



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

في العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

العنوان:

قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في  
تقييم عوائد الأسهم

دراسة تطبيقية أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015)

إشراف الأستاذ:

من إعداد:

سليم جابو

- مروى دوح

- وردة مسعودي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
عمار زريقي	أستاذ مساعد - أ.	رئيسا
سليم جابو	أستاذ مساعد - أ.	مشرفا ومقررا
اسماعيل عنان	أستاذ مساعد - أ.	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2016





مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

في العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

العنوان:

قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في  
تقييم عوائد الأسهم

دراسة تطبيقية أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015)

إشراف الأستاذ:

سليم جابو

من إعداد:

- مروى دوح

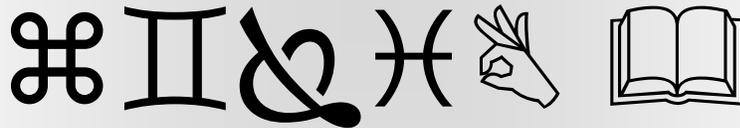
- وردة مسعودي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
عمار زريقي	أستاذ مساعد - أ.	رئيسا
سليم جابو	أستاذ مساعد - أ.	مشرفا ومقررا
اسماعيل عنان	أستاذ مساعد - أ.	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2016

★ ✎ 𐌲𐌰 𐌲𐌰 ⇄ ○ 𐌲𐌰 𐌲𐌰  
𐌲𐌰 𐌲𐌰 ○ ◆ 𐌲𐌰 𐌲𐌰 𐌲𐌰 𐌲𐌰  
𐌲𐌰 ⑩ 𐌲𐌰 ○ ② 𐌲𐌰 𐌲𐌰



## شكر وعرّفان

الحمد لله رب العالمين حمد الشاكرين لفضله، أن وفقنا لإتمام هذا العمل، ونصلي على سيدنا محمد النبي الأمين خير من علمنا أدب الشكر وعمل به، وعلى آل بيته وأصحابه ومن اقتدى به، وبعد: يطيب لنا أن نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف الفاضل "سليم جابو" الذي لم يخل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة والنيرة وإعطائه لنا الكثير من وقته في سبيل إنجاز هذه الدراسة، فإليه منا عظيم امتناناتنا.

كما نتوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين منحونا من وقتهم لقراءة مذكرتنا وإثرائهم بتوجيهاتهم القيمة.

والشكر موصول إلى كل من ساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في إنجاز هذه الدراسة وأخص بالذكر الأساتذة الكرام مراد مهدي وعبد الرزاق مصباحي الذين لم يخلو علينا بإرشاداتهم والرفع من معنوياتنا.

والشكر دائم وموصول إلى عائلتنا وكل من وقف إلى جانبنا طوال فترة اعداد الدراسة.

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2010-2015، حيث تم اختيار عينة مكونة من 30 شركة موزعة على عدة قطاعات باستثناء قطاع البنوك والتأمينات نظرا لخصوصياتهما، وذلك من خلال استخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الإنحدار الخطي البسيط، وكذا إختبارات الاستقرار لإختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدا المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة عمان للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف.

## الكلمات المفتاحية:

الأداء، الأداء المالي، المؤشرات التقليدية للأداء المالي، المؤشرات الحديثة للأداء المالي، عائد السهم.

## Abstract

The aim of this study is to know the extent to which traditional and modern financial performance indicators in the interpretation of stockholders of listed companies in Oman securities stock exchange during the period between 2010-2015, chose a sample of 30 companies spread over several sectors except banks and insurance sector due to privacy, and that by using the matrix correlation and simple linear regression models, as well as stability tests for aptitude test at low level. The study found a positive correlation between all modern and traditional financial performance indicators and between stockholders except modern indicator economic value added, as the results of the study showed that outweigh traditional indicators in interpreting dividends compared with modern indicators, the study found that non-Oman Securities Exchange as a class at low level.

## Word key:

Performance, financial performance, recent traditional indicators of financial performance, financial performance indicators, Earnings per share.

# فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
I	الملخص
III	فهرس المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	قائمة المختصرات والرموز
أ-و	المقدمة العامة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية	
01	تمهيد
02	المبحث الأول: الأدبيات النظرية للأداء المالي وعوائد الأسهم
02	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وعوائد الأسهم
02	1- ماهية الأداء المالي
02	1-1- تعريف الأداء المالي
03	1-2 خطوات تقييم الأداء المالي
04	1-3 أهمية الأداء المالي
05	2- مؤشرات قياس الأداء المالي
05	1-2 المؤشرات التقليدية للأداء المالي
14	2-2 المؤشرات الحديثة للأداء المالي

18	3-2 المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي
19	المطلب الثاني: ماهية عوائد الأسهم
20	1- تعريف عائد الأسهم
20	2- أشكال عائد الأسهم وطرق حسابه ومحدداته
23	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأداء المالي وعوائد الأسهم
23	المطلب الأول: عرض الدراسات العربية
23	1- عرض الدراسات العربية
25	2- عرض الدراسات الأجنبية
28	المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية
28	1- تقييم الدراسات السابقة
32	2- موقع الدراسة الحالية
33	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: إختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم - دراسة أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان (2010- 2015) -	
35	تمهيد
35	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
35	المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة
35	1- مجتمع وعينة الدراسة

35	1-1 مجتمع الدراسة
41	2-1 عينة الدراسة
42	2-2 مصادر بيانات الدراسة
42	1-2 - البيانات الثانوية
42	2-2 - البيانات الأولية
42	3- متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
42	1-3 متغيرات الدراسة
43	2-3 كيفية قياس متغيرات الدراسة
44	4- جمع وتلخيص المعطيات
44	المطلب الثاني: البرامج والأدوات الإحصائية المعتمدة
45	1- البرامج المعتمدة في الدراسة
45	2- الأدوات المعتمدة في الدراسة
45	1-2 أدوات الإحصاء الوصفي
45	2-2 مصفوفة الارتباط (بيرسون)
45	2-3 نماذج الإنحدار الخطي البسيط
45	2-4 إختبارات استقرار السلاسل الزمنية وإختبار BDS
45	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
45	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

45	1- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
46	1-1 دراسة مؤشر العائد على السهم (TSR)
46	2-1 دراسة مؤشر العائد على الاستثمار (ROI)
46	3-1 دراسة مؤشر العائد على حقوق المساهمين (ROE)
47	4-1 دراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
47	5-1 دراسة مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)
47	2- نتائج الارتباط بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء وعوائد الأسهم
48	1-2 نتائج الارتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم
48	2-2 نتائج الارتباط بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد الأسهم
49	3- نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء وعوائد الأسهم
49	1-3 نتائج الإنحدار الخطي البسيط لعائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي
51	2-3 نتائج الإنحدار الخطي البسيط لعائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي
53	4- إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف
53	1-4 إختبار استقرارية مؤشر بورصة عمان للفترة (2010-2015)
56	2-4 إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة
57	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج
57	1- تحليل نتائج مصفوفة الارتباط
58	2- تحليل نتائج الإنحدار البسيط

59	3- تحليل نتائج قدرة تفسير المؤشرات التقليدية لعوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي
60	4- تحليل نتائج إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف
61	خلاصة الفصل الثاني
63	الخاتمة العامة
69	قائمة المراجع
vii-i	الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي.	الجدول 01-01
29	مقارنة بين الدراسات السابقة العربية.	الجدول 02-01
30	مقارنة بين الدراسات السابقة الاجنبية.	الجدول 03-01
44	طريقة حساب متغيرات الدراسة.	الجدول 01-02
46	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة.	الجدول 02-02
48	مصفوفة إرتباط المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد الأسهم.	الجدول 03-02
49	مصفوفة إرتباط المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم.	الجدول 04-02
50	نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والعائد على الاستثمار.	الجدول 05-02
51	نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم حقوق المساهمين.	الجدول 06-02
52	نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم القيمة السوقية المضافة.	الجدول 07-02
53	نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة.	الجدول 08-02
54	نتائج إختبار ADF.	الجدول 09-02
55	نتائج إختبار KPSS.	الجدول 10-02
56	نتائج إحصائية BDS.	الجدول 11-02

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
39	تطور المؤشر العام لبورصة عمان لفترة (2010-2015)	الشكل 01-02
40	تطور ادراج الشركات في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2015)	الشكل 02-02
40	نمو القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015)	الشكل 03-02
41	توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات	الشكل 04-02
54	تطور مؤشر بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015)	الشكل 05-02

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار
القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة	Adjusted Economic Value Added	AEVA
التدفق النقدي التشغيلي	Operating Cash Flow	CFO
رأس المال المستثمر	Capital Invested	CI
خلق قيمة للمساهمين	Created Shareholder Value	CSV
مؤشر المديونية	Debt Ratio	DR
حصة السهم من الأرباح	Earnings Per Share	EPS
مؤشر الملكية	Equity Ratio	ER
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
مؤشر السيولة	Liquidity Ratio	LR
القيمة السوقية	Market Value	MV
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
القيمة السوقية للسهم	Market value of the shares	MVS
هامش صافي الفوائد والعمولات	Net Interests and Commissions Margine	NICM
النتيجة الصافية	Net Profit	NP
سعر السهم إلى عائدته	Price / Earnings Ratio	P/E
الربح المتبقي	Residual Income	RI
العائد على الأصول	Return On Asset	ROA
العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	ROE
العائد على الاستثمار	Return On Investment	ROI
العائد على المبيعات	Return On Selling	ROS
القيمة المضافة للمساهمين	Shareholder Value Added	SVA
عائد السهم الكلي	Total Shareholder Return	TSR
التكلفة المرجحة لرأس المال	Weighted Average Cost of Capital	WACC

# المقدمة العامة

## 1- توطئة

يعتمد النجاح الحقيقي للشركات على تحقيق أهدافها، خاصة في ظل التغيرات السريعة المتلاحقة التي تحدث في البيئة المحيطة، لذلك فقد اهتمت إدارة الشركات في الآونة الأخيرة بهدف مهم متمثل في تحقيق القيمة لحملة الأسهم بدلا من التركيز فقط على تحقيق الربحية، فمن أجل تعظيم قيمة الأسهم والرفع من قيمة العائد على السهم، وضمان البقاء في السوق وجلب المستثمرين المرتقبين إليها، تحتاج الشركة دائما إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في سوق الأوراق المالية، ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن، إذ تعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات.

واجهت الأساليب التقليدية (المحاسبية) المستخدمة في تقييم أداء الشركة عدة انتقادات لإعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بالطرق المحاسبية المستخدمة، لذا أصبح من الضروري مراجعة هذه الطرق للتغلب على عيوبها، مما أصبحت الحاجة ملحة لتوفير أدوات أكثر دقة من خلال الإعتماد على الطرق القياسية كالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

## 2- طرح الأشكالية

مع ظهور سوق الأوراق المالية أصبحت الشركات تبحث عن الأدوات والمؤشرات التي تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها، ومع تطور أهداف الشركة من هدف تحقيق الأرباح إلى هدف النمو والبقاء والاستمرارية وهو ما يعرف حديثا بإحداث القيمة، تطورت المؤشرات المالية بالتوازي لبلوغ هذه الأهداف، لذلك تأتي هذه الدراسة كحالة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية تقارن بين المؤشرات التقليدية (المحاسبة) والمؤشرات الحديثة (الاقتصادية) للأداء المالي، ومحاولة معرفة أيهما أكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، وعلى هذا الأساس فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول الدراسة الاجابة عليه يمكن صياغته على النحو الآتى:

ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2010م-2015م)؟

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

- هل هناك علاقة بين المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؟
- هل هناك علاقة بين المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؟
- ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي الحديثة في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي؟
- هل تعتبر بورصة عمان كفاءة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة؟

### 3- فرضيات البحث

كمحاولة مبدئية للإجابة على أسئلة البحث تم صياغة الفرضية العامة الآتية، وسيتم إختبارها من خلال دراسة الموضوع:

قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2010م-2015م)

وتتفرع هذه الفرضية العامة إلى الفرضيات الجزئية التالية:

- هناك علاقة بين المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؛
- هناك علاقة بين المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؛
- تعتبر المؤشرات الحديثة للأداء المالي أكبر قدرة على تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان مقارنة بنظرتها التقليدية؛
- تعتبر بورصة عمان كفاءة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

## 4- مبررات اختيار الموضوع

تتمثل أهم دوافع اختيار موضوع البحث في جملة من الأسباب هي:

- التعرف على المؤشرات التي تساهم كثيرا في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الأوراق المالية؛
- الأهمية التي يكتسيها هذا الموضوع خاصة من قبل المساهمين والمستثمرين الماليين المتوقعين؛
- إرتباط الموضوع بمجال تخصص الباحثين وهو مالية الشركة؛
- الغموض واللبس في تحديد القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في مجال تقييم الأداء المالي؛
- الرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بأسواق الأوراق المالية؛
- تعتبر بورصة عمان من الأوراق التي عرفت تطورا كبيرا في أدائها المالي، مما تم اختيارها كحالة تطبيقية.

## 5- أهداف الدراسة

يعتبر الهدف الأساسي من هذه الدراسة إختبار قدرة المؤشرات الحديثة للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم، ذلك من أجل إيجاد المؤشر الأكثر إرتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم، ومعرفة أن المؤشرات الحديثة تعتبر مدخل أساسي جديد للمقياس المالي ولها دور هام في تحقيق القيمة لحملة الأسهم وتحسين وتحقيق الانسجام بين مصالح حملة الأسهم، فيمكن تلخيص أهم أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- تحليل مؤشرات الأداء المالي التقليدية والوقوف على دلالتها الفنية؛
- الوقوف على دلالة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية كأداة لتقييم الأداء المالي؛
- المقارنة بين المؤشرات الحديثة (الاقتصادية) والمؤشرات التقليدية (المحاسبية) من حيث القدرة على تفسير عوائد الأسهم؛

-إختبار كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

## 6- أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة من خلال دور الأداء المالي الجيد في استمرارية وتطور الشركة، بحيث يظهر لنا نقاط قوة وضعف الشركة، وهذا طبعا لا يمكن الوصول إليه إلا باستخدام مؤشرات مالية تحدد بدقة مستوى الأداء المعبر عنه بعوائد الأسهم، لهذا تأتي أهمية هذه الدراسة لتكشف عن مدى نجاح استخدام المؤشرات الحديثة للأداء المالي المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي في بورصة عمان للأوراق المالية، خاصة بعدما أثبتت الدراسات نتائج مختلفة حول هذا الطرح.

## 7- حدود الدراسة

يهتم البحث بدراسة العمليات التي تتم داخل بورصة عمان للأوراق المالية، ويتجاهل العمليات غير المسجلة بالبورصة، كما أنه يقتصر على دراسة العمليات التي تتم على الأسهم العادية فقط كأداة لتمويل ببورصة عمان.

تمت الدراسة على عينة مكونة من 30 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، موزعة على قطاعات مختلفة، باستثناء القطاع البنكي والتأمينات وهذا خلال الفترة الممتدة من 2010-2015.

## 8- منهج البحث والأدوات المستخدمة

نظرا لطبيعة البحث وبغية انهاء تطلعات الدراسة سوف يتم الإعتماد على جل المناهج المستعملة في البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، حيث يتم توظيف كل منهج كلما دعت الحاجة البحثية لذلك.

وبشكل عام، فقد تم انتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع استخدام بعض الاحصاءات الخاصة بواقع البورصة وتحليلها، ومن بين الادوات المنهجية المتبعة أيضا فقد

تم الإعتماد على أسلوب دراسة حالة من أجل قياس تأثير عوائد الأسهم بالمؤشرات الحديثة والتقليدية للأداء المالي.

