استثمار وبمخاطرة أقل؛
- تحديد أهداف المديرين؛
- إدارة التواصل مع المستثمرين وتوزيع المكافآت.

كما يجب على إدارة المؤسسة مراعاة عدد من الإعتبارات التي تمكنها من زيادة القيمة الإقتصادية المضافة نذكر منها:[4]

- **النمو:** وذلك من خلال استثمار المؤسسة لرأس مالها في مشروعات تدر لها عائدا أعلى من تكلفة رأس المال.

- **تحسين العمليات:** لابد على إدارة المؤسسة من زيادة كفاءة عملياتها وكذا الرقابة على التكاليف، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاجية، وعليه تحقيق زيادة في صافي ربح العمليات قبل الضريبة.

- **إدارة الأصول:** حيث يمكن تحسين القدرة على إدارة الأصول من خلال التخلي عن الأصول العاطلة، والعمل على زيادة استغلال الأصول بشكل أفضل، الأمر الذي يؤثر إيجابيا على القيمة الاقتصادية المضافة.

2- خصائص مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

يمتاز هذا المؤشر بعدة خصائص أهمها:[5]

– يعد مقياسا داخليا للأداء الداخلي للمؤسسة، فهو يشجع المديرين والموظفين للعمل على تحقيق أفضل أداء؛

– يعد حافزا للمديرين وذلك بربط مكافآتهم بالأرباح أو القيمة التي يحصلها المساهمون، مما يدفع بالمديرين إلى السعي لتحقيق نتائج أفضل وتحقيق رغبات المساهمين؛

– يعد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) مقياسا للأداء يحسب لفترة مالية واحدة؛

– اعتماده على رأس المال التاريخي؛

---

[1] عابد عبد الله كشميري، مرجع سبق ذكره، ص 209.

[2] محمد زرقون وآخرون، **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2010– 2015**، مجلة الإمتياز لبحوث الإقتصاد والإدارة، المجلد 02، العدد 03، 2018، ص 218.

[3] Yassine Ali-Belhadj et Abderrezzak Benhabib, **Techniques d'Evaluation de La Performance de L'entreprise,** Les Cahiers du Mecas, N° 12, 2016, P 99.

[4] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاد القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 506.

[5] هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مرجع سبق ذكره، ص 16.

– تجاهله لتوقعات سوق الأسهم فيما يتعلق بالأداء المستقبلي للمؤسسة؛

– يعتمد هذا المؤشر على حجم المؤسسة، مما يسبب مشاكل عند اعتماده لتحديد قيمة المكافآت، ومقارنة أداء المؤسسة مع غيرها من المؤسسات المنافسة أو بين أقسام المؤسسة الواحدة؛

– عدم تفسيره للعوائد السوقية حسب ما أثبتته دراسات ميدانية.

3- أهمية حساب القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

للقيمة الإقتصادية المضافة دورا هاما في تقييم الأسهم بقيمتها العادلة، وتتمثل هذه الأهمية في:[1]

- ✓ توضيح التحسن المستمر والفعلي لثروة الملاك؛
- ✓ مقياس حقيقي لكل من الأداء الإداري والتشغيلي؛
- ✓ مؤشر حقيقي لتعظيم السعر السوقي للسهم، فهو يدفع الإدارة إلى تحسين الأداء الذي من شأنه رفع العائد على الأسهم؛[2]
- ✓ مقياس للنمو الحقيقي لربحية المؤسسة في الأجل الطويل؛
- ✓ أداة للمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها بالمؤسسة، وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها،[3] وكذا المفاضلة بين الفرص الإستثمارية المتوقعة للمؤسسة واختيار الفرصة المناسبة منها؛
- ✓ وسيلة لتدارك الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا؛
- ✓ مسايرته لمفهوم حوكمة المؤسسة باعتبارها تحاول دفع المسيرين إلى الاهتمام بمصالح الملاك من خلال تعظيم قيمة المؤسسة، محاولة بذلك الحد من مشاكل الوكالة وتقليل تكاليفها وتعارض المصالح بين المسيرين والملاك؛[4]
- ✓ مقياس للأداء الكلي للمؤسسة، وأداة تؤدي إلى توافق أهداف المؤسسة وأهداف الأفراد.[5]

4-استخدامات القيمة الإقتصادية المضافة:

للقيمة الإقتصادية المضافة عدة استخدامات ويمكن توضيحها فيما يلي:

---

[1] حيزية بنية، علي مكيد، **دراسة تحليلية للأساليب الحديثة لقياس الأداء المالي–دراسة حالة مؤسسة الإسمنت السعودية**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2016، ص453.

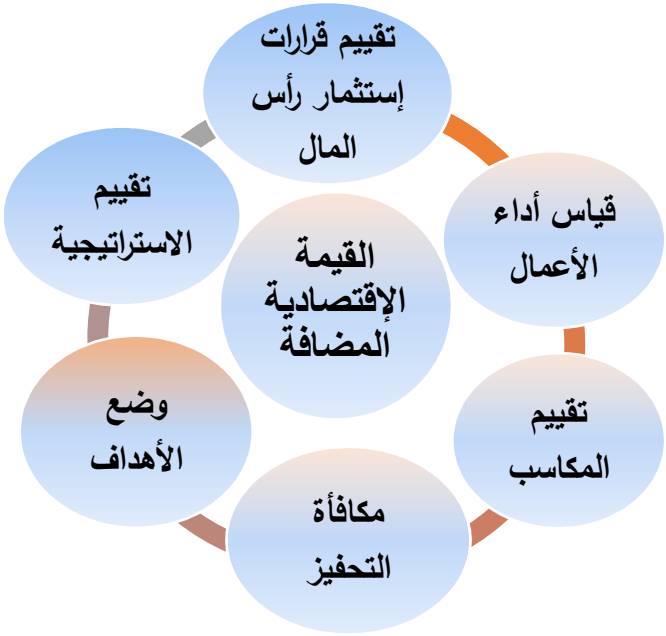
[2] محمد مغنم، **تقييم الأداء المالي بإستخدام طريقة القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) حالة مؤسسة SOFTALCONSTRUCTION للفترات المالية 2011-2014**، مجلة شعاع للدراسات الإقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص 190.

[3] الهواري سويسي، حميدة رمضاني، **قياس أداء المؤسسة الإقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 02، 2017، ص 802.

[4] الهواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، ص 63.

[5] الهواري سويسي، حميدة رمضاني، مرجع سبق ذكره، ص 802.

الشكل رقم (03): استخدامات القيمة الإقتصادية المضافة



المصدر: خيضر خنفري، مريم بورنيسة، **دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية**، دراسات اقتصادية، المجلد 17، العدد 01، 2017، ص 63.

5- حساب القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

يعد هذا المؤشر مقياسا للأداء الداخلي للمؤسسة، فهو يعتمد على مفهوم تكلفة رأس المال بدلا عن التكلفة الداخلية المتمثلة في مختلف المصاريف المالية الداخلية للمؤسسة الناتجة عن استغلال أصولها، فهو يقيس المردودية الإقتصادية للأصول من خلال الربط بين النتائج والأموال المستثمرة.[1]

ويستخدم هذا المؤشر لتحديد وقياس الربحية الصحيحة التي تحققها المؤسسة وذلك للحصول على أفضل قيمة لحملة الأسهم، وهناك خطوات رئيسية لحساب القيمة الإقتصادية المضافة، تتمثل في:[2]

5-1- الإطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: حيث يمكن الحصول على هذه البيانات بالرجوع إلى القوائم المالية وعادة ما يتم أخذ البيانات المالية لسنتين وذلك للقيام بعملية القياس؛

5-2- تحديد رأس مال المؤسسة: إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما غالبا لا تعطي وصفا للوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛

5-3- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (K): يعبر عنها أيضا بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ويمكن تعريفها على أنها الحد الأدنى لمعدل المردودية الواجب تحقيقها من مشروع استثماري، والذي يمكن من

[1] عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، **تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي AFD خلال الفترة 2006 – 2011**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، 2014، ص 26.

[2] أحمد ناظر محمد جودة، **أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص المحاسبة والضرائب، جامعة القدس، فلسطين، 2022، ص 37.

تغطية معدل المردودية المطلوب من طرف كل من مساهمي المؤسسة (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الإستدانة)؛

ويتم حساب التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال كما يلي:[1]

$$K = K_C (CP/ CP + D) + K_d (1-T) (D/ D+ CP)$$

حيث أن:

K_C : تكلفة الأموال الخاصة

CP : الأموال الخاصة

D : الديون

K_d : تكلفة الديون

T : ضريبة على الأرباح

هناك عدة طرق لتقدير تكلفة الأموال الخاصة المطلوبة من المساهمين، فيمكن اعتبارها معدل العائد للأموال الخاصة بنسبة النتيجة الصافية للأموال الخاصة، أو معدل الفائدة مضافا إليه نسبة المخاطرة، أو من خلال علاقة رياضية بين توزيعات الأرباح على المساهمين والقيمة السوقية للسهم وذلك كالتالي:[2]

$$K_C= (Dv_1 (1+ g) + g)/ P$$

حيث أن:

Dv_1 : توزيع الأرباح للسنة الأولى للفترة المعتمدة

g : معدل نمو توزيعات الأرباح خلال الفترة المعتمدة

P : القيمة السوقية للسهم للسنة الأولى للفترة المعتمدة

5-4- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT): وهو النتيجة المالية الخالية من أثر التمويل أو الإستثمار، كما يدل أيضا على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة.

ويتم حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة كما يلي:[3]

$$NOPAT = EBIT - IBS$$

[1] Simon Parienté, **Analyse financiére et évaluation d'entreprise**, 2 éme édition, Pearson Education, France, 2009 , P 162.

[2] محمد مغنم، مرجع سبق ذكره، ص 189.

[3] سعاد معاليم، سميحة بوحفص، **إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل بسكرة**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، 2017، ص 406.

حيث أن:

EBIT : نتيجة الاستغلال قبل الفائدة والضريبة

IBS : الضرائب على أرباح المؤسسات

ويمكن حساب **القيمة الإقتصادية المضافة** وفق العلاقة التالية:[1]

القيمة الإقتصادية المضافة = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة – (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

أو يمكن التعبير عنها وفق العلاقة التالية:[2]

$$EVA = NOPAT – (CAPITAL \times K)$$

حيث أن:

NOPAT : صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

CAPITAL : رأس المال المستثمر (الأموال الخاصة والديون)

K : التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال

عند حساب القيمة الإقتصادية المضافة تأخذ إحدى القيم التالية: [3]

- **قيمة موجبة (EVA > 0):** وتعبر على أن المؤسسة قد تمكنت من خلق قيمة لمساهميها (تحقيق زيادة في ثروة الملاك)، بمعنى آخر فإن ربحية المؤسسة أكبر من العائد على رأس المال الممول للأصل الإقتصادي (أكبر من أصل الاستثمار)؛
- **قيمة معادلة للصفر (EVA = 0):** تعبر عن حالة توازن أي أنه لا يوجد خلق للقيمة أو هدم لها؛
- **قيمة سالبة (EVA < 0):** تعبر عن وجود هدم للقيمة.

رغم البساطة الظاهرة في فهم وتطبيق مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة إلا أن هناك صعوبة في الحصول على صورة دقيقة للقيمة إذا لم نأخذ بالإعتبار العوامل والتعديلات المناسبة والخاصة بكل مؤسسة كما أن هذا المؤشر يعطي خلاصة مفادها أنه ليسا كافيا الحصول على نتيجة صافية موجبة أو مستوى معين من الربح للسهم الواحد، ولكن يجب على المؤسسة أن تكسب ما يكفي لتغطية تكلفة الدين وتكلفة تشغيل رأس المال وهذا قبل التفكير في خلق القيمة.[4]

[1] محمد زرقون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 218.

[2] محمد مغنم، مرجع سبق ذكره، ص 188.

[3] Inés Zekri , **l'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA)**, HAL open science, Paris, 2005, P 6. https://hal.science/halshs-00581297/ consulté: le 13/06/2024 à 12.20 h.

[4] Idem, P 6.

وللحصول على القيمة المضافة الحقيقية فإن المنهجية الحديثة لحساب القيمة الإقتصادية المضافة تقضي بإجراء تعديلات على صافي الربح المحاسبي ورأس المال المستثمر.[1]

6- التعديلات والتسويات المقترحة لحساب القيمة الإقتصادية المضافة:

إن مدخل القيمة الإقتصادية المضافة يتميز في حسابه عن غيره كونه يعيد النظر في محددات تكلفة التشغيل، فهو يتعامل مع التكاليف من جانب الربح الإقتصادي الذي يقوم على مفهوم التدفقات النقدية، في حين أن الربح المحاسبي يقوم على مفهوم الإستحقاق، وقد اقترح سترن ستيوارت العديد من التعديلات التي تتطلبها القيمة الإقتصادية المضافة،[2] والهدف من هذه التعديلات هو جعل رأس المال المستثمر أقرب للقيمة الحالية والقيمة الإقتصادية المضافة أقرب إلى التدفقات النقدية الفعلية،[3] نذكر منها:[4]

- مخصص ضرائب الدخل المؤجلة؛
- مخصص تقادم المخزون؛
- إهلاك شهرة المحل؛
- رسملة الموجودات غير الملموسة؛
- نفقات إعادة الهيكلة؛
- المنح الحكومية، مكافآت نهاية الخدمة وتقييم الالتزامات الطارئة؛
- بالإضافة إلى تعديلات أخرى تتعلق بالتضخم، المشروعات المشتركة، ترجمة العملة، نماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي وكذا مخصصات الضمان.

ثانيا: القيمة السوقية المضافة (MVA)

تعد القيمة السوقية المضافة مقياسا هجينا لأنه يجمع بين القيمة السوقية الحالية والقيمة التاريخية المحاسبية،[5] كما يعد تقييما شاملا لأداء المؤسسة ابتداءا من إنشائها حتى وقت حساب قيمتها السوقية ولأهمية القيمة السوقية تلجأ بعض المؤسسات إلى إعادة شراء أسهمها المتداولة في السوق المالي من أجل تحريك قيمتها السوقية أو أنها تقوم بدفع توزيعات أرباح للمساهمين القدامى من رأسمال المساهمين الجدد لإعطاء صورة بأن المؤسسة تقوم بتوزيع الأرباح لزيادة قيمتها السوقية وهذا خاصة في حالات المضاربة.[6]

---

[1] محمد مغنم، مرجع سبق ذكره، ص 188.

[2] ناصر بن سنة، يوسف قاشي، **دراسة قدرة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الإقتصادية دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2014-2018**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 2021، ص 214.

[3] محمد مغنم، مرجع سبق ذكره، ص 189.

[4] ناصر بن سنة، يوسف قاشي، **دراسة قدرة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الإقتصادية دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2014-2018**، مرجع سبق ذكره، ص 215.

[5] مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مرجع سبق ذكره، ص 73.

[6] خيضر خنيفري، مريم بورنيسة، مرجع سبق ذكره، ص 63.

1- تعريف القيمة السوقية المضافة (MVA)

يقصد بالقيمة السوقية المضافة أنها: "الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر من قبل المالكين والمقرضين".[1]

كما تعرف على أنها: " الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر أي الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لحقوق المالكين".[2]

2- العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة:

تتأثر القيمة السوقية المضافة بالعوامل التالية:[3]

2-1- معدلات النمو: معدلات نمو الإيرادات، صافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر وللحصول على قيمة سوقية مضافة موجبة، لابد أن تفوق معدلات النمو تكلفة رأس المال المستثمر.

2-2- إنتاجية الدينار المستثمر: حيث كلما زادت إنتاجية الدينار المستثمر، سواء في ظل ثبات أو انخفاض رأس المال المستثمر، يؤدي ذلك إلى زيادة القيمة السوقية المضافة، خاصة في ظل انخفاض أو ثبات تكلفة رأس المال.

2-3- مقدار هامش الربح: وهو الحد الأدنى لهامش الربح المطلوب من أجل خلق ثروة إضافية للمساهمين.

3- حساب القيمة السوقية المضافة (MVA):

هناك العديد من الاجتهادات لإيجاد طريقة أمثل لحساب القيمة السوقية المضافة، ولعل أهمها هي:[4]

3-1- طريقة خصم القيمة السوقية المضافة المستقبلية للمؤسسة:

يقيس مؤشر القيمة السوقية المضافة الثروة التي تخلقها المؤسسة، وهي تحسب لمجموعة من السنوات، فوفقا لهذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الإقتصادية المضافة المقدرة وقت التقييم،[5] أو بعبارة أخرى هي خصم للتدفق النقدي الناتج عن القيمة الإقتصادية المضافة للمؤسسة عبر الزمن.

عند حساب القيمة السوقية المضافة تأخذ إحدى القيم التالية:[6]

- ✓ **قيمة موجبة:** وتعبر على أن المؤسسة حققت قيمة لمساهميها، وبالتالي زيادة قيمة رأس المال المستثمر.
- ✓ **قيمة سالبة:** تعبر على أن المؤسسة لم تنجح في خلق قيمة لمساهميها، وبالتالي ستنخفض قيمة رأس المال المستثمر.

---

[1] رقية شطيبي، مرجع سبق ذكره، ص 117.

[2] عبد الفتاح سعيد السرطاوي، عادل عيسى حسان، مرجع سبق ذكره، ص 152.

[3] صفية يخلف، **التدقيق المالي والمحاسبي كآلية لإرساء مبادئ الحوكمة من أجل تحسين الأداء المالي للشركات في الجزائر دراسة حالة عينة من الشركات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2020، ص ص 162- 163.

[4] خيضر خنيفري، مريم بورنيسة، مرجع سبق ذكره، ص 63.

[5] محمد زرقون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 218.

[6] رقية شطيبي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

ويمكن حسابها وفق العلاقة التالية:[1]

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

حيث أن:

EVA : القيمة الإقتصادية المضافة

K : التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال.

3-2- طريقة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية:

وفقا لهذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:[2]

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

أو يمكن التعبير عنها وفق العلاقة التالية:[3]

MVA = MEV – BVE

حيث أن:

MVA : القيمة السوقية المضافة

MVE : القيمة السوقية لحقوق الملكية (عدد الأسهم × السعر السوقي للسهم)

BVE : القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تظهر في ميزانية المؤسسة

4- المقارنة بين القيمة الإقتصادية المضافة وبين القيمة السوقية المضافة:

بعد استعراضنا لكل من القيمة الإقتصادية المضافة وبين القيمة السوقية المضافة يمكن تلخيص أهم الفروق بينهما فيما يلي:[4]

[1] مسعودة بقباقي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

[2] مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مرجع سبق ذكره، ص 73.

[3] أسماء أيمن، عبد الغني دادان، **اختبار قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة –دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2002-2017)**، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2021، ص 262.

[4] محمد رمزي جودي، **أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية – المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية – دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص 140.

- يتم حساب القيمة الإقتصادية المضافة لفترة واحدة، في حين تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو إلى ما لا نهاية، حيث أن القيمة الإقتصادية المضافة هي الفائض من القيمة الناتجة عن المؤسسة لفترة واحدة في حين أن القيمة السوقية المضافة هي تراكم للقيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة؛

- تقيس القيمة الإقتصادية المضافة الأداء الداخلي للمؤسسة، في حين تقيس القيمة السوقية المضافة الأداء الخارجي؛

- تركز القيمة الإقتصادية المضافة على الفعالية الإدارية لسنة واحدة، في حين تقيس القيمة السوقية المضافة أثر الممارسات والتصرفات الإدارية منذ نشأة المؤسسة.

ثالثا: مؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار(CFROI)

لقد تم تطوير هذا المؤشر من طرف مكتب الإستشارات هولت فالي وبراكستون أسوسيات Holt Value – Braxton Associate، وقد تبناه من قبل مكتب بوسطن للإستشارات BCG، ومن مميزات هذا المؤشر فعاليته في قياس المردودية الإقتصادية للأصول.[1]

ويعتبر هذا المؤشر من أهم مؤشرات خلق القيمة، يتم استخدامه في تقييم المؤسسة ككل أو اختيار وتقييم المشروع الذي يراد تمويله،[2] حيث يعد الأكثر استعمالا في تحديد قيمة المؤسسة المستهدفة للسيطرة عليها من قبل أطراف خارجيين Takeover Candidate، كما يستخدم أيضا من قبل مديري الإستثمار ومحافظ الأوراق المالية وذلك بهدف التنبؤ بالأداء الإقتصادي وأسعار الأسهم مستقبلا.[3]

1- تعريف مؤشر عائد التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار(CFROI):

يتمثل عائد التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار في معدل عائد جميع استثمارات المؤسسة، ويقابل هذا المعدل معيار معدل المردود الداخلي IRR، وعليه يمثل متوسط معدل المردود الداخلي لكل أصول المؤسسة،[4] وتعتمد عليه المؤسسات التابعة للقطاعات التي تكون فيها الإهتلاكات والمؤونات لا تترجم بالضرورة التناقص الفعلي للأصول.[5]

2- حساب مؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار (CFROI):

يهتم عائد التدفق النقدي على الإستثمار بتحديد معدل العائد المتوقع من قبل المستثمر في الأجل الطويل وبذلك يصبح هذا المؤشر أكثر دقة في قياس القيمة مقارنة بأسلوب القيمة الإقتصادية المضافة، ولحساب عائد التدفق النقدي على الإستثمار يتم إتباع الخطوات التالية:[6]

---

[1] هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[2] عبد النور شنين، محمد زرقون، **دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، 2015، ص 245.

[3] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 511.

[4] هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[5] مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مرجع سبق ذكره، ص 73.

[6] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 507-508.

- تحديد كل من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وذلك خلال العمر الإقتصادي للأصول؛
- تعديل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لكي تعكس آثار التضخم؛
- حساب معدل عائد التدفقات النقدية على الإستثمار بنفس طريقة حساب معدل العائد الداخلي.

يقيس هذا المؤشر قدرة الأصول على توليد تدفقات نقدية ويتم حسابه عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للإستغلال على الأصول الإقتصادية للمؤسسة، ويمكن من قياس درجة خلق القيمة عند مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.[1]

عند حساب عائد التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار ومقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال فإنه يأخذ إحدى الحالات التالية:[2]

– إذا كان المؤشر أكبر من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (K < CFROI)، فإن الإستثمار يساهم في خلق القيمة؛

– إذا كان المؤشر أصغر من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (K > CFROI)، فإن الإستثمار لا يساهم في خلق القيمة.

ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:[3]

$$\textbf{عائد التدفق النقدي على الإستثمار} = \frac{\text{التدفقات النقدية الداخلة المعدلة بالتضخم}}{\text{التدفقات النقدية الخارجة}\left(\text{الإستثمار}\right)\text{ المعدلة بالتضخم}}$$

أو يمكن التعبير عنها وفق العلاقة التالية:[4]

$$\textbf{CFROI = EBE / (BFR + IBRUT)}$$

حيث أن:

EBE: الفائض الإجمالي للاستغلال

BFR: الإحتياج في رأس المال العامل

IBRUT: الاستثمار الإجمالي (الخام)

[1] مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مرجع سبق ذكره، ص 73.

[2] نفس المرجع، ص 74.

[3] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 507.

[4] مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مرجع سبق ذكره، ص 73.

3- استخدامات مؤشر التدفق النقدي على الإستثمار(CFROI):

من أهم مزايا استخدام هذا المؤشر اعتماده لتتبع اتجاهات المؤسسة في الأجل الطويل، فمن خلال التمثيل البياني لعائد التدفق النقدي على الإستثمار تتمكن المؤسسة من تحديد فترات النضوج في حياتها أو التباطؤ في معدلات نموها، فإذا لم تتمكن من معرفة انخفاض قيمتها فمن المتوقع أن يحدث انخفاض في قيمتها السوقية لأقل من تكلفة المؤسسة في حد ذاتها، أما إذا كانت تتميز بمعدلات نمو كبيرة وعائد مرتفع، فمن المتوقع حدوث ارتفاع في قيمة المؤسسة وما يقابله أيضا من ارتفاع في قيمة عائد التدفق النقدي على الإستثمار، في هذه الحالة يمكن بيع المؤسسة بعلاوة على قيمتها، أما في حالة انخفاضه مقارنة بمعدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين، فمن المتوقع بيع المؤسسة بأقل من قيمتها.[1]

المطلب الثالث: المقارنة بين معايير تقييم الأداء التقليدية والحديثة

لقد كان ظهور المؤشرات الحديثة نتيجة الإنتقادات العديدة والعيوب التي وجهت للمؤشرات التقليدية (النموذج المحاسبي) كونها تتأثر بالمعلومات المحاسبية التاريخية والمستنبطة من القوائم المالية والتي هي غير ملائمة في جميع الأوضاع الإقتصادية، ما استوجب ضرورة البحث على مؤشرات جديدة وحديثة لتقييم الأداء (النموذج الإقتصادي) تقدم معلومات مباشرة عن الكيفية التي تعمل بها المؤسسة على تعظيم ثروة الملاك، فوفقا لأهداف النظرية المالية الحديثة فإن الأداء المالي للمؤسسة يرتكز على مدى قدرتها على إنشاء القيمة.[2]

الجدول التالي يلخص الفرق بين كل من المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي وذلك من حيث المزايا والعيوب، الأهداف، الوسائل والأدوات.

الجدول رقم (01): المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي

أسس المقارنة	المعايير التقليدية	المعايير الحديثة
المزايا	- يتوافق مع المبادئ المحاسبية وسهولة استخدامه - يعد أساس لقياس أداء المؤسسة باستخدام تحليل النسب المالية واعتمادا على القوائم المالية	- تساعد على تحديد تكلفة رأس المال (المملوك أو المقترض) - تحفيز المسيرين بالمؤسسة - تساعد على قياس العوائد الإقتصادية لإجمالي رأس المال المستثمر - تطابق أهداف المؤسسة مع أهداف المسيرين وحملة الأسهم - تساعد على التحكم في نتائج الإستثمارات التي لها علاقة في تحديد القيمة السوقية لأسهم

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 510 -511.

[2] عبد الوهاب ددان، رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

		المؤسسة – معيار مالي يفهمه المديرون التنفيذيون – يزيل التشويش وتعدد الأهداف
العيوب	– لا تقدم صورة شاملة عن أداء المؤسسة – تتأثر بعدم الإتساق في الأرقام المحاسبية وفي طرق التقييم –عدم القدرة على تحديد القيمة الإقتصادية الحقيقية لثروة الملاك مما ينعكس على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة – الإعتماد على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على مبدأ محاسبة التعهد والغير ملائمة في بعض الحالات (حالة التضخم) – عدم فعاليتها في كشف حالات الإفلاس والتعثر التي تتعرض لها المؤسسة؛ – لا تساعد المستثمرين الحاليين والمحتملين في تحديد قراراتهم الإستثمارية. – اختلاف الأرباح المحاسبية عن التدفقات النقدية على اعتبارها أهم عامل في تحقيق القيمة لحملة الأسهم – الأرقام المحاسبية لا تعكس مخاطر التشغيل – لا تأخذ بالاعتبار تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المملوك والقيمة الزمنية للنقود – اختلاف السياسات والممارسات المحاسبية من مؤسسة لأخرى – تعتبر مضللة كونها تعالج الاستثمارات طويلة الأجل في الأصول غير الملموسة على أنها مصروف	– عدم امكانية استخدام بعض المؤشرات في القطاع الخاص – عدم أخدها بالإعتبار للعائد النقدي للمساهمين
على مستوى الأهداف	– أهداف جزئية – تنفيذ ومتابعة الخطط – تفسير النتائج يكون انطلاقا من معطيات داخلية	– أهداف شاملة – تنفيذ ومحاكاة الوضعية – التفسير يكون انطلاقا من معلومات خارجية

	– مساهمة الأشخاص ممركزة وقليلة – المعطيات المعتمد عليها كمية	– مساهمة الأشخاص غير ممركزة وتفاعلية – المعطيات المعتمد عليها نوعية
على مستوى الوسائل والأدوات	– الاعتماد على نظام المعلومات المحاسبية – اعتماد التحليل العمودي المستند إلى مراكز المسؤولية – مؤشرات تحليلية مالية	–الاعتماد على نظام يعالج المعلومات كمادة أولية .... – اعتماد التحليل الأفقي المستند على الأنشطة والعمليات – مؤشرات نوعية ومادية شاملة

المصدر: من إعداد الطالبتين.