تم جمع المعطيات والمعلومات الخاصة بعوائد الأسهم ومؤشرات الأداء بالإعتماد على أسلوب المسح المكتبي وتقارير بورصة عمان، ومن أجل عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية، يتم استخدام بعض العلاقات الرياضية والمعايير القياسية المتبوعة برسومات بيانية وذلك بالاستعانة ببعض البرامج المعلوماتية المتخصصة (Eviews 9, SPSS, Excel 2013).

## 9- صعوبات الدراسة

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

- صعوبة نقل المعلومات وتلخيصها خاصة المعلومات الخاصة بحساب القيمة الاقتصادية المضافة.
- صعوبة الحصول على بعض المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة في بورصة عمان.
- اختلاف المعطيات وعدم تماثل طرق حسابها الأمر الذي دفع للبحث عن معطيات أخرى توضح هذا الاختلاف.

## 10- هيكل الدراسة

للتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة عامة تحتوي على جملة من التوصيات والأفاق.

الفصل الأول مثابة مقدمة تهدف للتعرف بمجال الدراسة حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص الأول لعرض المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشرات قياسه وكذا التعرف إلى المفاهيم الأساسية حول عائد السهم وطرق قياسه ومحدداته، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة؛

---

يأتي الفصل الثاني للتطرق إلى الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم تقسيمه هو الآخر إلى  
مبحثين، خصص الأول لعرض الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص  
لعرض ومناقشة نتائج الدراسة.

الفصل الأول:  
الأدبيات النظرية  
والتطبيقية

## تمهيد

قسم الفكر المحاسبي من خلال البحوث والدراسات المحاسبية مداخل تقييم الأداء في أكثر من مدخل، ومن بين هذه المداخل مدخل القيمة السوقية المضافة، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ومدخل بطاقة الأداء المتوازن، لكن الأوسع انتشار في الواقع التطبيقي هما طريقتا المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة، لذلك ركزنا في هذه الدراسة على هاذين المدخلين لإختبار أفضلها دعماً للقرارات الاستثمارية المؤثرة على عوائد الأسهم في الشركة الاقتصادية.

تجدر الإشارة إلى التركيز على أهم وظيفة من وظائف إدارة الموارد البشرية ألا وهي وظيفة تقييم الأداء التي تتميز بأهميتها الإستراتيجية في استمرارية الشركة على المدى الطويل، كما تزداد أهميتها مع ازدياد متطلبات الإفصاح والشفافية، وذلك بهدف من أجل تعزيز الوعي لدى المستثمرين حول أداء الشركات، وحماية ممتلكاتهم وثرواتهم من أجل تعظيم القيمة السوقية للسهم، هذه الأخيرة تؤدي بدورها إلى تحقيق أرباح كبيرة تنعكس على الملاك والمساهمين في الشركة في شكل توزيعات أرباح، ومنه تعظيم العائد على السهم.

من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

- في المبحث الأول تم التطرق إلى ماهية الأداء المالي ومؤشرات قياسه، وكذا التعرف على مفهوم عوائد الأسهم، وطرق قياسه، ومحدداته.
- أما في المبحث الثاني تم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة.

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية للأداء المالي وعوائد الأسهم

يعمل تقييم أداء الشركات باستخدام مؤشرات الأداء المالي المختلفة على قياس مدى تحقيق الشركة لأهدافها والكشف عن أي سلبيات في وقت مبكر، فضلاً عن ذلك إظهار الجوانب الإيجابية في أدائها ومحاولة تعزيزها، لذلك حاولنا من خلال هذا المبحث دراسة وتقديم إطار نظري لكل من الأداء المالي وعوائد الأسهم، يعتبر الأداء المالي من المقومات الرئيسية للشركات حيث يوفر نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها لمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة الشركات من خلال مؤشرات محددة لتحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة هذه الأخيرة ينجم عن مجموعة من المكاسب أو الخسائر خلال فترة زمنية معينة وهذا ما يفسر بالعوائد.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول تقييم الأداء المالي

يعتبر الأداء المالي أداة للحكم الشخصي من قيم وسلوك ومعايير معنوية وأخلاقية، وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركات وعلى مستوى أنشطتها ومدى تحقيق الأهداف بفعالية من أرقام وجوانب مادية قابلة للقياس الدقيق من خلال معايير ومؤشرات، لذلك تم من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على مفهوم الأداء المالي في الفرع الأول، ومؤشرات قياسه في الفرع الثاني.

#### 1- ماهية الأداء المالي

يتم من خلال هذا العنصر التطرق إلى مجموعة من التعاريف نذكر منها ما يلي:

#### 1-1- تعريف الأداء المالي

قبل التطرق إلى تعريف الأداء المالي لا بد أن نشير إلى مفهوم الأداء، هذا الأخير يعتبر مصطلح من أصعب المصطلحات التي يمكن حصرها في تعريف شامل، حيث يعرف الأداء بأنه درجة تحقيق وإتمام المهام المكونة لوظيفة الفرد، وهو يعكس الكيفية التي يحقق أو يشبع بها الفرد متطلبات الوظيفة، فالأداء يقاس على أساس النتائج التي حققها الفرد.<sup>1</sup>

يعبر الأداء عن الأثر الصافي لجهود الفرد التي تبدأ بالقدرات وإدراك الدور أو المهام، والذي بالتالي يشير إلى درجة تحقيق وإتمام المهام المكونة لوظيفة الفرد<sup>2</sup>، ومنه يمكن القول أن الأداء هو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

باعتبار أن الأداء المالي هو أحد أنواع الأداء تعددت أيضاً المفاهيم المقدمة للأداء المالي منها:

<sup>1</sup> - راوية حسن، إدارة الموارد البشرية، (رؤية مستقبلية)، الدار الجامعية لنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص 209.

<sup>2</sup> - أحمد متر عاشور، إدارة القوى العاملة، الأسس السلوكية وأدوات البحث التطبيقي، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1983، ص 50.

1-1-1- يعرف الأداء المالي بأنه أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها تجاه الشركات الناجحة فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها.<sup>1</sup>

1-1-2- يعبر الأداء المالي عن أداء الشركات، حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم.<sup>2</sup>

1-1-3- أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في الشركة في لحظة زمنية معينة بشكل عام أو لجانب معين من أداء الشركة أو لأداء أسهمها في السوق المالي في يوم محدد وفترة زمنية معينة.<sup>3</sup>

1-1-4- أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تظهر في مسيرة الشركة، فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت الشركة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون والقروض ومشكل العسر المالي والنقدي، وبذلك تنذر إدارتها للعمل لمعالجة الخلل.<sup>4</sup>

ومنه يمكن القول أن الأداء المالي هو أداة لتحفيز العاملين في الشركة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من سابقتها.

## 1-2- خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية:

1-2-1- الحصول على القوائم المالية والتقارير السنوية، حيث إن من خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة؛

1-2-2- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية والسيولة والنشاط والرفع المالي والتوزيعات، ويتم إعداد واختيار الأدوات المالية التي ستستخدم في عملية تقييم الأداء المالي؛

1-2-3- دراسة وتقييم النسب، واستخراج النتائج، ومن ثم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف والقوة بالأداء المالي الفعلي، من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو بأداء الشركات التي تعمل في نفس القطاع؛

<sup>1</sup> - السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الاعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، الطبعة الأولى، 2002، ص37.

<sup>2</sup> - طاهر منصور وحسين شحدة، "إستراتيجية التنويع والأداء المالي: دراسة ميدانية في منشأة عراقية"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، العراق، المجلد30، العدد3، 2003، ص296.

<sup>3</sup> - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد النشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص46.

<sup>4</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص45.

1-2-4- اعتمادا على عملية تقويم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على الشركات المتعاملة معها يتم وضع التوصيات الملائمة.<sup>1</sup>

### 1-3- أهمية الأداء المالي

تكمن أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في الشركة لتحديد جوانب القوة والضعف في الشركة والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد قرارات المالية للمستخدمين.<sup>2</sup>

فضلا عن ما سبق، فإن أهمية الأداء المالي بشكل خاص تهدف لمتابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب، من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقا للأهداف للشركات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة.

يحقق الأداء المالي للمستثمرين الأهداف التالية:<sup>3</sup>

1-3-1- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط الشركة وطبيعته، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومديونية وتوزيعات على سعر السهم؛  
1-3-2- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لإتخاذ القرار الملائم لأوضاع الشركات؛

ومنه فأن الموضوع الأساسي للأداء المالي هو الحصول على معلومات تستخدم لأغراض التحليل المناسب لصنع القرارات، واختيار السهم الأفضل من وقت لآخر من خلال مؤشرات الأداء المالي للشركات، وبشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على الجوانب الآتية:

- تقييم ربحية الشركة؛
- تقييم سيولة الشركة؛
- تقييم تطور نشاط الشركة؛
- تقييم مديونية الشركة؛

<sup>1</sup> - موسى نوفل، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن باستخدام معدل العائد للفترة 1991-2000، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة ال البيت المرق، الأردن، 2002، ص23.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص20 .

<sup>3</sup> - دونالد ووترز، 101 طريقة لتطوير أداء الشركات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2002، ص17.

- تقييم تطور توزيعات الشركة؛

- تقييم تطور حجم الشركة.

لذلك يتم تحديد المؤشرات التي توفر للشركة أدوات وطرق تحليل الأداء المالي، حيث إن الغرض من تقييم الربحية وتحسينها هو تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهم، والغرض من تقييم السيولة هو تحسين قدرة الشركات في الوفاء بالتزاماتها، أما الغرض من تقييم النشاط هو معرفة كيفية توزيع الشركة لمصادرهما المالية واستثمارها، والغرض من تقييم الرفع المالي لمعرفة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، والغرض من تقييم التوزيعات معرفة سياسة الشركة في توزيع الأرباح، أما الغرض من تقييم حجم الشركة فهو يزودها بمجموعة من الميزات ذات أبعاد اقتصادية بالإضافة إلى تحسين القدرة الكلية للشركات.

## 2- مؤشرات قياس الأداء المالي

يعتبر قياس الأداء المالي احد مراحل عملية التقييم، حيث يتم قياس الأداء المالي من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات التقليدية (المؤشرات المحاسبية) ومجموعة من المؤشرات الحديثة (مؤشرات انشاء القيمة) والتي تتضمن نسب مختلفة نذكر منها نسب الربحية، نسب الرفع المالي ونسب مالية أخرى.

### 2-1-1- المؤشرات التقليدية للأداء المالي

للأداء المالي عدة مؤشرات تقليدية نذكر منها:

#### 2-1-1-1- نسب الربحية

حظيت العلاقة بين الأرباح وأسعار الأسهم باهتمام متزايد وكبير من قبل الباحثين والدارسين في مجال التمويل، وتعرف الربحية على أنها النسب التي تقيس كفاءة إدارة الشركة في استغلال الموارد استغلالاً أمثل لتحقيق الأرباح، وهو مؤشر لتحسين أداء الشركة المالي، ويؤكد مدى قدرة الشركة على مواكبة النمو والتطور العالمي كما تقيس نسب الربحية مدى كفاءة وفعالية إدارة الشركة في توليد الأرباح، ومن بين أهم نسب هذه الربحية نجد:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - سهيل مقابلة، تقييم أداء بنك الإنماء الصناعي، دراسة تحليلية لفترة 1965-1994، رسالة ماجستير في العلوم الادارية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، أربد، 1995، ص104.

## 2-1-1-1-1- العائد على حقوق الملكية (ROE)

تشير هذه النسبة إلى العائد المتحقق جراء استثمار المالكين في الشركة، وتعبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك وقدرتها على تحقيق أرباح مرضية لهم، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي:<sup>1</sup>

$$ROE = \text{النتيجة الصافية} / \text{حقوق الملكية ROE} \dots\dots\dots (1)$$

## 2-1-1-2- العائد على الأصول (ROA)

تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها، وتقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، ويشار إليها بالعائد على الاستثمار، حيث تعتمد بشكل كبير على نوع الصناعة، وحجم الأصول المستخدمة في الإنتاج، وبالتالي تستخدم للمقارنة بين الشركات في القطاعات المماثلة، لمعرفة حجم الأرباح الناتجة عن استثمار الأصول، حيث أن أصول الشركة تتشكل من مجموع المطلوبيات ورأس المال، وأن هذه الأموال تستخدم في تمويل نشاطات الشركة، لذلك فإن نسبة العائد على الأصول تعطي فكرة عن مدى فعالية الشركة في تحويل تلك الأموال المستثمرة إلى الأرباح، ويمكن حساب هذه النسبة بالصيغة الآتية:

$$(2) \dots\dots\dots 100 \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الاصول}}$$

يستخدم العائد على مجموع الأصول لمعرفة العائد على العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، ويشير إلى الأرباح الناجمة عن كل دينار من الأصول وفقا لقيمتها الدفترية وهو ما يعرف أيضا بالقوة الإيرادية الأساسية Basic Earning Power والتي يمكن حسابها بالصيغة الآتية :

$$(3) \dots\dots\dots 100 \times \text{ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب} \div \text{متوسط مجموع الأصول}$$

كما تساعد القوة الإيرادية على تقييم الاستثمار في أسهم الشركة، وتحقيق المزيد من القوة الإيرادية يعتبر استثمارا جيدا على المدى المتوسط والطويل، إذ تستخدم معادلة دي بونت Du Pont System of financial Analysis لبيان أسباب الإرتفاع أو الإخفاض في القوة الإيرادية، حيث تربط بين نسبي هامش الربح ومعدل دوران مجموع الأصول وذلك لمعرفة أوجه القصور أو أوجه التفوق كما يلي:

$$(4) \dots\dots\dots = \text{ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب} \div \text{صافي المبيعات} \times \text{صافي المبيعات} \div \text{متوسط مجموع الأصول}$$

<sup>1</sup> - عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 31.

يتم تحليل بنود الأرباح من إيرادات وتكاليف، وكذلك بنود المبيعات من كميات وأسعار بيع، كما يتم تحليل الأصول التي تساهم بشكل مباشر في عملية الإنتاج من أصول ثابتة ومتداولة للوصول إلى الأسباب التي تزيد من العائد على الأصول، وأحيانا تستخدم الطريقة التقليدية في قياس ربحية الشركات بواسطة رأس المال المستثمر الملموس، أي الأصول التي تساهم بشكل مباشر في عملية الإنتاج، وهو ما يعرف بالعائد على صافي الأصول Return on Net Assets والذي يحسب بالصيغة الآتية:

$$\text{صافي الربح} \div \text{الأصول الثابتة الملموسة} + \text{رأس المال العامل} \times 100 \dots\dots\dots (5)$$

### 2-1-1-3- العائد على رأس المال المستثمر ROI

تدل هذه النسبة على كفاءة وربحية الشركة من الاستثمارات الرأسمالية، ومن جهة نظرا استثمارية، فان هذه النسبة يجب أن تكون أعلى من معدل الإقتراض، وإلا فإن أي زيادة في الإقتراض ستعمل على تخفيض أرباح المساهمين، ويمكن احتساب العائد على متوسط رأس المال المستثمر، بقسمة رأس المال المستثمر في بداية ونهاية الفترة، لإعطاء صورة أكثر دقة عن ربحية الشركة، وخصوصاً في الحالات التي يتغير فيها رأس المال المستثمر بشكل كبير خلال السنة المالية.

يستخدم المحللون الماليون أحيانا الربح قبل الفوائد والضرائب، ليشمل الإيرادات والمصروفات الأخرى، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي:<sup>1</sup>

$$\text{ROI} = \text{النتيجة الصافية} \div \text{رأس المال المستثمر} \dots\dots\dots (6)$$

### 2-1-1-4- صافي ربح السهم (EPS)

$$\text{EPS} = \text{صافي الربح} / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة خلال الفترة}$$

حسب المعيار المحاسبي الدولي الثالث والثلاثون، فإن صافي الربح أو الخسارة والمنسوب للفترة لحملة الأسهم العادية هو صافي الربح والخسارة بعد طرح الأرباح المجمعة لحملة الأسهم الممتازة<sup>2</sup>، وجميع بنود الإيرادات والمصروفات المعترف بها خلال الفترة، بما فيها مصروف الضرائب والبنود غير العادية وحقوق الأقلية التي تدرج في تحديد صافي الربح أو الخسارة للفترة.

<sup>1</sup> - مداني بن بلغيث وعبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 13-14 ديسمبر 2011، ص 16.

<sup>2</sup> - يوسف لزوم جربوع، "مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع"، مجلة الجامعة الإسلامية، فلسطين، المجلد 13، العدد الأول، 2005، ص 277.

أفضل طريقة لتقييم نوعية صافي ربح السهم، هي من خلال مقارنته مع حصة السهم من التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية (Cash Earnings Per Share – Cash EPS) ويمكن حسابها بالصيغة الآتية:<sup>1</sup>

**ROA = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة خلال الفترة.....(7)**

يمكن للشركة أن تظهر أرباح في بيان الدخل، في الوقت نفسه يكون لديها تدفق نقدي سلبي. هذا يعني أن الشركة ستحتاج أو أنها ستواصل عملية الإقتراض لتمويل نشاطاتها. وقد يشير إلى وجود مشكلة أساسية، إما نتيجة عدم بيع مخزونها، أو عدم القدرة على تحصيل ديونها. وقد أثبتت الدراسات التطبيقية لعدد من الشركات أنه إذا كانت حصة السهم من التدفق النقدي من عمليات التشغيل أعلى من صافي ربح السهم، فذلك يشير إلى مدى جودة هذه الأرباح المتحققة، حيث أن الشركة تولد المزيد من الأموال مما هو على بيان الدخل. أما إذا كانت حصة السهم من التدفق النقدي من عمليات التشغيل أقل من صافي ربح السهم، في هذه الحالة، فإن صافي ربح السهم لا يعبر عن النتائج السلبية للتدفق النقدي من عمليات التشغيل.<sup>2</sup>

وبالرغم من أهمية مؤشر صافي الربح السهم في اتخاذ القرار بالإستثمار إلا أن هناك ففة هدفهم الأساسي الحصول على دخل يوفر لهم متطلبات عيشهم ويلبي حاجاتهم، لذلك يعتمدون في اتخاذ قرارهم على نصيب من السهم من الربح الموزع، والذي يعطى بالعلاقة الآتية:<sup>3</sup>

**نصيب السهم من الربح الموزع = الأرباح الموزعة على عدد الأسهم المصدرة.....(8)**

## 2-1-1-5- العائد على حقوق المساهمين (ROE)

تعرف أيضاً باسم العائد على القيمة الصافية (Return on Net Worth)، وتستخدم لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين، وبالتالي معدل الربح الصافي الذي يجنيه المستثمرون من استثمار أموالهم،<sup>4</sup> ويمكن حسابها بالصيغة الآتية:

**ROE = (صافي الربح - عوائد الأسهم الممتازة والأقلية) / حقوق المساهمين بالأسهم العادية.....(9)**

<sup>1</sup> - فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، 2008، ص58.

<sup>2</sup> - إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار الشروق للنشر والتوزيع، ابعة الثانية، 2011، ص45.

<sup>3</sup> - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص62.

<sup>4</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص48.

كمرود على مخاطرتهم في توظيف أموالهم. وتدل هذه النسبة على مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين. وهناك عدد من الصيغ التي يمكن للمستثمرين استخدامها، نذكر منها:

- احتساب العائد على متوسط حقوق المساهمين (Return on Average Common Equity) بقسمة حقوق المساهمين بالأسهم العادية في بداية ونهاية الفترة، لإعطاء صورة أكثر دقة عن ربحية الشركة، وخصوصاً في الحالات التي تكون فيها قيمة حقوق المساهمين قد تغيرت إلى حد كبير خلال السنة المالية،

- لاحتساب العائد على حقوق المساهمين بالإعتماد على حقوق المساهمين في بداية الفترة، و ثم إعادة احتساب العائد باستخدام حقوق المساهمين في نهاية الفترة، والفرق بينهما يسمح للمحلل المالي بتحديد التغير في ربحية الشركة خلال الفترة، ومن وجهة نظر المستثمرين، فإن العائد المناسب يوازي معدل العائد الخالي من المخاطر مضافاً إليه بدل المخاطرة، وهو يختلف من نشاط لآخر ومن بيئة استثمارية لأخرى.

## 2-1-2- نسب الرفع المالي

يطلق الرفع المالي على أي اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية (Debt Ratios)، فكلما زادت نسب المديونية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة. ويمكن أيضاً زيادة نسبة الرفع المالي باستخدام أدوات مالية أخرى مثل الخيارات المالية (Options) والعقود الآجلة (Futures).<sup>1</sup>

تعتبر هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية، حيث تساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، من حيث درجة إعماده على مصادر التمويل، داخلية كانت أم خارجية وبشكل عام، فإنه كلما قل اعتماد الشركة على القروض لتمويل أصولها، كانت هذه الشركة أقل تعرضاً للمخاطر، لأن خدمة القروض والفوائد المترتبة عليها يؤدي إلى استنزاف موارد الشركات من سيولة نقدية لازمة لتشغيل مشروعاتها. لذلك يفضل الاستثمار في شركات تكون قليلة الديون، فهذا قد يكون مؤشراً على الوضع الجيد الذي تتمتع به الشركة من حيث السيولة النقدية، كما يقع على عاتق المستثمر مقارنة الديون طويلة الأجل للشركة، في ضوء معدل الدين الذي تتحمله الشركات المماثلة العاملة في نفس القطاع وعليه، تجنب الاستثمار في شركة تكون ديونها أعلى بكثير من معدل الدين في القطاع، فضلاً عن هذا ضرورة معرفة الشروط والأحكام الخاصة بالديون طويلة الأجل.

<sup>1</sup> - فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 52.

## 2-1-2-1-نسبة المديونية (DR)

تعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس درجة الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة، وتحديد مقدار الديون من مجموع الأصول. هذا الإجراء يعطي فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها الشركة من حيث عبء ديونها.<sup>1</sup>

$$DR = \text{مجموع الديون} \div \text{مجموع الأصول} \dots\dots\dots (10)$$

تشير نسبة الدين إذا فاقت 100% إلى أن مديونية الشركة أكبر من أصولها، وبالتالي فإن الشركة تواجه أعلى مستوى من المخاطرة بينما إذا كانت في المجال (40%-100%) فتعتبر نسبة مقبولة، في معظم الصناعات، وكلما انخفضت هذه النسبة، فإن الشركة ستمتلك أصولاً تزيد عن قيمة مديونيتها.<sup>2</sup>

تستخدم نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، لتحليل المركزين الماليين القصير والطويل الأجل، وذلك من خلال تحديد قابلية أصول الشركة على تغطية الالتزامات في تاريخ استحقاقها، حسب الصيغ التالية:

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل} = \text{الديون طويلة الأجل} \div \text{مجموع الأصول} \dots\dots\dots (11)$$

## 2-2-1-2-نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين (DE)

يقصد بمجموع الديون كافة الأموال التي حصلت عليها الشركة من الغير، وتمثل في القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل، إذ توازن هذه النسبة بين التمويل المقدم من الدائنين التمويل المقدم من المساهمين.

تشير هذه النسبة إلى مقدار الديون من رأس المال المستخدمة لتمويل الأصول. وفي حال تحققت أرباح للشركة، وكان معدل العائد على الأصول أعلى من سعر الفائدة، فإن زيادة معدل الرفع المالي يؤدي إلى زيادة العائد على حقوق المساهمين. والعكس صحيح فإن زيادة الرفع المالي تؤدي إلى مضاعفة خسائر المستثمرين، أما إذا كان العائد على الأصول أقل من سعر الفائدة على القروض، وفي هذه الحالة يلقي على عاتق الإدارة مسؤولية تحديد الميزج الأمثل للهيكل المالي لتجنب المخاطر المحتملة، مع ضرورة مراعاة القطاع الذي تعمل فيه الشركة وتعطى حسب الصيغة الموالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، 2008، ص52.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ونفس الصفحة.

<sup>3</sup> - هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على الأداء "من جهة نظرا للمساهم: بين النظرية والتطبيق"، مداخلة ضمن فعاليات المنتدى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011، ص97.

**DE = الديون قصيرة الأجل ÷ مجموع حقوق المساهمين.....(12)**

قد يحدث أن تستنفد الشركات قدرتها على الاقتراض الطويل الأجل، بسبب ضعف ثقة الدائنين بالوضع الحالي للشركة أو احتمالية تأثر نشاطها بالتغيرات السياسية أو الاقتصادية. وارتفاع هذه النسبة إلى ما يقارب 67% قد يكون مؤشراً باقتراب خطر عدم القدرة على تسديد الديون عند تواريخ الاستحقاق.<sup>1</sup>

لمزيد من التحليل، يتم احتساب نسبة هيكل رأس المال (Long-Term Debt To Capitalization Ratio)، بقسمة الديون طويلة الأجل على رأس المال المتوفر، حسب الصيغة التالية:

**نسبة هيكل رأس المال = الديون طويلة الأجل ÷ (الديون طويلة الأجل + مجموع حقوق المساهمين (الأسهم العادية والممتازة)).....(13)**

تبين هذه النسبة حجم الديون المستغلة من رأس المال المتوفر، حيث يتم مقارنتها مع الشركات الأخرى لتحديد حجم المخاطر، حيث تعتبر الشركات التي تمول الجزء الأكبر من رأس مالها عن طريق الديون، أكثر خطورة من تلك التي تنخفض فيها نسب المديونية.

**2-1-2-3- نسبة الملكية (SE)**

تستخدم هذه النسبة في تحديد النسبة المئوية التي سيحصل عليها حملة الأسهم العادية من مجموع الأصول في حالة التصفية وتعطى بالعلاقة التالية:

**SE = حقوق المساهمين بالأسهم العادية / مجموع الأصول.....(14)**  
**2-1-2-4- نسبة تغطية الأصول (ACR)**

تقيس هذه النسبة عدد مرات قدرة الشركة على تغطية ديونها (القصيرة الأجل والطويلة الأجل) من خلال موجوداتها الملموسة بعد تسديد الالتزامات قصيرة الأجل وتعطى بالصيغة الآتية:<sup>2</sup>

**ACR = (القيمة الدفترية للأصول الثابتة الملموسة + رأس المال العامل) ÷ مجموع الديون**

يسترشد المحللون كثيراً بالمعدل النمطي الذي يضع المعدل المقبول بما لا يقل عن 1.5، وبالنسبة للشركات الصناعية ينبغي أن لا يقل عن 2.

<sup>1</sup> - هشام بحري مرجع سبق ذكره، 2011، ص 100.

<sup>2</sup> - تمجددين نور الدين وبن تقات عبد الحق، مؤشرات الأداء من المنظور التقليدي إلى المنظور الحديث، الملتقى الدولي الثاني، حول الأداء المتميز، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011، ص 245.

### 2-1-2-5- نسبة تغطية الدين (DCR)

تعتبر هذه النسبة مقياس لقدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية سنوية من أنشطتها التشغيلية لخدمة ديونها القصيرة الأجل والطويلة الأجل وتعطى بالصيغة التالية:

$$\text{DCR} = \text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية} / \text{مجموع الديون} \dots\dots\dots (15)$$

كلما كانت هذه النسبة مرتفعة، فإن الشركة تمتلك تدفقات نقدية إضافية لتغطية ديونها قصيرة الأجل بما فيها ذلك الجزء المستحق من الديون طويلة الأجل بالإضافة إلى مجموع الديون طويلة الأجل.

### 2-1-2-6- نسبة تغطية الفوائد (ICR)

تسمى أيضاً بعدد مرات تحقق الفائدة (Time Interest Earned)، وتوفر هذه النسبة صورة سريعة عن قدرة الشركة على دفع فوائد الديون، بمعنى أنها تقيس عدد مرات إمكانية تغطية الفوائد من أرباح الشركة، مما يشير إلى هامش السلامة الذي يساعد الشركة على دفع الفوائد خلال فترة استحقاقها. وعادة ما تتمتع الشركات ذات القدرة العالية على تغطية تكاليف التمويل، بمركز مالي قادر على مواجهة المخاطر المحتملة. وعلى العكس، فإن الشركة التي لا تستطيع تغطية تكاليف التمويل ربما من السهل وقوعها في الإفلاس وتعطى بالصيغة التالية:

$$\text{ICR} = \text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب} \div \text{مصرفات الفوائد} \dots\dots\dots (16)$$

ويمكن حسابها باستخدام الصيغة :

$$\text{الأرباح قبل الإستهلاكات والفوائد والضرائب} \div \text{مصرفات الفوائد} \dots\dots\dots (17)$$

من الواضح أن وضع الشركة مع نسبة اقل من واحد صحيح هو إشارة إلى أنها غير قادرة على توليد مزيد من الدخل لتغطية مدفوعات الفائدة، بغض النظر عن الصناعة. ومع ذلك فإن تغطية الفوائد مع نسبة 1.5 يعتبر عموماً الحد الأدنى من مستوى الأمان لأي شركة، مهما كان نوع الصناعة. ومن المنطقي عند حساب التغطية أن نأخذ بعين الاعتبار الدين بأشكاله المتعددة لتشمل سنة مالية كاملة، وذلك بتوزيع الفوائد على مدار العام.

### 2-1-2-7- نسبة خدمة الديون طويلة الأجل (DSC)

تقيس هذه النسبة مدى قدرة التدفقات النقدية التشغيلية على مواجهة القروض الطويلة الأجل التي تستحق خلال الفترة المالية. وتكتسب هذه النسبة أهميتها من كون الربح المتحقق للشركة من عملياتها التشغيلية بعد طرح الفوائد والضرائب هو المصدر الرئيسي للوفاء بالتزاماتها ويمكن حسابها بالصيغة الموالية:

(DSC)=صافي ربح العمليات التشغيلية ÷ الفوائد وأقساط الديون ودفعات التأجير المستحقة سنوياً.....(18)

بالرغم من أن هذه النسبة لا تأخذ بعين الاعتبار المصادر الأخرى المحتملة، إلا أنها ما زالت أداة هامة لقياس قدرة الشركات على خدمة ديونها طويلة الأجل، فإذا كانت النسبة أقل من واحد صحيح، فإن ذلك يشير إلى التدفق النقدي السلبي، أي لا يوجد ما يكفي من التدفقات النقدية لتغطية مدفوعات الديون السنوية.

### 2-1-3- نسب السيولة

تتمثل هذه النسب في مايلي:

#### 2-1-3-1- نسبة التداول (CR)

CR=الأصول المتداولة ÷ المطلوبات المتداولة .....(19)

وتبين عدد مرات قابلية أصول الشركة المتداولة على تغطية إلتزاماتها قصيرة الأجل. وتعتبر أصول الشركة ضماناً لإلتزاماتها في جميع الأحوال، سواء في الإقتراض أو التصفية ويمكن حسابها بالصيغة التالية:<sup>1</sup>

CR=الأصول المتداولة ÷ المطلوبات المتداولة.....(20)

إن الفكرة الكامنة وراء هذه النسبة، هي أن الشركة لديها ما يكفي من الأصول الحالية التي تعطي وعداً بأن النقد سيأتي لتسديد احتياجات نمو أعمال الشركة، والتي يمكن أن تنمو بمعدل منخفض عند الحاجة إلى المزيد من الأصول، وتعتبر نسبة التداول 0.5 نسبة عادلة لمعظم القطاعات، أما إذا كانت النسبة أقل من واحد صحيح، فإن الشركة لن تكون قادرة على سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل، وقد يشير إلى أن الشركة ليست في وضع مالي جيد، إلا أنه لا يعني بالضرورة أنها ستعرض للإفلاس أو التصفية، فهناك عدة طرق للحصول على التمويل.