كما يلخص الجدول التالي أهم الفروق من حيث المزايا والعيوب بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي.

الجدول رقم (02): مزايا وعيوب المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي

مؤشرات تقييم الأداء المالي		المزايا	العيوب
المؤشرات التقليدية	**مؤشر العائد على حق الملكية (ROE)**	– سهولة الحساب وبساطته – يعتمد عليه في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد على حق الملكية – يعد مقياسا شاملا لأداء المؤسسة – يساعد على تحديد نقاط القوة والضعف في مكونات معدل العائد	– اعتماده على الأرباح المحاسبية
	مؤشر العائد على الاستثمار (ROI)	– يحقق التوافق بين أهداف المؤسسة (تعظيم العائد) وأهداف الإدارة (تحقيق مصالحها) – أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية واختيار التي تحقق أعلى عائد على الإستثمار – البساطة في الحساب وسهولتها – يحسب الأداء الكلي للمؤسسة – يوفر معلومات حول مردودية أصول المؤسسة والاستثمارات الجديدة – يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة وبين المؤسسة ومنافسيها	– الأرباح المحاسبية لا تأخذ بالاعتبار التكلفة الحقيقية للاستثمارات – مبلغ الاستثمار المعتمد في قياس المؤشر يحدد على أساس الديون طويلة الأجل مضافا إليها حقوق الملكية – يعتمد على صافي الربح المحاسبي المحدد وفق النموذج المحاسبي الحالي الذي تشوبه انتقادات – عدم الأخذ بالإعتبار تكلفة رأس

			المال مما يؤثر على قياس العائد الاقتصادي – عدم حسابه للمردودية الاقتصادية
المؤشرات الحديثة	**القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)**	– تساعد على خلق القيمة للوصول إلى الربط بين كل من الجانب المالي والإستراتيجي – مقياس للنمو الحقيقي للربحية في الأجل الطويل – أداة للتقييم الشامل لعملية اتخاذ القرارات المالية والادارية – تمثل الربح الحقيقي لحملة الأسهم – التخلص من التناقضات التي سببها استخدام المؤسسات لعدة مؤشرات – تحقيق المؤسسات التي تستخدم هذا المؤشر لمردودية أحسن من نظيراتها التي لا تعتمده – يرتكز على مبدأ تعظيم ثروة المساهمين وتوجيه الاهتمام نحو الاداء الذي يحسن العائد على الاسهم – يرتبط بقيمة السهم في السوق – يقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر – توفير بيئة لمساءلة ومحاسبة المسؤولين عن النتائج المحققة – أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة – أداة للتقييم الشامل لعملية اتخاذ القرارات المالية والإدارية – معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمديري المؤسسات – مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق	– ضرورة إجراء عدة تسويات وتعديلات محاسبية – يقيس الربحية فقط وعليه لابد من تدعيمه بمؤشرات تقيس مستوى الجودة – يقيس الأداء في الأجل القصير – لا يعد مناسبا لاتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية في حالة استخدامه كمقياس وحيد

	القيمة السوقية المضافة (MVA)	– يقيس إنشاء القيمة المتراكمة – سهولة حسابه وبساطته – اعتماده على نتائج التقييم الحقيقي يجعل نتائجه واقعية وجيدة	– لا تأخذ بعين الاعتبار كلفة الفرصة البديلة (العوائد المتوقع تحقيقها فيها) – يطبق على المؤسسات المدرجة في البورصة – صعوبة تقدير تكلفة رأس المال – يتجاهل توزيعات الأرباح (رغم أنه مكون أساسي لثروة المساهمين) – صعوبة قياسه لوحدة الأعمال أو لقسم من أقسام المؤسسة – يتأثر بحجم المؤسسة

المصدر: من إعداد الطالبتين.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التعرف على الأداء المالي الذي يمثل محورا أساسيا للمؤسسة لأنه يعكس مدى نجاحها أو فشلها، لذلك تعتبر عملية تقييم الأداء المالي خطوة هامة تمكن من معرفة الوضعية المالية للمؤسسة وتشخيصها حيث تعتمد على استخدام أدوات التحليل المالي والمتمثلة في النسب المالية التي يستخدمها المحللون الماليون في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية، فهي تعطي مؤشرات ودلالات معينة عن الوضع المالي للمؤسسة كدرجة السيولة، الربحية...، فنجاح التقييم يعتمد أساسا على اختيار أحسن الأدوات سواء كانت تقليدية أو حديثة والتي تساعد المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية وتعظيم قيمتها واستمراريتها في سوق المنافسة.

الفصل الثاني: عموميات حول القيمة السوقية للسهم

- ❖ المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية
- ❖ المبحث الثاني: ماهية القيمة السوقية للسهم
- ❖ المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم

تمهيد:

إن دراسة تقلبات قيم الأسهم في السوق المالي أمر ضروري وهام في عالم المال والاستثمار، فقيمة الأسهم تعكس مدى قوة المؤسسة وتنافسيتها في السوق، وباعتبار أن المؤسسة نظام مفتوح يتأثر بالمحيط ويؤثر فيه نتيجة لعدة عوامل منها ما هو مرتبط بالبيئة الداخلية وآخر مرتبط بالبيئة الخارجية للمؤسسة إلى جانب عوامل أخرى، فهذا المحيط بإمكانه توفير فرص من شأنها الرفع من قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة الملاك أو قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر تخفض من قيمة أسهمها.

وبغرض التعرف أكثر على القيمة السوقية والعوامل المؤثرة فيها، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية
- ✓ المبحث الثاني: ماهية القيمة السوقية للسهم
- ✓ المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم

المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية

إن الهدف الأساسي للمؤسسات هو ضمان البقاء، النمو والإستمرارية في عالم المال والأعمال، ويتوقف ذلك على مدى قدرة إدارة المؤسسة في وضع الخطط والإستراتيجيات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أو بعبارة أخرى تعظيم القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية، فالأسهم من أكثر الأوراق المالية تداولا كونها لا تترتب عنها أي التزامات مالية اتجاه المساهمين إلا عند تحقيق الأرباح وتقرير توزيعها.[1]

المطلب الأول: مفهوم الأسهم العادية

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، وهي من أكثر الأوراق المالية شيوعا وتداولا بين المستثمرين، كما أنها من مصادر التمويل طويلة الأجل الممتلكة، يتم الحصول عليها من مصادر خارجية، حيث تعتمد عليها المؤسسة في دورة حياتها خصوصا في بداية تكوين المشروع، وللأسهم العادية عدة قيم مختلفة، وسيتم في هذا المطلب استعراض أهم المفاهيم المتعلقة بهذه الأسهم.

فالأسهم عبارة أوراق مالية تمثل جزءا من رأس مال الشركة، ويقابل رأس المال هذا حاصل ضرب عدد الأسهم التي تم انشاؤها في عدد الأسهم المصدرة.[2]

أولا: تعريف الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية مصدرا رئيسيا للتمويل الدائم للمشروعات وبالأخص بالنسبة للمؤسسات التي تكون في بداية تشغيلها، وذلك لكون إصدار الأسهم لا يلزم المؤسسة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم مقارنة بأنواع التمويل طويلة الأجل الأخرى.[3]

وتعرف الأسهم العادية على أنها أوراق مالية غير مستحقة، لها قيمة اسمية، ولا يترتب عليها نسب أرباح ثابتة، تصدر من قبل المؤسسات بغرض الحصول على أموال ملكية، وتعطي لحامليها الحق في الملكية النهائية للمؤسسة وما يترتب على ذلك من تحمل لمخاطر أعمال هذه المؤسسة والمسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في المؤسسة، ولا يحق لحملة هذه الأسهم في حالة تصفية المؤسسة بالمطالبة بحقوقهم من القيمة التصفوية لها إلا بعد تسوية وضعية المقرضين وحملة الأسهم الممتازة.[4]

كما يمكن التعبير عن الأسهم بأنها مساهمة في أسهم مؤسسة تمنح لحاملها صفة الشريك كما تمنحه حقا متناسبا في الأرباح، الأصول وإدارة المؤسسة، بحيث يسمح الحق في الأرباح للمساهم بالحصول على جزء من الربح، كما يمكن ممارسة الحق في أصول المؤسسة أثناء زيادة رأس المال، ففي هذه الحالة يكون للمساهم حق

---

[1] محمد مصطفى الغندور، **أثر إدارة الفروق الضريبية على العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية والقيمة السوقية للسهم – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري**، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، جامعة دمياط، كلية التجارة، المجلد 04، العدد 01 الجزء الثاني، 2023، ص 22.

[2] Xavier Bradley et Christian Descamps, **Monnaie Banque Financement**, Dalloz, Paris, 2005, P12.

[3] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفي، **الإدارة المالية–التحليل المالي لمشروعات الأعمال–**، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2008، ص 247.

[4] حامد أحمد محمود المحادين، **أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004–2009**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الأعمال، قسم إدارة الأعمال، تخصص إدارة أعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2010، ص 54.

الإكتتاب أو حق الإسناد، في حين يمكن ممارسة حق الإدارة في الإجتماعات العامة لهذه المؤسسة والتي يتم خلالها اختيار المديرين وكذا تحديد العناصر الأساسية للسياسة العامة.[1]

ويمكن التعبير عنها بأنها وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.[2]

كما تعرف الأسهم العادية بأنها أداة ملكية قابلة للتداول ولحاملها الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة إلى جانب حصته في موجودات المؤسسة والمثبتة في شهادة السهم، ويتم طرح الأسهم للجمهور عن طريق الإكتتاب العام في السوق الأولية، كما يتم تداولها في الأسواق الثانوية، وتتغير قيمتها السوقية باستمرار وذلك لعدة أسباب ولتقييمات متباينة وعليه فالأسهم العادية هي أول أداة تقوم المؤسسة بإصدارها.[3]

وتجدر الإشارة إلى الفرق بين الأسهم العادية المصرح بها والتي تمثل أساس قاعدة الملكية، كما تعتبر الحد الذي يسمح للمؤسسة بإصداره للتداول وبين الأسهم العادية الصادرة والتي تمثل الجزء الصادر من الأسهم المصرح بها.[4]

ويتم التعامل في الأسهم العادية وفق مرحلتين هما:[5]

- **المرحلة الأولى:** يتم الاكتتاب العام فيها وذلك في الأسواق الأولية، وبالتالي فهي إضافة حقيقية لرأس مال المؤسسة.
- **المرحلة الثانية:** يتم فيها تداول هذه الأسهم مثل أي أداة استثمارية معروضة في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وهذه المرحلة لا تمثل أي إضافة لرأس مال المؤسسة بل هي عملية تداول بين البائعين، المشترين والوسطاء، ونقل لحقوق الملكية من شخص لآخر وعليه فالمستثمر يحصل على أسهم المؤسسة من خلال شرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

وعليه ومما سبق فإن الأسهم العادية تعد من مصادر التمويل طويل الأجل، وهي تمثل أدوات ملكية (صك ملكية)، تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على رأس المال اللازم خاصة عند بداية تكوينها، وتعطي حقوقا لحاملها أهمها المشاركة في إدارة المؤسسة وبالتالي حق التصويت وحضور الجمعية العامة كما

---

[1] Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille Analyse quantitative de la rentabilité et des risques**, Pearson Education, France , 2004, P 7.

[2] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص88.

[3] حسن شاكر الشمري، نور محمد كاظم، **تأثير القيمة العادلة في ترشيد قرارات الاستثمار المالي في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، العدد 29، 2021، ص 333.

[4] حامد أحمد محمود المحادين، مرجع سبق ذكره، ص 54.

[5] فائزة عدمان، **سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة–دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005–2013 باستخدام نماذج بانل**–، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2017، ص 73.

يحق لحامل السهم العادي الحصول على الأرباح، وفي حالة تصفية المؤسسة أو تسييل أصولها فإن حملة هذه الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقه بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

ثانيا: خصائص الأسهم العادية

تتمتع الأسهم العادية بالعديد من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية، ومن أبرز هذه الخصائص نذكر ما يلي:[1]

- السهم هو ورقة تثبت ملكية حامله لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعليه فحامل السهم شريك في المؤسسة؛
- يمنح السهم لحامله حق الإستفادة من عائد متمثل في ربح السهم أو الحصة، كما يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر؛
- السهم هو ورقة مالية ذات أجل غير محدد، فأجله النظري هو حياة المؤسسة بحد ذاتها، على اعتبار أن السهم مصدر تمويل دائم للمؤسسة؛
- لحامل السهم الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن بالمشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة بهذه المؤسسة؛
- يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة، حيث تتحدد قيمته الجارية أو السوقية على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة؛
- في حالة تصفية المؤسسة، فإن آخر من يستوفي حقوقه هم حملة الاسهم على اعتبارهم شركاء؛
- عدم قابلية السهم للتجزئة، وعليه لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد؛
- يتميز عائد السهم بعد الثبات وتذبذبه (ما بين ربح وخسارة)، وهذا وفقا للظروف المحيطة بالمؤسسة.

ثالثا: امتيازات الأسهم العادية

على اعتبار حملة الأسهم العادية ملاك للمؤسسة فإنهم يتمتعون بمزايا وحقوق عديدة مصدرها القانون الحاكم لمكان تسجيل المؤسسة أولا، ثم عقد تأسيسها ونظامها الداخلي ثانيا، بحيث لا يتعارضان مع القانون وتنقسم حقوق حملة الأسهم العادية إلى مجموعتين هما:[2]

1. الحقوق الجماعية:

وهي الحقوق التي تملكها هيئة المساهمين كمجموعة، كحق انتخاب مجلس إدارة المؤسسة ويتم ممارسة هذه الحقوق الجماعية من خلال الهيئات العامة الثلاث المتمثلة في:

---

[1] عادل سلماني، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الاسلامي – دراسة حالة ماليزيا**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجيستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص 63.

[2] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 107-108.

1.1. **الهيئة العامة التأسيسية:** مهمتها الإطلاع على تقرير المؤسسين ومناقشته وتعيين مدققي حسابات المؤسسة وانتخاب مجلس الإدارة الأول، كما تبحث النفقات التأسيسية والتأكد من صحتها.

2.1. **الهيئة العامة العادية:** تجتمع هذه الهيئة مرة واحدة في السنة على الأقل، وتتوقف مسؤوليتها على سماع تقرير مجلس الإدارة، تقرير مدققي الحسابات، مناقشة حسابات المؤسسة، انتخاب مجلس الإدارة وأمور أخرى خارجة عن صلاحيات مجلس الإدارة.

3.1. **الهيئة العامة غير العادية:** وتجتمع هذه الهيئة في الحالات الاضطرارية غير العادية، وفي ظروف غير عادية للنظر في الأمور غير العادية، كتعديل نظام المؤسسة أو اندماجها أو تصفيتها.

2. **الحقوق الفردية:**[1]

1.2. **حق التصويت:** لحامل السهم العادي الحق في حضور اجتماع الجمعية العمومية للمؤسسة والتصويت أو توكيل أي شخص ينوب عنه لحضور الاجتماعات والتصويت، حيث يمكن لحملة الأسهم العادية التأثير على إدارة المؤسسة عن طريق حق التصويت وانتخاب مجلس الادارة وإبداء الرأي بالموافقة أو الرفض لأي مقترحات يتقدم بها مجلس الإدارة بخصوص التوسع في عمليات المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح أو زيادة رأس مالها، فالأسهم العادية هي وسيلة للسيطرة على المؤسسة والتحكم بها.

2.2. **حق الأولوية في الإكتتاب:** لحملة الأسهم العادية أولوية الاكتتاب وشراء كمية من الأسهم المصدرة الجديدة من قبل المؤسسة، أو أي نوع آخر من الأوراق المالية والتي من الممكن تحويلها إلى أسهم مستقبلا، بحيث تتعادل نسبة هذا الاكتتاب من الإصدار مع نسبة ملكية المساهم قبل الإصدار.[2]

3.2. **الحق في الأرباح الموزعة:** لكل مساهم في المؤسسة الحق في حصته من الأرباح الموزعة، ويكون نصيب حملة الأسهم العادية من الأرباح الموزعة بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.

4.2. **المشاركة في أصول المؤسسة عند التصفية:** في حالة إفلاس المؤسسة يتم تسديد الالتزامات اتجاه حملة المستندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة، ويوزع الباقي على حملة الأسهم العادية كل بما يتوافق مع عدد الأسهم التي يملكها.

5.2. **حق نقل ملكية الأسهم:** لا يحق للمساهم إعادة نصيبه من الأسهم إلى المؤسسة لاسترجاع ما دفعه ثمنا مقابلها، فما يتم دفعه من ممتلكات المؤسسة، وتبقى ببقاء المؤسسة نفسها، لكن بالمقابل أعطى القانون الحق للمساهمين ببيع أسهمهم لأي شخص آخر بدون ترخيص خاص من المؤسسة، وذلك من خلال السوق المالي إذا كانت أسهم المؤسسة المعنية متداولة فيه.[3]

[1] عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 83-84.

[2] مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 108.

[3] نفس المرجع، ص 108.

رابعا: مزايا الأسهم العادية

تتميز الأسهم العادية بما يلي:[1]

- ليس لها تاريخ استحقاق.
- تتمتع بمرونة عالية مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة.
- سهولة تسويق الأسهم مقارنة مع أدوات الدين.
- تؤدي الزيادة في الأسهم العادية إلى زيادة الثقة الائتمانية بالمؤسسة وزيادة قدرتها على الاقتراض.
- ليس لها تكاليف ثابتة بالمقارنة مع السندات والأسهم الممتازة، مما يمكن المؤسسة من احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحتها، أما في حالة عدم تحقيق أرباح فلا يحق لحاملي الأسهم المطالبة بها.

خامسا: عيوب الأسهم العادية

بالرغم من المزايا العديدة التي تتمتع بها الأسهم العادية إلا أنها لا تخلو من العيوب، نذكر منها:[2]

- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة، وهذا راجع للتبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، فإصدار أسهم عادية جديدة ينقسم حملة الأسهم إلى حملة الأسهم القدامى وحملة الأسهم الجدد، ما ينجم عنه تغير محتمل في طريقة إدارة المؤسسة بما يتماشى مع توجهات المساهمين الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة.[3]
- لا يجوز إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة وذلك لأنه لا يمكن اعتبارها تكاليف.
- تحمل المؤسسة لتكلفة مرتفعة ويعود ذلك بالأساس إلى:[4]

- العائد المطلوب من قبل حملة هذه الأسهم والذي عادة ما يكون مرتفعا نظرا للمخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها الأموال المستثمرة.
- إن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعد من التكاليف التي يتم خصمها قبل حساب الضريبة.

المطلب الثاني: الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية

في السنوات الأخيرة ظهرت أنواع جديدة للأسهم العادية نذكر منها:[5]

أولا- الأسهم العادية لأقسام الإنتاج: في فترة الثمانينات أصدرت بعض المؤسسات الأمريكية أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية، حيث يرتبط كل نوع منها بالأرباح المحققة من قبل قسم معين من الأقسام المنتجة بالمؤسسة،

---

[1] عبد الحليم كراجه وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي أسس، مفاهيم، تطبيقات**، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 88 – 89.

[2] عبد الوهاب يوسف أحمد، **التمويل وإدارة المؤسسات المالية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص 84-85.

[3] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص 80.

[4] نفس المرجع، ص 80.

[5] سميرة لطرش، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 31.

وبالرغم من المزايا التي من الممكن أن يحققها هذا النوع من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ثانيا- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: أسهم مشاركة العاملين وذلك بهدف تشجيع عمال المؤسسة للمساهمة في ملكيتها، حيث أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات تشريعا يقضي بخصم التوزيعات على الأسهم المكتتب فيها من قبل العمال من الإيرادات قبل حساب الضريبة.[1]

ثالثا- أسهم الخزينة: هي تلك الأسهم العادية التي يحق للمؤسسة إعادة شرائها من المستثمر مقابل علاوة محددة في العقد مسبقا، وتتخذ المؤسسة هذا القرار وفقا لمعطيات سادت السوق المالي وأثرت إيجابا على الأسهم.[2]

رابعا- الأسهم العادية المضمونة: وهي الأسهم التي يتحصل صاحبها على تعويض إذا حدث انخفاض في القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين متفق عليه مسبقا ولفترة زمنية محددة، وبالتالي فحامل هذه الأسهم بإمكانه تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن ارتفاع القيمة السوقية للسهم، أما الخسائر فتكون محدودة ويتحصل المستثمر على تعويض في شكل أسهم عادية إضافية أو أسهم ممتازة أو نقدا أو عن طريق منحه أوراق مالية أو تجارية.[3]

المطلب الثالث: القيم المختلفة للأسهم

حظي مفهوم القيمة باهتمام العديد من المفكرين على اعتباره من أكثر المصطلحات شيوعا عند تداول الأسهم، إذ يعد التمييز بين قيم هذه الأسهم أمرا أساسيا ومهما للمستثمر، وعليه يمكن التمييز بين القيم التالية:

أولا- القيمة الإسمية: وهي القيمة المدونة على الصك أو قسيمة السهم والمنصوص عليها في العقد التأسيسي والنظام الداخلي للمؤسسة، والتي تمثل رأس المال المدفوع نظريا أي رأس المال الاجتماعي للمؤسسة،[4] ويمكن أن تختلف القيمة السوقية عن القيمة الإسمية، كون القيمة الأولى تتوقف على أداء المؤسسة المتوقع مستقبلا في حين أن القيمة الإسمية تكون على أساس الوقائع الماضية،[5] كما أنه لا توجد قيمة اقتصادية للقيمة الإسمية من وجهة نظر المستثمرين بسبب خضوعها لقرارات سيادية تاريخية، ويتم الاعتماد على هذه القيمة في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكي الأسهم العادية.[6]

ثانيا- القيمة السوقية: وهي القيمة الذي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، وتتميز هذه القيمة بالتقلب والتغير من وقت لآخر وهذا نتيجة للتغير المستمر للعوامل المحددة لهذا السعر، حيث تحدد القيمة السوقية

---

[1] وليد زيرام، مرجع سبق ذكره، ص 19.

[2] الزايدي بلقاسمي، نعيمة شلابي، مرجع سبق ذكره، ص 130.

[3] سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 31.

[4] الزايدي بلقاسمي، نعيمة شلابي، **الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2010 – 2020**، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 09، العدد 1، 2022، ص 129.

[5] مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 109.

[6] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص 203.

للسهم وفقا للظروف الإقتصادية العامة والأداء المتوقع للمؤسسة، وتكون التنبؤات بقيم الأسهم السوقية في العادة مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق والتي تختلف من فرد لآخر، الأمر الذي يجعل القيمة السوقية للأسهم غير ثابتة، وعليه تكون القيمة السوقية أعلى أو معادلة أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية، ويتوقف ذلك على تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية للحالة الإقتصادية العامة معدلات التضخم وأسعار الفائدة (من المتوقع ارتفاع أسعار الأسهم مع انخفاض أسعار الفوائد على الودائع) وكذا مدى ربحية المؤسسة مستقبلا، ومقدار الأرباح المتوقع توزيعها وغيرها.[1]

في حالة كون القيمة السوقية أكبر من القيمة الاسمية فإن حملة الأسهم يتحصلون على أرباح رأسمالية عند بيع هذه الأسهم، أما في حالة كون القيمة السوقية أقل من القيمة الإسمية فإن حملة هذه الأسهم سيتحملون خسائرا.[2]

ثالثا– القيمة التصفوية: عند انتهاء دورة حياة المؤسسة أو في حالة عجزها عن الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير، تلجأ المؤسسة إلى بيع جميع أصوها من أجل تسديد جميع التزاماتها بما فيها الأسهم الممتازة ويتم قسمة الباقي بين المساهمين العاديين.[3]

رابعا– قيمة إصدار السهم: وهي القيمة التي تحدد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم ويتم بيعها وفقا لهذه القيمة في السوق، وعادة ما تختلف قيمة إصدار الأسهم الخاصة بالمؤسسات القائمة عن القيمة الاسمية لهذه المؤسسات، حيث تكون قيمة الإصدار أعلى من قيمة الاسمية وأقل من قيمة السهم في السوق، خاصة إذا كان تداول أسهم هذه المؤسسة بأسعار مرتفعة في هذه السوق مقارنة بالقيمة الاسمية، ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار "علاوة الإصدار"، وتدفع مباشرة إلى المؤسسة المصدرة وتضاف محاسبيا الى حقوق الملكية،[4] ولا يجب أن تقل قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية، فمن الممكن أن تكون قيمة الإصدار إما أكبر من القيمة الاسمية أو مساوية لها، وهناك ثلاث احتمالات يمكن حدوثها عند إصدار المؤسسة لأسهم جديدة وهي:[5]

- ✓ في حالة تماثل القيم الاسمية للأسهم الجديدة والأسهم القديمة، وهذا ما يجب على المؤسسة الإلتزام به؛
- ✓ في حالة كون قيمة الإصدار أقل من القيمة الاسمية، الأمر الذي يؤدي إلى تضرر المساهمين الأصليين للمؤسسة؛

[1] مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 110.

[2] عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 82.

[3] أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسفي، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40**، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، 2022، ص 242.

[4] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 392– 393.

[5] توفيق سميح محمد الأغوات، **دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الإدارية والمالية، قسم المحاسبة، تخصص المحاسبة، جامعة الإسراء، عمان، 2015، ص 48.

✓ في حالة كون قيمة الإصدار أعلى من القيمة الاسمية، في حالة ما إذا كان أداء المؤسسة يحقق أرباحا فيحول ما يزيد من قيمة الإصدار إلى حساب احتياطات المؤسسة فيستفيد منها المساهمون سواء الجدد أو القدامى بشكل متساو وهذا ما يعزز المركز المالي للمؤسسة.

خامسا- القيمة الدفترية: تعبر القيمة الدفترية للسهم عن قيمة السهم كما تظهر في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة والمقصود بها دفتر الميزانية وذلك في دفتر الخصوم، ويتم حساب هذه القيمة عن طريق قسمة حقوق الملكية والتي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تضم الاحتياطات والأرباح المحتجزة وفائض رأس المال على عدد الأسهم العادية المصدرة منها.[1]

سادسا- قيم السهم حسب العائد: وهي قيمة السهم التي يوافق المستثمر على دفعها مقابل شرائه للسهم، ويتمثل معدل العائد في سعر الخصم الذي يحدد بناء عليه كلفة رأس المال ويأخذ بالاعتبار العوائد في السوق ودرجة الخطر التي يتعرض لها المبلغ المستثمر.[2]

سابعا- القيمة الإستثمارية: تعتبر هذه القيمة من أهم القيم بالنسبة لحملة الأسهم، وتتمثل في المبلغ الذي يدفعه المستثمر نظير حصوله على السهم، وتحسب القيمة الإستثمارية على أساس المخاطرة والعوائد المتوقعة للسهم (الأرباح الرأسمالية والدفعات السنوية).[3]

ثامنا- القيمة الحقيقية: تعرف القيمة الحقيقية على أنها "القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقعة للمستثمر مخصومة على سعر وفق الفائدة المعدل حسب المخاطر"، ففي حالة كون القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية للسهم فإن ذلك السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية ويعتبر فرصة جيدة للشراء، أما في حالة كون القيمة الحقيقية للسهم أقل من القيمة السوقية فإن السهم مقوم بأقل من قيمته السوقية ويعتبر فرصة جيدة للبيع، وهناك عدة أسباب لاختلاف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية منها: قلة المعلومات المتوفرة عن المؤسسة أو أن تحليل المستثمرين للمعلومات يكون بصورة خاطئة، عمليات المضاربة في السوق المالي أو بسبب رد فعل السوق البطيء للمعلومات الواردة فيما يتعلق بتعديل سعر السهم وفقا لتلك المعلومات؛

أما في سوق رأس المال الكفؤ تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته السوقية وذلك لتوفر المعلومات بصورة جيدة وفورية وكونها متاحة لجميع المستثمرين في سوق رأس المال.[4]

تاسعا- القيمة الحالية: تتمثل القيمة الحالية في: "القيمة المساوية لسلسلة من التدفقات النقدية في الوقت الحاضر"، وتحسب عن طريق خصم التدفقات المستقبلية بمعدل خصم يتم تحديده وفقا لمفهوم القيمة الزمنية

---

[1] وليد زيرام، **أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة-دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003-2011**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012، ص 19.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 393.