أما الشركات التي تواجه صعوبات في تحصيل ديونها أو دوران المخزون لفترة طويلة، يمكن أن تحصل على نسبة سيولة مقبولة نسبياً، إلا أنها تكون غير قادرة على مواجهة إلتزاماتها قصيرة الأجل. لذلك لا بد من التأكد من متوسط الفترة النقدية لبيع المخزون السلعي وتحصيل الذمم المدينة، وبالرغم من أن نسبة التداول هي الأكثر شيوعاً، إلا أن المحلل المالي يمكن أن يفضل إلقاء نظرة على عكس النسبة كما يلي:

CR =المطلوبات المتداولة ÷ الأصول المتداولة .....(20)

<sup>1</sup> - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، 2009، ص48.



المتبقي هذا الاخير يعتبر مؤشر داخلي للأداء، حيث قام الباحثين **G. Stewart. J.M.STERN** بتقديم هذا النموذج.<sup>1</sup>

لقد تم استعمال مؤشر "الربح المتبقي" لأول مرة في الميدان في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، بحيث تم استعماله مع المؤشر المحاسبي الأكثر استعمالاً وشيوعاً في تلك الفترة والمتمثل في العائد على الاستثمار، والمراد من استعمال هذا المؤشر يرجع إلى أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار إنما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة، ويمكن أن نوضح أكثر الفكرة الأساسية التي يتركز عليها مفهوم "الربح المتبقي" في أنها تتمثل في تطبيق معدل فائدة، والتي تمثل تكلفة الموارد والأموال الموضوعة تحت تصرف مركز المسؤولية بالشركة، حيث يترجم هذا المعدل، تكلفة فرصة الأموال المستثمرة في ذلك المركز، والمبدأ الذي يقوم عليه هذا المفهوم هو أن مستوى نتيجة الاستغلال بعد الضريبة المحققة من طرف مركز المسؤولية لنشاط معين تكون على الأقل مساوية لنتائج ضرب معدل الفائدة في الأصل الاقتصادي المستعمل في مركز المسؤول، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي:<sup>2</sup>

$$RI = \text{صافي الدخل} - (\text{رأس المال المستثمر} \times \text{معدل العائد المطلوب}) \times \text{المستثمر} \dots\dots\dots (22)$$

وعليه، يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مقياس مركب عن مؤشرات الأداء المالي، إذ تعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مختلفة بين العائد على رأس المال المستثمر وكلفته، حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة الايجابية تؤثر بأن نشاطات منظمة الأعمال تم توليدها قيمة لأصحاب المصلحة على فترة القياس، ومن الجدير بالذكر، أن النشاطات التي تولد القيمة الاقتصادية المضافة السلبية هي نتيجة لفقدان قيمة أصحاب المصالح والحقوق، وقد كان أصحاب المصالح في هذا المدخل منصب على المساهمين وأصحاب الأموال فقط.

تزداد القيمة الاقتصادية المضافة منظمة الأعمال بمعلومات مفيدة، عن قيمة العمليات لأكثر المقاييس المحاسبية للأداء مثل الربح المحاسبي، العائد على رأس المال، ومن المفترض عدم النظر إليها كأسلوب بديل لإدارة المنظمات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - هوارى سويسى، "دراسة تحليلية لمؤشرات أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2009، ص 58.

<sup>2</sup> - عبد الله صلاح سعود حردان، نموذج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان للدراسات العليا، عمان، 2009، ص 48.

<sup>3</sup> - طاهر محسن منصور الغالي ووائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الإستراتيجية، منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 487.

وبذلك يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها "القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأسمالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال".<sup>1</sup>

وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية<sup>2</sup>، حيث تقيس مدى إنشاء أو تدمير القيمة من طرف الشركة خلال دورة واحدة، كما أنها تأخذ في الحسبان تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.<sup>3</sup> ولقد قام الباحثين Stern, Stewart بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروح منه رأس المال، وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة الاقتصادية المضافة كالتالي:<sup>4</sup>

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر).....(23)

وبموجب المعادلة السابقة فإن احتساب القيمة الاقتصادية المضافة يتطلب إجراء التسويات على قيمة صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ورأس المال المستثمر. وعموما تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء، وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنها طريقة للتحفيز، بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداءها، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز إذ المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للتسيير، فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.

## 2-2- القيمة السوقية المضافة (MVA)

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة

<sup>1</sup>-Jéromecaby et Gérard hirigoyen, **Création de valeur et gouvernance d'entreprise**, Paris, 3<sup>ème</sup> Edition, 2005, p27.

<sup>2</sup>- Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi, "Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios", **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In BusinessInstitute**, Islamic Azad University, Iran, VOL4, NO3, JULY 2012, p 408.

<sup>3</sup>- علي بن الضب وسيدي أحمد عياد، "تكلفة رأس المال ومؤشرات انشاء القيمة"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد الثاني، 2013، ص 128.

<sup>4</sup>- عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007، ص 52.

المقدرة لحظة التقييم<sup>1</sup>، حيث إن الهدف الرئيسي من استعمال هذا المؤشر، هو تحفيز كل الفاعلين بالشركة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للشركة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للشركة من خلال تأثيره على القيمة البورصية للشركة، فهذا التقييم من شأنه أن يحدث رباطا وتوافقا بين القيمة البورصية للشركة وقيمتها الدفترية، ويمكن حسابها بالإعتماد على الطريقتين:

أ. الطريقة الأولى: وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة السوقية المضافة كالاتي:<sup>2</sup>

$$(24)..... MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + K)^t}$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة؛

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

t: الفترة.

ب. الطريقة الثانية: وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة السوقية المضافة كالتالي:<sup>3</sup>

(25)..... القيمة السوقية المضافة: القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

ويتم حساب القيمة الدفترية للأسهم: تعبر عن قيمة السهم في دفاتر الشركة، وتمثل حقوق الملكية، فهي تعادل

القيمة عند التصفية، ويمكن الوصول إليها انطلاقا من العلاقة الآتية:<sup>4</sup>

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{اجمالي حقوق الساهمين} + \text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

<sup>1</sup> -Pierre vernimen et d'autres, finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 9<sup>ème</sup> Edition, 2011, p673.

<sup>2</sup> - عبد الوهاب دادن ورشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي، "مجلة الواحات للبحوث والدراسات"، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014، ص26.

<sup>3</sup> - حسنية صديقي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص76.

<sup>4</sup> - سليم جابو، مرجع سبق ذكره، 2012، ص15.

## 2-3- المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي

واجهت الأساليب المحاسبية التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المالي عدة انتقادات نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية، وإعتمادها على التقارير المالية التي تم انتقادها بسبب الجودة المتدنية ونقص الارتباط في بيئة غنية بالمعلومات، لهذا أصبحت الحاجة ملحة لتوفير أدوات أكثر دقة من خلال الإعتماد على الطرق القياسية المختلفة.<sup>1</sup>

يلخص الجدول التالي أهم الفروقات بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي التي تم الإعتماد عليها في هذه الدراسة من حيث الهدف، العيوب والمزايا:

### الجدول رقم (01-01): مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي

المزايا	العيوب	الهدف	
البساطة وسهولة الحساب.	- الإعتماد على الأرباح المحاسبية في التقييم؛ - لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال؛ - يهتم بالربحية فقط؛ - قياس الأداء قصير الأجل.	- يبين مدى كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك؛ - يبين مقدار النتيجة الصافية في وحدة واحدة من الأموال الخاصة. يقيس نسبة الربح المحقق على كل مبلغ مستثمر في الأصول.	<b>ROE</b> <b>ROA</b>
- تأخذ بعين الاعتبار التكلفة الكلية لرأس المال؛ - يهتم بالربحية والقيمة؛ - تحقق الاتساق بين القرارات الإدارية وثروة حملة الأسهم؛ - تشجع النمو الذي يضيف قيمة للشركة.	- لا تأخذ تكلفة رأس المال المملوك بعين الاعتبار؛ - يتطلب حسابها إجراء العديد من التعديلات؛ - أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل.	التأكيد على تحقيق القيمة لحملة الأسهم .	<b>EVA</b>
- تقيس إنشاء القيمة المتراكم وليس السنوي؛ - مقياس حيوي ومهم تلخص أداء الشركة وتعكس مدى نجاحها في إدارة	لا يمكن تطبيقه إلا في الشركات المدرجة في البورصة.	- قياس القيمة التي تنشأها الشركة من خلال مقارنة القيمة السوقية بالقيمة الدفترية للسهم. - تحفيز كل الفاعلين لاتخاذ قرارات	<b>MVA</b>

<sup>1</sup> - ثائر عدنان قديمي وآخرون، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011، ص 3.

<p>مواردها لأجل تعظيم قيمة تلك الشركة؛</p> <p>- مسايرته لمفهوم حوكمة الشركات باعتبارها تحاول أن تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة الشركة.</p>		<p>من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للشركة .</p>
--	--	--

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على، المراجع سابقة الذكر.

فضلا عن ما سبق، فإن هناك فروقات أخرى بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة للأداء المالي نذكر منها:<sup>1</sup>

- القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لفترة واحدة، بينما تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو قد تحسب إلى ما لانهاية وعليه، فالقيمة الاقتصادية المضافة هي الفائض من القيمة الناتج عن مركز مسؤولية أو شركة لفترة واحدة، بينما القيمة السوقية المضافة هي تراكم القيم الناتجة عن الشركة لفترة طويلة.

- تستعمل القيمة الاقتصادية المضافة لغرض قياس الأداء الداخلي للشركة، في حين تقيس القيمة السوقية المضافة الأداء من وجهة نظر خارجية وعليه، يصعب استعمالها كأداة تسيير داخلية.

- تعتمد مكونات المعادلة التي تحسب القيمة الاقتصادية المضافة على المخرجات المحاسبية. فبالرغم من ابتعاد المعطيات المحاسبية على التقييم الاقتصادي الحقيقي لتلك المخرجات، ينصح مبتكرو القيمة الاقتصادية المضافة استعمال المكونات بقيمتها الدفترية المحاسبية، ولتقليل الانحراف بين القيم المحاسبية والاقتصادية نجدهم يقترحون مجموعة من التعديلات على المعلومات المحاسبية كاختيار طرق تعتمد على مزايا Goodwill تعديلات القرض الاجباري، تعديلات مصاريف البحث والتطوير، تعديلات فائض القيمة، تعديلات حول أقساط الاهتلاك، لتقريب الأرباح والقيم المحاسبية المعتمدة على المبادئ المحاسبية إلى الواقع الاقتصادي، حيث تهدف هذه وإلى تقريب المحاسبة التقليدية من المحاسبة على أساس القيمة Fair value التعديلات المحاسبية إلى الوصول للقيمة العادلة.

### المطلب الثاني: ماهية عوائد الأسهم

يمارس المستثمرون أنشطتهم الاستثمارية في أسواق الأسهم من عمليات البيع والشراء من خلال مقارنة العوائد المرغوبة بالعوائد المتوقعة، ويمارس المستثمر في سوق الأسهم عمليات الشراء إذا كان معدل العائد المرغوب أقل أو مساويا لمعدل العائد المتوقع من السهم المعروض، ويلجأ للبيع إذا كان معدل العائد المرغوب أعلى من معدل العائد

<sup>1</sup> - هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، 2009، ص 8.

المتوقع من السهم المعروض، أي أن معدل العائد المتوقع يمثل تعويضاً للمستثمر جراء تأجيل استهلاكه الحالي (الاستثمار). ومن هنا نصل إلى مقاييس عوائد الأسهم من عوائد فعلية وعوائد متوقعة.<sup>1</sup>

ويهدف هذا المطلب إلى التعرف على عوائد الأسهم ومقاييسه ومحدداته.

### 1- تعريف عائد السهم

يعرف العائد على أنه مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.<sup>2</sup>

### 2- أشكال عائد السهم ومحدداته

يتم في هذا العنصر التطرق إلى أشكال عوائد السهم وطرق حسابه ومحدداته.

### 1-2- أشكال عائد السهم

يعتمد المتعاملين في السوق المالي في اتخاذ قراراتهم على بعض المقاييس، المتمثلة أساساً في عوائد السهم، وهذا الأخير من أهم أشكاله نذكر ما يلي:<sup>3</sup>

### 2-1-1- العائد الفعلي (الكلي)

هو المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تعويضه عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال، معبراً عنها بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة، ويمكن حسابه كالتالي:

(سعر السهم في نهاية الفترة + التوزيعات - سعر السهم في بداية الفترة) / سعر السهم في بداية الفترة.....(25)

### 2-1-2- العائد المتوقع

يقصد به المتوسط الموزون لإحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لاعتقادات متخذ القرار لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، ويمكن حسابه كالتالي:

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 181.  
<sup>2</sup> - دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 61.  
<sup>3</sup> - إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2009، ص 36.

معدل العائد المتوقع للسهم = (مجموع احتمالات التحقق حسب الوضع الاقتصادي  $\times$  العائد المتوقع لهذه الاحتمالات) ..... (26)

### 2-1-3-العائد الجاري

وهو عبارة عن التدفقات النقدية المستلمة إما على شكل فوائد أو أرباح موزعة، ويمكن حسابه كالآتي:

قيمة التوزيعات / سعر السهم في بداية المدة..... (27)

### 2-1-4-العائد الرأسمالي

وهو عبارة عن التغير في سعر الأصل موضع الاستثمار، ويمكن حسابه كالآتي:

(سعر السهم في نهاية الفترة - سعر السهم في بداية الفترة) / سعر السهم في بداية الفترة..... (28)

### 2-1-5-العائد غير المتوقع

وهو الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع.

### 2-1-6-العائد غير العادي

وهو الفرق بين عائد السهم الفعلي وعائد السوق.

### 2-2- محددات عوائد الأسهم

ويندرج تحت محددات عوائد الأسهم عدة مقاييس، وهي على النحو التالي:

### 2-2-1- نسبة مضاعف السعر

تعتبر نسبة مضاعف السعر امتداداً طبيعياً لنسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة، وتعد نسبة هذه النسبة من النسب الهامة في تقييم الأسهم، حيث أن هذه النسبة تستخدم على نطاق واسع من جانب المحللين الماليين والاقتصاديين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، حيث تحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتنعكس هذه النسبة من خلال قسمة السعر السوقى للسهم على ربحية السهم ويرمز له  $(P/E)^1$  حيث من السهل الحصول على سعر السهم السوقى لكن هناك صعوبة للحصول على ربحية السهم العادي وللتغلب على مثل هذه الصعوبات يلجأ المستخدمون

<sup>1</sup> - مأمون ربحي ومحمد أبو نصار، "دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية بالأرباح المحاسبية، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة"، مجلة دراسة العلوم الانسانية، المجلد 2، العدد 27، 2000، ص 423.

للإعتماد على ربحية السهم التي يتم احتسابها من القوائم المالية المنشورة للشركات وتحدد نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم من خلال ثلاثة عوامل متمثلة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار ونسبة الأرباح المحتجزة المتوقعة ومعدل العائد على حقوق الملكية المتوقعة.

يقيس هذا المؤشر طول فترة استرداد الأموال المستثمرة بالسهم، ويخدم المضاربين والأهم في اختيار أسهم الشركات التي يضاربون بها، فكلما انخفض هذا المؤشر يكون مشجعاً لهم على شراء الأسهم أملاً في تحقيق المكاسب الرأسمالية التي تنتج عن تقلب السعر السوقي للسهم وتستعمل هذه النسبة بشكل واسع من قبل المستثمرين كدليل عام على قياس قيمة استثماراتها في السهم فهم يتقصون أو يزيدون هذه النسبة التي يقبلون بها للسهم العادي تبعاً إلى نظرتها إلى التوقعات المستقبلية، أي أن الشركات التي لديها فرص كبيرة للنمو بشكل عام ترتفع فيها هذه النسب، بعكس الشركات التي لديها فرص محدودة من النمو.<sup>1</sup>

### 2-2-2- نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية

تعكس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مؤشرات النمو المتوقع للسهم ومقدار اقتران أو إبتعاد سعر السهم السوقي من قيمته الدفترية، كما تستخدم هذه النسبة لمعرفة مستويات الأسعار، فكلما زادت هذه النسبة عن واحد دل ذلك على أن الشركة كانت موفقة في قراراتها الاستثمارية، حيث تعتبر هذه النسبة من المقاييس الممتازة في تقييم الأوراق المالية، ويمكن قياس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية ويرمز لها  $(M/B)$ .<sup>2</sup>

### 2-2-3- معدل النمو بالحجم

يرتبط حجم الشركة بالعديد من المواضيع المالية والاقتصادية، لهذا يعتبر ذا درجة عالية من الأهمية، إلا أنه في الواقع لا يوجد هناك مقاييس متفق عليها لتمثيل حجم الشركة ويقصد بالحجم هو تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو حقوق المساهمين أو عدد العاملين أو صافي المبيعات أو القيمة السوقية، وفي هذه الدراسة قد تم الإعتماد على مقاييس إجمالي الأصول وذلك بأخذ اللوغاريتم لإجمالي الأصول، ويتم احتساب معدل النمو بالحجم من خلال اللوغاريتم الطبيعي للحجم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - موسى نوفل، مرجع سبق ذكره، 2009، ص 47.

<sup>2</sup> - هشام غرابية ورتاب خوري، "الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها"، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، الأردن، المجلد 10، العدد 3، ص 440.

<sup>3</sup> - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، 2009، ص 83.

## المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأداء المالي وعوائد الأسهم

نحاول من خلال هذا المبحث إلقاء نظرة تحليلية حول الدراسات المتناولة لهذا الموضوع، منها دراسات أجريت في البيئة العربية وأخرى في البيئة الأجنبية.

### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

هناك من الدراسات ما تناول بعض عناصر الموضوع بشكل جزئي، حيث سيتم في هذا المطلب عرض بعض الدراسات العربية والاجنبية

#### 1- عرض الدراسات العربية

نتطرق من خلال هذا العنصر إلى بعض الدراسات السابقة العربية ذات الصلة بموضوع البحث.

**1-1- دراسة إسماعيل جميل الصعدي، بعنوان: العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، الدراسة في الأصل عبارة عن مذكرة ماجستير غير منشورة بالجامعة الفلسطينية، فلسطين، سنة 2011.**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على معدل العائد السوقي لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال فترة (2006-2009)، ولتحقيق أهدافها تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات السنوية لعائدات الأسهم والقوائم المالية، كما تم استخدام الأساليب الإحصائية الإرتباط والإنحدار بالإضافة لأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحليل البيانات وإختبار الفرضيات.

توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم؛
- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات على السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم؛
- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل العائد السوقي للسهم؛
- إن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات التالية كل على حده (معدل النجاح، التوزيعات على السعر، جودة الأرباح، القيمة الدفترية للسهم) تمتلك عائدات أكبر من المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لتلك المتغيرات، وأيضا تمتلك عائدات أكبر من عائد محفظة السوق (مؤشر القدس)؛
- وجود عوامل عديدة تؤثر على معدل العائد السوقي للسهم.

1-2- دراسة سمير رواشدة، بعنوان: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، الدراسة في الأصل عبارة عن مذكرة ماجستير غير منشورة، بالجامعة الأردنية، الأردن، سنة 2006.

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية والمتمثلة في (CFO, ROA, ROE) كمتغيرات مستقلة في تفسير عوائد الأسهم (EPS) كمتغير تابع وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمتغير مستقل من جهة أخرى، حيث تم ذلك على عينة مكونة من 47 شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان المالية خلال الفترة (1998-2004)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط وتحليل الإنحدار والإعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

خلصت الدراسة أن المؤشرات الأداء التقليدية قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم باستثناء مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية.

1-3- دراسة غدير محمود المهدي، بعنوان: استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية دراسة حالة بنك فلسطين، الدراسة في الأصل عبارة عن مذكرة ماجستير غير منشورة بالجامعة الفلسطينية، فلسطين، سنة 2014.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية المتمثلة برجحية السهم والعائد على الاستثمار والتدفق النقدي التشغيلي والعائد على حق الملكية والوقوف على دلالاتها الفنية، وكذلك الوقوف على دلالات مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشرات لتقييم الأداء واستخدامها في قياس التغير في القيمة السوقية لأسعار أسهم بنك فلسطين ولتحقيق ذلك، تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية اللازمة لإختبار تأثير هذه المؤشرات على متوسط أسعار السهم لبنك فلسطين في الفترة المالية الممتدة من سنة 2004 حتى سنة 2012.

توصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين كانت ذات ارتباط قوي بمقاييس تقييم الأداء التقليدية المالية مجتمعة وبشكل أفضل مما لو كانت منفردة في قياس التغير في القيمة السوقية للسهم، وفضلا عن ذلك كانت مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ذات قدرة تفسيرية عالية في قياس هذا التغير وتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على باقي المؤشرات في قدرته على قياس التغير في القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين، وعليه فقد أوصت الدراسة بضرورة الإعتماد على مقاييس تقييم الأداء المالية والاقتصادية معاً عند اتخاذ القرار الاستثماري وضرورة إجراء التحليلات المالية اللازمة لتقييم سعر السهم باستخدام مؤشرات تقييم الأداء

بصورة منفردة ثم مجتمعة لم الحصول على نتائج تفسيرية أفضل، كما أوصت الدراسة بضرورة التأكيد على تدريب وزيادة ثقافة العاملين على تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

1-4- دراسة حسنية صيفي، بعنوان: قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه غير منشورة بجامعة قاصدي مرباح ورقلة في سنة 2015.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، وذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء التقليدية (ROE، EPS، ROA)، والمؤشران الحديثان (EVA، MVA) كمتغيرات مستقلة، وعائد السهم (TSR) كمتغير تابع، حيث تمت الدراسة على عينة مكونة من 36 شركة مدرجة في سوق باريس للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى 2013، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الآثار المجمعة، الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وذلك بالإعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews.

خلصت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما أظهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية.

## 2- عرض الدراسات الأجنبية

سنتطرق من خلال هذا العنصر إلى بعض الدراسات السابقة الأجنبية، ذات الصلة بموضوع البحث.

### 2-1 دراسة Gabriela Chmelíková، بعنوان:

Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector، International Food and Agribusiness Management Review، Mendel Université، Issue 4، 2008.

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومعايير الأداء التقليدية (ROA، ROE) للوقوف على قدرتها على احداث قيمة للمساهمين، حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من 18 شركة مدرجة في بورصة جمهورية التشيك، خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2005، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار الخطي البسيط، وباستخدام البرامج الإحصائية SPSS، Eviews.

خلصت الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في ثروة المساهمين بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية (ROA، ROE).

2-2 دراسة **Moreteza hajiabbasi and other**، بعنوان:

Comparison of information content value creation measures (EVA ، REVA،MVA،SVA ،CSV and CVA) and accounting measures (ROA ، ROE ،EPS ،CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange ،ARPN Journal of Science and Technology ، Islamic Azad University ،Iran ،VOL، 2 ،NO، 5 ،2012.

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على قدرة مؤشرات احدات القيمة المتمثلة في (EVA، MVA،CSV،AEVA) والمؤشرات المحاسبية المتمثلة في (ROE ، EPS ،CFO ، ROA) بالتنبؤ بعوائد الأسهم (TSR)، وذلك على عينة مكونة من 76 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2011، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والإنحدار المتعدد حيث تم استخدام البرنامج التحليلي الإحصائي Eviews.

خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات احدات القيمة (EVA ،SVA، MVA،CSV) والمؤشرات المحاسبية (EPS،CFO،ROE) مع العائد على السهم (TSR)، في حين هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) والعائد على السهم (TSR) كما أظهرت الدراسة أن مؤشر (CSV) هو أكثر إرتباط مع عوائد الأسهم.

2-3- دراسة **Majed Abdel Majid Kabajeh and other**، بعنوان:

The Relationship between the ROA ،ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices، International Journal of Humanities and Social Science ،University Amman ،Jordan ،Vol. 2 ، No. 11 ،2012.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين مؤشرات الأداء المتمثلة في (ROA ،ROE، ROI) كمتغيرات مستقلة بالقيمة السوقية للأسهم (MV) كمتغير تابع، حيث طبقت الدراسة على 23 شركة مدرجة في سوق عمان المالي، خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2007، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والإنحدار المتعدد بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews.

أظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية لكل المؤشرات المدروسة مع القيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت النتائج وجود إرتباط قوي بين مؤشر (ROE) والقيمة السوقية للأسهم.

4-2 دراسة **Nik Intan Norhan Bnti Hamid ، Habibollah Nakhaei** ، بعنوان:

Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE) ، Middle-East Journal of Scientific Research ، Islamic Azad University ، Iran ، ISSN 1990-9233 ، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية والمتمثلة في النتيجة الصافية ونتيجة الاستغلال (Rexp) للقيمة السوقية للأسهم، حيث طبقت الدراسة على 87 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2008، وذلك باستعمال الإنحدار الخطي البسيط، بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews.

خلصت الدراسة إلى أن المؤشرات المحاسبية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية للأسهم بالمقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة.

5-2 دراسة **Zeynab Roze ، Mohammad Reza Pournali** ، بعنوان:

The Relationship between Market Value Added with Refined Economic Value Added and Performance Accounting Criteria in the Firms listed in the Tehran Stock Exchange ، International Research Journal of Applied and Basic Sciences ، Islamic Azad University ، Iran ، ISSN 2251-838X / Vol ، 4 (6): 1636-1645 ، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين مجموعة من مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في (ROE ، ROA) ، (REVA ، RT ، EPS) كمتغيرات مستقلة بمؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) كمتغير تابع وذلك على عينة مكونة من 67 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والإنحدار المتعدد بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews.

خلصت الدراسة إلى أن جميع المؤشرات المدروسة لها علاقة مع القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت النتائج أن هناك علاقة قوية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة.

**المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها**

يتم في هذا المطلب تقييم الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه الشبه والاختلاف بينها، بغية تقييمها ومعرفة موقع الدراسة الحالية منها.

**1- تقييم الدراسات السابقة**

تركز أغلب الدراسات على إختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية في تفسير الأداء المالي، إلا أن لكل دراسة متغيرات خاصة بها، كما أنها أجريت في بيئات مختلفة وباستعمال برامج إحصائية مختلفة، ولتوضيح أكثر أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة بغية تقييمها ومقارنتها مع الدراسة الحالية، حيث تم تلخيص المقارنة بين الدراسات في جدول يتضمن أهم أوجه الاختلاف والتشابه بين هذه الدراسات، والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم(01-02): مقارنة بين الدراسات السابقة العربية

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمنية وطريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
إسماعيل جميل الصعيدي	تقييم ما إن كانت علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم في السوق.	سوق فلسطين للأوراق المالية 2006-2009 استخدام الأساليب الإحصائية (الإرتباط والإنحدار )	معدل العائد السوقي للسهم، القيمة الدفترية للسهم .	وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم
سمير رواشدة	إختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.	47 شركة صناعية أردنية، للفترة (1998-2004) باستعمال مصفوفة الإرتباط وتحليل الإنحدار (SPSS).	ROA، CFO، ROE، EVA متغيرات مستقلة و (EPS) متغير تابع.	لمؤشرات الأداء التقليدية قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم.
غدير محمود المهدي	تحليل مؤشرات تقييم الأداء المالية والتقليدية.	أسعار السهم لبنك فلسطين للفترة (2004_2014) الأساليب الإحصائية SPSS.	MVA، EVA متغيرات مستقلة.	إرتباط قوي بمقاييس تقييم الأداء التقليدية المالية. مقاييس EVA ذات قدرة MVA تفسيرية عالية في قياس هذا التغير.
حسنية صيفي	معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي.	36 شركة مدرجة في بورصة باريس، للفترة (2008-2013)، باستعمال مصفوفة الإرتباط بالإعتماد على أسلوب التحليل (Eviews).	ROA، CFO، EPS، ROE، EVA، MVA متغيرات مستقلة و TSR متغير تابع.	مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم.

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على، الدراسات السابقة العربية.

يمكن مقارنة الدراسات الأجنبية من خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم (01-03): مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية**

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمنية وطريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
Gabriela Chmelíková	العلاقة بين EVA ومعايير الأداء التقليدية للوقوف على قدرتها على احداث قيمة للمساهمين.	18 شركة مدرجة في بورصة جمهورية التشيك، للفترة (2000-2005)، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار (Eviews)؛ (SPSS).	ROA، ROE، EVA متغيرات مستقلة MVA متغير تابع.	للقيمة الاقتصادية المضافة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في ثروة المساهمين.
Moreteza hajiabbasi and other	الوقوف على قدرة مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية بالتنبؤ بعوائد الأسهم.	76 شركة مدرجة في بورصة طهران، خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2011، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد (Eviews).	AEVA، EVA، CSV، MVA، EPS، ROE، EPS، ROA، ROE، CFO متغيرات مستقلة TSR متغير تابع.	أظهرت الدراسة أن مؤشر (CSV) هو أكثر ارتباط مع عوائد الأسهم.
Majed Abdel Majid Kabajeh	العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية للأسهم.	23 شركة متداولة ببورصة عمان في الفترة 2002 إلى 2007، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد (Eviews).	ROE، ROI، ROA متغيرات مستقلة MV متغير تابع.	وجود ارتباط قوي بين مؤشر (ROE) والقيمة السوقية للأسهم.
Habibollah Nakhaei، Nik Intan Norhan Bnti	دراسة القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية للقيمة السوقية للأسهم.	87 شركة متداولة ببورصة، طهران، للفترة 2004 إلى 2008، وذلك باستعمال الانحدار الخطي البسيط (Eviews).	OP NP متغيرات مستقلة MV متغير تابع.	المؤشرات المحاسبية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية للأسهم.