[3] هبة عامر عيسى الجعفري، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية – دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة، العراق، 2021، ص ص 49-50.

[4] هبة عامر عيسى الجعفري، مرجع سبق ذكره، ص 50.

للنقود، وبناء على المخاطر المتعلقة بهذه التدفقات، وتعد القيمة الحقيقة مفهوما بالغ الأهمية كونها تستخدم في مجال الأعمال والإقتصاد وذلك على نطاق واسع كونها توفر وسيلة لمقارنة التدفقات النقدية الواقعة في أوقات مختلفة.[1]

عاشرا- القيمة الإحلالية: وتختلف هذه القيمة عن قيمة التصفية، فالقيمة الإحلالية تعبر عن التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدرته الإنتاجية بسعر اليوم، وإذا لم توجد تكلفة للمعاملات (مثل مصاريف التفكيك والتخلص من الأصل، عمولات البيع..... إلخ)، ففي هذه الحالة تتعادل كل من قيمة التصفية والقيمة الإحلالية، أما في حالة وجود تكاليف للمعاملات فإن القيمة الإحلالية تكون أكبر من قيمة التصفية.[2]

إحدى عشر- القيمة العادلة: وهي القيمة التي تحدد أو تبرر الحقائق المالية والاقتصادية التي تنعكس على قيمة أصول المؤسسة ومتوسطات النمو في الأرباح.[3]

المبحث الثاني: ماهية القيمة السوقية للسهم

من وجهة نظر المستثمر تعد القيمة السوقية من أهم القيم، إذ تعتبر مؤشرا مهما لحجم وقيمة المؤسسة في السوق المالي، ومقياس لنجاح أو فشل المؤسسة، وتتميز هذه القيمة بكونها سريعة التغير وكثيرة التقلب حيث تتأثر بالوضع المالي للمؤسسة.

المطلب الأول: تعريف القيمة السوقية للسهم

قبل التطرق إلى مفهوم القيمة السوقية أردنا من خلال هذا المطلب الإشارة إلى مفهوم القيمة بشكل عام، ولتعدد التعاريف المقدمة لمفهوم القيمة باعتبارها من المفاهيم المعقدة وغير واضحة سنحاول تقديم تعريف لها فيما يلي.

أولا: تعريف القيمة

يعود الظهور التاريخي لقيمة السهم إلى سنة 1572 في مرسوم صادر عن شارل التاسع، والمنظم للواجبات الخاصة بالوسطاء الماليين، فالسعر يكون نتيجة مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، وعليه فهو ناتج عن المعاملات والتداولات التي تتم في البورصة، والذي يسجل من قبل شركات البورصة أو الوسطاء الماليين، ومع تطور النظرية المالية أصبح للسهم عدة قيم تختلف من حيث استخدامها وكذا الغاية منها.[4]

---

[1] عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية: قياس وتقييم -دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة 2000-2002**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002، ص 44.

[2] سليم جابو، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية – دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 16.

[3] Farouk Altahtamouni, **Determinants of Market Value (Case of Jordanian Banks)**, International Business Research, Vol 11, No 1, 2018, P 124.

[4] محمد حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 77.

تعرف القيمة بأنها: "مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، تختلف القيمة عن السعر المدفوع للحصول على أصل ما بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر".[1]

كذلك تعرف على أنها: " القيمة التي يمكن أن تكون موجودة دون تبادل، فهي تركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين".[2]

وحسب آدم سميث Adam Smith فإن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني منفعة شيء محدد أحيانا، وتعني حينا آخر الاختيار الذي تمنحه حيازة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، حيث تسمى الأولى بقيمة الاستعمال أما الثانية فتسمى بقيمة الاستبدال.[3]

ثانيا: تعريف القيمة السوقية للسهم

تعتبر القيمة السوقية من بين المعلومات الأكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين والمساهمين والمحليلين الماليين، وذلك كونها تعكس نظرة السوق المالي لفرص نجاح المؤسسة والإمكانيات المتاحة لها مستقبلا.[4]

وتعرف القيمة السوقية للسهم بأنها معيار للأداء ومقياس من وجهة نظر الملاك، كما أن المستثمر في السوق المالي يؤخذ بالاعتبار هذه القيمة عند اتخاذ القرارات المالية بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأسهم.[5]

كما تعرف القيمة السوقية بأنها السعر الذي يتداول به السهم في السوق المالي "البورصة" وتتحدد في ضوء توازن قوى العرض (عدد الأسهم المعروضة للبيع للمستثمرين) والطلب (عدد الأسهم التي يرغب المستثمرين في شرائها) الذي كثيرا ما تعكسه البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة.[6]

كما يتم التعبير على القيمة السوقية بأنها القيمة التي يتم تبادلها في السوق المالي، وهي قيمة متغيرة باستمرار كونها تتأثر بقيمة المؤسسة، حجمها، العرض والطلب أي عدد الأسهم المتاحة للإستثمار فيها وكذا عدد المستثمرين الراغبين في شراء الأسهم، ويعد الارتفاع في القيمة السوقية مؤشرا إيجابيا لوضع المؤسسة كون

---

[1] معاذ محمد شقير، **أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (درسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإدارية، قسم الإدارة المالية والمصرفية، تخصص مالية ومصارف، سوريا، 2019، ص41.

[2] محمد بنية، **القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال والمالية، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2017، ص ص 115-116.

[3] سعاد معاليم، سميحة بوحفص، مرجع سبق ذكره، ص 400.

[4] محمد مصطفى الغندور، مرجع سبق ذكره، ص 22.

[5] سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، **العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول –دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة الدنانير، العدد 15، 2019، ص 380.

[6] عايدة ثوبي، نصيب رجم، **أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية**، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 13، العدد 2، 2022، ص 661.

ارتفاعها يفسر بارتفاع أرباح المؤسسة الأمر الذي ينتج عنه زيادة في قيمتها وبالتالي زيادة الثقة فيها وزيادة اتجاه المستثمرين إلى الاستثمار في هذه المؤسسة.[1]

يتم اعتماد هذا المؤشر من قبل العديد من المحللين والمراقبين الماليين، ويعبر عنها بأنها مجموع الأسهم المدرجة للمؤسسات في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة، وبذلك تعتبر من أهم مؤشرات قياس كفاءة السوق وتطور نشاطها، ويعكس ارتفاع القيمة السوقية للسهم كفاءة المؤسسات من جهة، وزيادة حجم التعاملات في الأسواق المالية وعدد المؤسسات المدرجة فيها وكفاءة السوق المالي من جهة أخرى.[2]

من خلال التعاريف السابقة، يمكن القول بأن القيمة السوقية للسهم هي السعر أو القيمة الذي تتداول به الأسهم في السوق المالي، وتتميز هذه القيمة بالتقلب وعدم الثبات، نتيجة تغير العوامل المحددة لها والمؤثرة عليها، وتعكس القيمة السوقية سواء ارتفاعا أو انخفاضا وضعية المؤسسة أي مدى نجاحها أو فشلها.

ثالثا: الفرق بين السعر والقيمة

تتحول القيمة إلى سعر عند تطابق العرض والطلب، فقيمة الأشياء تنعكس في سعرها أو أن سعرها يعبر عن قيمتها، حيث يمكن التمييز بين وظيفتين لسعر الورقة المالية وظيفة خارجية لأنه يتحدد وفقا للعرض والطلب وليس بناءا على تقديرات شخصية للمستثمرين، ووظيفة أخرى داخلية كونه المحدد للقيمة الحقيقية للورقة المالية.[3]

رابعا: أهمية القيمة السوقية للسهم

يتمثل الهدف الأساسي للمؤسسة في تعظيم القيمة السوقية، فهي تسعى إلى تعظيم الأرباح وزيادة قيمة المؤسسة، حيث تعمل على تطوير وتوزيع الموارد المتاحة لديها بكفاءة وهذا على المدى الطويل وذلك لتعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي زيادة ثروة الملاك، حيث تزداد قيمة المؤسسة من خلال تحقيق نتائج إيجابية بشكل مستمر، فتراكم هذه النتائج يكون فوائض مالية مشكلة بذلك ثروة المؤسسة، وتحديد جدوى المؤسسات في المستقبل.[4]

للقيمة السوقية أهمية بالغة باعتبارها الهدف الأساسي للمؤسسات، وهذا لأنها:[5]

- تمثل رقم فعال لتقييم المخاطر التي تواجهها المؤسسة؛
- تعبر عن حجم المؤسسة وهي من بين المحددات الأساسية لمصلحة المستثمر في تقييم استثمار المؤسسة؛

---

[1] ضياء إياد المصري، محمد سليم العيسى، **أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان**، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 13، 2020، ص 244.

[2] آمنة جعني، عبد اللطيف مصيطفى، **أثر مخاطر السيولة على القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية السعودية دراسة قياسية باستخدام نماذج البيانات المقطعية Panel للفترة 2020-2010**، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 06، العدد 02، 2022، ص 105.

[3] هبة عامر عيسى الجعفري، مرجع سبق ذكره، ص 48.

[4] علي خلف إبراهيم الزهراني، **أثر السيولة على القيمة السوقية لشركات السعودية المساهمة خلال 2011-2020**، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 06، العدد 15، 2022، ص 47.

[5] جيهان غلوسي، **أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان للفترة 2012-2019**، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2023، ص 373.

- تعتبر مقياسا مفيدا لتحديد الأسهم التي من الأفضل الاهتمام بها من أجل تنويع المحافظ ذات الأحجام المختلفة؛
- يستخدم مجمع الاستثمار القيمة السوقية لتحديد حجم المؤسسة، بدلا من أرقام المبيعات وإجمالي الأصول؛
- تشير إلى سوق العمل، التقلب في الأسعار، المخاطر وإمكانيات النمو.[1]

وحسب باحثين فإن أهمية القيمة السوقية تتمثل في كونها عامل جذب للمساهمين والمستثمرين، بالإضافة لكونها مقياسا لتحديد الأسهم، قيمة السهم والمحددات المحيطة بالمؤسسات، كما أنها تعكس سمعة المؤسسة.[2]

وتعتبر القيمة السوقية من أهم القيم من وجهة نظر المستثمرين، كما تعكس صافي الأصول أي القيمة الإقتصادية لحقوق الملكية.[3]

المطلب الثاني: قياس القيمة السوقية للسهم

تعتبر القيمة السوقية للسهم من أكثر الأمور أهمية في قياس قيمة الوحدة الاقتصادية وكفاءة السوق، ولغرض تحديد قيمة المؤسسة يتم حساب القيمة السوقية للسهم حيث تحسب عند وجود تذبذب في الأسعار وفقا للمعادلة التالية:[4]

القيمة السوقية للسهم= (أعلى سعر+ أدنى سعر) /2

كما يمكن قياس القيمة السوقية من خلال نسبة القيمة السوقية في المؤسسة إلى القيمة الدفترية والتي تحسب بتقسيم سعر السهم على القيمة الدفترية للسهم،

إذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فإن ذلك يعني أن المؤسسة تقوم بأداء جيد بحسب تقييم المستثمرين في السوق المالي، مما انعكس على ارتفاع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم؛

وإذا كانت هذه النسبة تساوي الواحد فهذا يدل على أن تقييم السوق المالي لأداء المؤسسة كان عادي ومنه فإنه لا يتجاوز السعر السوقي قيمته الدفترية؛

أما إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد فإن ذلك يبين التقييم الضعيف لأداء المؤسسة من طرف الأسواق المالية، ومن ثم يكون سعر السهم في السوق أدنى من القيمة الدفترية للسهم.

كذلك يتم قياس السعر السوقي تبعا للمعادلة التالية:[5]

$$\text{السعر السوقي للسهم} = \frac{\text{نسبة الربح لكل سهم عادي}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

[1] علي خلف إبراهيم الزهراني، مرجع سبق ذكره، ص 47.

[2] نفس المرجع، ص 47.

[3] توفيق سميح محمد الأغوات، مرجع سبق ذكره، ص 48.

[4] سعود جابد مشكور، زهور عبد السلام صادق، مرجع سبق ذكره، ص 381.

[5] نفس المرجع، ص 381.

يعكس السعر السوقي للسهم معدل ربحية السهم الواحد حيث يرتفع معدل القيمة السوقية للسهم مع ارتفاع معدل أرباحه، في حين تنخفض القيمة السوقية للسهم عندما تتعرض المؤسسة للخسارة.

المطلب الثالث: مؤشرات القيمة السوقية للسهم

إن القيمة السوقية للسهم من المعايير والمؤشرات الأساسية التي يمكن اعتمادها للتعبير عن قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة يمكن أن تتحدد من خلال السعر السوقي لأسهمها،[1] وتتمثل مؤشرات الأداء السوقية في:[2]

أولا- القيمة السوقية (سعر الإغلاق): تم إطلاق عليها هذه التسمية لأن سوق الأسهم هو الذي يحددها، وهي عبارة عن القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي ناتجة من تداول الأسهم حسب حالة السوق صعودا أو هبوطا تحت تأثير قوى العرض والطلب، بالإضافة إلى التوقعات المبنية على أداء المؤسسة الحالي وأرباحها وخسائرها، وتكون القيمة السوقية للسهم أكبر أو أقل من قيمته الاسمية أو قيمته الدفترية، تحسب وفق العلاقة التالية:

القيمة السوقية= عدد الأسهم المتداولة× قيمة السهم (سعر الإغلاق)

ثانيا- مؤشر Tobin's Q: وهو مقياس يستخدم للتشجيع على الاستثمار، يعبر عن معدل القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الاستبدالية للأصول ولصعوبة التوصل للقيمة الاستبدالية للأصول يتم استخدام القيمة الدفترية لها.[3]

تفترض هذه النسبة أن القيمة المشتركة لجميع الوحدات الاقتصادية يجب أن تكون متساوية لتكاليف استبدالها،

تحسب نسبة Q على أنها القيمة السوقية للمؤسسة مقسومة على قيمة استبدال موجودات المؤسسة،

ويتم حساب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية:

$$\text{Tobin s' Q}' = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100$$

إذا كانت قيمة Tobin's Q أكبر من الواحد فذلك يدل على أن القيمة السوقية للوحدة الاقتصادية أكبر من قيمتها المسجلة الفعلية مما يشجع على الاستثمار فيها والعكس صحيح.

[1] نفس المرجع، ص 380.

[2] محمد نواف عابد، اياد زملط، **أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الأداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 1، 2019، ص 120.

[3] عيد محمود أبو زيد عبد الناصر، **أثر استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في المؤشر المصري للمسؤولية ESG على قيمة وأداء الشركة دراسة تطبيقية**، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد 01، العدد 01، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة، 2017، ص 639.

يمكن استخدام هذه النسبة في العديد من المجالات منها تحديد قيمة المؤسسة، التنبؤ بالاستثمار الرأسمالي المستقبلي وكذلك مقياس لفرص النمو المؤسسة مستقبلا.[1]

ثالثا- القيمة السوقية/ حقوق المساهمين: تعتبر هذه النسبة مقياس للكفاءة وتعكس قيمة المؤسسة إذ تشير إلى انخفاض وارتفاع قيمتها، فكلما ارتفعت هذه القيمة عن الواحد زادت ثقة المساهمين وارتفعت توقعاتهم بشأن قيمة المؤسسة، تعطى بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية/ حقوق المساهمين} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{حقوق المساهمين}} \times 100$$

رابعا- نسبة السعر إلى الربح (P/E): أو ما يسمى بـ "مضاعف السهم" أو "مضاعف الأرباح"، تعبر هذه النسبة عن مدى جاذبية السهم مقارنة بالأسهم الأخرى، حيث كلما ارتفعت هذه النسبة زادت الأموال التي يريد المساهمين استثمارها في هذه المؤسسة، يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\textbf{نسبة السعر الى الربح (P/E)} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{صافي ربح السهم}} \times \mathbf{100}$$

خامسا- القيمة السوقية/ صافي التدفق النقدي التشغيلي: تبين هذه النسبة مدى تأثير الأرباح التشغيلية على القيمة السوقية، إذ تمكن المستثمرين من معرفة حجم الأرباح التشغيلية، كلما ارتفعت هذه النسبة كان أفضل ما يشجع المستثمرين على الإقبال للاستثمار في مثل هذه المؤسسات، تحسب حسب المعادلة التالية:

$$\textbf{نسبة القيمة السوقية الى صافي التدفق النقدي التشغيلي} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{صافي التدفق النقدي التشغيلي}} \times \mathbf{100}$$

سادسا- السعر إلى القيمة الدفترية (القيمة السوقية/القيمة الدفترية): يستطيع المستثمر من خلال هذه النسبة معرفة الفرصة الجيدة لشراء الأسهم، فكلما قلت هذه الأخيرة كان ذلك أفضل لحماية الاستثمار الخاص بأموال المستثمرين في المؤسسة، يتم حسابها وفق الآتي:

$$\textbf{نسبة السعر الى القيمة الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{القيمة الدفترية}} \times \mathbf{100}$$

سابعا- حصيلة الربحية (ريع السهم): يعنى به نسبة العائد النقدي التي يحصلها حامل السهم إلى القيمة السوقية للسهم، وهو طريقة تستعمل لقياس حجم التدفق الذي يحصل عليه المستثمر مقابل كل دينار من سعر

[1] نهاد الياس نادر، **أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q)**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 38، العدد 2، 2016، ص 40.

السهم، وبما أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية من الأدوات الأكثر مخاطرة فإن المستثمرين يسعون إلى تأمين التدفقات النقدية من خلال الاستثمار في الأسهم ذات العوائد العالية والمستقرة نسبيا والتي تساوي سعر الفائدة المصرفية على الودائع مضاف إليها عائد المخاطرة ومعدلات التضخم.

يجب معرفة أن المستثمرين غالبا لا ينظرون بإيجابية للمؤسسة التي تبالغ في إعطاء التوزيعات النقدية لأن ذلك يدل على نقص الخطط الاستثمارية لتوظيف تلك السيولة في التوسع وتحسين الأداء،[1] تحسب هذه النسبة وفق المعادلة التالية:

$$\text{ريع السهم} = \frac{\text{عائد السهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم

إن الهدف الأساسي لكل قرار في الإدارة المالية وللمؤسسة ككل هو تعظيم القيمة السوقية، لذلك فإن أي قرار مالي سواء كان قرار استثماري أو تمويلي يجب أن يضمن على الأقل الحفاظ على القيمة الحالية لأسهم المؤسسة، وتتأثر القيمة السوقية للأسهم بعدة عوامل مع اختلاف تلك العوامل سواء كانت مرتبطة بالمحيط الخارجي للمؤسسة أو محيطها الداخلي أو بسبب عوامل أخرى ودرجة تأثيرها،[2] ونذكر منها:

المطلب الأول: العوامل الخارجية

سيتم من خلال هذا العنصر التطرق إلى أهم العوامل الخارجية المؤثرة في القيمة السوقية للسهم والمتمثلة في:

أولا: مصادر الحصول على المعلومات

تعتبر المعلومات المالية بيانات كمية تستخدم كمدخلات من طرف محللي الأوراق المالية والمستثمرين وذلك لصياغة القرارات الاستثمارية في بورصة الأوراق المالية، فهي من أهم مقومات كفاءة البورصة وتطورها، فالمعلومات بمثابة المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية لتحقيق تخصيص الموارد المالية بطريقة كفؤة من جهة وتسعير الورقة المالية من جهة أخرى وتنعكس أهمية المعلومات في ثقة المتعاملين والمستثمرين بمصادر هذه المعلومات ومدى اتسامها بالعمق، الاتساع، النوع، الكم والكيف وهذا لكافة مستخدمي هذه المعلومات على اعتبار أن لها تأثيرا فعالا في التسعير الصحيح للورقة المالية مع توضيح أداة الاستثمار؛

ويمكن الحصول على هذه المعلومات وفقا لعدة أساليب، أهمها استخدام التحليل الفني والتحليل الأساسي، بالإضافة إلى دراسة سلوكيات المستثمرين في البورصة والتي تحكمها عدة عوامل شخصية ذاتية تعكس رغبات

---

[1] محمد نواف عابد، **أثر الإفصاح غير المالي على مؤشرات القيمة السوقية دراسة تطبيقية على قطاعي البنوك والتأمين في بورصة فلسطين**، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 5، العدد 1، 2019، ص 277.

[2] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، **تأثير التغير في قيمة المبيعات في القيمة السوقية للأسهم – دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Dow Jones**، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، العدد 66، 2020، ص 91.

المستثمرين وميولهم في فهم هذه المعلومات وتفسيرها بحيث تعبر عن طموحات ومخاوف المستثمرين اتجاه الأسعار السوقية مستقبلا.[1]

ومما لاشك فيه أن معرفة المدير المالي لعملية تقويم الأوراق المالية يعتبر من الأمور المهمة في مجال التمويل، كونها تساعده على اتخاذ القرارات المالية السليمة، والتي تتوقف أولا على قيمة السهم في السوق لما لذلك من تأثير على قرارات الاستثمار والتمويل والتوزيع ومدى انعكاس ذلك على قيمة أسهم المؤسسة في السوق، فمن الضروري معرفة المدير المالي لعملية التقويم، كذلك قد يتجه المدير المالي إلى استثمار الفائض لديه لشراء أوراق مالية لمؤسسات أخرى، وبذلك يلعب المدير المالي دور المستثمر، ولابد من توفر القدرة لدى المستثمرين عامة ومحللي الأوراق بشكل خاص على مقارنة تقويماتهم الشخصية للأوراق المالية لمؤسسة ما مع الأسعار الفعلية لهذه الأوراق في السوق لاتخاذ القرارات الصحيحة سواء بالبيع أو الشراء، وتمكن المستثمرين ومحللي الأوراق المالية من فهم تقويم الأسهم يمكنهم تقديم توصيات في مجال الاستثمار.[2]

ثانيا: علم النفس المتعلق بالبورصة

للعوامل النفسية دورا كبيرا في توجيه أسعار الأسهم (ارتفاعا أو هبوطا) في البورصة، وهذا كون البورصة مكان توفر الأخبار والمعلومات، فعند تلقي المتعاملين لأخبار جيدة يتوجهون إلى شراء الأسهم، والعكس يلجأ المتعاملون إلى البيع في حالة سماع أخبار سيئة، ونظرا لحساسية هذا السوق يعمد المضاربون إلى ترويج شائعات وأخبار مزيفة وذلك بغرض توجيه المبادلات نحو فئة محددة من الأسهم قصد الإستفادة من هذا التوجيه وتحقيق غاياتهم.[3]

ثالثا: قوى العرض والطلب

من محددات سعر السهم في السوق تفاعل قوى العرض والطلب على السهم، وعليه يرتفع الطلب على سهم معين عندما تنخفض قيمته السوقية، في حين ينخفض الطلب عليه عند ارتفاع سعره، ويتحقق سعر التوازن عند تساوي العرض مع الطلب (تساوي الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة)، حيث أنه في حالة وجود اتفاق بين المستثمرين حول خصائص سهم معين يكون منحنى الطلب أفقي وهذا عند مستوى عرض معين، في حين إذا كان هناك اختلاف بين المستثمرين بخصوص سهم معين في هذه الحالة يزيد ميل وانحدار منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل وذلك بدرجة ميل معينة، والسبب وراء ذلك راجع في الأغلب إلى نوعية وكمية المعلومات التي يتحصل عليها المستثمرون، إن السعر السوقي الحالي للسهم لا يمثل بالضرورة إجماع السوق

[1] أحمد سامح، أمين الشوري، **العوامل المؤثرة في تحديد السعر السوقي للسهم العادي في سوق الأوراق المالية المصري**، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، كلية التجارة الاسماعيلية، المجلد 8، العدد 3، 2017، ص ص 452– 454.

[2] نفس المرجع، ص 458.

[3] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص 81.

على سعر التوازن للسهم، بل يعكس رأي المستثمر الحدي، وهو المستثمر الراغب في امتلاك السهم عند ارتفاع سعره ولو بنسبة ضئيلة مقارنة بسعره الحالي.[1]

رابعا: معدل البطالة

يقاس مستوى التشغيل أو بالمقابل معدل البطالة بقسمة عدد البطالين على العدد الإجمالي للعاملين، فكلما زاد هذا المعدل عبر ذلك عن زيادة نسبة البطالة في الإقتصاد، ما ينتج عنه انخفاض القدرة الشرائية للفرد، ما يؤثر على حجم الطلب وبالتالي على مبيعات المؤسسة وينعكس سلبا على أرباحها وحجم التوزيعات، مما يؤدي أيضا إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، والعكس صحيح فكلما انخفض هذا المعدل عبر عن ارتفاع مستوى التشغيل في الاقتصاد ما ينعكس ايجابا على حجم الطلب، مبيعات وأرباح المؤسسة وبالتالي على القيمة السوقية للسهم إيجابا.[2]

خامسا: منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال

هناك تأثير كبير لاشتداد المنافسة بين مختلف المجالات التي يتم فيها استثمار رأس المال على اتجاهات أسعار الأوراق المالية (الأسهم)، خاصة في حالة كون القوة التنافسية للمجالات الأخرى أكبر من القوة التنافسية لمجال الإستثمار في الأوراق المالية (الأسهم)، فهذا من شأنه أن يجذب المستثمرين إلى هذه المجالات على حساب مجال الاستثمار في الأوراق المالية، يكون هذا التأثير أكثر بروزا في حالة تدخل الدولة، فإذا هدفت الدولة إلى تشجيع الإستثمار في مجال معين (كالعقارات مثلا)، فإن السياسة العامة للدولة ستتجه إلى جذب المستثمرين إلى هذا المجال (مجال العقارات)، مما يؤذي إلى اتجاه المستثمرين إلى الإستثمار في هذا المجال والإنسحاب من الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم)، الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في سوق الأول(العقارات) وانخفاض في أسعار سوق الأسهم.[3]

سادسا: التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال

لبعض التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال دور في الاستثمار في الأوراق المالية أو في مجالات أخرى للإستثمار، ففي سنة 1958 تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية إلى فرنسا متبعة معايير نقدية معينة موضوعة من قبل الحكومة الفرنسية، حيث ساعدت هذه التدفقات في البحث على ارتفاع الأسعار في الفترة الممتدة من 1959 إلى 1961؛

ويمكن لرؤوس الأموال الإنسحاب من بعض مجالات التوظيف المالي وذلك بسبب وجود مخاطر معينة (كمخاطر الحروب، الإضرابات الاجتماعية...)، ففي نوفمبر 1968 حدث هروب لرؤوس الأموال الفرنسية باتجاه ألمانيا الأمر الذي أدى إلى انخفاض كبير في حجم المعاملات في البورصة الفرنسية.[4]

---

[1] محمد عبد المنعم محفوظ نصر، **تأثير الإعلان عن ممارسة الإبداع والإبتكار على القيمة السوقية للأسهم دراسة ميدانية على الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية في مصر**، المجلد 11، العدد الأول الجزء الثاني، 2020، ص ص 830– 831.

[2] سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 124.

[3] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص 81.

[4] سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 181.