<p>EVA أكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم.</p>	<p>EVA، ROA، CFO متغيرات مستقلة EPS متغير تابع.</p>	<p>136 شركة متداولة، ببورصة الهند، للفترة (2000-2010)، باستعمال تحليل والانحدار.</p>	<p>المقارنة بين المؤشرات التقليدية ومؤشر EVA في تفسير عوائد الأسهم.</p>	<p>Mohanty Munnun and other</p>
<p>وجود علاقة قوية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة.</p>	<p>ROA، ROE، EPS، RT، REVA متغيرات مستقلة وMVA متغير تابع.</p>	<p>67 شركة متداولة، ببورصة طهران، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد (Eviews).</p>	<p>تحديد العلاقة بين مجموعة من مؤشرات الأداء المالي بمؤشر القيمة السوقية المضافة.</p>	<p>Mohammad Reza Pourali, Zeynab Roze</p>

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على، الدراسات السابقة الأجنبية

من خلال الجدول رقم (01-02) والجدول رقم (01-03) يمكن استنتاج بعض النقاط التالية:

- تتشابه هذه الدراسة مع جميع الدراسات في أنها تهدف إلى إيجاد أفضل المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي التي ترتبط وتفسر أكثر الأداء المالي؛

- كل دراسة اعتمدت على مؤشر معين يعبر على الأداء المالي فمنها من اختارت المؤشرات الاقتصادية، ومنها من اعتمدت على عوائد الأسهم للتعبير عن الأداء المالي، أما هذه الدراسة اعتمدت على عائد السهم TSR الذي يعطي صورة عن الأداء التاريخي والحالي للشركة؛

- جميع الدراسات اعتمدت على الأساليب الإحصائية "نماذج الارتباط والانحدار البسيط والمتعدد" لإختبار الفرضيات ما عدا دراسة "حسنية صيفي" التي اعتمدت على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، وذلك بالإعتماد على البرامج الإحصائية المساعدة وهي برنامج SPSS وبرنامج Eviews، وفي هذه الدراسة تم الإعتماد على أساليب الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد؛

جميع الدراسات اختارت عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك في بيئات اقتصادية مختلفة، ما عدى دراسة "غدير محمود المهتدي" الذي اختار بنك واحد وهو بنك فلسطين، أما هذه الدراسة تمت على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

## 2- موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

تكمن أهمية هذه الدراسة في كون معظم الدراسات السابقة اقتصرت على مؤشر وحيد لتمثيل المؤشرات الحديثة فمنها من اعتمدت على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومنها من اعتمدت على مؤشر القيمة السوقية المضافة، أما هذه الدراسة فهي تجمع المؤشرين معا لتمثيل المؤشرات الحديثة MVA،EVA لإختبار قدرتها على تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة بين (2011-2015) بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية (ROA،ROE)، حيث تعتبر هذه الدراسة من بين الدراسات الأولى التي تناولت المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة من حيث القدرة على تفسير عوائد الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية "في حدود علم الطالبين".

## خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل يتضح أهمية تقييم الأداء المالي للشركات، لكونه عملية تمكن الشركة من تدارك نقاط الضعف وتعزيز نقاط القوة، وهذا من خلال استخدام مؤشرات مختلفة لتقييم أداء الشركة، فقد شهدت مؤشرات تقييم الأداء تطورات ففي كل مرة سعى الباحثون إلى إيجاد المقياس الملائم الذي يعكس الأداء الجيد للشركة، وفي هذا الصدد ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث سنة 1991 للتغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات المحاسبية التقليدية نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية.

من خلال التطرق للدراسات السابقة في المبحث الثاني لاحظنا أن معظم الدراسات هدفت إلى إثبات ما توصل إليه الباحثون بخصوص فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، إلا أنها اختلفت في النتائج فمنها من توصلت إلى أن المؤشرات التقليدية لديها أكثر قدرة على تفسير الأداء المالي، ومنها من وجدت أن المؤشرات الحديثة هي أكثر قدرة على تفسير الأداء المالي.

لذلك سيتم من خلال الفصل الثاني من الدراسة اختبار قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم، وذلك بالإسقاط على الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2011-2015)، كما سيتم اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

الفصل الثاني:

إختبار قدرة مؤشرات  
الأداء المالي  
التقليدية والحديثة في  
تقييم عوائد الأسهم  
- دراسة أسهم الشركات  
المدرجة في بورصة عمان  
(2010 - 2015)

## تمهيد

بعد التطرق في الفصل الأول إلى المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشرات قياسه وكذا التعرف إلى المفاهيم الأساسية لعوائد الأسهم، وكذا الدراسات السابقة حول الموضوع، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، وكذا المقارنة بين نتائج الدراسات السابقة ونتائج هذه الدراسة، وذلك من خلال الوقوف على مدى قدرة المؤشرات الحديثة للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم، على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2010-2015).

وللإلمام أكثر بالجانب التطبيقي ارتأينا أن نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين، حيث يشمل الأول كل من مجتمع وعينة الدراسة، مصادر البيانات، التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها وكذا الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة، أما الثاني فقد خصص لعرض وتحليل ومناقشة النتائج الخاصة بقدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم، وكذا نتائج إختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، وذلك على النحو التالي:

- المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة؛

- المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

نحاول التطرق من خلال هذا المبحث إلى الطريقة المعتمدة لدراسة هذا الموضوع من خلال المطلب الأول، وكذا تحديد الأدوات المستعملة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

## المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة

يتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، وكذا تحديد متغيرات الدراسة، فضلا عن كيفية قياسها ومصادر بيانات.

## 1- مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية على عينة مكونة من 30 شركة مدرجة بالبورصة.

## 1-1- مجتمع الدراسة

يتمثل في بورصة الأوراق المالية وسوف يتم من خلال هذا العنصر التطرق إلى:

**1-1-1- بورصة عمان للأوراق المالية**

بعد إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية من الخطوات الهامة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن، وذلك بهدف استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال توفير سوق ملائمة لتداول الأوراق المالية فقد تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كشركة مستقلة تهدف إلى الربح، وتدار القطاع الخاص، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظمة بتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية. وفي هذا المطلب، سيتم أخذ نظرة عامة حول بورصة عمان من خلال تحديد أهدافها والجهات المتعاملة فيها والأوراق المالية المتداولة فيها اضافة إلى دورها في توفير المعلومات.

**1-1-1-1- أهداف بورصة عمان للأوراق المالية**

تهدف بورصة عمان إلى تحقيق عدد من الاهداف أهمها:

- تأمين السيولة لكل من المدخر والمستثمر، وتمكين الشركات المدرجة من استقطاب رؤوس الاموال؛
  - نشر المعلومات الخاصة بأسعار التداول بشكل فوري، وبدون استثناء من أجل كسب ثقة المتعاملين؛
  - تنشيط التداول السوق الثانوية للإصدارات في السوق الاولية عن طريق الوسطاء، وتنويع أساليب تمويل من قبل الشركات، اضافة إلى تحقيق افضل مناخ استثماري؛
  - تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية؛
  - تنظيم ومراقبة اصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة عمليات التعامل وسهولة وسرعته، مما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المستثمرين؛
  - رفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة.
- تجدر الإشارة هنا إلى أن البورصة وضعت شروطا ومتطلبات لإدراج أسهم الشركات بالبورصة، تتمثل فيما يلي:
- أن يكون قد مضى عام كامل على منحها حق الشروع في العمل؛
  - ألا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم؛
  - أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الطبيعي فعلا، وأن تكون قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لطلب الادراج؛
  - أن يقل صافي حقوق المساهمين في السنة المالية التي تسبق طلب الادراج عن رأس المال المدفوع<sup>1</sup>؛
- على الشركة تقديم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة لها في نهاية السنة المالية، وكذا الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات وأي بيانات ايضاحية أخرى متعلقة بتلك السنة؛

<sup>1</sup>سليم جابو، مرجع سبق ذكره، 2012، ص 129.

- أن يكون قد تم تداول 10 بالمئة على الأقل من مجموع الأسهم المكتتب بها خلال عام كامل في السوق الموازية، وأن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن ثلاثين يوما في السنة

### 1-1-1-2- الجهات المتعاملة في بورصة عمان للأوراق المالية

يتركز تعاون في سوق عمان على بعض الجهات وفق ما ينص عليه القانون، حيث ركز القانون التشريعات الحكومية على بعض الاعضاء لهذا السوق، ومن بينهم:

-البنوك التجارية المحلية؛

-البنوك المتخصصة؛

-شركات الاقراض الزراعي المتخصصة؛

- كل الشركات المساهمة العامة الأردنية التي يبلغ رأس مالها المدفوع مائة ألف دينار أردني أو أكثر.

ويعتبر الوسيط في السوق المالية حلقة وصل بين المتعاملين بالأوراق المالية، إذ يقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالية وأنظمته وتعليماته، وتضم فئة الوسيط في سوق عمان المالي ثلاث مجموعات متمثلة في السماسرة وصانعي الاسواق ومتعهدين تغطية الاصدارات المالية.

حددت المادة التاسعة من قانون سوق عمان المالي رقم 11 لسنة 1990 مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الوسيط سواء كان شخصا طبيعيا أو شخصا معنويا، إذ يشترط في الشخص الطبيعي أن يكون أردني الجنسية ولا يقل عمره عن 30 سنة، ولا يقل رأس ماله عن عشرة آلاف دينار أردني، كما لا يكون قد أعلن افلاسه أو حكم عليه بجنحة أو جناية بينما يشترط في الشخص المعنوي أن يكون شركة خاصة أو مساهمة لا يقل رأس مالها المدفوع عن مئة ألف دينار أردني، وأن يكون مدير الشركة يتمتع بكفاءة وخبرة لا تقل عن خمس سنوات.

حددت المادة 08 من القانون 11 لسنة 1990 مهام الوسيط حسب فئاتهم على النحو التالي:

- إذا كان الوسيط بالعمولة فتتحدد مهمته في بيع وشراء الأوراق المالية لصالح العميل، وبناء على أوامر محدودة منهم وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة ادارة السوق؛

- إذا كان الوسيط وسيطا يبيع ويشترى لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص، فانه في هذه الحالة يكون بدور صانع السوق؛

- يمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطى لإصدارات الأوراق المالية الجديدة، وبذلك يشكل حلقة وصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة كالأسهم والسندات، وبين المستثمرين الراغبين في التعامل بهذه الأوراق، وذلك مقابل عمولة تحدد في اتفاقية التغطية والتي تكون بضمان التسويق الكامل للإصدار.

**1-1-3- الأوراق المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية**

بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، يتم التداول في بورصة بالأدوات المالية المتمثلة في أسهم الشركات، وأدوات الدين العام، وسندات الشركات العامة، والعقود الآتية والآجلة، إضافة إلى عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع، حيث يتم تنفيذ أوامر بيع وشراء هذه الادوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان، والتي تتم طيلة أيام الاسبوع ما عدا يوم الجمعة والسبت.

يتم تداول الأسهم في بورصة عمان على اساس الورقة المالية الواحدة مضاعفتها ما لم يقرر مجلس الإدارة غير ذلك حسب مقتضى الحال، حيث يتم تسعير الأوراق المالية بالدينار الأردني أو بأي عملة أخرى، ولا يجوز الشركة المساهمة العامة شراء أسهمها لحسابها الخاص، الا إذا ألت إليها باندماج شركة أخرى بها، أو بشرائها لأسهم شركة أخرى كانت تمتلك أسهمها في رأس مالها، كما وتصدر شهادات الأسهم بفئات مختلفة تسعر بوحدات النقد الأردني. كما ويجوز لمجلس الإدارة ادراج الأوراق المالية المسطرة بالعملات الاجنبية وتسعير هذه الأوراق بالعملات الاجنبية إذ يكون تداول السهم باطلا إذا كان مرهونا أو محجوزا أو مؤشرا عليه بأي قيد يمنع التصرف به، أما السندات المتداولة في بورصة عمان فهي نوعان؛ فالأول يمثل أدوات الدين العام والتي تتكون من إذونات الخزينة والسندات الحكومية والتي يقوم البنك المركزي الأردني بإصدارها وادارتها نيابة عن الحكومة. بينما النوع الثاني فهو اسناد القرض والتي تصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للأصول على قرض لا تقل مدته خمس سنوات، وتتعهد الشركة بموجب هذا الاسناد بسداد هذا القرض وفوائده وفقا لشروط الاصدار.

**1-1-2- أداء بورصة عمان للأوراق المالية**

تم الإعتماد على مجموعة من العناصر لعرض أداء بورصة عمان للأوراق المالية، وهي:

- المؤشر العام للبورصة؛
- الشركات المدرجة في البورصة؛
- القيمة السوقية.

**1-1-2-1- المؤشر العام للبورصة**

يمكن عرض تطور المؤشر العام لبورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي:

## الشكل رقم (01-02): تطور المؤشر العام لبورصة عمان للفترة (2010-2015)



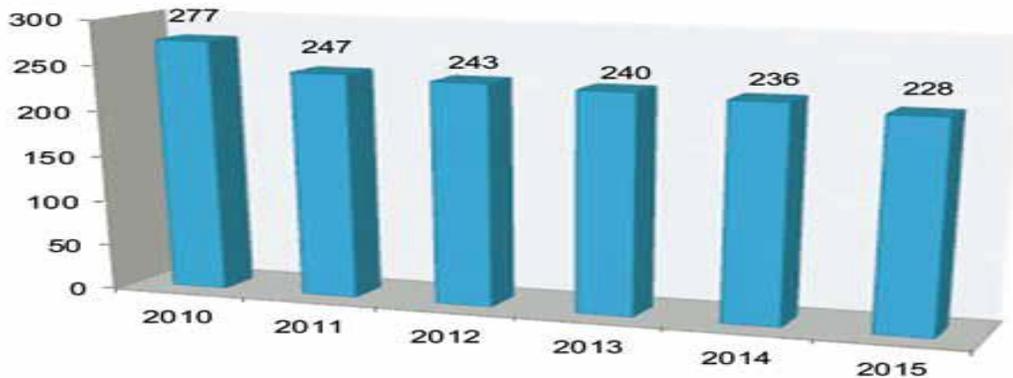
المصدر: مخرجات برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه إنخفاض في مستوى المؤشر العام للأسعار، حيث جاء ذلك إنعكاساً لانخفاض أسعار النفط وتداعياته على الأداء الاقتصادي للدول المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات تطورات الاقتصاد العالمي وأسواق المال العالمية وتحديدًا التراجع في أسواق المال الصينية، إضافة إلى تداعيات مخاوف رفع البنك الفدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة.

## 1-1-2- الشركات المدرجة في بورصة عمان

يمكن عرض تطور الشركات المدرجة في بورصة عمان في الشكل التالي:

## الشكل رقم (02-02): تطور إدراج الشركات في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2015)



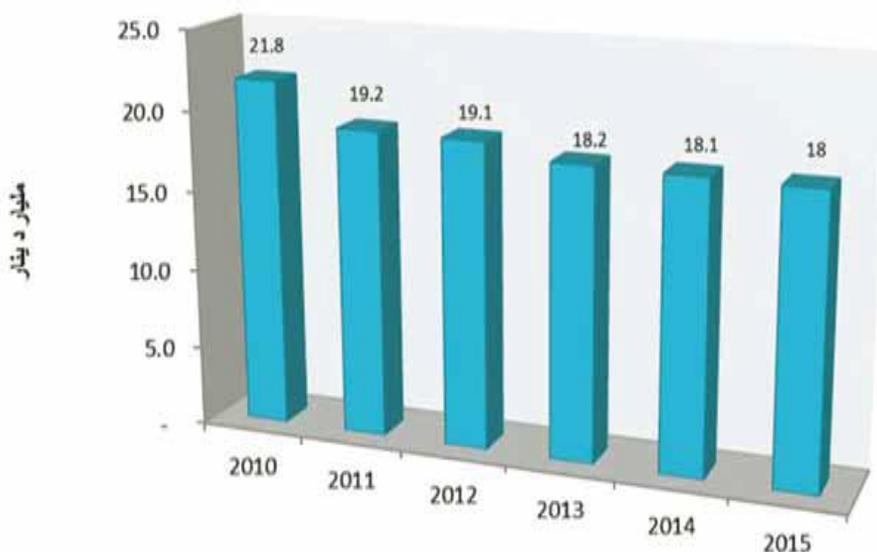
المصدر: تم اعداد هذا الشكل بالإعتماد على، التقرير السنوي 2015

شهد هذا المؤشر انخفاضاً مستمراً بشكل عام منذ سنة 2010 إلى غاية سنة 2015، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى ما شهدته العالم من تداعيات الازمة المالية والاقتصادية التي مست الاقتصاد الأردني، إضافة إلى تدهور البيئة الاستثمارية للدولة، مما يؤدي إلى تقليل فرص الربح فيها.

### 1-1-2-3- القيمة السوقية

يوضح الشكل التالي: تطور القيمة السوقية

الشكل رقم (02-03): القيمة السوقية



المصدر: تم اعداد هذا الشكل بالإعتماد على، التقرير السنوي 2015

شهد هذا المؤشر انخفاضاً مستمراً بشكل عام منذ سنة 2010 إلى غاية سنة 2015، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى ما شهدته العالم من تداعيات الازمة المالية والاقتصادية التي مست الاقتصاد الأردني، إضافة إلى تدهور البيئة الاستثمارية للدولة، مما يؤدي إلى تقليل فرص الربح فيها.

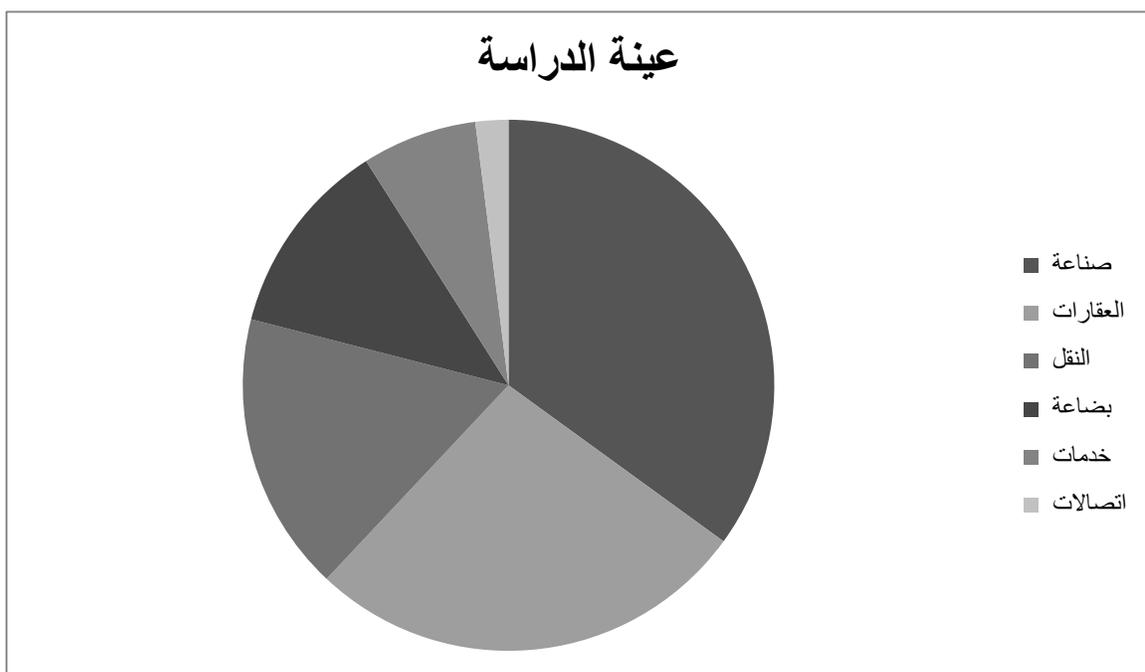
### 1-2- عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 30 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية موزعة على جميع القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات خلال الفترة (2010-2015)، وقد تم اختيار عينة الدراسة بناء على عدة اعتبارات منها:

- أن لا تكون بنك أو شركة تأمين، ذلك لأنها تعتمد على ودائع الأفراد وأموالها الخاصة تعتبر هامش أمان، كما أنها تمتاز بخصوصية في الحساب؛
- توفر المعلومات المتمثلة في القوائم المالية والتقارير السنوية من نوع PDF.

ويمكن عرض عينة الشركات المدروسة موزعة على مختلف القطاعات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-04): توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الموقع الرسمي والملحق رقم (1) لبورصة عمان وبرنامج Excel 2013

يبين الشكل السابق التوزيع البياني للعينة حسب القطاع للشركات محل الدراسة، نلاحظ أن العينة اشتملت على جميع القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات للأسباب المذكورة سابقا، كما نلاحظ أن مؤسسات القطاع الصناعي تأخذ حصة الأسد في العينة بنسبة 35 في المائة يليها قطاع العقارات بنسبة 27 في المائة، وقطاع النقل بنسبة 17 في المائة، قطاع البضاعة بنسبة 10 في المائة، خدمات بنسبة 7 وأخيرا قطاع الاتصالات بنسبة 2 في المائة.

**2- مصادر بيانات الدراسة**

لقد تمت الاستعانة بمجموعة من البيانات الأولية والثانوية ذات العلاقة بموضوع الدراسة متمثلة في ما يلي:

**1-2 البيانات الثانوية**

تتمثل في بيانات الجانب النظري من الدراسة، حيث قمنا بجمع الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات المنشورة حول مؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم باستخدام الكتب، المجلات، المقالات، المذكرات الجامعية وبعض المواقع من الانترنت.

**2-2 البيانات الأولية**

حيث تم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بشركات عينة الدراسة من المصادر الآتية:

- القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2010-2015) المنشورة في الموقع الرسمي للسوق؛
  - التقارير الإحصائية السنوية وأسعار الإغلاق اليومية من الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية؛
  - التقارير المنشورة عن صندوق النقد العربي.
- 3- تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها**

يتم في هذا العنصر تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها كما يلي:

**1-3 متغيرات الدراسة**

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار مجموعة من المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي كمتغيرات مستقلة وعائد السهم كمتغير تابع، ويمكن توضيحها فيما يلي:

**1-1-3 المتغير التابع**

يتمثل المتغير التابع في الدراسة في عوائد الأسهم، وبغية الحصول على أحسن تمثيل لعائد السهم فقد تم الإعتماد على نسبة عائد السهم الكلي، بحيث تصدر الشركة من خلال تقاريرها نصيب السهم الواحد من التوزيعات، ويرمز لعائد السهم بـ **TSR**.

## 3-1-2 المتغيرات المستقلة

تمثلت المتغيرات المستقلة في مجموعة من مؤشرات الأداء المالي المحاسبية التقليدية والحديثة، ويمكن تلخيصها في ما يلي:

**3-1-2-1-1- المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي** تم الإعتماد في هذه الدراسة على مؤشرات تقليدية، المتمثلة في العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، لأنها تعكس الأداء الكلي للشركة، كون أن الأرباح هي نتائج كفاءة الإدارة في صنع القرارات التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية.

**3-1-2-2-1- المؤشرات الحديثة للأداء المالي** تمثلت في كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) حيث برزت هذه المؤشرات كأحد المدخل البديلة المعاصرة للتغلب على العيوب والانتقادات الموجهة إلى المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي.

## 3-2-2-1- كيفية قياس متغيرات الدراسة

يتم قياس متغيرات الدراسة كما هو موضح في الجدول الموالي الذي يتضمن المتغير ورمزه وطريقة حسابه.

## الجدول رقم (01-02): طريقة حساب متغيرات الدراسة

الرموز	طريقة الحساب	الرمز	المتغير(المؤشر)
TSR: عائد السهم الكلي Dt: توزيعات الأرباح للسهم Pt: سعر السهم في بداية الفترة Pt-1: سعر السهم في نهاية الفترة	$TSR = Dt + \frac{(Pt - Pt - 1)}{pt - 1}$	TSR	عائد السهم
	$ROI = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال المستثمر}}$	ROI	العائد على الاستثمار
	$ROE = \frac{\text{الصافي الربح} - \text{عوائد الأسهم الممتازة}}{\text{حقوق المساهمين بالأسهم العادية}}$	ROE	العائد على حقوق المساهمين
NOPAT: الربح التشغيلي بعد الضريبة WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال CI: رأس المال المستثمر	$EVA = NOPAT - (WACC \times CI)$	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
	$MVA = \text{القيمة الدفترية للأسهم} - \text{القيمة السوقية للأسهم}$	MVA	القيمة السوقية المضافة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول.

#### 4- جمع وتلخيص المعطيات

بغرض تنفيذ هدف الدراسة وإختبار فرضياتها تم جمع وتلخيص المعطيات اللازمة للدراسة بشكل التالي:

تتمثل المعطيات اللازمة للدراسة في القوائم المالية للشركات، وكذا أسعار إغلاق الأسهم لأغراض حساب القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وقد تم الإعتماد على طريقة المتوسطات من خلال حساب جميع متغيرات الدراسة لجميع الشركات خلال فترة الدراسة ومن ثم حساب المتوسط لكل متغير لوحده لجميع الشركات، وذلك بالاستعانة ببرنامج Excel 2013، بهدف توحيد وتجانس معطيات الدراسة.

#### المطلب الثاني: البرامج والأدوات الإحصائية المعتمدة

يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى البرامج المعتمدة في هذه الدراسة، وكذا الأدوات الإحصائية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة.

#### 1- البرامج المعتمدة في الدراسة

استخدمت الطالبتين برنامج Excel 2013 كأساس لجمع البيانات، تلخيصها وحساب المؤشرات الخاصة بالدراسة، كما تم الإعتماد على برنامج SPSS 24 لإعداد مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وبرنامج Eviews9 و Excel 2013 لإختبار قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، وإختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف.

#### 2- الأدوات المعتمدة في الدراسة

من أجل الإجابة على الأشكالية الرئيسية للدراسة وإختبار فرضياتها تم الإعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية، يمكن إيجازها فيما يلي:

#### 1-2 - أدوات الإحصاء الوصفي

وذلك من خلال دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث تم تنظيم وتلخيص المعلومات لتسهيل فهمها ودراستها.

**2-2- مصفوفة الارتباط معامل (بيرسون)**

والهدف من بناء مصفوفة الارتباط معرفة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات المستقلة من جهة، والمتغير التابع من جهة أخرى، وكذا العلاقة بين المتغيرات فيما بينها.

**3- نماذج الإنحدار الخطي البسيط**

وذلك لإختبار قدرة المؤشرات الحديثة للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم، وذلك باستعمال البرنامج الإحصائي 9 Eviews.

**4- إختبارات استقرارية السلاسل الزمنية وإختبار BDS**

الهدف من دراسة استقرارية سلسلة مؤشر بورصة عمان العام وإختبار BDS هو إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف، وذلك من خلال إجراء أربعة إختبارات للكشف عن الاستقرارية وهي: ADF, KPSS, AC, PP, وإختبار BDS الذي يبين ما مدى قابلية السلسلة المدروسة للتنبؤ على المدى القصير.

**المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة**

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة، سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة التطبيقية وتحليلها إحصائيا في المطلب الأول، ومناقشة وتفسير النتائج اقتصاديا في المطلب الثاني.

**المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة**

يتم في هذا المطلب عرض نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها، تلخيصها ومعالجتها من خلال البرامج الإحصائية سالفة الذكر.

**1- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة**

يتم في هذا العنصر التطرق إلى عرض المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض وذلك بحساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أصغر وأكبر قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة.

والجدول الموالي يلخص أهم النتائج الخاصة بدراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يلي:

## الجدول رقم (02-02): نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

Std. Dev.	Mean	Minimum	Maximum	متغيرات الدراسة
0.577	0.6260	-0.048	6.522	العائد على السهم
0.08100	0.434	-30.0618	14.4336	العائد على الاستثمار
0.161	4.047768	-44.1878	62.068	العائد على حقوق المساهمين
3329689	-1458358	-5176826	124719.3	القيمة الاقتصادية المضافة
1.81167	1.047803	-1.4096	7.4844	القيمة السوقية المضافة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الملحق رقم 2 وبرنامج Excel 2013

من خلال نتائج دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة المبينة في الجدول السابق يمكن تحليل كل متغير على حدى وباختصار من خلال تحديد أعلى قيمة، أدنى قيمة، المتوسط الحسابي والانحراف المعياري.

### 1-1- دراسة مؤشر العائد على السهم (TSR)

يبين الجدول السابق إلى أن أعلى نسبة للعائد على السهم هي 6.522، أما أدنى نسبة للعائد على السهم هي -0.048 وكانت بمتوسط حسابي 0.6260، وانحراف معياري 0.577، وبالنظر إلى نسبة متوسط العائد على السهم والتي بلغت 62.60 في المائة فهي تعبر عن أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان جيد ومقبول.

### 1-2- دراسة مؤشر العائد على الاستثمار (ROI)

يبين الجدول السابق إلى أن أعلى نسبة للعائد على الاستثمار هي 14.4336، أما أدنى نسبة للعائد على الاستثمار هي -30.0618، بانحراف معياري 0.434، ومتوسط حسابي 0.08100، وهذه النسبة تعتبر مرتفعة إذا ما قورنت بمعدل الفائدة السائد في السوق النقدية الأردنية الذي لم يتجاوز 5.2% خلال فترة الدراسة.

### 1-3- دراسة مؤشر العائد على حقوق المساهمين (ROE)

يبين الجدول السابق إلى أن أعلى نسبة للعائد على حقوق المساهمين هي 62.068، أما أدنى نسبة للعائد على حقوق المساهمين هي -44.1878، بانحراف معياري 4.047، ومتوسط حسابي 0.161، وهذه النسبة تعتبر مرتفعة إذا ما قورنت بمعدل الفائدة السائد في السوق النقدية الأردنية الذي لم يتجاوز 5.2 في المائة خلال فترة الدراسة.

**1-4- دراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)**

يبين الجدول السابق إلى أن أعلى قيمة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة هي 3 247 419 دينار أردني، أما أدنى قيمة للقيمة الاقتصادية المضافة هي 5176826- دينار أردني، بمتوسط حسابي 1458358 دينار أردني، وانحراف معياري 3329698 دينار أردني.

**1-5- دراسة مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)**

يبين الجدول السابق إلى أن أعلى قيمة لمؤشر القيمة السوقية المضافة هي 7.4844 دينار أردني، أما أدنى قيمة للقيمة السوقية المضافة هي 1.4036- دينار أردني، بمتوسط حسابي 1.047803 دينار أردني، وانحراف معياري 1.81167 دينار أردني.

**2- نتائج الإرتباط بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم**

يتم من خلال هذا العنصر عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة.

**2-1- نتائج إرتباط المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد الأسهم**

يمكن توضيح نتائج الإرتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم في الجدول الموالي:

**الجدول رقم (02-03): مصفوفة إرتباط المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم**

		TSR	ROI	ROE
TSR	Correlation de Pearson	1	0.1705**	0.7009*
	Sig. (bilatérale)		0,002	0.02
	N	30	30	30
ROI	Corrélacion de Pearson	0.1705**	1	0.54780*
	Sig. (bilatérale)	0,002		0.38
	N	30	30	30
ROE	Corrélacion de Pearson	0.7009*	0.54780*	1
	Sig. (bilatérale)	0.02	0.38	
	N	30	30	30

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

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

المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا إلى، الملحق رقم 2 والبرنامج Excel 2007

من خلال نتائج الجدول السابق نلاحظ وجود إرتباط طردي بإشارة موجبة بين المتغير التابع عائد السهم والمتغيرات المستقلة العائد على الاستثمار والعائد على حقوق المساهمين، حيث بلغت درجة الإرتباط بين العائد على الاستثمار وعائد السهم بـ 17.05% في المائة عند مستوى معنوية 0,03 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0,01، وكذلك وجود إرتباط بين العائد على حقوق المساهمين والعائد على السهم بـ 70.05% عند مستوى معنوية 0,02 وهي مستوى المعنوية المعتمدة 0,05.

كما نلاحظ من خلال الجدول رقم (02-03)، أنه يوجد إرتباط طردي بإشارة موجبة بين مؤشر العائد على الاستثمار ومؤشر العائد على حقوق المساهمين، حيث بلغت درجة الإرتباط 54.78% عند مستوى معنوية 0,038 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0,05 وهو ما يعني أنه ذو دلالة إحصائية.

مما سبق نستنتج أن المتغيرات المستقلة المعبر عنها بالمؤشرات التقليدية لها علاقة إرتباطية موجبة وذات دلالة إحصائية بينها وبين عوائد الأسهم، وهذا من خلال نتائج معاملات الإرتباط الخطي لبيرسون.