سابعا: حجم الناتج القومي

يعبر حجم الناتج القومي عن مقياس للإنتاج الكلي من السلع والخدمات، فالنمو السريع لهذا المؤشر يدل على النمو الإقتصاد،[1] حيث هناك تأثير كبير للناتج القومي ومعدلات النمو السنوية له على دوافع الاستثمار عند الأفراد، ففي حالة الارتفاع المستمر للناتج القومي وتحقيق معدلات نمو عالية من شأن ذلك أن يدفع بالمستثمرين إلى التوسع في الاستثمارات أو إقامة مشاريع جديدة، كما يعمل على جذب المستثمرين الأجانب إلى الاستثمار في الدول التي تحقق معدلات مرتفعة للناتج القومي، حيث يشير بيرس وروليPearce & Roley أنه عند الإعلان عن وجود زيادة في الناتج القومي وغير متوقعة فإن ذلك يبعث التفاؤل لدى المستثمرين، هذا ما يؤدي إلى زيادة حجم التعامل في الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها.[2]

ثامنا: معدل التضخم

يعبر عن الزيادة في أسعار السلع والخدمات بالزيادة في معدل التضخم،[3] فأي ارتفاع غير متوقع في هذا المعدل يؤدي إلى أثر عكسي على القيمة السوقية للسهم و ذلك راجع لسببين: أحدهما مباشر فارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة وبالتالي زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار ما يسبب انخفاضا في القيمة السوقية للسهم، أما السبب الثاني غير مباشر ففي فترات التضخم يتوقع انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة وانخفاض القيمة السوقية للسهم وذلك لأن قسط الإندثار سيكون أقل مما عليه ما يزيد في حجم الوعاء الضريبي.[4]

وعلى العموم فإن حالة التضخم ترافقها زيادة في معدلات الفائدة، لذلك يقدم المستثمرون على التخلص من الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل أو التي لها عوائد ثابتة، كما يتجه المستثمرون في حالة التضخم إلى الاستثمار في الأصول (الأراضي، المباني....) التي ترتفع قيمتها السوقية، ويفضل الاستثمار في الأوراق المالية للمؤسسات التي تضم أصول تزداد قيمتها طرديا مع زيادة معدل التضخم.[5]

تاسعا: السياسة النقدية

تعبر هذه السياسة عن مدى سيطرة الحكومة على المعروض النقدي والمتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك العاملة في الاقتصاد القومي، وقد أشار كل من فريدمان وسوارتز إلى وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين المستوى النشاط الإقتصادي، فزيادة المعروض النقدي تؤدي إلى

---

[1] نفس المرجع، ص 124.

[2] محمد صالح الحناوي، طارق مصطفى الشهاوي، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2013، ص 109.

[3] سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 122.

[4] حسين جواد كاظم الباحث، احمد عبد الكريم محمد الياسين، **محددات القيمة السوقية للأسهم – دراسة تطبقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015 لغاية 2018**، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 15، العدد 58، 2020، ص 9.

[5] سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 125.

تحسين أداء النشاط الإقتصادي وهذا نتيجة لزيادة السيولة النقدية وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم وبالمقابل فإن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي تشجيع الاستثمار وتخفيض البطالة.

في حين أشار كيران Keran إلى الأثار السلبية لزيادة المعروض النقدي والتي تتمثل في زيادة معدلات التضخم والتي تتسبب في زيادة العائد المطلوب على الاستثمار من قبل المستثمرين، وبالتالي سترفض الاستثمارات الأقل مخاطرة والتي تحقق عوائد متدنية، كما يمكن أن يكون للتضخم آثار إيجابية حيث يزيد التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار وعليه زيادة العوائد المتوقعة لهذا الاستثمار، وبالتالي فالأثر النهائي للسياسة النقدية يتحدد بالتأثير المزدوج الذي يحدثه التضخم سواء على العائد المطلوب على الاستثمار أو على التدفقات النقدية لهذا الاستثمار؛

وحسب الدراسات فإن الارتفاع الكبير في معدلات التضخم خاصة مع استخدام طريقة الوارد أولا صادر أولا (FIFO) يؤدي إلى زيادة الضرائب التي تدفعها المؤسسة نظرا لزيادة الربح الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم التي تصدرها هذه المؤسسة، كما أن وجود التضخم مع أنظمة ضريبية تتعامل مع الأصول الخاصة بالمؤسسة على أساس التكلفة التاريخية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الأرباح الصورية للمؤسسة وعليه زيادة الضرائب التي تؤثر سلبا على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.[1]

عاشرا: السياسة المالية

وتتمثل في السياسة التي تنتهجها الحكومة بغية الحصول على مواردها المالية، والسياسة المتبعة في الانفاق الحكومي، ولهذه السياسة تأثير كبير على النشاط الإقتصادي ككل وعلى أسعار الأسهم وأداء الصناعات ومختلف الأنشطة الإقتصادية.

ومن أهم مكونات السياسة المالية للدولة نجد الضرائب، حيث يمكن للدولة أن تتحكم في النشاط الإقتصادي وذلك من خلال زيادة أو تخفيض الضرائب، فالتخفيض من الضرائب له تأثير إيجابي على السيولة المتاحة لدى المؤسسات وعلى ربحيتها، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم هذه المؤسسات، كما يمكن لهذا التخفيض في الضرائب أن يكون له تأثير سلبي على موارد الدولة التي ستستخدم لتمويل الإنفاق الحكومي، حيث تلجأ الحكومة إلى الإقتراض من الداخل أو الخارج لتمويل العجز في موارد الدولة، أو ستضطر لطبع نقدية إضافية لتمويل العجز الأمر الذي يزيد من معدلات التضخم؛

ففي حالة كون تأثير الضريبة إيجابي سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، أما إذا كان تأثيرها السلبي أكبر من التأثير الايجابي، فستنخفض أسعار الأسهم، ولا يشترط قيام الحكومة بتخفيض الضريبة من أجل تشجيع الإستثمار أو تحسين أسعار الأسهم، حيث توجد تشريعات ضريبية مباشرة يمكن للدولة أن تعتمدها (كالإعفاءات الضريبية لبعض المؤسسات) لتحقيق أهدافها.[2]

[1] محمد صالح الحناوي، طارق مصطفى الشهاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 108-109.

[2] نفس المرجع، ص 107.

احدى عشر: حجم التداول

يمكن تعريف حجم التداول بأنه عدد الأسهم التي تمت الصفقات عليها وذلك خلال مدة زمنية معينة، فالتغيرات في حجم التداول تصف مدى كثافة التداول ونوعية كل من الشراء والبيع، فإذا كان ما يحكم تغيرات الأسعار هو قانون العرض والطلب فإن حجم التداول يزداد مع تحرك الأسعار في اتجاه معين إذا استمر هذا التحرك في نفس الإتجاه، ويمكن من خلال متابعة حجم التداول قياس قوة ضغط الشراء أو البيع نتيجة حركة الأسعار كون حجم التداول يتوافق مع حركة الأسعار والعكس صحيح، فهو إما أن يعززها في اتجاه معين إذا ما ارتفع الحجم المتبادل أو يبرز ضعفها وتزايد احتمال تراجع الأسعار نتيجة لضعف حجم التداول.[1]

اثني عشر: اتجاه السوق

ويقصد باتجاه السوق ما إذا كان السوق صعودي (سوق الثور) أو سوق نزولي (سوق الدب)، ويعتمد هذا الاتجاه على جملة من العوامل أهمها قوى العرض والطلب، قيمة الأموال المخصصة للإستثمار في الأوراق المالية،[2] بالإضافة إلى مناورات المضاربين بهدف التأثير على الأسعار في السوق، فبزيادة التقلبات تزداد حدة التذبذبات في أسعار وقيم الأسهم وتزداد مخاطر السوق.[3]

ثلاثة عشر: ظروف المنافسة

تعمل المؤسسات في ظروف تنافسية، فهي تركز على السعر أو على الدعاية ،الجودة والضمانات وكذا العمل على تلبية رغبات العملاء وكل هذا في محاولة لخلق التميز، وقد قام بورتر بتقديم نموذج للقوى المؤثرة على المنافسة ولخصها في خمسة قوى تتمثل في:[4]

1- **الحالة التنافسية:** إن المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدلات النمو وتكاليف منخفضة ثابتة من شأنه جعل المنتج متميزا وبالتالي إمكانية تحقيق ربحية أكبر وعليه ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

2-**خطر المنتجات البديلة:** تعمل المنتجات البديلة على الحد من فرص تحقيق الربح عن طريق استخدام معدل الإحلال الذي يوفره المنتج البديل أو سعر هذا المنتج الذي قامت المؤسسة بطرحه.

3-**المشترون وقدرة المساومة لديهم:** يمكن للمشترين التأثير على ربحية المؤسسات وبالتالي التأثير على القيم السوقية لأسهمها وذلك من خلال عرض أسعار منخفضة، ما يترتب عليه تراجع العوائد أو طلب منتجات ذات جودة عالية وعليه زيادة التكاليف التي تزيد من النقدية الخارجة ما يؤدي إلى تراجع الأرباح ومعه انخفاض أسعار الأسهم.

4-**الموردون وقدرة المساومة لديهم:** للموردين دور هام في حالة كونهم أكثر قوة وأقل عددا وأكثر تركيزا فعند توفر هذه الشروط تبرز قوتهم في تغيير سعر الخدمة والسلعة التي يقومون بتقديمها للمؤسسات، وبالتالي القدرة

---

[1] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

[2] سمير عبد الصاحب يارة، لميس محمد مطرود، **استخدام المسار الحرج في تعظيم القيمة السوقية للأسهم-دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية**، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد 128، 2021، ص 6.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص 151.

[4] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 84-85.

على التحكم في التكاليف (سواء الثابتة أو المتغيرة) والتأثير على التدفقات النقدية الخارجة والأرباح المحققة وبالتالي التأثير على القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات.

5-**تهديد دخول مؤسسات جديدة:** عند طرح المؤسسة لمنتج ذو جودة عالية وبقنوات توزيع ممتدة وأسعار منخفضة من شأنه ذلك أن يؤثر على المنافسين الجدد ويخلق حواجز أمامهم، وبالمقابل ينعكس إيجابا على معدل العائد المحقق من قبل المؤسسة ومن ثم على القيمة السوقية لأسهمها.

المطلب الثاني: عوامل داخلية

وتتمثل في عوامل البيئة الداخلية، ويمكن تلخيصها في:

أولا: القيمة الدفترية للسهم

تتأثر قيمة السهم في السوق بصورة كبيرة بالقيمة القيمة الدفترية له، حيث أنه غالبا ما يكون هناك علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية والقيمة السوقية للسهم، أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم تصاحبها زيادة في القيمة السوقية والعكس صحيح.[1]

ثانيا: حجم وعمر المؤسسة

تسعى العديد من المؤسسات إلى التوسع والنمو وذلك عن طريق زيادة حجم المؤسسة وتخفيض التكاليف، ويترتب على هذا النمو زيادة في المنافسة بين المؤسسات وزيادة قيمتها السوقية، وتتم هذه الزيادة والنمو في الحجم عن طريق ظروف داخلية (توفر موارد فائضة...) وأخرى خارجية (تزايد الطلب على نشاط المؤسسة...)؛[2]

وعادة ما يتم قياس حجم المؤسسة بإجمالي أصولها بالإضافة إلى عدد عمالها، في حين أن عمر المؤسسة فهو المدة الزمنية لوجود هذه المؤسسة في السوق ويتم حسابه من خلال الفرق بين سنوات التأسيس أي منذ إنشائها إلى غاية السنة الحالية،[3] إن ارتفاع قيمة أصول المؤسسة تعني ارتفاع استثماراتها وهذا لكون الإستثمارات جزء من الأصول وبالتالي زيادة قدرتها التنافسية في السوق وزيادة حصتها السوقية وعليه زيادة قدرتها على توليد الأرباح أي زيادة أرباحها، وهذه الزيادة في الأرباح تؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم الواحد وهو العامل الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للسهم، كما أن عمر المؤسسة يعكس خبرتها وعلامتها في السوق، فالمؤسسات العريقة عادة ما تكون محل اهتمام المستثمرين وهذا ما يزيد من حجم تداول أسهمها في السوق المالي الأمر الذي يؤثر إيجابا على قيمتها السوقية.[4]

---

[1] شعبان محمد عقيل شعبان لولو، مرجع سبق ذكره، ص 59.

[2] ضياء إياد المصري، محمد سليم العيسى، مرجع سبق ذكره، ص 245.

[3] Fouzan Al Qaisi & al, **Factors Affecting the Market Stock Price – The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange**, International Journal of Business and Social Science, Vol 7, No 10, 2016, P 85.

[4] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

ثالثا: نشاط المؤسسة

يعتبر عامل نشاط المؤسسة والقطاع العاملة فيه من أهم العوامل التي قد تؤثر على قيمة أسهمها، فالقطاعات النشطة تجذب المستثمرين لتداول أسهمها وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية خاصة، فكل قطاع من القطاعات لديه مرحلة ازدهار وهذا حسب الظروف العامة للبلد أو التطورات السريعة، فمن الملاحظ في الوقت الحاضر أن القطاع التكنولوجي هو القطاع الغالب وهذا نتيجة تطوره وحاجة الصناعة العالمية له كما من الممكن لقطاعات أخرى أن تزدهر وهذا حسب موقع اقتصاد البلد من الاقتصاديات العالمية أو الموارد التي يمتلكها وهذا الازدهار يمكن أن يؤثر إيجابا على قيمة أسهم تلك القطاعات، كما أن جميع المؤسسات العاملة في السوق تتأثر بالمخاطر(النظامية أو غير النظامية) وبدرجات متفاوتة وحسب نشاطها، وهذه المخاطر تؤثر بشكل مباشر على عوائدها وعلى العائد المطلوب من قبل المستثمرين وبالتالي التأثير مباشرة على القيمة السوقية لأسهم تلك المؤسسات.[1]

رابعا: التوقعات بخصوص مستقبل المؤسسة ومدى قوة مركزها المالي

في حالة كون التوقعات الخاصة بالمؤسسة متفائلة وإيجابية وهذا استنادا إلى قوة مركزها المالي، نجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر في المستقبل، يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة أسهمها وكذا زيادة حجم تداولها، بالمقابل فإن التوقعات بضعف المركز المالي للمؤسسة وتعثرها، وعدم إمكانية تحقيقها لأرباح أكبر من شأن ذلك أن يؤدي إلى انخفاض قيمة وحجم تداول أسهمها في السوق.[2]

خامسا: الوضع المالي والتجاري للمؤسسة المصدرة للأسهم

إن تحسن المركز المالي للمؤسسة وزيادة قيمة أصولها وزيادة مبيعاتها وبالتالي زيادة أرباحها، سينتج عنه زيادة الطلب على أسهم هذه المؤسسة في البورصة وارتفاع أسعار أسهمها في السوق، والعكس إذا تعرض المركز المالي والتجاري للمؤسسة إلى مشاكل سيؤدي إلى انخفاض قيمة أصولها ونتيجة لذلك ستنخفض القيمة السوقية لأسهمها.[3]

سادسا: الأرباح المحققة أو المتوقع تحقيقها من طرف المؤسسة

يؤثر صافي الربح المتوقع بعد الضريبة على القيمة السوقية للسهم، فهناك علاقة طردية بين زيادة صافي الأرباح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية للسهم، فعندما يتوقع المستثمرين زيادة صافي الربح بعد الضريبة فإنهم يقبلون على شراء الأسهم ما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.[4]

---

[1] نفس المرجع، ص 91.

[2] عابد عبد الله كشميري، مرجع سبق ذكره، ص ص 211-212.

[3] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 151.

[4] عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، **الإدارة المالية-أطر نظرية وحالات عملية**-، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص 39.

سابعا: الأرباح الموزعة

وتتمثل في الأرباح النقدية الموزعة على السهم من فترة إلى أخرى، حيث تؤدي زيادة نسبة الأرباح إلى زيادة العوائد المتوقعة للأسهم ما ينتج عنه زيادة في سعر السهم وحجم تداوله، والعكس في حالة انخفاض الأرباح الموزعة تنخفض معها عوائد الأسهم وكذا ينخفض سعر السهم وحجم تداوله،[1] وعليه فإن للأرباح الموزعة انعكاس مباشر في الغالب على قيمة المؤسسة وذلك من خلال تأثيرها على أسعار الأسهم التي تصدرها، حيث يسعى المستثمرين إلى تحقيق نوعين من الأرباح، ربح عادي يوزع على مستوى المؤسسة وربح رأسمالي ناتج عن زيادة سعر السهم السوقي، ولكن عادة ما يفضل أغلبية المساهمين الأرباح العادية الموزعة نقدا على الأرباح الرأسمالية وذلك لعدة اعتبارات، نذكر منها:[2]

- تفاديا لحالة عدم التأكد التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية وكذا الأرباح الرأسمالية؛
- اعتماد بعض المساهمين على الأرباح العادية واعتبارها كمصدر للدخل؛
- دلالة توزيع الأرباح نقدا على قوة المؤسسة من حيث السيولة والربحية.

ثامنا: زمن تحقق الأرباح

توجد علاقة عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقق الأرباح، حيث يؤدي قصر فترة تحقيق الأرباح إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم، في حين أنه كلما زادت وارتفعت فترة تحقيق الأرباح يؤدي ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.[3]

تاسعا: السيولة

تعبر السيولة على قابلية تحويل الأصول إلى نقدية بسرعة وبدون خسائر، ويتم الإحتفاظ بالأصول السائلة بهدف تسديد الإلتزامات المستحقة الأداء في الوقت الحالي أو المدى القريب،[4] حيث تختلف درجة مرونة تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية؛[5]

إن كل من السيولة والقيمة السوقية هدفان متلازمان غير أنهما متعارضان في الوقت ذاته، فزيادة السيولة عن الحد المطلوب يدل على الإقتراب أكثر من النقدية وشبه النقدية وهذا دلالة على امكانية هدر فرصة ربح محتملة نتيجة عدم استثمار هذه الأموال ما يؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة والعوائد التي يمكن أن يحصل عليها المساهمين، وبالمقابل فإن نقص نسبة السيولة سيعرض المؤسسة إلى الإفلاس وبالتالي التصفية وعليه تآكل حقوق المساهمين وانخفاض القيمة السوقية، ومما سبق فمن الضروري إدارة العلاقة بين كل من السيولة والقيمة السوقية والموازنة بينهما وذلك عن طريق المراقبة الدقيقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة حتى

[1] عابد عبد الله كشميري، مرجع سبق ذكره، ص 211.

[2] عبد المالك بلعشي، سعيد مزيان، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الإقتصادية دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015– 2018**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 02، 2021، ص 242.

[3] عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 40.

[4] علي خلف إبراهيم الزهراني، مرجع سبق ذكره، ص 43.

[5] عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-42.

لا تكون هناك سيولة زائدة وكذلك العمل على استغلال الأموال الزائدة عن الحاجة باستثمارها لغاية تحقيق أرباح وعوائد أكبر للمساهمين وذلك ما يرفع ويحسن من القيمة السوقية.[1]

عاشرا: القدرة على أداء الالتزامات

تعبر قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات في قابليتها على الإيفاء بالالتزامات مستحقة الأداء وذلك في تواريخ استحقاقها، وتصنف الالتزامات إلى مجموعتين وذلك حسب درجة السداد حيث نجد الإلتزامات مبكرة السداد والإلتزامات آجلة السداد، ولتوضيح العلاقة القائمة بين كل من القيمة السوقية للسهم والقدرة على أداء الإلتزامات لابد من استخراج هذه العلاقة من البيانات المحاسبية المدرجة في القوائم المالية مثل النسب المالية،[2] حيث تبين النسب المستخرجة من القوائم المالية حجم الأصول والمديونية، حق الملكية، والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء استحقاقاتها (إجمالي الأصول/المديونية)، فكلما كان المعدل كبيرا كان التأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم، أما في حالة عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها سيؤدي ذلك إلى تخفيض هامش الأمان على الإستثمارات المرتقبة، ما ينتج عنه انخفاض في القيمة السوقية للسهم.[3]

احدى عشر: درجة الرفع المالي

إن نسبة الرفع المالي من المكونات الرئيسية في القوائم المالية، حيث تساعد المعلومات الخاصة بتلك النسبة على تحديد المسار المالي للمؤسسة، فهي تبين ما إذا كانت المؤسسة تسير باتجاه الإعتماد على حقوق الملكية أو القروض في تمويل استثماراتها وعليه تقييم المخاطرة المحيطة بها وبالتالي التأثير على القيمة السوقية للسهم؛[4]

إن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بهيكل التمويل بشكل عام وبالرفع المالي خاصة، فانخفاض كلفة التمويل بسبب زيادة الوزن النسبي للتمويل عن طريق الديون في هيكل التمويل نتيجة الميزة الضريبية التي تتم بها تؤثر إيجابا على أرباح المؤسسة وبالتالي على القيمة السوقية للأسهم، كما أن التوسع في التمويل عن طريق الاستدانة يؤدي إلى زيادة المخاطرة، مما ينعكس في ارتفاع كلفة هيكل التمويل ما يؤثر على قيمة المؤسسة والقيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى أن ارتفاع قيمة الديون قد تصيب المؤسسة بالعسر المالي وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية سواء من حيث أصل القرض أو الفوائد، فقد تجد المؤسسة صعوبة في تمويل استثماراتها المستقبلية فضلا عن أن الارتفاع في الديون يعطي إشارة سلبية للمستثمرين ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على أسهم المؤسسة وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية، ومن جهة أخرى بما أن الرافعة الكلية هي عبارة عن حاصل ضرب الرافعة المالية في التشغيلية فإن الرافعة الكلية سيكون لها أثر على القيمة السوقية.[5]

---

[1] مراد عمر جبرائيل الصليبي، **أثر السيولة النقدية على القيمة السوقية لشركات التأمين والبنوك الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الأعمال والاقتصاد، تخصص المحاسبة والضرائب، جامعة القدس، فلسطين، 2022، ص ص 29-30.

[2] نفس المرجع، ص ص 42-43.

[3] عبد المالك بلعشي، سعيد مزيان، مرجع سبق ذكره، ص 240.

[4] سمير عبد الصاحب يارة، لميس محمد مطرود، مرجع سبق ذكره، ص 6.

[5] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

اثني عشر: الإستحواذ وتصفية الاستثمارات

إن إعلان المؤسسة الإستحواذ على مؤسسة أخرى عادة ما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم المؤسسة وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها، أما في حالة إعلان التصفية فذلك بمثابة إشارة سلبية للمستثمرين بعدم قدرة المؤسسة على الإستمرار في نشاطها وهذا ما يؤثر على القيمة السوقية للأسهم.[1]

ثلاثة عشر: مؤشرات الأداء المالي

حسب بعض الباحثين فإن الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم الربح، في حين يرى آخرون أن تعظيم القيمة هو الهدف الأساسي، وحسب مسيري المؤسسات فإن مؤشرات الأداء المالي هي عبارة عن معلومات تعبر عن الأداء المالي للمؤسسة، ممثلة في المؤشرات المختلفة المعلن عنها سنويا والتي تنعكس على القيمة السوقية للأسهم، وهذا عندما يتم التفاعل معها كمعلومات متاحة سلبية أو إيجابية عن تلك الأسهم، وتتجلى أهمية هذه المعلومات في تحديد محتوى المعلومات الخاصة بالمؤشرات بنوعيها (التقليدي والحديث) ومدى تأثيره على القيمة السوقية للأسهم، وهذا ما تنص عليه نظرية الإشارة وهو إعطاء معلومات عن دورة حياة المؤسسة وما تحققه من ممارسة نشاطها بهدف التأثير على المهتمين بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة.[2]

إن المعلومات المحاسبية والمؤشرات المستخلصة من التقارير المالية (خاصة تلك المتعلقة بالأرباح)، تتضمن معلومات تنعكس على أسعار الأسهم، حيث أن هذه الأسعار تستجيب وبشكل مباشر لدى الإعلان عن تلك الأرباح، فالتغيرات (سواء سلبا أو إيجابا) التي تحدث لأسعار الأسهم تكون في نفس اتجاه تغيرات الأرباح، كما أن المعلومات المستخلصة من الأرقام المحاسبية تخدم كثيرا المتعاملين في أسواق المال فيما يتعلق بتوقع المخاطر المنتظمة التي يمكن أن تحدث بالأسواق، فارتفاع القيمة السوقية للأسهم يرجع إلى عدة أسباب وعوامل مالية تتمثل في التقارير المالية الربعية، نصف السنوية والسنوية الخاصة بالمؤسسات والتي تكون محل اهتمام المحللين الماليين والذين يعملون على تقييم سعر السهم الحقيقي وفقا للمعلومات المالية المتوفرة في التقارير المالية، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم هي انعكاس للمعلومات المالية المتوفرة في التقارير المالية.[3]

وفمايلي سنستعرض طبيعة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم المؤسسة:

1- **طبيعة تأثير معدل العائد على الأصول على القيمة السوقية للسهم:** إن معدل العائد على الأصول من المؤشرات الهامة في قياس الربحية فهو يوضح العائد المتولد من استثمارات المؤسسة أو يعبر عن نسبة صافي الدخل السنوي لمتوسط إجمالي الأصول خلال السنة المالية، حيث يدل ارتفاع قيمة العائد على الأصول على ارتفاع صافي دخل المؤسسة كون هذا المؤشر ما هو إلا قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول، وهذا

[1] نفس المرجع، ص 92.

[2] عبد الحق قنون، ريم قنون، **تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة 2013–2017**، مجلة آفاق علمية، المجلد 12، العدد 03، 2020، ص ص 496 – 497.

[3] جود الحلبي، كنجو كنجو، **أثر مؤشرات الأداء المالي في القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة**، مجلة جامعة حماة، المجلد 3، العدد 7، 2020، ص ص 162 – 163.

الارتفاع من شأنه أن يؤثر على القيمة السوقية للسهم بالإيجاب لأن ارتفاع قيمة صافي الدخل تعبر على ارتفاع ربحية السهم الواحد الذي يعتبر من بين العوامل المهمة التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.[1]

2- **طبيعة تأثير ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للسهم:** إن الهدف الأساسي للإدارة المالية الحديثة هو تعظيم ثروة الملاك، وتعظيم هذه الثروة تتضح من خلال ربحية السهم الواحد، ويعتبر هذا المؤشر مهما في قياس كفاءة أداء المؤسسة، كونه يعكس ربحية المؤسسة كما أنه بمثابة القوة الدافعة للقيمة السوقية للسهم، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع قيمة السهم الواحد يجذب الكثير من المستثمرين للاستثمار في ذلك السهم ذو الربحية العالية، وهذا مايؤدي إلى ارتفاع الطلب عليه وبالتالي ارتفاع قيمته السوقية.[2]

3- **طبيعة تأثير القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية للسهم:** يعتبر هذا المؤشر أداة فعالة يعكس تقييم السوق لأداء المؤسسة، فإذا كان تقدير السوق للمؤسسة أكبر من قيمة رأس المال المستثمر، فهذا يدل على قدرة الإدارة في خلق ثروة للمساهمين، وهذا ما يعطي إشارة إيجابية للمساهمين والمستثمرين للإستثمار في أسهم تلك المؤسسة، فكلما زادت القيمة السوقية المضافة كان دليلا على نجاح الإدارة في مهامها وهذا مايؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.[3]

أربعة عشر: المبيعات

تعتبر الأوضاع الاقتصادية وأوضاع سوق الصناعة من العوامل المؤثرة في مبيعات المؤسسة، ففي حالة توسع الاقتصاد ونموه بمعدلات عالية، تتأثر المؤسسة بذلك إيجابيا وتزداد مبيعاتها وأرباحها بدرجات متفاوتة، أما في حالة الكساد فإن معظم المؤسسات ستنخفض مبيعاتها وأرباحها بدرجات متفاوتة ايضا، يحددها مدى تأثير الكساد الاقتصادي على كل صناعة؛

وعليه فالتقلب في المبيعات يؤدي إلى تقلب الأرباح والذي يؤثر بالمقابل على القيمة السوقية.[4]

خمسة عشر: الإعلان عن ممارسة الإبداع والإبتكار

تسعى المؤسسات الناجحة للحفاظ على بقائها واستمراريتها في الأسواق، ما يستوجب عليها عدم الوقوف عند حد الكفاءة الإقتصادية، بل يجب أن يكون الإبداع والإبتكار من السمات المميزة لمنتجاتها وخدماتها، كونه يسمح للمؤسسة بالتكيف مع التغيرات المحيطة بها؛

وفقا للعديد من الدراسات فإن المؤسسات التي لديها استثمار كبير في الإبداع والإبتكار حققت أداء مالي أفضل مقارنة بالمؤسسات التي لا تنفق على الإبداع والإبتكار، ضف إلى ذلك تحقيقها لمعدل نمو مبيعات أعلى من متوسط معدل نمو مبيعات السوق، ما يبرز الدور الذي يؤديه الإعلان عن الممارسات الإبداعية والإبتكارية في التقارير المالية وغير المالية في تنمية سوق الأوراق المالية من حيث توفير المعلومات المختلفة وبالخصوص

[1] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

[2] نفس المرجع، ص 93.

[3] محمد حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 126.

[4] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-93.

تلك المتعلقة بأنشطة المؤسسات وتأثير ذلك على ربحيتها والقيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال الإستفادة من قيمة المعلومات المعروضة في التقارير المالية، كما أظهرت نتائج الدراسات وجود علاقة إيجابية بين الإستثمار في أسهم المؤسسات التي تعلن عن ممارستها للإبداع والإبتكار والقيمة السوقية لهذه الأسهم نتيجة الإستثمار فيها.

ويتضمن الإعلان عن الأنشطة التي تمارسها المؤسسة على معلومات غير مالية (إنتاج، تسويق، تخزين،.....)، بالإضافة إلى تحليل كل الظروف الإقتصادية والسياسية ذات الصلة بنشاط المؤسسة مستقبلا والمجالات المالية المتخصصة والتي تعتبر مصدرا للمعلومات، نشرات سوق رأس المال والمعلومات التي توفرها المواقع الإلكترونية الخاصة بأسواق رؤوس الأموال، حيث تساعد هذه المعلومات المتاحة المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الإستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الإستثمار في الأوراق المالية تتخذ بناءا على المعلومات المالية المنشورة، كل ذلك يؤكد تأثر القيمة السوقية بالمعلومات المالية وغير المالية ودرجة نشرها.[1]

المطلب الثالث: عوامل أخرى

هناك العديد من العوامل التي تؤثر سواء بشكل مباشر أو غير مباشر على القيمة السوقية للسهم، فالظروف السياسية التي يمر بها البلد من حرب أو عدم استقرار تنعكس وتؤثر على القيمة السوقية للسهم، كما تؤدي إلى العزوف عن الإستثمار خاصة بالنسبة للمستثمرين الأجانب حيث عادة ما يقومون بسحب رؤوس أموالهم من البلدان التي تعاني من حالة عدم الاستقرار، ضف إلى ذلك تأثير الظروف الطبيعية كالكوارث والفيضانات ، فضلا عن ثقافة البلد اتجاه الإستثمار الذي له تأثير كبير على القيمة السوقية فمن الملاحظ أن البلدان المتقدمة عادة ما تتجه ثقافتها المالية إلى الاستثمار (خاصة الأسهم)،[2]

بالإضافة إلى الحالة الاقتصادية التي يمر بها البلد فهي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ففي أوقات الركود الإقتصادي(الكساد) تقل الأنشطة الاقتصادية وينخفض الطلب على الأوراق المالية (الأسهم) ما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية، أما في أوقات الإنتعاش الاقتصادي فتزداد الأنشطة الاقتصادية والنمو الاقتصادي فيزداد الطلب على الأوراق المالية (الأسهم) وبالتالي زيادة قيمتها السوقية، كما تؤثر أسعار الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية في السوق المالي، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة ينخفض الإستهلاك ومن ثم ينخفض الطلب وتواجه المؤسسات مشاكل في التمويل حيث تزداد تكاليف الديون ما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية والعكس صحيح في حالة انخفاض أسعار الفائدة.[3]

[1] محمد عبد المنعم محفوظ نصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 832 – 833.

[2] إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

[3] هبة عامر عيسى الجعفري، مرجع سبق ذكره، ص 51.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل توصلنا الى أن الأسهم أداة محورية وهامة في سوق الأوراق المالية، تتميز قيمها بطبيعة ثابتة الى حد ما خلافا للقيمة السوقية ذات الطبيعة المتقلبة والغير مستقرة ، وهذا راجع لتأثرها بمجموعة من العوامل منها ما هو داخلي تستطيع المؤسسة التحكم فيه والسيطرة عليه كالأرباح المتوقعة... ومنها ما هو خارجي خارج عن سيطرة المؤسسة مثل أسعار الفائدة بالإضافة الى عوامل أخرى كالظروف السياسية والكوارث الطبيعية؛

كما يسعى متخذي القرار الى تعظيم قيمة المؤسسة وذلك من خلال تعظيم السوقية للسهم نظرا لأهميتها البالغة فهي تعتبر المرآة العاكسة لإدارة المؤسسة وتستخدم في اتخاذ القرارات المالية كما تساعد على تقييم أداء المؤسسة، وعادة ما تعكس القيمة السوقية للأسهم وضع المؤسسات وحجمها من خلال حجم التداول فيها.

الفصل الثالث: دراسة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

- المبحث الأول: نظرة عامة حول بورصة عمان
- المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية
- المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

تمهيد:

بعد تطرقنا في الفصلين السابقين إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأداء المالي، مؤشرات ونسب قياس الأداء المالي، القيمة السوقية وأهم العوامل المؤثرة فيها، سنحاول في هذا الفصل إسقاط ما تم التطرق إليه في الجانب النظري ومعالجته من الجانب التطبيقي وذلك من خلال دراسة تأثير بعض المؤشرات التقليدية والحديثة على القيمة السوقية لأسهم عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة عمان، لما لهذه المؤشرات من دور في مساعدة المسيرين وأصحاب المصلحة على اتخاذ القرارات السليمة والصائبة فيما يتعلق بالأنشطة الاقتصادية، وسنتناول بالدراسة في هذا الفصل ما يلي:

- ✓ المبحث الأول: نظرة عامة حول بورصة عمان
- ✓ المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية
- ✓ المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

المبحث الأول: نظرة عامة حول بورصة عمان

من خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم نبذة عن بورصة عمان، على اعتبارها ركيزة الإقتصاد الأردني، ولما لها من أهمية على مستوى العالم العربي، فقد شهدت تطورا ملحوظا منذ تأسيسها سواءا من الناحية التشريعية والتنظيمية أو من الناحية الكمية، إضافة إلى دورها الهام في التأثير على مختلف الأنشطة الإقتصادية للبلد، حيث تعمل على توفير السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات وجذب المستثمرين.

المطلب الأول: ماهية بورصة عمان

تعد بورصة عمان من بين أحد أهم وأكبر الأسواق المالية في العالم العربي، حيث تضم عدد كبير من المؤسسات تابعة لعدة لقطاعات، وفيما يلي سنقوم بالتطرق إلى نشأتها، تطورها والتعريف بها.

أولا: نشأة وتطور سوق عمان المالي

لقد مر السوق المالي الأردني بعدة مراحل، بداية من مطلع الثلاثينات للقرن الماضي، والذي تميز بإنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة إلى غاية تأسيس بورصة عمان للأوراق المالية سنة 1976، وسنتناول التطور التاريخي لهذا السوق عبر الفترات الزمنية التالية:[1]

1- **الفترة من 1930-1960:** لقد بدأ الاكتتاب بالأسهم وتداولها بالأردن منذ فترة طويلة سابقة لإنشاء سوق عمان المالي، حيث بدأ ذلك منذ مطلع الثلاثينات ومع إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن وتداول أسهمها، ويعتبر البنك العربي أول شركة مساهمة عامة في الأردن وقد تم تأسيسه سنة 1930، شركة التبغ والسجائر الأردنية سنة 1931، شركة الكهرباء الأردنية سنة 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية سنة 1951، ونتيجة لبروز هذه التعاملات تم ظهور أسواق مالية غير منظمة من خلال مكاتب غير متخصصة،[2] وأهم ما ميز هذه الفترة هو محدودية فرص الاستثمار وقلة انتشارها.

2- **الفترة من 1960-1976:** ما ميز هذه الفترة أول إصدار لاسناد القرض في الأردن وذلك سنة 1961، كما شهدت تطورا بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن للفترة 1962-1967، حيت تم طرح سندات لعدة مشاريع حكومية في هذه الفترة، كما تم إصدار قانون الشركات سنة 1962، في حين تم إصدار قانون الدين العام سنة 1966 والذي سعى إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لغرض تمويل المشاريع، كما تم إصدار أذونات الخزينة لسد العجز بين الإيرادات والنفقات وذلك سنة 1969، كما عرفت الفترة الممتدة من 1961-1969 وضع خطة ثلاثية مضمونها الأساسي زيادة الإدخار الخاص بالبلد، وجذب المدخرات الأجنبية، كما تميزت بظهور بعض الشركات المالية.

---

[1] عبد الحفيظ خزان، **تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي-دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002-2013**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص ص 120-122.

[2] نايف عبد العزيز حمد العنزي، **الافصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني: دراسة مقارنة**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2012، ص 28.

3- **الفترة من 1976-1990:** تميزت هذه المرحلة بإصدار قانون مؤقت رقم 31 سنة 1976 والذي ينص على إنشاء السوق عمان المالي والذي بدأ نشاطه سنة 1978 حيث ضم 66 شركة مساهمة، تحت إشراف لجنة مهمتها إدارة السوق وتنظيم إصدار الأوراق المالية وضمان سلامة تداولها، وبعد سنة 1980 تم تسجيل جملة من الأحداث أهمها خلق سوق موازية وارتفاع عدد الأسهم المتداولة، اندماج العديد من الشركات من مختلف القطاعات لزيادة حجمها وقوتها، التوسع في إصدار إسناد القرض للشركات العامة وكذا توسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية، كما تم في سنة 1988 الإنطلاق في تداول أذونات الخزينة.

4- **الفترة ما بعد 1990:** في هذه الفترة تبنت الحكومة الأردنية سياسة الإصلاح الشامل لسوق رأس المال وذلك لدعم نمو القطاع الخاص وتنويع قاعدة الاقتصاد، وأهم ما ميز هذه الفترة ما يلي:

- زيادة حجم التداول في السوق المالي وتوسع الاقتصاد نتيجة زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق والتي تجاوز عددها 200 شركة؛
- صدور كل من قانون الشركات وقانون الأوراق المالية المؤقت سنة 1997 وذلك في إطار سياسة الإصلاحات، كما تم إنشاء ثلاث مؤسسات مالية لغرض إدارة سوق رأس المال وهي: هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان، مركز إيداع الأوراق المالية؛
- ظهور تشريعات خاصة بالإفصاح والشفافية وإلزام الشركات بها ضمانا لحقوق المتعاملين في السوق؛
- السماح للاستثمار الأجنبي غير المباشر بدخول بورصة عمان لتوفير السيولة اللازمة للسوق؛
- إعداد هيئة الأوراق المالية لتشريعات تربط السوق بالأسواق الخليجية؛
- إدخال التداول الإلكتروني في منتصف سنة 2000؛
- تطبيق النسخة الجديدة لنظام التداول الإلكتروني NSC V900 سنة 2008؛
- إعداد مشروع تأسيس المركز المالي الوطني الأردني؛
- تحديث البنية التقنية للبورصة، تطبيق التداول عبر الأنترنت واحتساب أرقام قياسية جديدة بالإضافة لاستحداث أدوات مالية جديدة.

ثانيا: تعريف بورصة عمان

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، حيث تدار هذه الأخيرة من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة؛

وبموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتمثل المهام الرئيسية لها في ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب

لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بهذه الأسوق والخدمات التي تقدمها البورصة.[1]

ثالثا: أهداف بورصة عمان

تهدف بورصة عمان للأوراق المالية التي تحقيق جملة من الأهداف تتمثل أهمها فيما يلي:[2]

- توفير السيولة اللازمة لكل من المدخرين والمستثمرين وتمكين المؤسسات من جذب رؤوس الأموال؛
- نشر المعلومات الخاصة بأسعار التداول بشكل فوري لكسب ثقة المتعاملين؛
- تنمية المدخرات وذلك بتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية؛
- تحقيق مناخ استثماري أفضل للمتعاملين في البورصة وتنويع أساليب التمويل من قبل المؤسسات؛
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يضمن سلامة عمليات التعامل وسهولتها وسرعتها؛ وبالتالي الحفاظ على المصلحة المالية للبلاد وحماية صغار المستثمرين؛
- رفع مستوى الدخل في المجتمع.

رابعا: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

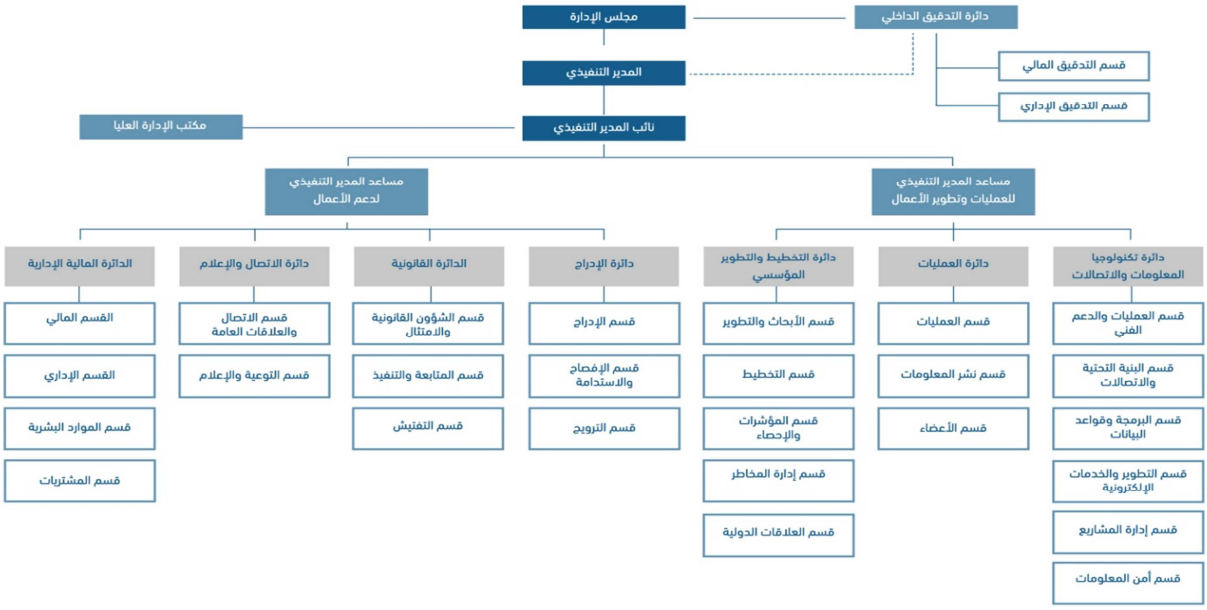
فيما يلي سنقوم بعرض الهيكل التنظيمي لبورصة عمان أدناه: [3]

[1] https://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/40 consulté: le 27/05/2024 à 14:28h.

[2] سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 129.

[3] https://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/7355 consulté: le 27/05/2024 à 13:22 h.

الشكل رقم (04): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان، https://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/7355

خامسا: قطاعات بورصة عمان

يتميز التصنيف القطاعي للشركات المدرجة في بورصة عمان بأنه يعمل على إظهار طبيعة وغايات عمل المؤسسة بطريقة واضحة ودقيقة للمستثمرين مما يسهل سرعة وصول المعلومات لهم وذلك لغاية التحليل المالي للمؤسسة، كما يؤدي إلى إبراز الأهمية النسبية لكل قطاع وبالتالي يعطي مقياس لأداء المؤسسة بمقارنة بمثيلاتها من نفس القطاع.[1]

وبناء على هذا التصنيف فقد تم تقسيم المؤسسات المدرجة في بورصة عمان إلى ثلاثة قطاعات رئيسية وتتمثل هذه القطاعات في:[2]

1- القطاع المالي: ويضم أربعة قطاعات فرعية تتمثل في: البنوك، التأمين، الخدمات المالية المتنوعة والعقارات.

2- قطاع الصناعة: ويضم أحد عشر قطاع فرعي تتمثل في: قطاع الصناعات الدوائية، قطاع الصناعات الكيماوية، قطاع الورق والكرتون، قطاع الطباعة والتغليف، قطاع التبغ والسجائر، قطاع الأنسجة والجلود، قطاع الصناعات الكهربائية، قطاع الأغذية والمشروبات، قطاع التعدين والصناعات الإستخراجية، قطاع الصناعات الزجاجية والفخارية وقطاع الصناعات الهندسية والإنشائية.

[1] النشرة التعريفية-بورصة عمان، ص 14 الموقع: https://www.ase.com.jo/sites/default/files/ يوم التصفح: 2024/05/28 على الساعة 20:18.

[2] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص148.

3- قطاع الخدمات: ويضم سبع قطاعات فرعية تتمثل في: قطاع التعليم، قطاع الطاقة والمنافع، قطاع التكنولوجيا والإتصالات، قطاع الصحة، قطاع الخدمات التجارية، قطاع السياحة والفنادق وقطاع الإعلام.

المطلب الثاني: شروط إدراج الأسهم في بورصة عمان

وضعت بورصة عمان شروطا لإدراج أسهم المؤسسات في البورصة، وهي:[1]

أولا: حسب المادة (03)

1- يجب على الشركة المنشأة في المملكة وكل مصدر عام فيها أن يتقدم بطلب لإدراج أوراقه المالية المصدرة في البورصة باستثناء الشركات الخاضعة لإجراءات تخفيض رأس المال أو الاندماج أو إعادة هيكلة رأس المال حيث يتوجب عليها تقديم طلب لإدراج أوراقها المالية في البورصة حال استكمال هذه الاجراءات لدى جميع الجهات المختصة؛

2- على الجهة المصدرة تقديم طلب لإدراج كامل الأوراق المالية المكتتب بها مرفقة بجميع الوثائق والمستندات المطلوبة وفقاً للنموذج المعد لهذه الغاية؛

3- للبورصة الحق في عدم الموافقة على طلب إدراج أي ورقة مالية إذا كانت لديها أسباب مبررة تذكر في قرار الرفض، وللمصدر الذي تقدم بطلب الإدراج الاعتراض لدى مجلس الإدارة خلال مدة لا تتجاوز 10 أيام عمل من تاريخ تبلغه بقرار البورصة، وعلى مجلس الإدارة إصدار قراره بالرد على الاعتراض خلال مدة لا تتجاوز 30 يوما عمل من تاريخ تسلم البورصة الاعتراض؛

4- إذا تقدمت الشركة بطلب الإدراج في البورصة مع إبداء عدم رغبتها في التداول والأسباب المبررة لذلك فعلى البورصة وسنداً لأحكام المادة (69/ب) من القانون رفع هذا الطلب لمجلس المفوضين لاتخاذ القرار المناسب بخصوصه.

ثانيا: حسب المادة (04):

1- على الشركة التي تتقدم بطلب لإدراج أسهمها في البورصة تزويد البورصة بالبيانات والمعلومات التالية على شكل نسخة ورقية وأخرى إلكترونية:

- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي:

✓ نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية الممارسة فعلياً، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء أكانت شركة أم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة (إن وجدت).

✓ وصفاً للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها.

✓ تقييم مجلس إدارة الشركة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة والمرحلة التي وصلتها والإنجازات التي حققتها، ومقارنتها مع الخطة الموضوعة.

[1] https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-almalyt-lsnt-2018 consulté: le 02/06/2024 à 11.35h.

- ✓ الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- ✓ الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة مراجعة من شركة تدقيق حسابات، بحيث تتضمن قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية المتوقعة.
- ✓ أسماء الأشخاص الذين يملكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة.
- ✓ أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم في مجالس إدارات الشركات الأخرى.

- عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار (إن وجدت).
- التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية والذي يتضمن تقرير مجلس إدارة الشركة والبيانات المالية المدققة وتقرير مدقق حساباتها.
- تقرير الحوكمة لآخر سنة مالية والمعد وفقاً لمتطلبات الهيئة (إن وجد).
- البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدقق حسابات الشركة والتي تغطي الفترة من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج (إن وجدت).
- تقرير المدقق الخارجي لحسابات الشركة والمتعلق بأحدث بيانات مالية على ألا يتضمن شكوكاً حول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها أو رأياً مخالفاً أو امتناعاً عن ابداء الرأي.
- تقرير يبين الأسهم الحرة في الشركة وتفاصيل احتسابها كما هي بنهاية السنة المالية التي تسبق تاريخ تقديم طلب الادراج.
- أي معلومات أخرى تراها البورصة ضرورية لاتخاذ قرار الإدراج.

2- تشمل البيانات المالية لأغراض هذه التعليمات ما يلي:

- تقرير مدقق الحسابات.
- قائمة المركز المالي.
- قائمة الدخل الشامل.
- قائمة التدفقات النقدية.
- قائمة التغيرات في حقوق الملكية.
- الإيضاحات حول هذه البيانات.

ثالثا: حسب المادة (05)

1- تدرج أسهم الشركة التي توافق البورصة على إدراج أسهمها في السوق الثاني بعد تحقيقها شروط الادراج فيه.

2- يشترط لإدراج أسهم الشركة في السوق الثاني ما يلي:

- ✓ تسجيل هذه الأسهم لدى الهيئة والمركز.

- ✓ عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها.
- ✓ توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج أسهمها.
- ✓ إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطاً تشغيلياً.
- ✓ ألاّ يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية.
- ✓ ألاّ تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 5% من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.

رابعا: حسب المادة (06)

على الشركة المصدرة التي توافق البورصة على إدراج أوراقها المالية الإعلان عن البيانات المالية السنوية المدققة والمرحلية المراجعة، وملخص عن تقرير مجلس إدارة الشركة المقدم لغايات الإدراج في صحيفتين يوميتين محليتين مرة واحدة على الأقل، على أن تقوم الشركة بهذا الإعلان قبل 3 أيام عمل على الأقل من تاريخ إدراج الأوراق المالية للشركة.

خامسا: حسب المادة (08)

على الرغم مما ورد في الفقرة (أ) من المادة (5) من هذه التعليمات، لمجلس الإدارة إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الناتجة عن عمليات التخاصية والشركات المساهمة العامة الناتجة عن تحول شركات ذات مسؤولية محدودة أو توصية بالأسهم أو مساهمة خاصة والشركات المساهمة العامة غير الأردنية في السوق الأول وذلك بالرغم من عدم تحقيقها لشروط ومتطلبات الإدراج في هذا السوق بشرط تزويد البورصة بالبيانات والمعلومات التي تطلبها, وتسري أحكام المادتين (11و10) من هذه التعليمات على الشركات المذكورة بعد مضي سنة مالية كاملة على إدراجها في البورصة.

المطلب الثالث: أنواع المؤشرات في بورصة عمان

تقوم بورصة عمان بإعتماد العديد من المؤشرات، حيث تهدف من خلالها لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة مقارنة مع فترات الأداء السابقة وكذا التنبؤ بإتجاهات السوق مستقبلا،[1] وتتمثل أهم هذه المؤشرات في الآتي:[2]

أولا: المؤشر المرجح بالقيمة السوقية: (weighted price index)

يعتمد في حساب هذا المؤشر على أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لعدد الأسهم الكلي للمؤسسات المدرجة في البورصة، بحيث يكون لكل مؤسسة تأثير على قيمة المؤشر بمقدار وزنها في هذا المؤشر، فالمؤسسات الأكثر تأثيراً في المؤشر هي المؤسسات التي لها قيمة سوقية أكبر، وعليه فإن التغير في القيمة

[1] دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 108.

[2] مؤشرات الأسهم بورصة عمان ص ص5-7. الموقع: https://ase.com.jo/sites/default/file يوم التصفح: 2024/05/31 على الساعة 18:28.

السوقية للمؤسسات التي تتمتع بالقيمة السوقية الأكبر والوزن الأعلى يؤدي إلى تغيير قيمة المؤشر بشكل أكبر من المؤسسات التي لها القيمة السوقية الأقل، يحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر المرجح بالقيمة السوقية} = \frac{\text{مجموع القيمة السوقية لعينة المؤشر}}{\text{قيمة الأساس}} \times 1000$$

يتم التعبير عن المؤشر هذا بصورة نقاط، ويساوي المؤشر 1000 نقطة في سنة الأساس، وقد تم تحديد 31 ديسمبر 1991 كسنة أساس لهذا المؤشر، ويبلغ عدد المؤسسات عينة المؤشر حالياً 100 مؤسسة من إجمالي عدد المؤسسات المتداولة في البورصة، وتتم مراجعة دورية لعينة هذا المؤشر بشكل ربعي (في نهاية أشهر مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر من كل سنة)، حيث يتم اختيار المؤسسات بناء على معياري نشاطها ممثلا بعدد أيام التداول، وقيمتها السوقية خلال فترة الربع المعني.

ثانيا: المؤشر المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة : (Free Float Weighted Price Index)

يعتمد في حساب هذا المؤشر على أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في المؤسسات (Free Shares Float)، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل مؤسسة في البورصة، حيث يتم استبعاد الأسهم غير المتاحة للتداول من أسهم المؤسسة عند احتساب قيمتها السوقية وبالتالي استبعادها أيضا من وزن المؤسسة في المؤشر، يعتمد هذا الأسلوب من طرف عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب مؤشرات لمعظم دول العالم مثل مؤسسة ستاندرد آند بورز P&S's و Group FTSE وغيرهما.

وفي هذا المؤشر تم حل مشكلة هيمنة المؤسسات التي لها قيمة سوقية كبيرة على تغيير المسار الإجمالي للمؤشر وذلك بوضع حد أعلى للقيمة السوقية لأي مؤسسة في عينة المؤشر بنسبة 10%، وبالتالي يعكس المؤشر أسعار الأسهم في البورصة بشكل أفضل بحيث لا يتحيز بشكل كبير إلى المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة ويعطي بذلك فرصة أكبر للمؤسسات المتوسطة والصغيرة للتأثير على تحركاته.

كما يتم حساب المؤشرات أدناه في بورصة عمان بالإعتماد على أسهم المؤسسات الحرة المتاحة للتداول وهي:[1]

1- المؤشر العام: ASE100

وهو المؤشر الرئيسي في بورصة عمان، فهو عبارة عن مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، وتتألف عينة المؤسسات في هذا المؤشر من 100 مؤسسة هي الأكثر نشاطاً في البورصة والأكبر من حيث قيمتها السوقية. وقد تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساسية للمؤشر العام كما في نهاية العام 1999، ويعتمد على حد أعلى لوزن الشركة في المؤشر لا يتجاوز 10%، وفي حالة تجاوز وزن مؤسسة في

[1] نفس المرجع، ص ص 8-10.

المؤشر هذه النسبة يوزع الوزن الفائض على بقية مؤسسات عينة المؤشر بحيث يبقى إجمالي وزن مكونات المؤشر مساوياً لـ 100%، ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$\textbf{قيمة المؤشر العام} = \frac{\text{مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لعينة المؤشر}}{\text{قيمة الأساس}} \times \mathbf{1000}$$

تحسب مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة للمؤسسات العينة كالآتي:

$$\sum_{i=1}^{100} \text{عدد الأسهم المدرجة} \times \text{سعر الإغلاق} \times \text{نسبة الأسهم الحرة} \times \text{المعامل}$$

يتم حساب المعامل للمؤسسة التي يكون وزنها أكبر من 10% من مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لمؤسسات عينة المؤشر، بحيث يتم تخفيض وزنها ليصل إلى هذا الحد في حال زيادته عن ذلك، أما المؤسسات التي لا يتجاوز وزنها 10% من قيمة المؤشر يكون المعامل لها يساوي الواحد، وتعدل قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للمؤسسة عمل المراجعة الربعية للمؤشر.

2- المؤشر المرجح بالأسهم الحرة للأسواق

يتم توزيع المؤسسات المدرجة في البورصة وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان ضمن سوقين وهما (السوق الأولي والسوق الثانوي) بناء على معايير وشروط معينة خاصة بكل سوق، ويتكون مؤشر السوق الأولي من 35 مؤسسة من المؤسسات المدرجة والمصنفة في السوق الأولي، بينما يتكون مؤشر السوق الثاني من 70 مؤسسة من المؤسسات المدرجة والمصنفة في السوق الثانوي، ولقياس أداء هذه الأسواق تم استحداث مؤشرات خاصة بكل سوق وتم اعتماد عام 2012 كسنة أساس، كما تتم عمل مراجعة نصف سنوية لعينة الأسواق، ويتم حساب هذا المؤشر باستعمال نفس الصيغة الحسابية المتبعة في حساب مؤشر ASE100 .

3- مؤشر الشركات الكبرى: ASE20

يقيس مؤشر المؤسسات الكبرى ASE20 أداء المؤسسات القيادية في البورصة، ويتكون من 20 مؤسسة مدرجة في البورصة تم اختيارها من عينة مؤشر ASE100 ، وتم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي ASE20 كما في نهاية العام 2014، أما فيما يخص المراجعة الدورية لعينة المؤشر فإنها تتم بشكل ربعي (في نهاية أشهر مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر من كل عام)، ويحسب هذا المؤشر وفق نفس الصيغة الحسابية المتبعة في حساب مؤشر ASE100.

4- مؤشر العائد الكلي: Total Return Index

وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، الهدف منه قياس العائد الكلي المتحقق على استثمارات أسهم مؤشر المؤسسات الكبرى ASE20، يأخذ بالإعتبار عند حسابه عوائد التوزيعات النقدية للمؤسسات العشرين بافتراض إعادة استثمارها في البورصة، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المتحققة لهذه المؤسسات نتيجة تغير أسعارها السوقية، وهذا ما يميزه عن مؤشر ASE20 الذي يقيس التغير في أسعار أسهم هذه المؤسسات فقط، فهو نسخة من مؤشر ASE20 إلا أن قيمة مؤشر العائد الكلي في اليوم التالي لاجتماع الهيئة العامة للمؤسسة التي تقرر توزيع أرباح نقدية على مساهميها ستكون أعلى من قيمة المؤشر ASE20 وذلك لأن هذه الأرباح الموزعة سيتم أخذها بالإعتبار عند حساب هذا المؤشرK، يتم حساب هذا المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة مؤشر العائد الكلي} = \frac{\text{قيمة المؤشر في اليوم السابق} \times \text{القيمة السوقية لعينة المؤشر}}{\text{القيمة السوقية لعينة المؤشر في اليوم السابق} \times \text{مجموع الأرباح الموزعة}}$$

المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية

سنقوم من خلال هذا المبحث بمحاولة بناء نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة التي تربط مؤشرات الأداء المالي بالقيمة السوقية لسهم المؤسسة.

المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المعتمد في الدراسة

سنعتمد في دراستنا على أسلوب الإنحدار المتعدد باستعمال بيانات البانل **(Panel Data)** لاختبار صحة فرضيات الدراسة، الهدف من دراسة الإنحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعا للتغير في قيم المتغيرات المستقلة.

أولا: تعريف بيانات البانل (Panel Data)

يمكن تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو بيانات البانل بأنها: "مجموعة من البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة."[1]

ويطلق اسم "بيانات البانل المتوازنة" إذا كانت الفترة الزمنية هي نفسها لجميع الوحدات المقطعية، في حين يطلق اسم " بيانات البانل غير المتوازنة" في حالة وجود اختلاف في الفترة الزمنية من مقطع فردي إلى آخر.[2]

[1] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص 193.

[2] أيمن العشعوش، **اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 39، العدد 5، 2017، ص 52.

تعتمد بيانات البانل على تجميع الملاحظات في شكل مقاطع عرضية (Section Cross) كالمؤسسات، البلدان...إلخ على مدى عدة فترات زمنية، حيث يعتبر التحكم في عدم التجانس الفردي الميزة الأساسية لبيانات البانل،[1] ويأخذ نموذج بيانات بانل الصيغة التالية:[2]

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^{k} \beta_K X_{K(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل:

y_{it}: قيمة المتغير التابع في المشاهد i عند الفترة الزمنية t.

α_i: قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i

β_K : قيمة الميل خط الانحدار

$X_{K(it)}$: قيمة المتغيرات المستقلة k في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t

ε_{it} : قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t

i= عدد الوحدات المقطعية

ثانيا: أهمية بيانات البانل:

اكتسبت بيانات البانل في السنوات الأخيرة اهتماما بالغا في الدراسات الاقتصادية، حيث تتمثل الأهمية الرئيسية لاستخدام بيانات البانل في زيادة دقة التقدير من خلال زيادة عدد المشاهدات وذلك من خلال ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية، كما أن استعمال معطيات فردية وزمنية يسمح بضبط تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع،[3]

كما تتمثل أهمية هذه البيانات أيضا في الآتي:[4]

– تمكن من التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة؛

---

[1] نوال غربي، محمد نور الدين، **أثر قرارا الاستثمار على تعظيم ثروة المساهمين–دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ–100**، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 1، 2022، ص 631.

[2] لعوج بن عمر، **أثر التحرير المالي على الوساطة المالية دراسة قياسية لعينة من 22 دولة نامية خلال الفترة 1995–2017 باستعمال تحليل بيانات بانل**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2020، ص 253.

[3] إيمان بن تومي، **أثر رأس المال البشري على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتورته، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مانجمنت وإقتصاد تطبيقي، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، الجزائر، 2021، ص 164.

[4] سراح موصو، **تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية –دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2022، ص 217.

– تضم بيانات البانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في البيانات المقطعية والزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات مستويات عالية من الثقة، كما أن مشكلة الإرتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية؛

– التقليل من مشكلة التعدد الخطي (Multi collinearity)، الذي يظهر بين المتغيرات المستقلة ومشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استعمال بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية؛

– تساهم في الحد من ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (Estimates Biased) ، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (Variable Omitted) في الإنحدارات المفردة.

كما يمكن إيجاز أهم مميزات بيانات البانل هذه النقاط فيما يلي: [1]

– تتميز بيانات البانل بكونها أكثر إفادة، أكثر تباينا، أقل تلازما، كما لديها درجات حرية أكبر وتكون تقديرات أكثر كفاءة؛

– تعتبر أكثر قدرة على تحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن ملاحظتها بسهولة في حال الإعتماد على بيانات مقاطعية عرضية أو بيانات سلاسل زمنية كل على حدى؛

– تقديم أدوات شاملة لفحص كيفية تغير المتغيرات، أو لفحص العلاقة بينهما ديناميكيا؛

– بيانات البانل مناسبة للتعامل مع نماذج سلوكية أكثر تعقيدا؛

– يمكن إزالة تأثير بعض أشكال التحيز الناتج عن المتغيرات المحذوفة في نتائج الإنحدار من خلال هيكلة نموذج البانل بطريقة ملائمة.

ثالثا: تقدير النماذج الزمنية لبيانات البانل:

يمكن تقدير النماذج الزمنية لبيانات البانل بواسطة ثلاث النماذج رئيسية وهي:

1- نموذج الإنحدار التجميعي (PRM): هو نوع من النماذج الذي يهمل تأثير الزمن،[2] لديه معاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية، يمكن للباحثين في هذا النموذج تجميع جميع البيانات وتقديرها باستخدام نموذج انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS)،[3] ويتم صياغة هذا النموذج وفق المعادلة التالية:[4]

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

[1] Yünus Gökmen et Üfük Türen, **The Determinats of High Technology Export- volume: A Panel Data Analysis of EU-15**, International Journal of Management/ Economics and Social Sciences, vol 2(3), 2013, P 223.

[2] محمد شوقي حابي، نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

[3] Thomas Hiestand, **Using Pooled Model, Random Model And Fixed Model Multiple Regression to Measure Foreign Direct Investement in Taiwan**, International Business & Economics Reasearch Journal, Vol 4, No 12, 2005, P 44.

[4] عماد الدين إبراهيم علي، **استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية**، المجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 02، 2023، ص 169.

حيث أن:

$$Var(\varepsilon_{it}) = \delta_{\varepsilon}^{2} \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

2-نموذج التأثيرات الثابتة (FEM): الهدف من هذا النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة من بيانات مقطعية على حدة، من خلال جعل معلمة القطع α تختلف من مجموعة لأخرى، مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، أي سنتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع،[1] وعليه يتم صياغة النموذج وفق المعادلة التالية:[2]

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{J(it)} + \varepsilon_{it}$$

i=1,2,…….,N t=1,2,……,T

حيث أن:

$$Var = (\sigma_{\varepsilon}^{2}) \text{ و } E(\varepsilon_{it}) = 0$$

3- نموذج التأثيرات العشوائية (REM): يصف البروفيسور William H. Greene نموذج التأثيرات العشوائية بأنه انحدار يكون فيه الحد الثابت الذي يمثل الأثر الفردي عبارة عن متغير عشوائي،[3] أي أن هذا النموذج يعتبر الآثار الزمنية والمقطعية على أنها عبارة عن معالم عشوائية وليست ثابتة، ويقوم هذا الإفتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط حسابي يساوي الصفر وتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، حيث لتقدير نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS)؛[4]

في هذا النموذج يعد معامل القطع α_I كمتغير عشوائي له مقدار ثابت μ وعليه:[5]

$$\alpha_i = \mu + v_i \quad , i = 1,2, \dots \dots, N$$

ويأخذ هذا النموذج الصيغة التالية:[6]

$$\gamma_{it} = \mu + \sum_{i=1}^{k} \beta_{jX_{j(it)}} + v_i + \varepsilon_{it}$$

i=1,2,…….,N t=1,2,……,T

---

[1] محمد رتيعة، **استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية**، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، 2014، ص 155.

[2] عماد الدين إبراهيم علي، مرجع سبق ذكره، ص 167.

[3] Robert A. Yaffee, **A Primer for Panel Data Analysis**, Social Sciences, Statistic & Mapping, 2003, P 7. https://web.pdx.edu/~crkl/ec510/pda_yaffee.pdf consulté: le 13/06/2024 à 12:25.

[4] سراح موصو، مرجع سبق ذكره، ص ص 221-222.

[5] عماد الدين إبراهيم علي، مرجع سبق ذكره، ص 169.

[6] نفس المرجع، ص 169.

رابعا: اختيار النموذج الملائم لبيانات البانل

يتم اختيار النماذج الملائمة لبيانات البانل من خلال المفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي، نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة، ويتم ذلك عن طريق القيام بالاختبارات التالية:

1- اختبار فيشر F (Fisher) المقيد:

يتم اعتماد هذا الاختبار للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، حيث يقوم على الفرضيتين التاليتين:

H_0: نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم.

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

حيث يأخذ الاختبار الصيغة التالية:[1]

$$F = (n-1, nT-n-K) = \frac{(R^2_{FEM} - R^2_{PRM})/(n-1)}{1 - R^2_{FEM}/(nT-n-K)}$$

حيث تمثل:

K: عدد المعلمات المقدرة.

T : عدد السلاسل الزمنية.

n : عدد المؤسسات.

R^2_{FEM} : معامل التحديد عن استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

R^2_{PRM} : معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

إذا كانت القيمة F المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية 5 % فإنه يتم رفض فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم والعكس صحيح.[2]

[1] سميرة بنت سعيد المالكي، **العلاقة بين حجم المنشأة الصناعية والتقدم التقني في المملكة العربية السعودية-دراسة تطبيقية-**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية إدارة الأعمال، قسم الإقتصاد، جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2013، ص 84.

[2] خديجة بوزيد، **أثر التقييم المالي للمجمعات وفق المعايير المالية الدولية على اتخاذ القرارات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة مصطفى اسطمبولي، معسكر، الجزائر، 2023، ص 235.

2- اختبار Hausman:

يعتبر اختبار Hausman (1978) اختبار عام يمكن تطبيقه على العديد من مشكلات التحديد في الاقتصاد القياسي، لكن التطبيق الأكثر انتشارا له يتمثل في استخدامه لاختيار النموذج الملائم بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية؛[1]

H_0 : تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم

H_1 : تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم

فإذا كانت القيمة الإحتمالية المقابلة للقيمة الإحصائية Chi-Square أقل من مستوى المعنوية المحدد فإنه يتم رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 والعكس صحيح.[2]

3- اختبار مضاعف لاغرونج (LM):

يتم التعبير عن عدم التجانس عندما تكون الفروقات بين متغيرات نموذج مختلفة، ومن بين أهم الاختبارات التي تستخدم لاختبار عدم التجانس نجد اختبار مضاعف لاغرونج الذي تم اقتراحه من قبل Breush and Pagan (1980)، بغرض المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج الانحدار التجميعي وتحديد أي النماذج أكثر ملائمة، ويتم تطبيق هذا الاختبار بالاعتماد على قيمة الاحتمال الإحصائية مضاعف لاغرونج (LM).[3]

حيث يأخذ هذا الاختبار الصيغة التالية:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)}\left[\frac{\sum_{i=1}^{n}(T_{\bar{e}})^2}{\sum_{i=1}^{n}\sum_{t=1}^{T}e_{it}^2} - 1\right]^2 \sim X^2$$

خامسا: الاختبارات الإحصائية لنموذج الدراسة

1- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج تم استخدام ما يلي:

1-1- اختبار فيشر:

يتم اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر F-statistic التي تهدف إلى اختبار معنوية الإنحدار ككل من خلال الفرضيتين التاليتين:

[1] Hurlin Christophe, **L'Econométrie des données de panel : modèles linéaires simples**, Ecole Doctorale Edocif, séminaire Méthodologique, P 49.
https://www.academia.edu/37501749/Ecole_Doctorale_Edocif_LEconom%C3%A9trie_des_Donn%C3%A9es_de_Panel_Mod%C3%A8les_Lin%C3%A9aires_Simples consulté: le 10/06/2024 à 20:30.

[2] خديجة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص 235.

[3] نفس المرجع، ص 122.

H_0: تنص على أن كل معاملات النموذج معدومة.

H_1: تنص على أنه يوجد على الأقل معامل واحد يختلف معنويا عن الصفر.

وتتم مقارنة قيمة فيشر المحسوبة F_C مع قيمة فيشر الجدولية $f_{(k,n-k-1,\alpha)}$ فإذا كانت قيمة فيشر المحسوبة أكبر من قيمة فيشر الجدولية نرفض الفرضية الصفرية، أما إذا كانت قيمة فيشر المحسوبة أقل من قيمة فيشر الجدولية نقبل الفرضية الصفرية.[1]

كما تتم مقارنة القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر Prob(F-statistic) مع مستوى معنوية 5% فإذا كانت القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر أقل تماما من 5% نقبل الفرضية البديلة. (F_c هي نفسها F-statistic حيث يقوم برنامج STATA17 باحتسابها آليا).

1-2- معامل التحديد (R^2):

يعد المؤشر R^2 الأساس في تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، بعبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع؛[2]

حيث أن:[3]

- ✓ R^2 محصور بين 0 و1، أي: $(0 < R^2 < 1)$
- ✓ $R^2 = 1$ معناه: أن النمودج صالح أي يؤخذ بعين الإعتبار.
- ✓ $R^2 = 0$ معناه: لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة.

1-3- اختبار معنوية المعالم (t):

يستخدم اختبار (t) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة $(X_1, X_2, X_3, \ldots\ldots X_n)$على المتغير التابع (Y) في نموذج الإنحدار المتعدد،

يعتمد هذ النموذج على فرضيتين:[4]

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \cdots = \beta_n = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \cdots \neq \beta_n = 0$$

بعد احتساب قيمة (t) تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدمH_0 ومن ثم تقييم معنوية معلمات النموذج المقدر.

[1] فائزة عدمان، مرجع سبق ذكره، ص 204.

[2] حسين علي بخيت، سحر فتح الله، **الاقتصاد القياسي**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 167.

[3] فوزي شوق، **التحليل النظري والكمي لظاهرة البطالة في الجزائر خلال الفترة (1990-2006)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي-إحصاء واقتصاد تطبيقي-، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2009، ص 162.

[4] حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص 161.

سادسا: الاختبارات القياسية للنموذج

1- **اختبار الإرتباط الذاتي للأخطاء: Autocorrelation Test**

يرتكز الارتباط الخطي على عدة فرضيات من بينها عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم البواقي، فالارتباط الذاتي يقيس درجة الارتباط بين القيم لنفس المتغير وذلك خلال فترة زمنية محددة وليس بين متغير أو أكثر، ويمكن التأكد من وجود مشكل الارتباط الذاتي أو عدم وجوده بالاعتماد على عدة اختبارات منها اختبار Wooldridge test،[1] والذي يقوم على الفرضيتين التاليتين:

H_0:عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

H_1: وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

2- **اختبار عدم تجانس التباين: Heteroskedasticity**

يقصد بمشكلة عدم تجانس التباين أن تباين الخطأ العشوائي غير ثابت من مشاهدة لآخر وتظهر هذه المشكلة خاصة في البيانات المقطعية (Cross-Section Data)؛[2]

تعتبر مجموعة المتغيرات غير متجانسة التباين إذا كان هناك مجموعة فرعية تختلف في متغيراتها عن بقية المجموعات الأخرى، حيث أن ظاهرة عدم تجانس التباين تؤثر في تقديرات تباين مقدرات النموذج وأن الاختبارات المستخدمة تصبح غير واقعية في هذه الحالة ولا يمكن الاعتماد عليها، ومن أجل التأكد من ثبات التباين للأخطاء يتم استخدام اختبار Wald، [3] والذي يقوم على فرضيتين:

H_0 : تنص على تساوي تجانس التباين.

H_1 : تنص على عدم تساوي تجانس التباين.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى عينة الدراسة بالإضافة إلى تحديد وعرض المتغيرات المختارة لتفسير القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة.

أولا: عينة ومجتمع الدراسة

شمل مجتمع الدراسة المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم أخذ عينة مكونة من 27 مؤسسة (n) من نفس القطاع للفترة الزمنية الممتدة من 2017−2022 (T) ، وتتمثل عدد المشاهدات المستعملة في العينة الكلية **162** مشاهدة ($N= n\times T$).

توفرت فيها الشروط التالية:

[1] سراح موصو، مرجع سبق ذكره، ص 270.

[2] مرتضى منصور عبد الله حمود آل هاشم، **مقارنة بين اختبارات مشكلة عدم التجانس تباين الخطأ في نموذج الانحدار الخطي المتعدد في حالة ابتعاد البيانات عن التوزيع الطبيعي**، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 51، 2018، ص 130.

[3] سراح موصو، مرجع سبق ذكره، ص 271.

- أن تكون مؤسسات ذات أسهم؛
- كما تتضمن البيانات والمعلومات اللازمة لتحليل موضوع دراستنا.

ثانيا: أدوات الدراسة

تحقيقا لأهداف الدراسة تم الحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بمؤسسات عينة الدراسة من القوائم والتقارير المالية الصادرة عن المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة الممتدة من (2017-2022) المنشورة في موقع الرسمي لبورصة عمان بالإضافة إلى أسعار الإغلاق اليومية.

وقد تم بناء نموذج الإنحدار المتعدد باستخدام بيانات بانل كما تم الإعتماد على البرنامج الإحصائي STATA 17 لغرض تحليل البيانات واختبار الأثر بين المتغيرات المستقلة (العائد على الأصول، ربحية السهم الواحد، القيمة السوقية المضافة) والمتغير التابع (القيمة السوقية لسهم المؤسسة)، حيث تم استخدام ثلاث نماذج: نموذج الإنحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوا، ولاختيار النموذج الأنسب لدراستنا قمنا بعدة اختبارات.

ثالثا: متغيرات الدراسة:

بالإعتماد على الدراسات السابقة قمنا باختيار أهم المتغيرات التي تفسر تأثير مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

1- المتغيرات المستقلة:

تتمثل أهم المتغيرات المعتمدة في دراستنا في:

1-1- **معدل العائد على الأصول (ROA)** : هو قدرة كل دينار من الأصول على تحقيق نسبة من الأرباح، يحسب هذا المعدل بقسمة النتيجة الصافية على إجمالي الأصول، وفق العلاقة التالية:

$$\text{ROA} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

تم الإعتماد على هذا المؤشر في دراسة رشيد حفصي وآخرون (2019)، دراسة شعبان محمد عقيل شعبان لولو سنة (2015)، دراسة محمد حجاج (2022) و**دراسة** Fouzan Al Qaisi & al (2016).

1-2- **ربحية السهم الواحد (EPS):** هو حصة السهم من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، يتم حسابه بقسمة النتيجة الصافية إلى إجمالي الأسهم المكتتب بها، وفق المعادلة التالية:

$$\text{EPS} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{إجمالي الأسهم المكتتب بها}}$$

تم الإعتماد على هذا المؤشر في دراسة رشيد حفصي وآخرون (2019)، دراسة شعبان محمد عقيل شعبان لولو سنة (2015) ودراسة Madushan E. P. T & Suminda Bogamuwa (2021).

3-1- **القيمة السوقية المضافة (MVA):** وهي نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية، يحسب هذا المؤشر بطرح القيمة السوقية للسهم من قيمته الدفترية، وفق المعادلة التالية:

MVA= القيمة السوقية للسهم− القيمة الدفترية للسهم

تم الإعتماد على هذا المؤشر في دراسة محمد يزيد صالحي وعبد العزيز قتال (2020)، دراسة محمد شوقي حابي ونعيمة برودي (2023).

2- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية للسهم معبرا عنها بسعر إغلاق السهم في البورصة في نهاية السنة.

تم اعتماد هذا المؤشر في دراسة عبد الحق قنون وريم قنون سنة (2020)، دراسة رشيد حفصي وآخرون (2019) ودراسة محمد حجاج (2022).

3- المتغيرات الضابطة:

وهي متغيرات مفسرة أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، وبغية الوصول لأفضل تفسير للتغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للسهم قمنا باختيار المتغيرات التالية:

3-1- **حجم المؤسسة:** معبرا عنه بمجموع أصول المؤسسة، يتم حساب حجم المؤسسة باستعمال اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول.

$$SIZE= Ln\ (\sum Asset)$$

تم الإعتماد على هذا المؤشر في دراسة أسامة محمد شنك (2018) ، دراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022)، ودراسة Madushan E. P. T & Suminda Bogamuwa (2021).

3-2- معدل النمو: معبر عنه بالتغير في مبيعات المؤسسة، يتم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$GROWTH = \frac{\text{صافي المبيعات للسنة } (n) - \text{صافي المبيعات لسنة } (n-1)}{\text{صافي المبيعات لسنة } (n-1)}$$

تم الإعتماد عليه في دراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022)

3-3- الرفع المالي: يبين درجة اعتماد المؤسسة على الديون مقارنة بالأموال الخاصة، ويتم قياسه من خلال نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، يعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$\text{LEV} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

تم الإعتماد عليه في دراسة الزايدي بلقاسمي ونعيمة شلابي (2022)، عبد الحق قنون وريم قنون (2020) ودراسة أسامة محمد شنك (2018).

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

وفقا للمنهجية التي سبق التطرق إليها، سنحاول بناء نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة التي تربط بين مؤشرات الأداء المالي محل الدراسة بالقيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة من 2017-2022.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

سنقوم بتحديد معادلة الإنحدار المتعدد لأثر متغيرات الأداء المالي محل الدراسة على القيمة السوقية وعليه وبهدف اختبار فرضية الدراسة تم اعتماد النموذج الرياضي التالي:

$$\mathrm{P}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{ROA}_{it} + \beta_2 \mathrm{EPS}_{it} + \beta_3\ \mathrm{MVA}_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 \mathrm{GROWTH}_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل:

β_0 : الحد الثابت

β_i: معاملات الإنحدار للمتغيرات المستقلة

P_{it}: السعر السوقي للسهم للمؤسسة i في الفترة t

ROA_{it}: معدل العائد على الأصول للمؤسسة i في الفترة t

MVA_{it}: القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة i في الفترة t

$SIZE_{it}$: حجم المؤسسة i في الفترة t

$GROWTH_{it}$: معدل النمو للمؤسسة i في الفترة t

LEV_{it}: الرفع المالي للمؤسسة i في الفترة t

εi_{it}: حد الخطأ العشوائي

μ_{it} : يمثل التأثيرات الخاصة بعدم التجانس (i أثر المؤسسة)

i: عدد المؤسسات i =27

t: عدد سنوات الدراسة t = 6

أولا: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

طبقت الدراسة على عينة مكونة من 27 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2017-2022.

الجدول التالي يعرض الإحصاء الوصفي للمتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (03): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variable	P	ROA	EPS	MVA	SIZE	GROWTH	LEV
Mean	2.697099	0.326822	0.241358	0.517216	17.27367	0.0673771	0 .328321
Std. dev.	5.196284	0.0683411	0.9803022	2.938572	1.297328	0.3007011	0.1882953
Min	0.11	-0.14793	-0.565	-5.67	14.54395	-0.6738179	0.00191
Max	35.7	0.3461	8.67	17.706	21.42923	1.758881	0.78931
Obs	162	162	162	162	162	162	162

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على برنامج Stata17

يبين جدول الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة أن المتوسط الحسابي لسعر الإغلاق يساوي 2.697، وانحراف معياري يساوي 5.196 وهو مرتفع، ويرجع ذلك إلى التباين في حجم المؤسسات وعدد أسهمها بالإضافة إلى السعر السوقي لسهم المؤسسة،

كما نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن المتوسطات الحسابية لمتغيرات الأداء المالي المتمثلة في معدل العائد على الأصول (ROA)، ربحية السهم الواحد (EPS)، القيمة السوقية المضافة (MVA)، قد بلغت على التوالي 0.326، 0.241، 0.517، وانحراف معياري قدره 0.068، 0.98، 2.938، في حين بلغت المتوسطات الحسابية للمتغيرات الضابطة المتمثلة في حجم المؤسسة (SIZE)، معدل النمو (GROWTH)، الرفع المالي (LEV) على التوالي 17.273، 0.067، 0 .328

ثانيا: دراسة الإرتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح معامل الإرتباط درجة وقوة الإرتباط بين كل من المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للسهم والمعبر عنها بسعر الإغلاق والمتغيرات التفسيرية، كما يبين قوة الإرتباط بين المتغيرات التفسيرية فيما بينها وذلك للتأكد من عدم وجود مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية بهدف الوصول إلى نتائج جيدة.

الجدول رقم (04): مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة

Variable	P	ROA	EPS	MVA	SIZE	GROWTH	LEV
P	1.0000						
ROA	0.6495	1.0000					
EPS	0.9057	0.6824	1.0000				
MVA	0.8831	0.5742	0.7895	1.0000			
SIZE	0.4546	0.2136	0.2601	0.2564	1.0000		
GROWTH	0.2382	0.2981	0.3118	0.2374	0.1003	1.0000	

LEV	-0.1464	-0.4313	-0.1339	-0.0917	0.1446	0.1199	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على برنامج Stata17

تظهر نتائج الجدول رقم (04) أن هناك علاقة طردية بين كل من القيمة السوقية (P) والمتغيرات التفسيرية المتمثلة في العائد على الأصول(ROA)، ربحية السهم الواحد(EPS)، القيمة السوقية المضافة (MVA)، حجم المؤسسة (SIZE) ومعدل النمو (GROWTH)، حيث بلغت القدرة التفسيرية لكل منها على التوالي 64.95%، 90.57%، 88.31%، 45.46%، 23.82%، في حين نلاحظ وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق (P) والمتغير التفسيري المتمثل في الرفع المالي (LEV) حيث بلغت قدرته التفسيرية 14.64%.

وتظهر مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عندما تتجاوز قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية القيمة الحدية 0.8 وهذا وفق العديد من الباحثين، وتبين نتائج الجدول رقم (04) أن أكبر قيمة لمعامل الارتباط قد بلغت 0.7895 (أي ما نسبته 78.95%)، وتعد نسبة مقبولة تدل على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد (Multicolinarity) بين متغيرات الدراسة.

الجدول رقم (05): اختبار تضخم التباين VIF

Variable	VIF	1/VIF
ROA	2.46	0.379207
EPS	3.46	0.289249
MVA	2.70	0.370269
SIZE	1.15	0.870247
GROWTH	1.21	0.824691
LEV	1.50	0.668366
Mean VIF	2.11	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

كما يلاحظ من خلال الجدول رقم (05) أن جميع قيم معاملات تضخم التباين (VIF) للمتغيرات التفسيرية أقل من 10، كذلك بالنسبة لمتوسط قيمة (VIF) والذي يساوي 2.11 وهي أقل من 10 أي عدم وجود إرتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية للدراسة، مما ينفي وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين هذه المتغيرات.

ثالثا: تقدير معلمات نموذج الدراسة

لقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي:

- ✓ نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model
- ✓ نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model
- ✓ نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

الجدول رقم (06): تقدير معلمات النموذج

Variable	Pooled		Fixed		Random	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
ROA	-2.185634	0.356	-1.805465	0.342	1.669283	0.472
EPS	2.831925	0.000	2.536258	0.000	2.754209	0.000
MVA	0.7425161	0.000	0.4176246	0.000	0.5899505	0.000
SIZE	0.9156685	0.000	-0.3245853	0.023	0.7689844	0.000
GROWTH	-0.57218	0.117	-0.141648	0.470	-0.404964	0.125
LEV	-2.148465	0.001	1.178919	0.168	-1.36506	0.087
Cons	-13.37204	0.000	7.157215	0.003	-11.02595	0.000
R-squared	0.9434		0.9538		0.9654	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000		0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

رابعا: اختيار النموذج الملائم للدراسة

بعد تقدير النماذج الثلاث للبانل نقوم بالمفاضلة بينها بهدف الوصول إلى النموذج الأنسب للدراسة وذلك عن طريق إجراء مجموعة من الاختبارات والمتمثلة في:

- ❖ اختبار فيشر المقيد للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.
- ❖ اختبار هوسمان Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.
- ❖ اختبار مضاعف لاغرانج (LM) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية.

1- **المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM):**

بغية المفاضلة بين النموذجين (PRM) و (FEM) نستعين باختبار فيشر المقيد وذلك من خلال اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0: نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم.

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

من خلال مخرجات برنامج (Stata17) يتبين أن (F=20.29) وهي دالة إحصائيا عند مستوى معنوية 5% (P= 0.000) وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

2-**المفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM):**

تتم المفاضلة بين النموذجي (FEM) و (REM) من خلال اختبار Hausman، ويعتمد هذا الاختبار على مستوى المعنوية الخاصة بـ Chi-Square.، وسيتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

الجدول التالي يبين نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (07): نتائج اختبار Hausman

$chi^2(6)$	139.33
$Prob>chi^2$	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

تشير نتائج اختبار Hausman إلى أن قيمة الاحتمال مساوية لـ (P= 0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن النموذج العشوائي هو الأفضل وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة.

3- **المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM):**

للمفاضلة بين النموذجين (PRM) و (REM) نعتمد على اختبار Breusch and Pagan، حيث تصاغ فرضيته كالتالي:

H_0: لا يوجد تأثيرات عشوائية أي أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل.

H_1: يوجد تأثيرات عشوائية أي أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

الجدول رقم (08): نتائج اختبارBreusch and Pagan

$chibar^2(01)$	80.47
$Prob>chibar^2$	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

تبين نتائج الجدول رقم (08) أن القيمة الإحتمالية (P= 0.0000) وهي أقل من 5% وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، وعليه نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

خامسا: الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج الدراسة

بعد التوصل إلى كون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأنسب لتفسير بيانات الدراسة، سنقوم باختبار صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية والقياسية.

1- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

نلاحظ من خلال نتائج الجدول رقم (06) وجود علاقة قوية جدا بين المتغير التابع القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة حيث قدر معامل التحديد R^2 بـ 0.9434، أي أن المتغيرات عينة الدراسة تفسر ما مقداره 94.34% من التغيرات في القيمة السوقية للمؤسسات عينة الدراسة، أما النسبة المتبقية 5.66% فهي راجعة إلى

متغيرات أخرى (عوامل أخرى) لم نتطرق لها بالدراسة في هذا النموذج، حيث أن للنموذج معنوية كلية حسب ما توضحه قيمة احتمالية فيشر Prob(F-statistic) = 0.000.

2- اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية:

يتم إختبار صلاحية النموذج قياسيا من خلال الاختبارات التالية:

2-1- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test):

يتم إعتماد اختبارWooldridge في الكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء، حيث إذا كانت القيمةالاحتمالية 5% > prob سيكون هناك ارتباط ذاتي للأخطاء، أما إذا كانت 5% < prob فلا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء، حيث يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

H_0:عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

H_1: وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

ويبين الجدول التالي نتائج الاختبار:

الجدول رقم (09): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

$F_{(1, 26)}$	7.608
Prob>F	0.0105

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

نلاحظ من خلال الجدول رقم (09)، وبناء على نتائج اختبارWooldridge أن Prob>F تساوي 0.0105 أي أقل من مستوى المعنوية 5%، وعليه رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الدراسة يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

2-2- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity):

يتم التأكد عن ثبات التباين للأخطاء من عدمه باستخدام اختبار Wald والذي تصاغ فرضياته كالتالي:

H_0 : التي تنص على تساوي تجانس التباين.

H_1 : التي تنص على عدم تساوي تجانس التباين.

فإذا كانت قيمة 5% < prob فلا توجد مشكلة عدم تجانس التباين، أما إذا كانت 5% > prob فهناك مشكل عدم تجانس التباين، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (10): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

$chi^2(1)$	127.02
$Prob>chi^2$	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10) أن القيمة الإحتمالية 5% > prob وبالتالي نرفض الفرضية H_0 وعليه نموذج التأثيرات الثابتة يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة.

ومن خلال نتائج الاختبارات السابقة فإن نموذج التأثيرات الثابتة يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء ومشكلة عدم ثبات التباين، وبالتالي سنعالج هاته المشاكل باستخدام طريقة تصحيح الأخطاء في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (PCSE) (panels corrected standard errors) والمقترحة من طرف Beck and Katz سنة 1995، والنتائج موضحة كما يلي:

الجدول رقم (11): نتائج نموذج الدراسة بعد التصحيح.

```
. xtpcse P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable:    code                      Number of obs      =       162
Time variable:     year                      Number of groups   =        27
Panels:            correlated (balanced)     Obs per group:
Autocorrelation:   no autocorrelation                        min =         6
                                                             avg =         6
                                                             max =         6
Estimated covariances      =       378       R-squared          =    0.9434
Estimated autocorrelations =         0       Wald chi2(6)       =    902.65
Estimated coefficients     =         7       Prob > chi2        =    0.0000
```

P	Coefficient	Panel-corrected std. err.	z	P>|z|	[95% conf.	interval]
ROA	-2.185634	1.736731	-1.26	0.208	-5.589565	1.218296
EPS	2.831925	.3332374	8.50	0.000	2.178792	3.485058
MVA	.7425161	.1072722	6.92	0.000	.5322665	.9527657
SIZE	.9156685	.1136276	8.06	0.000	.6929625	1.138375
GROWTH	-.57218	.2965422	-1.93	0.054	-1.153392	.009032
LEV	-2.148465	.4789451	-4.49	0.000	-3.08718	-1.20975
_cons	-13.37204	1.90598	-7.02	0.000	-17.10769	-9.636386

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

بناءا على نتائج الدراسة القياسية المتوصل إليها في الجدول رقم (11)، سنقوم فيما يلي بمناقشة أهم النتائج:

تؤثر المتغيرات المفسرة لنموذج الدراسة والمتكونة من المتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل العائد على الأصول (ROA)، ربحية السهم الواحد(EPS) والقيمة السوقية المضافة (MVA)، والمتغيرات الضابطة المتمثلة

في حجم المؤسسة(SIZE)، معدل النمو (GROWTH) والرفع المالي (LEV) على القيمة السوقية لمؤسسات عينة الدراسة، بحيث تفسر هذه المتغيرات 94.34% من التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة أما النسبة المتبقية 5.66% م فهي راجعة إلى متغيرات أخرى لم نتطرق لها بالدراسة في هذا النموذج؛

أولا: تأثير معدل العائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة

توصلت نتائج الدراسة المبينة في الجدول رقم (11) إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لمعدل العائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، أي أن معدل العائد على الأصول لا يفسر التغير الحاصل في القيمة السوقية، وعليه نرفض الفرضية " **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر معدل العائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة**"، وهو مخالف للأدبيات المالية التي تشير إلى أن لمعدل العائد على الأصول أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، فارتفاع معدل العائد على الأصول يزيد من ربحية المؤسسة وباالتالي زيادة اهتمام المساهمين والمستثمرين بأسهم هذه المؤسسة، وما يقابله من ارتفاع في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

تتوافق النتيجة التي توصلنا إليها مع دراسة رشيد حفصي وآخرون (2019)، دراسة عبد الحق قنون وريم قنون (2020)، وتتنافى مع دراسة شعبان محمد عقيل شعبان لولو (2015)، دراسة محمد حجاج (2022)، **دراسة** Fouzan Al Qaisi & al (2021).

ثانيا: تأثير ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة

توصلت نتائج الدراسة المبينة في الجدول رقم (11) إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير المستقل ربحية السهم الواحد (EPS) على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، ما يعني أن ارتفاع ربحية السهم بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بـ2.81979 وحدة، وعليه نقبل الفرضية " **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة**"، وهذا راجع لأهمية هذا المؤشر بالنسبة للمستثمرين والمساهمين، حيث يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار الإستثماري الرشيد كونه يعكس ربحية المؤسسة، فالمؤسسات التي تحقق ربحية عالية تتعرض لمخاطر أقل، كما أن المؤسسات التي تقوم بتوزيعات الأرباح على المساهم تعطي إشارة على الوضعية المالية الجيدة لها، ما يجذب المستثمرين لإقتناء أسهمها ويزيد الطلب عليها وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات؛

من جهة أخرى فالمؤسسات التي يعمل مسييروها على خدمة مصالح مساهميهم من خلال تعظيم ربحية أسهمهم ترتفع قيمتها السوقية، وهذا يرجع إلى رضا المساهمين عن الأداء الجيد للمسييرين ما يجعلهم يحتفظون بأسهمهم مما يؤدي إلى نقص العرض وبالمقابل سيزيد الطلب على أسهم هذه المؤسسات.

تتوافق هذه النتيجة مع دراسة عبد الحق قنون وريم قنون (2020)، دراسة خيرة مزوزي وآخرون (2016)، الزايدي بلقاسمي ونعيمة شلابي (2022)، دراسة شعبان محمد عقيل شعبان لولو (2015)، دراسة محمد حجاج (2022)، دراسة Madushan E.P.T & Bogamuwa M.M.S.K.B (2021)، وهذا ما يتنافى مع دراسة محمد يزيد صالحي وعبد العزيز قتال (2020) حيث توصل الباحثين إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للسهم.

ثالثا: تأثير القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة

بينت نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (11) وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير المستقل القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، وعليه نقبل الفرضية " **يوجد أثر ذو دلالة إحصائية القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة**"، ما يعني أن ارتفاع القيمة السوقية المضافة بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بـ 0.7425161 وحدة، وعليه فإن المؤسسات عينة الدراسة تمكنت من خلق قيمة إضافية وزيادة الثروة للمساهمين تفوق قيمة استثماراتهم الأولية، وهذا ما يعكس صورة جيدة على قدرة المؤسسة في تحقيق أرباح مستقبلية ويعزز ثقة المساهمين فيها، كما يحفز المستثمرين لزيادة الطلب على هذه المؤسسات وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية، وهذا لكون مؤشر القيمة السوقية المضافة يعطي إشارة على قدرة المؤسسة في تحقيق أرباح تتجاوز التكاليف.

وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022)، دراسة محمد شوقي حابي ونعيمة برودي (2023)، دراسة محمد يزيد صالحي وعبد العزيز قتال (2020)، دراسة عبد الحق قنون وريم قنون (2020).

رابعا: تأثير حجم المؤسسة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة

بينت نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (11) وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، لحجم المؤسسة على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، ما يعني ان ارتفاع حجم المؤسسة بوحدة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بـ 0.9156685 وحدة، وعليه يمكن تفسير ذلك بأنه أغلب المستثمرين لديهم ثقة كبيرة اتجاه المؤسسات كبيرة الحجم، حيث كلما زاد حجم المؤسسة ارتفعت قيمة موجوداتها كما أن الاستغلال الفعال لهذه الموجودات وتوسيع الاستثمارات يؤدي الى زيادة تنافسية المؤسسة في السوق المالي وتعزيز استمراريتها، وعليه زيادة حصتها السوقية أي ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

وهذه النتيجة تتوافق مع عدة دراسات منها دراسة Fouzan Al Qaisi & others (2021)، دراسة أسامة محمد شنك (2018)، وفي المقابل تتعارض مع نتائج دراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022)، دراسة Madushan E.P.T & Bogamuwa M.M.S.K.B (2021).

خامسا: تأثير معدل النمو على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة

تشير نتائج الدراسة المتوصل إليها في الجدول رقم (11) إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، لنمو المبيعات على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، وهو مخالف للأدبيات المالية التي تشير إلى أن لمعدل النمو أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم؛ حيث أن المؤسسات التي لديها مستويات نمو عالية في مبيعاتها تكون عرضة لمخاطر أقل بسبب كون قدرتها على تغطية التكاليف أفضل

وهذه النتيجة تتعارض مع دراسة إيفان سمير عبد الصاحب وحمزة محمود شمخي (2020) ودراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022).

سادسا: تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة

وضحت نتائج الدراسة المبينة في الجدول رقم (11) إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% ، للمتغير الضابط الرفع المالي على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، مما يعني أن زيادة الرفع المالي بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم بـ 2.148465 وحدة، وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي ممثلا بالرفع المالي والقيمة السوقية للسهم حيث أن الزيادة التمويل عن طريق الديون يؤدي الى زيادة المخاطر وبالتالي ارتفاع تكلفة هيكل التمويل ما يؤثر على قيمة المؤسسة، حيث أن مبالغة هذه المؤسسات في الإستدانة قد يصيبها بالعسر المالي وتصبح غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية كما لا تستفيد من مزايا الوفر الضريبي الذي تحققه الديون مما يؤدي إلى ظهور مخاطر الوكالة والإفلاس وفق ما تشير إليه نظرية مودجلياني وميلر، بالإضافة الى أن الارتفاع في الديون يعطي صورة سلبية عن هذه المؤسسات ما يؤدي الى انخفاض الطلب على أسهمها وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية؛

وهذه النتيجة تتوافق مع عدة دراسات منها دراسة عايدة ثوبي ورجم نصيب (2022)، وتتنافى مع دراسة الزايدي بلقاسمي ونعيمة شلابي (2022)، عبد الحق قنون وريم قنون (2020) ودراسة أسامة محمد شنك (2018).

خلاصة الفصل:

تعد بورصة عمان من بين الأسواق التي أثبتت مكانتها في الساحة العربية، وهذا نتيجة التطورات التي شهدتها في السنوات الأخيرة، وقد حاولنا من خلال هذا الفصل معرفة مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة من سنة 2017 الى 2022، من خلال إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نماذج البانل وبناء على ما تم التوصل إليه في الجانب النظري، حيث أظهرت نتائج النموذج القياسي أن مؤشرات الأداء المالي تفسر ما نسبته 94.34% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

الخاتمة

الخاتمة:

في ظل الإنفتاح الخارجي وشدة المنافسة تسعى المؤسسات إلى البحث عن أساليب تمكنها من النمو والإستمرارية في بيئة تتسم بعدم الاستقرار، كما تسعى إلى تحقيق مستويات مقبولة من الأداء المالي، على اعتباره أحد الركائز الأساسية التي يمكن من خلالها مراقبة نشاط المؤسسة، تشخيص وضعيتها المالية والتنبؤ بمستقبلها المالي، كما يساعدها على اتخاذ القرارات التصحيحية اللازمة لتحقيق الأهداف المخطط لها، وذلك بالإعتماد على جملة من النسب والمؤشرات المالية؛

تلعب مؤشرات الأداء المالي دورا حاسما في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات، وهي وسيلة يسترشد بها المستثمرين لإتخاذ قراراتهم الإستثمارية، كما تساعدهم على معرفة مدى الكفاءة التشغيلية للمؤسسة، فالأداء المالي الجيد للمؤسسة ينعكس إيجابا على القيمة السوقية للسهم، مما يعزز ثقة المستثمرين ويزيد من جاذبية المؤسسة في السوق المالي؛

لقد قمنا من خلال هذه الدراسة باختبار مدى تأثير بعض العوامل على القيمة السوقية للسهم والمتمثلة في مؤشرات الأداء المالي محل الدراسة، مع الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة الأخرى والمتمثلة في حجم المؤسسة، معدل النمو، الرفع المالي، وهذا من خلال دراسة قياسية للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والمقدرة بـ 27 مؤسسة للفترة (2017-2022) حيث بلغ عدد المشاهدات 162 مشاهدة، وقد تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) والبرنامج الاحصائي STATA 17، وبعد القيام بالاختبارات اللازمة تم التوصل إلى كون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتفسير بيانات هذه الدراسة.

أولا: نتائج الدراسة

توصلنا من خلال دراستنا إلى جملة من النتائج منها ما هو نظري وآخر تطبيقي، تتمثل أهمها فيما يلي:

1- نتائج الدراسة النظرية:

من خلال تطرقنا إلى الجانب النظري تم التوصل إلى النتائج التالية:

- ✓ يعد الأداء المالي من التقنيات التي تعتمدها المؤسسة للحكم على مدى تحقيقها لهدفها الرئيسي والمتمثل في تعظيم قيمتها السوقية من خلال الاستخدام الكفؤ والفعال لمواردها المتاحة، ما يعكس نجاح استراتيجيتها من أجل التطور، البقاء والإستمرارية.
- ✓ تعكس نسب الربحية كفاءة المؤسسة في اتخاذ قراراتها المالية، من خلال الاستغلال الأمثل لمواردها سواء من الناحية التشغيلية أو الاستثمارية، وكذا قدرتهاعلى توليد الأرباح وتعظيم القيمة السوقية للسهم.
- ✓ بروز المؤشرات الحديثة جاء نتيجة الانتقادات العديدة الموجهة للمؤشرات التقليدية كونها لا تعكس بدقة ووضوح واقع الأداء المالي للمؤسسة ومستقبلها، نظرا لإعتمادها على المعلومات المحاسبية التاريخية، وإهمالها لتكلفة رأس المال.

✓ تعد مؤشرات الأداء المالي الحديثة من المؤشرات المبنية على مفهوم خلق القيمة، حيث تعمل على تحديد مدى قدرة المسيرين على تعظيم قيمة المؤسسة والذي يعتبر الهدف الرئيسي للإدارة المالية الحديثة.

✓ يعد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة مؤشرا حقيقيا لتعظيم القيمة السوقية للسهم، كونه يشكل حافزا للمسيرين ويدفعهم لتحسين الأداء الذي من شأنه رفع عوائد الأسهم، والعمل على تحقيق رغبات المساهمين، وذلك من خلال ربط مكافآتهم بالأداء المحقق والأرباح التي يحصلها المساهمين.

✓ تحليل مؤشرات الأداء المالي بشكل متكامل يسمح بالحصول على صورة شاملة ودقيقة عن الوضعية المالية للمؤسسة بالشكل الذي يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات رشيدة.

✓ تقيس نسب السيولة الملاءة المالية للمؤسسة، حيث أن احتفاظ المؤسسة بسيولة عالية لا يعبر بالضرورة على كونها تستثمر بشكل كاف في فرص تتحقق لها نموا، بالمقابل فإن عدم توفر سيولة كافية للمؤسسة يعرضها لخطر العسر المالي.

✓ يمكن التعبير عن الصحة المالية للمؤسسة وتنافسيتها في السوق المالي من خلال دراسة تقلبات أسعار الأسهم وقيمها.

✓ تتسم القيمة السوقية للسهم بالتقلب وعدم الثبات حيث تتحكم فيها جملة من العوامل تصب في مجملها في إطار قوى العرض والطلب، حيث يولي المستثمرين والمساهمين أهمية بالغة للقيمة السوقية على اعتبارها انعكاس لفرص نجاح وتطور المؤسسة في السوق المالي.

2- نتائج الدراسة التطبيقية:

من خلال دراسة تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للأسهم المؤسسات عينة الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

✓ تؤثر المتغيرات المفسرة لنموذج الدراسة والمتكونة من المتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل العائد على الأصول (ROA)، ربحية السهم الواحد (EPS) والقيمة السوقية المضافة (MVA) ، والمتغيرات الضابطة المتمثلة في حجم المؤسسة(SIZE) ،معدل النمو(GROWTH) والرفع المالي (LEV) على القيمة السوقية للمؤسسات عينة الدراسة، بحيث تفسر هذه المتغيرات 94.34% من التغير الحاصل في القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات أما النسبة المتبقية 5.66% فهي راجعة إلى متغيرات أخرى لم نتطرق لها بالدراسة في هذا النموذج؛

✓ عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لمعدل العائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، أي أن معدل العائد على الأصول لا يؤثر تماما على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة.

✓ وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير المستقل ربحية السهم الواحد (EPS) على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، هذا ما يعني أن تحقيق هذه الأخيرة لأرباح عالية يعطي صورة إيجابية عن وضعيتها المالية، الأمر الذي يعزز ثقة المساهمين فيها ويزيد من إقبال المستثمرين على إقتناء أسهمها وهذا ما يؤثر إيجابا على القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات.

✓ وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير المستقل القيمة السوقية المضافة على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، وهذا راجع لكون هذه المؤسسات قد تمكنت من خلق قيمة إضافية أي حققت قيمة للمساهمين، وزيادة في رأس المال المستثمر، هذا ما يعطي إشارة جيدة بخصوص هذه المؤسسات ويرفع من القيمة السوقية لأسهمها.

✓ وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير الضابط المتمثل في حجم المؤسسة على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، وهذا يدل على أن زيادة حجم المؤسسة يزيد من تنافسيتها من خلال التوسع في استثماراتها، وبالتالي قدرتها على تحقيق أرباح أكبر، وبالمقابل ارتفاع القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات.

✓ عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير الضابط المتمثل في معدل النمو على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، أي أن نمو المبيعات لم يساهم في الرفع من القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

✓ وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، للمتغير الضابط الرفع المالي على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، وهذا يعكس أن مبالغة هذه المؤسسات في اعتمادها على الديون سيخلق لها عدة مخاطر، كما قد يصيبها بالعسر المالي أو الإفلاس، وهذا ما يؤثر سلبا على القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات.

✓ تفوق مؤشر ربحية السهم الواحد (2.831925) في تفسير تغيرات القيمة السوقية للسهم مقارنة بباقي مؤشرات الأداء المالي.

ثانيا: الاقتراحات

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكننا اقتراح ما يلي:

✓ نظرا للتأثير السلبي للرفع المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة، وجب على هذه المؤسسات التقليل من سقف الإستدانة للاستفادة من الوفر الضريبي، وتجنبا للمخاطر التي قد تصيبها.

✓ على المؤسسات عينة الدراسة التنويع في مصادر التمويل، والعمل على توظيفها في استثمارات تحقق لها عوائد أكبر.

✓ على المؤسسات عينة الدراسة زيادة الاهتمام بمعدل العائد على الأصول من خلال التركيز على الاستغلال الأمثل لأصولها بما يضمن لها تحقيق أرباح مستقبلا، وبالتالي تعزيز ثقة مساهميها واستقطاب المستثمرين، الأمر الذي سيحسن من القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات.

✓ على المؤسسات عينة الدراسة القيام بدراسات وبحوث دورية تساعدهم على معرفة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لأسهمها.

ثالثا: آفاق الدراسة

يحظى موضوع تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم المؤسسة بأهمية بالغة في مجال الإدارة المالية، حيث يتطلب المزيد من الدراسة والتوسع والتي يمكن ايجازها فيما يلي:

- ✓ دراسة تأثير العوامل الخارجية على القيمة السوقية لسهم المؤسسة.
- ✓ إسقاط هذا الموضوع على المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
- ✓ إجراء دراسة مقارنة بين مؤسسات تنتمي لقطاعات مختلفة.
- ✓ دراسة تأثير مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار (CFROI) على القيمة السوقية لسهم المؤسسة.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

1. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
2. حسين علي بخيت، سحر فتح الله، **الاقتصاد القياسي**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
3. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
4. دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
5. دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
6. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
7. طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، **أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
8. عبد الحليم كراجه وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي أسس، مفاهيم، تطبيقات**، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
9. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، **الإدارة المالية-أطر نظرية وحالات عملية-**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2007
10. عبد الوهاب يوسف أحمد، **التمويل وإدارة المؤسسات المالية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
11. فيصل محمود الشواوره، **الإستثمار في بورصة الأوراق المالية – الأسس النظرية والعملية-**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
12. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات**، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
13. محمد صالح الحناوي، طارق مصطفى الشهاوي، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2013.
14. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفي، **الإدارة المالية-التحليل المالي لمشروعات الأعمال-**، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2008.
15. محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

16. محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

17. محي الدين القطب، **الخيار الاستراتيجي وأثره في تحقيق الميزة التنافسية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

18. مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

2- المقالات:

19. أحمد سامح، أمين الشوري، **العوامل المؤثرة في تحديد السعر السوقي للسهم العادي في سوق الأوراق المالية المصري**، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، كلية التجارة الاسماعيلية، المجلد 8، العدد 3، 2017.

20. أحمد شعشوع وآخرون، **دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الإقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية**، مجلة التكامل الإقتصادي، المجلد 09، العدد 01، 2021.

21. أحمد شعشوع، أبو بكر بوسالم، **قرارات الاستثمار للسندات المبنية على التحليل المالي وعلاقتها بتقييم أداء الشركات دراسة تحليلية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017**، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 05، العدد 02، 2019.

22. أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسفي، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40**، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، 2022.

23. أسماء أيمن، عبد الغني دادان، **اختبار قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة –دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2002-2017)**، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2021.

24. آمنة جعني، عبد اللطيف مصيطفى، **أثر مخاطر السيولة على القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية السعودية دراسة قياسية باستخدام نماذج البيانات المقطعية Panel للفترة 2010-2020**، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 06، العدد 02، 2022.

25. أميمة صويلح، عفاف زهراوي، **أثر تطبيق الحوكمة على الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية**، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 07، العدد 02، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر،2022.

26. إيفان سمير عبد الصاحب، حمزة محمود شمخي، **تأثير التغير في قيمة المبيعات في القيمة السوقية للأسهم – دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Dow Jones**، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، العدد 66، 2020.

27. أيمن العشعوش، **اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية–سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 39، العدد 5، 2017.

28. جود الحلبي، كنجو كنجو، **أثر مؤشرات الأداء المالي في القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة**، مجلة جامعة حماة، المجلد 3، العدد 7، 2020.

29. جيهان غلوسي، **أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان للفترة 2012–2019**، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2023.

30. حسن شاكر الشمري، نور محمد كاظم، **تأثير القيمة العادلة في ترشيد قرارات الاستثمار المالي في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 29 (الجزء 4)، 2021.

31. حسين جواد كاظم الباحث، احمد عبد الكريم محمد الياسين، **محددات القيمة السوقية للأسهم – دراسة تطبقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015 لغاية 2018**، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 15، العدد 58، 2020.

32. حمزة بوكفة، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية باستخدام مؤشرات هيكل رأس المال دراسة حالة مؤسسة محلية لصناعة المشروبات والعصائر**، مجلة الاقتصاد الصناعي (خزارتك)، المجلد 12، العدد 01، 2022.

33. حمزة رملي، نسرين عروس، **تقييم الاداء المالي لمؤسسات صناعة الأدوية بالإعتماد على معدلي العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الأصول ROA دراسة مقارنة بين مؤسسة صيدال ومؤسسة بيوفارم**، مجلة البحوث الادارية والاقتصادية، العدد 03، 2018.

34. حمزة عقبي، بشير بن عيشي، **أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD)**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 49، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017.

35. حيزية بنية، علي مكيد، **دراسة تحليلية للأساليب الحديثة لقياس الأداء المالي–دراسة حالة مؤسسة الإسمنت السعودية**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2016.

36. خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، **قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية وفعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009–2019**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد 1، 2021.

37. خيضر خنفري، مريم بورنيسة، **دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية**، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 17، العدد 1، 2017.

38. رشيد حفصي وآخرون، **تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016**، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 09، العدد 03 مكرر (الجزء الثاني)،2019.

39. الزايدي بلقاسمي، نعيمة شلابي، **الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2010 – 2020**، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 09، العدد 1، 2022.

40. زكريا عبدي، نبيل حمادي، **مدى مساهمة التدقيق الداخلي في تحسين الأداء المالي بالمؤسسات الجزائرية**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 13، العدد 01، 2020.

41. سعاد معاليم، سميحة بوحفص، **إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل بسكرة**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، 2017.

42. سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، **العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول -دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة الدنانير، العدد 15، 2019.

43. سمير عبد الصاحب يارة، لميس محمد مطرود، **استخدام المسار الحرج في تعظيم القيمة السوقية للأسهم-دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية**، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد 128، 2021.

44. صافية بومصباح، **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية باستخدام النسب المالية دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر للهاتف النقال موبيليس ATM**، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 08، العدد 02، 2021.

45. ضياء إياد المصري، محمد سليم العيسى، **أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان**، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 13، 2020.

46. عابد عبد الله كشميري، **مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (دراسة حالة قطاع شركات المواد الأساسية)**، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد 23، 2020.

47. عايدة ثوبي، نصيب رجم، **أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية**، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 13، العدد 2، 2022.

48. عبد الحق قنون، ريم قنون، **تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة 2013 – 2017**، مجلة آفاق علمية، المجلد 12، العدد 03، 2020.

49. عبد الرؤوف عز الدين، صابر بوعوينة، **أدوات قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية ومدى مساهمتها في التنبؤ بفشلها المالي مع التطبيق لنموذج ألتمان في مؤسسة تواب**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد 12، العدد 1، 2021.

50. عبد الستار رجاء رشيد، **تقويم كفاءة الأداء من خلال معيار العائد دراسة حالة في الشركة العامة لصناعة البطاريات**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، 2009.

51. عبد الغني خلادي، أنيس هزلة، **مساهمة النظام المحاسبي scf في قباس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 11، العدد 1، 2018.

52. عبد الغني دادن، **قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية**، مجلة الباحث، العدد 04، 2006.

53. عبد الفتاح سعيد السرطاوي، عادل عيسى حسان، **التحليل المالي كأداة لتقييم الأداء المالي للشركات المساهمة الصناعية في فلسطين دراسة حالة شركات الأدوية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين 2010 –2017**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 02، 2019.

54. عبد المالك بلعشي، سعيد مزيان، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الإقتصادية دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015–2018**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 02، 2021.

55. عبد النور شنين، محمد زرقون، **دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000–2013)**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، 2015.

56. عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، **تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي AFD خلال الفترة 2006–2011**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، 2014.

57. علي خلف إبراهيم الزهراني، **أثر السيولة على القيمة السوقية لشركات السعودية المساهمة خلال 2011–2020**، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 06، العدد 15، 2022.

58. عماد الدين إبراهيم علي، **استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية**، المجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 02، 2023.

59. عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، **فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية–دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP) للفترة 2009–2012**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 2، جامعة الأغواط، الجزائر، 2014.

60. فاطمة الزهراء بوطورة، ليندة رقام، **واقع الأداء المالي لمؤسسة الاسمنت–تبسة من خلال أبعاد بطاقة الأداء المتوازن خلال الفترة (2015–2016)**، مجلة المالية والأسواق، المجلد 07، العدد 02، 2020.

61. كمال غالم، طارق بن خليفة، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية الجزائرية وفق نموذج بطاقة الأداء المتوازن دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الإقتصادية**، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 07، العدد 01 مكرر، 2021.

62. محمد رتيعة، **استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية**، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، 2014.

63. محمد زرقون وآخرون، **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2010–2015**، مجلة الإمتياز لبحوث الإقتصاد والإدارة، المجلد 02، العدد 03، 2018.

64. محمد شوقي حابي، نعيمة برودي، **أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة المؤسسة: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2009–2020**، مجلة الاقتصاد والبيئة، المجلد 06، العدد 01، 2023.

65. محمد عبد المنعم محفوظ نصر، **تأثير الإعلان عن ممارسة الإبداع والإبتكار على القيمة السوقية للأسهم دراسة ميدانية على الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية في مصر**، المجلد 11، العدد الأول الجزء الثاني، 2020.

66. محمد مصطفى الغندور، **أثر إدارة الفروق الضريبية على العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية والقيمة السوقية للسهم– دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري**، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، جامعة دمياط، كلية التجارة، المجلد 04، العدد 01 الجزء الثاني، 2023.

67. محمد مغنم، **تقييم الأداء المالي بإستخدام طريقة القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) حالة مؤسسة SOFTALCONSTRUCTION للفترات المالية 2011–2014**، مجلة شعاع للدراسات الإقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2021.

68. محمد نواف عابد، اياد زملط، **أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الأداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 1، 2019.

69. محمد يزيد صالحي، عبد العزيز قتال، **تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012–2018)**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 7، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2020.

70. مرتضى منصور عبد الله حمود آل هاشم، **مقارنة بين اختبارات مشكلة عدم التجانس تباين الخطأ في نموذج الانحدار الخطي المتعدد في حالة ابتعاد البيانات عن التوزيع الطبيعي**، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 51، 2018.

71. مروة مبروكي، **دور المؤشرات الحديثة للبعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن في تقييم الأداء المالي وقيادته نحو خلق القيمة بالمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال**، مجلة الابداع، المجلد 13، العدد 01، 2023.

72. مروة مبروكي، نوح لبوز، **مدى مساهمة المؤشرات المالية في تفسير القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة**، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 06، العدد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2023.

73. موسى بن البار، أمين بوساق، **نموذج مقترح لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة من المؤسسات الناشطة بالمنطقة الصناعية بالمسيلة**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 4، العدد 01، 2019.

74. ناصر بن سنة، يوسف قاشي، **دراسة قدرة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الإقتصادية دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2014-2018**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 2021.

75. ناصر بن سنة، يوسف قاشي، **مساهمة القرارات المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حالة مؤسسة أن سي روبية للفترة (2014-2017)**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 15، العدد 02، 2021.

76. نجود تريش، نوال سايح، **تحليل قائمة المركز المالي ودورها في تقييم الأداء المالي للمؤسسة في ظل متطلبات النظام المحاسبي المالي حالة مؤسسة سونلغاز بسطيف 2017-2018**، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد 08، العدد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2023.

77. نسرين قطاع، علي حبيش، **أثر النظام المعلومات المحاسبي الإلكتروني على الداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة ميدانية لشركة أل بي فيث-**، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 16، العدد 22، 2020.

78. نهاد إلياس نادر، **أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q)**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 38، العدد 2، 2016.

79. نوال غربي، محمد نور الدين، **أثر قرارا الاستثمار على تعظيم ثروة المساهمين-دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ-100**، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 1، 2022.

80. هشام بحري، **علاقة القيمة الإقتصادية المضافة والمقاييس المحاسبية التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 48، 2017.

81. هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2012.

82. الهواري سويسي، حميدة رمضاني، **قياس أداء المؤسسة الإقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 02، 2017.

83. الهواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، العدد 07، 2010.

84. ياسر تاج السر محمد سند وآخرون، **الأنشطة الحديثة للمراجعة الداخلية ودورها في الأداء المالي بالتطبيق على (شركة السكر السودانية المحدودة)**، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 4، العدد 2، 2021.

3- **الرسائل الجامعية**

85. أحمد ناظر محمد جودة، **أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص المحاسبة والضرائب، جامعة القدس، فلسطين، 2022.

86. أسامة محمد شنك، **العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان-دراسة اختبارية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2018.

87. أمال سحنون، **دور نظام الحوافز في تحسين الأداء المالي-دراسة مؤسسة اقتصادية جزائرية-**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2021.

88. إيمان بن تومي، **أثر رأس المال البشري على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل-**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مانجمنت وإقتصاد تطبيقي، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، الجزائر، 2021.

89. بلال معوج، **دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة "NCA ROUIBA"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2016.

90. توفيق سميح محمد الأغوات، **دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الإدارية والماية، قسم المحاسبة، تخصص المحاسبة، جامعة الإسراء، عمان، الأردن، 2015.

91. حامد أحمد محمود المحادين، **أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الأعمال، قسم إدارة الأعمال، تخصص إدارة أعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2010.

92. خديجة بوزيد، **أثر التقييم المالي للمجمعات وفق المعايير المالية الدولية على اتخاذ القرارات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة مصطفى اسطمبولي، معسكر، الجزائر، 2023.

93. خضرة بن عيسى، **أثر التعلم التنظيمي والابتكار على الأداء المالي للمنظمات الاقتصادية الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة المنظمات، جامعة مصطفى اسطمبولي، معسكر، الجزائر، 2023.

94. رقية شطيبي، **الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية ومؤشرات تقييمه دراسة ميدانية مؤسسة ملبنة نوميديا قسنطينة**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص استراتيجية مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2011.

95. زوليخة بلعطار، **أثر إدراج الشركات في البورصة على أدائها المالي-دراسة حالة شركة رويبة"NCA-ROUIBA"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2015.

96. زينب تمرابط، **أثر القياس المحاسبي لرأس المال الفكري على أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2023.

97. سراح موصو، **تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2022.

98. سليم جابو، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية – دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.

99. سليم عماري، **دور تقييم الأداء المالي في التنبؤ بالفشل المالي للشركات-دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2009-2012**، رسالة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.

100. سميرة بنت سعيد المالكي، **العلاقة بين حجم المنشأة الصناعية والتقدم التقني في المملكة العربية السعودية–دراسة تطبيقية–**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية إدارة الأعمال، قسم الإقتصاد، جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2013.

101. سميرة لطرش، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.

102. صفية يخلف، **التدقيق المالي والمحاسبي كآلية لإرساء مبادئ الحوكمة من أجل تحسين الأداء المالي للشركات في الجزائر دراسة حالة عينة من الشركات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2020.

103. الطاهر جغدير، **أثر الإدخال البورصي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة(1999–2015)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2017.

104. عادل سلماني، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الاسلامي – دراسة حالة ماليزيا**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجيستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر،2014.

105. عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية: قياس وتقييم –دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة 2000–2002**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002.

106. عبد الحفيظ خزان، **تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي–دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002–2013**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014.

107. عبد الغني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية–حالة بورصتي الجزائر وباريس–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2007.

108. فائزة عدمان، **سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة–دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005–2013 باستخدام نماذج بانل–**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2017.

109. فوزي شوق، **التحليل النظري والكمي لظاهرة البطالة في الجزائر خلال الفترة (1990–2006)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي–إحصاء واقتصاد تطبيقي–، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2009.

110. لعوج بن عمر، **أثر التحرير المالي على الوساطة المالية دراسة قياسية لعينة من 22 دولة نامية خلال الفترة 1995–2017 باستعمال تحليل بيانات بانل**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2020.

111. لولو شعبان محمد عقيل شعبان، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسري التغير في القيمة السوقية للأسهم "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، تخصص أعمال ومحاسبة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015.

112. ليندة وهبي، **دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية–دراسة حالة مؤسسة NCA رويبة**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2016.

113. محمد بنية، **القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010–2015–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال والمالية، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2017.

114. محمد بوهالي، **أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة–دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية–**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2018.

115. محمد حجاج، **أثر المؤشرات المالية للمؤسسة على القيمة السوقية لسهمها دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم تجارية، مالية المؤسسة، جامعة يحيى فارس، المـدية، الجزائر، 2022.

116. محمد رمزي جودي، **أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية – المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية – دراسة حالة لمجموعة من**

المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.

117. مراد عمر جبرائيل الصليبي، **أثر السيولة النقدية على القيمة السوقية لشركات التأمين والبنوك الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين،** رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الأعمال والاقتصاد، تخصص المحاسبة والضرائب، جامعة القدس، فلسطين، 2022.

118. مروة مبروكي، **مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال،** أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2024.

119. مسعودة بقباقي، **أثر الهيكل المالي عل أداء المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية،** أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ومحاسبية، جامعة الجزائر 3، 2021.

120. معاذ محمد شقير، **أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (درسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية)،** رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإدارية، قسم الإدارة المالية والمصرفية، تخصص مالية ومصارف، سوريا، 2019.

121. منير عوادي، استخدام **التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة صيدال الفترة 2013-2017–،** أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة الجزائر 3، 2020.

122. نايف عبد العزيز حمد العنزي، **الافصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني: دراسة مقارنة،** رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2012.

123. نجلاء نوبلي، **استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب–بسكرة–،** أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.

124. نشأت حكمت عليوي، **أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي،** رسالة مقدمة لنيل درجة الماجيستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2019.

125. هبة عامر عيسى الجعفري، كفاءة سوق **رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية – دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015–2019،** رسالة مقدمة

لنيل درجة الماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة، العراق، 2021.

126. وليد زيرام، **أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة–دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003–2011**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012.

127. اليزيد ساحري، **إدارة التكلفة من منظور استراتيجي كمنهج متكامل لتحسين الأداء المالي دراسة حالة بعض المؤسسات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018.

4- الملتقيات والمؤتمرات والندوات:

128. نصر الدين بن نذير، أيوب شملال، **لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE**، مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع، جامعة البليدة 02، 25 أفريل 2017.

ثانيا: المراجع باللغات الأجنبية

1- Les Livres:

129. Jérôme Caby et Jacky Kœhl, **Analyse Financière**, Gestion Appliquée, Dareios & Pearson Eduction ,France, 2009.

130. Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille Analyse quantitative de la rentabilité et des risques**, Pearson Education, France, 2004.

131. Xavier Bradley et Christian Descamps, **Monnaie Banque Financement**, Edition Dalloz ,Paris, 2005.

2- Les articles:

132. Dini Fatihudin & al, **How Measuring Financial Performance**, International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET), vol 9, No 6, 2018.

133. Ekanayake,W. Y. M. M. N and Indrani, M. W, **Financial Performance and Stock Price : Evidence from Listed Manufacturing Companies in Srilanka,** International Journal of Accounting & Business Finance, Vol 9, No 2, 2023.

134. Farouk Altahtamouni, **Determinants of Market Value (Case of Jordanian Banks)**, International Business Research, Vol 11, No 1, 2018.

135. Fouzan Al Qaisi & al, **Factors Affecting the Market Stock Price – The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange**, International Journal of Business and Social Science, Vol 7, No 10, 2016.

136. Inés Zekri ,**l'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA)**, HAL open science, 2005. https://hal.science/halshs-00581297/ .

137. Judith Saghroun et jean-Yves Eglem, **Performance Globale De L'entreprise : Les Informations Environnementales et Sociales Sont-Elles Prises En Compte Par Les Analystes Financiers Pour Leur Diagnostic ?,** HAL open science, 2011. https://shs.hal.science/halshs-00593086/document

138. Mariana Zamfir & al, **Return on Investment- inaticator for Measuring the Profitability of invested capital,** Valahian Journal of Economic Studies, vol 0, No 0, 2016.

139. Nader Akhtegan & Bekir Elmas, **Relationship Between Financial Ratios and Stock Value,** International Journal of Health Sciences, 2021.

140. Ravinder Singh & al**, Definig Return on Assets (ROA) in Empirical Corporate Finance Research: A Critical Review,** Empirical Economics Letters, 23 (Special Issue 1), 2024.

141. Robert A. Yaffee, **A Primer for Panel Data Analysis**, Social Sciences, Statistic & Mapping, 2003. https://web.pdx.edu/~crkl/ec510/pda_yaffee.pdf

142. Thomas Hiestand, **Using Pooled Model, Random Model and Fixed Model Multiple Regression to Measure Foreign Direct Investement in Taiwan**, International Business & Economics Reasearch Journal, Vol 4, No 12, 2005.

143. Yassine Ali-Belhadj et Abderrezzak Benhabib, **Techniques d'Evaluation de La Performance de L'entreprise,** Les Cahiers du Mecas, Vol 12, No 1, 2016.

144. Yünus Gökmen & Üfük Türen, **The Determinats of High Technology Export- volume: A Panel Data Analysis of EU-15**, International Journal of Management/ Economics and Social Sciences, vol 2(3), 2013.

3- Les Communications:

145. Hurlin Christophe, **L'Econométrie des données de panel : modèles linéaires simples**, Ecole Doctorale Edocif , séminaire Méthodologique https://www.academia.edu/37501749/Ecole_Doctorale_Edocif_LEconom%C3%A9trie_des_Donn%C3%A9es_de_Panel_Mod%C3%A8les_Lin%C3%A9aires_Simples

146. Madushan E. P. T & Suminda Bogamuwa**, Impact of financial Performance on Share Price: Evidence from Financial Companies listed in Colombo Stock Exchange,** 4th Annual Research Symposium in Management, 2021.

4- Les sites électroniques:

147. https://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/40
148. https://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/7355
149. https://www.ase.com.jo/sites/default/files/
150. https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-almalyt-lsnt-2018

الملاحق

الملحق رقم (01): المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي

المؤشر	العلاقة	التفسير
معدل العائد على حقوق الملكية	النتيجة الصافية/ حقوق الملكية	ويعبر هذا المؤشر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلالها لأموال الملاك وتحقيق عائد مرضي لهم، يشير الى الأرباح التي تكسبها المؤسسة من الأموال المستثمرة لديها بواسطة الملاك.
معدل العائد على الاستثمار	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/ رأس المال المستثمر	يعبر عن قدرة المسيرين في استغلال الموارد المالية المتاحة في المؤسسة بكفاءة وفعالية.
معدل العائد على الأصول	صافي الربح بعد الضريبة/ إجمالي الأصول	يعبر عن مدى كفاءة استخدام الأصول في تحقيق العائد على الأموال المتاحة للمؤسسة بغض النظر عن مصدرها.
عائد السهم العادي	الربح الصافي /عدد الأسهم العادية المصدرة	يعبر عن كفاءة الإدارة في إدارة أصولها والتحكم في التكاليف، وكذا شكل الأداء الذي تمارسه لتعظيم قوتها في السوق.

الملحق رقم (02): المؤسسات محل الدراسة

الرقم	الرمز	المؤسسات
1	JOIR	الموارد الصناعية الأردنية
2	AALU	العربية لصناعة الألمنيوم–آرال–
3	JOPI	الأردنية لصناعة الأنابيب
4	JVOI	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
5	UMIC	العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية
6	DADI	دار الدواء للتنمية والاستثمار
7	HPIC	الحياة للصناعات الدوائية
8	NAST	الوطنية لصناعة الصلب
9	AQRM	القدس للصناعات الخرسانية
10	JOWM	مصانع الأجواخ الأردنية
11	UCCI	مصانع الكابلات المتحدة
12	JODA	الألبان الأردنية
13	ASPMM	العربية لصناعة المواسير المعدنية
14	MBED	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
15	ICAG	الصناعية التجارية الزراعية/ الإنتاج
16	JPPC	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
17	GENI	الإستثمارات العامة
18	NATA	الوطنية لصناعة الألمنيوم
19	NCCO	اسمنت الشمالية
20	JOPH	مناجم الفوسفات الأردنية
21	RMCC	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية
22	PHIL	فيلاديفيا لصناعة الأدوية
23	ASAS	أساس للصناعات الخرسانية
24	JOST	حديد الأردن
25	NDAR	دار الغداء
26	SNRA	سنيورة للصناعات الغدائية
27	APOT	البوتاس العربية

الملحق رقم (03): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

```
. summarize P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV
```

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
P	162	2.697099	5.196284	.11	35.7
ROA	162	.0326822	.0683411	-.14793	.3461
EPS	162	.241358	.9803022	-.565	8.67
MVA	162	.517216	2.938572	-5.67	17.706
SIZE	162	17.27367	1.297328	14.54395	21.42923
GROWTH	162	.0673771	.3007011	-.6738179	1.758881
LEV	162	.328321	.1882953	-.00191	.78931

الملحق رقم (04): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

```
. pwcorr  P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV
```

	P	ROA	EPS	MVA	SIZE	GROWTH	LEV
P	1.0000						
ROA	0.6495	1.0000					
EPS	0.9057	0.6824	1.0000				
MVA	0.8831	0.5742	0.7895	1.0000			
SIZE	0.4546	0.2136	0.2601	0.2564	1.0000		
GROWTH	0.2382	0.2981	0.3118	0.2374	0.1003	1.0000	
LEV	-0.1464	-0.4313	-0.1339	-0.0917	0.1446	0.1199	1.0000

الملحق رقم (05): اختبار تضخم التباين VIF

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
EPS	3.46	0.289249
MVA	2.70	0.370269
ROA	2.64	0.379207
LEV	1.50	0.668366
GROWTH	1.21	0.824691
SIZE	1.15	0.870247
Mean VIF	2.11	

الملحق رقم (06): نموذج الإنحدار التجميعي

```
. reg P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV
```

Source	SS	df	MS		
Model	4101.37095	6	683.561825	Number of obs	= 162
Residual	245.848589	155	1.58611993	F(6, 155)	= 430.96
				Prob > F	= 0.0000
Total	4347.21954	161	27.0013636	R-squared	= 0.9434
				Adj R-squared	= 0.9413
				Root MSE	= 1.2594

P	Coefficient	Std. err.	t	P>|t|	[95% conf.	interval]
ROA	-2.185634	2.358494	-0.93	0.356	-6.844573	2.473304
EPS	2.831925	.1882605	15.04	0.000	2.460038	3.203812
MVA	.7425161	.0555086	13.38	0.000	.6328652	.852167
SIZE	.9156685	.0820132	11.16	0.000	.7536606	1.077676
GROWTH	-.57218	.3634749	-1.57	0.117	-1.290184	.1458236
LEV	-2.148465	.6447753	-3.33	0.001	-3.422146	-.8747845
_cons	-13.37204	1.375093	-9.72	0.000	-16.08838	-10.6557

الملحق رقم (07): نموذج التأثيرات الثابتة

```
. xtreg P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       162
Group variable: code                            Number of groups   =        27

R-squared:                                      Obs per group:
     Within  = 0.9599                                         min =         6
     Between = 0.9538                                         avg =       6.0
     Overall = 0.8238                                         max =         6

                                                F(6,129)           =    515.04
corr(u_i, Xb) = 0.5492                          Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
           P | Coefficient  Std. err.      t    P>|t|     [95% conf. interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         ROA |  -1.805465   1.893918    -0.95   0.342    -5.552628    1.941698
         EPS |   2.536258   .1561697    16.24   0.000     2.227273    2.845244
         MVA |   .4176246   .0463848     9.00   0.000      .325851    .5093981
        SIZE |  -.3245853   .1407743    -2.31   0.023    -.6031107   -.0460598
      GROWTH |   -.141648   .1956783    -0.72   0.470    -.5288023    .2455062
         LEV |   1.178919   .8508203     1.39   0.168    -.5044494    2.862288
       _cons |   7.157215   2.394576     2.99   0.003     2.419487    11.89494
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.5665084
     sigma_e |  .61199258
         rho |  .94619911   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0: F(26, 129) = 20.29                     Prob > F = 0.0000
```

الملحق رقم (08): نموذج التأثيرات العشوائية

```
. xtreg P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs      =       162
Group variable: code                            Number of groups   =        27

R-squared:                                      Obs per group:
     Within  = 0.9407                                         min =         6
     Between = 0.9654                                         avg =       6.0
     Overall = 0.9419                                         max =         6

                                                Wald chi2(6)       =   2199.59
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                      Prob > chi2        =    0.0000
```

P	Coefficient	Std. err.	z	P>|z|	[95% conf.	interval]
ROA	-1.669283	2.323078	-0.72	0.472	-6.222431	2.883866
EPS	2.754209	.184926	14.89	0.000	2.391761	3.116657
MVA	.5899505	.0551956	10.69	0.000	.4817691	.6981319
SIZE	.7689844	.1041188	7.39	0.000	.5649152	.9730535
GROWTH	-.404964	.2642254	-1.53	0.125	-.9228362	.1129082
LEV	-1.36506	.7967831	-1.71	0.087	-2.926726	.1966059
_cons	-11.02595	1.774368	-6.21	0.000	-14.50364	-7.548249
sigma_u	.55400294					
sigma_e	.61199258					
rho	.45038869	(fraction of variance due to u_i)				

الملحق رقم (09): نتائج اختبار Hausman

```
Test of H0: Difference in coefficients not systematic

    chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
            = 139.33
Prob > chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

الملحق رقم (10): نتائج اختبار Breusch and Pagan

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        P[code,t] = Xb + u[code] + e[code,t]

        Estimated results:
                         |       Var      SD = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                       P |   27.00136        5.196284
                       e |   .3745349        .6119926
                       u |   .3069193        .5540029

        Test: Var(u) = 0
                                  chibar2(01) =    80.47
                              Prob > chibar2 =    0.0000
```

الملحق رقم (11): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

```
. xtserial P ROA EPS MVA SIZE GROWTH LEV

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      26) =      7.608
           Prob > F =      0.0105
```

الملحق رقم (12): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

```
. hettest

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of P

H0: Constant variance

    chi2(1) = 127.02
Prob > chi2 = 0.0000
```

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات صناعية مدرجة في بورصة عمان للفترة الزمنية الممتدة من 2017-2022، حيث تم أخذ عينة مكونة من 27 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان، وتحقيقا لأهداف الدراسة واختبار الفرضيات تم بناء نموذج الانحدار المتعدد باستخدام بيانات بانل Panel Data، كما تم الاعتماد على البرنامج الاحصائي Stata 17 لتقدير نتائج نموذج الدراسة؛

وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للمتغيرات المستقلة المتمثلة في كل من مؤشر ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية المضافة، أما مؤشر العائد على الأصول فلا يؤثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة، أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فيوجد تأثير إيجابي معنوي لحجم المؤسسة، تأثير سلبي معنوي للرفع المالي في حين لايوجد تأثير لمعدل النمو على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: مؤشرات الأداء المالي، القيمة السوقية للسهم، بورصة عمان، بيانات بانل، القيمة السوقية المضافة.

Abstract:

This study aimed to test the extent of the impact of financial performance indicators on the stock market value of companies listed on the Amman Stock Exchange over an extended period of time from 2017 to 2022, a sample of 27 companies listed on the Amman Stock Exchange was taken, To achieve the objectives of the study and test the hypotheses, a multiple regression model was built using Panel data, and the statistical program Stata17 was relied upon to estimate the results of the study model;

The study shows that the independ variables composed of both earnings per share and the market value added index have a positive signification, and there is no significant effect to return on asset index on the stock market value to the companies sample study, As for the control variables which are composed of company size has a positive significant effect, A negative significant effect of financial leverage while the ghrowth has no significant effect on the stock market value to the companies sample study.

Keywords: Financial performance indicators, Stock Market Value, The Amman Stock Exchange, Panel data, Market Value added.