## 2-2- نتائج الإرتباط المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم

يتم من خلال هذا العنصر عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة.

يمكن توضيح نتائج الإرتباط بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد الأسهم في الجدول التالي:

### الجدول رقم (02-04): مصفوفة إرتباط المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم

		TSR	EVA	MVA
TSR	Corrélation de Pearson	1	0.635	**0.415
	Sig. (bilatérale)		0.097	0.003
	N	30	30	30
EVA	Corrélation de Pearson	0.635	1	*0.229
	Sig. (bilatérale)	0.097		0.021
	N	30	30	30
MVA	Corrélation de Pearson	**0.0415	*0.0229	1
	Sig. (bilatérale)	0.003	0.021	
	N	30	30	30

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

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

المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا إلى، الملحق رقم 2 والبرنامج Excel 2013

من خلال نتائج الجدول السابق نلاحظ وجود إرتباط طردي بإشارة موجبة بين المتغير التابع العائد على السهم والمتغير المستقل القيمة السوقية المضافة حيث بلغت درجة الإرتباط 41.54 % عند مستوى معنوية 0,03 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.05 وهو ما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات وكما نلاحظ كذلك وجود إرتباط طردي بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم حيث بلغت نسبة الإرتباط 63.59% عند مستوى معنوية 0.094 وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمدة 0.05، وهو ما يعني أنه يوجد علاقة بين المتغيرات غير أنها ليست ذات دلالة إحصائية.

كما نلاحظ من خلال الجدول رقم (02-04)، أنه يوجد إرتباط طردي بإشارة موجبة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة، حيث بلغت درجة الإرتباط 22,9 % عند مستوى معنوية 0,021 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.05 أي أن هنا إرتباط دال إحصائياً.

مما سبق نستنتج أن المتغيرات المستقلة المعبر عنها بالمؤشرات الحديثة (القيمة السوقية المضافة فقط) لها علاقة إرتباطية موجبة وذات دلالة إحصائية بينها وبين عوائد الأسهم.

### 3- نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم

من أجل الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأحسن تفسيراً وتأثيراً على المتغير التابع نقوم بتقدير نماذج الإنحدار الخطي البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع كل على حدى وفق النماذج التالية :

#### 3-1- نتائج الإنحدار الخطي البسيط لعائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

سيتم في هذا العنصر معرفة مدى فترة المؤشرات التقليدية على تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال بناء نماذج إنحدار خطي بسيط بين عائد السهم كمتغير تابع والمؤشرات التقليدية كل على حدى كمتغير مستقل، وهذا كما يلي:

#### 3-1-1- تقدير نموذج الإنحدار الخطي البسيط لعوائد الأسهم على معدل العائد على الاستثمار

بالاستعانة ببرنامج 9 Eviews تم تقدير النموذج إنحدار خطي بسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على الجدول الموالي:

## الجدول رقم (02-05): نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والعائد على الاستثمار

Dependent Variable: TSR  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/26/17 Time: 22:14  
 Sample: 1 30  
 Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.637192	0.270142	2.358727	0.0255
ROI	-0.028058	0.022929	-1.223696	0.0000
R-squared	0.050765	Mean dependent var		0.465373
Adjusted R-squared	0.016864	S.D. dependent var		1.274860
S.E. of regression	1.264065	Akaike info criterion		3.370883
Sum squared resid	44.74011	Schwarz criterion		3.464297
Log likelihood	-48.56325	Hannan-Quinn criter.		3.400767
F-statistic	1.497431	Durbin-Watson stat		1.403888
Prob(F-statistic)	0.000000			

## المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال تحليل نتائج هذا النموذج نلاحظ أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر والمقدرة بـ 0.00 أقل تماماً من مستوى المعنوية المعتمدة والمقدرة بـ 5%، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة والتي تقرر أن للنموذج معنوية إحصائية، أي أن النموذج المقترح مقبول إحصائياً.

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن له قدرة تفسيرية ضعيفة بين المتغير التابع والمتمثل في عوائد الأسهم والمتغير المستقل والمتمثل في العائد على الاستثمار، حيث تقدر بـ 5.07%، أما النسبة المتبقية والتي تقدر بـ 94.93% فهي ناتجة من عوامل أخرى غير مدرجة بالنموذج.

## 3-1-2- تقدير نموذج الإنحدار الخطي البسيط لعوائد الأسهم على معدل العائد على حقوق المساهمين

بالاستعانة ببرنامج Eviews9 تم تقدير نموذج إنحدار خطي بسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم

الحصول على الجدول الموالي:

## الجدول رقم (02-06): نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم وحقوق المساهمين

Dependent Variable: TSR  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/25/17 Time: 20:11  
 Sample: 1 30  
 Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.214820	0.147029	-1.461073	0.1551
ROE	0.076595	0.010261	7.464934	0.0000
R-squared	0.665573	Mean dependent var		0.310827
Adjusted R-squared	0.653629	S.D. dependent var		1.201202
S.E. of regression	0.706947	Akaike info criterion		2.208618
Sum squared resid	13.99367	Schwarz criterion		2.302031
Log likelihood	-31.12927	Hannan-Quinn criter.		2.238502
F-statistic	55.72524	Durbin-Watson stat		2.180292
Prob(F-statistic)	0.000000			

## المصدر: مخرجات برنامج Eviews9

من خلال تحليل نتائج هذا النموذج نلاحظ أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر والمقدرة بـ 0.00 أقل تماماً من مستوى المعنوية المعتمدة والمقدرة بـ 5%، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة والتي تقرر أن للنموذج معنوية إحصائية، أي أن النموذج المقترح مقبول احصائياً.

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن له قدرة تفسيرية عالية بين المتغير التابع والمتمثل في عوائد الأسهم والمتغير المستقل والمتمثل في العائد على حقوق المساهمين، حيث تقدر بـ 66.55%، أما النسبة المتبقية فهي ناتجة من عوامل أخرى غير مدرجة بالنموذج.

## 3-2- نتائج الإنحدار الخطي البسيط لعائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي

سيتم في هذا العنصر معرفة مدى قدرة المؤشرات الحديثة للأداء المالي على تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال بناء نماذج إنحدار خطي بسيط بين عائد السهم كمتغير تابع والمؤشرات الحديثة كل على حدى كمتغير مستقل كما يلي:

**3-2-1- تقدير نموذج الإنحدار الخطي البسيط لعوائد الأسهم على معدل القيمة السوقية المضافة**

بالاستعانة ببرنامج Eviews9 تم تقدير نموذج إنحدار خطي بسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على الجدول التالي:

**الجدول رقم (02-07): نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والقيمة السوقية المضافة**

Dependent Variable: TSR  
Method: Least Squares  
Date: 03/26/17 Time: 12:07  
Sample: 1 30  
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.577589	0.308761	1.870666	0.0719
MVA	1.458808	0.252764	5.771423	0.0000
R-squared	0.543299	Mean dependent var		1.097936
Adjusted R-squared	0.526989	S.D. dependent var		2.351769
S.E. of regression	1.617449	Akaike info criterion		3.863917
Sum squared resid	73.25192	Schwarz criterion		3.957331
Log likelihood	-55.95876	Hannan-Quinn criter.		3.893801
F-statistic	33.30932	Durbin-Watson stat		2.235669
Prob(F-statistic)	0.000000			

**المصدر: مخرجات برنامج Eviews9**

من خلال تحليل نتائج هذا النموذج نلاحظ أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر والمقدرة بـ 0.00 أقل تماماً من مستوى المعنوية المعتمدة والمقدرة بـ 5%، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة والتي تقرر أن للنموذج معنوية إحصائية، أي أن النموذج المقترح مقبول إحصائياً.

من خلال النموذج المقدر نلاحظ أن له قدرة تفسيرية متوسطة بين المتغير التابع والمتمثل في عوائد الأسهم والمتغير المستقل والمتمثل في القيمة السوقية المضافة، حيث تقدر بـ 54.32%، أما النسبة المتبقية فهي ناتجة من عوامل أخرى غير مدرجة بالنموذج.

**3-2-2- تقدير نموذج الإنحدار الخطي البسيط لعوائد الأسهم على معدل القيمة الاقتصادية المضافة**

بالاستعانة ببرنامج Eviews9 تم تقدير نموذج إنحدار خطي بسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، فتم الحصول على الجدول الموالي:

## الجدول رقم (02-08): نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة

Dependent Variable: TSR  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/27/17 Time: 20:40  
 Sample: 1 30  
 Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.428269	0.250025	1.712901	0.0978
EVA	-1.62E-09	2.00E-09	-0.813855	0.4226
R-squared	0.023109	Mean dependent var		0.331790
Adjusted R-squared	-0.011780	S.D. dependent var		1.198693
S.E. of regression	1.205733	Akaike info criterion		3.276392
Sum squared resid	40.70615	Schwarz criterion		3.369805
Log likelihood	-47.14588	Hannan-Quinn criter.		3.306276
F-statistic	0.662360	Durbin-Watson stat		0.997920
Prob(F-statistic)	0.422595			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9

من خلال تحليل نتائج هذا النموذج نلاحظ أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر والمقدرة بـ 0.42 أكبر تماماً من مستوى المعنوية المعتمدة والمقدرة 5%، وبالتالي يتم رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية العدم التي تقرر أنه ليس للنموذج معنوية إحصائية، أي أن النموذج المقترح غير مقبول إحصائياً، وبالتالي لا يوجد تأثير للقيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم.

#### 4- إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف

نحاول من خلال هذا العنصر إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف، وذلك من خلال دراسة سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان والمعبر عنها بمؤشر السوق، وحتى يتسنى لنا ذلك لا بد من عرض بعض الإختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرار، وإختبار BDS.

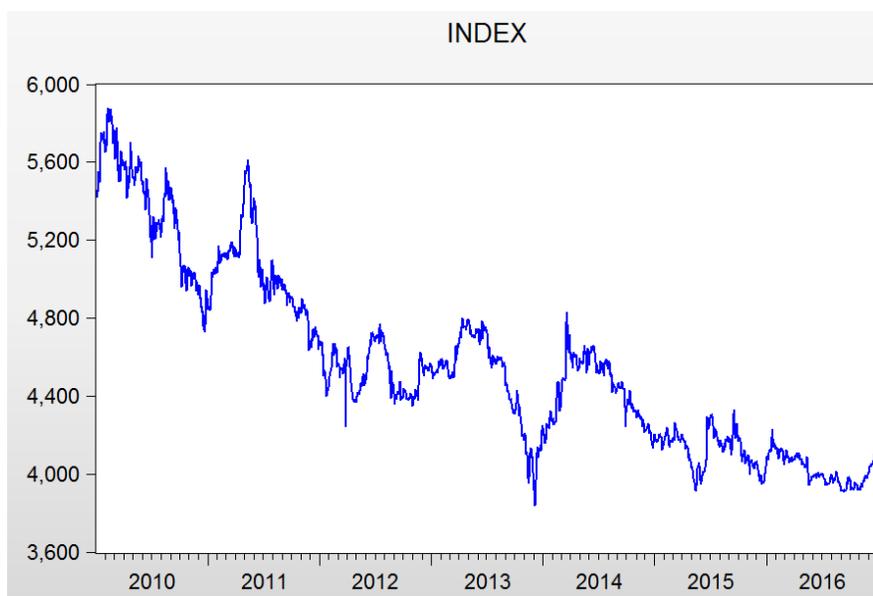
#### 4-1- إختبار استقرارية مؤشر بورصة عمان للفترة (2010-2015)

نقوم من خلال هذه الخطوة بعرض بعض الإختبارات الخاصة بدراسة استقراريه السلاسل الزمنية، وذلك من خلال دراسة سلسلة مؤشر بورصة عمان للفترة (2010-2015).

**4-1-1- عرض تطور مؤشر بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015)**

نعرض هنا تطور مؤشر بورصة عمان خلال فترة الدراسة، وهو ما يبرزه الشكل التالي:

الشكل رقم (02-05): تطور مؤشر بورصة عمان خلال الفترة الشهرية (2010-2015)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الملحق رقم 3 وبرنامج 7 Eviews

**4-1-2 إختبار الجذر الواحد المتطور (1996) Augmented Dickey-Fuller**

يساعد هذا الإختبار على كشف مركبة الجذر الاحادي وتحديد مدى استقرارية السلسلة من عدمها، ولعرض هذا الإختبار يتم وضع نموذج الإنحدار الذاتي من الدرجة الأولى (1)AR، وبلاستعانة ببرنامج 9 Eviews يتم تقدير النماذج الخاصة بإختبار ADF، حيث تم تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-09): نتائج إختبار ADF

Null Hypothesis: INDEX has a unit root		
Lag Length:1(Fixed)		
Test ADF	Exogenous	Prob
النموذج الرابع	None	0.2127
النموذج الخامس	Constant	0.3589
النموذج السادس	Constant, Linear Trend	0.0604

المصدر : من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الملحق رقم 4 و5 و6 وبرنامج 7 Eviews

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لإختبار ADF أكبر من 0.05 ومنه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة والتي تقرر بشكل عام أن السلسلة غير مستقرة، ومن خلال النظر إلى النموذج السادس نلاحظ أن السلسلة من نوع TS أي ذات اتجاه عام، وتأخذ دالة كثير الحدود بدلالة الزمن، وبالتالي فإنه يمكن معرفة اتجاه حركة الاسعار انطلاقاً من تتبع الحركة الماضية، وهذا ما يعني أن سلسلة مؤشر بورصة عمان للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف.

#### 4-1-3- إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992)

يعتمد هذا الإختبار على إحصائية لافرانج لإختبار فرضية العدم التي تقرر الاستقرارية لسلسلة مؤشر بورصة عمان، وبالإستعانة ببرنامج Eviews 9 تم حساب إحصائية KPSS للسلسلة وكانت النتائج ملخصة في الجدول التالي:

#### الجدول رقم (02-10): نتائج إختبار KPSS

Null Hypothesis: INDEX is stationary			
Bandwidth: 33(Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
Test KPSS	Exogenous	LM-Stat	Valeur Critique a 5%
النموذج الثاني	Constant	4.509	0.463
النموذج الثالث	Constant, Linear Trend	0.452	0.146

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الملحق رقم 07 و08 وبرنامج Eviews 7

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الإحصائية المحسوبة لإختبار KPSS (LM) أكبر من القيمة الحرجة المستخرجة من الجدول المعد من طرف كوايتكاوكي عند مستوى المعنوية 5 بالمائة وهو ما يعني رفض فرضية العدم، وبالتالي فإن السلسلة غير مستقرة.

يبرز مما سبق تجانس جميع النتائج المتوصل إليها لجميع الإختبارات ولكل النماذج، ومنه فإن أن سلسلة مؤشر بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015) تتحرك بطريقة منتظمة ولها اتجاه عام وهذا ما يعني أنها غير كفيء عند المستوى الضعيف.

## 2- إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة

لإختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف، سنعمد على إختبار BDS، ويعد هذا الإختبار الأكثر شيوعاً في دراسة السلاسل الزمنية.<sup>1</sup>

فإذا كانت إحصائية BDS من أجل كل بعد  $m$  أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96، فهذا يعني أن مؤشر البورصة قابل للتنبؤ على المدى القصير، أي أن البورصة غير كفئة عند المستوى الضعيف.

بالاستعانة ببرنامج Eviews9 تم استخراج نتائج إحصائية BDS كما في الجدول الآتي:

## الجدول رقم (02-11): نتائج إحصائية BDS

## BDS Test for INDEX

Date: 02/25/17 Time: 11:03

Sample: 1/04/2010 12/29/2016

Included observations: 1824

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.	
2	0.199680	0.001584	126.0234	0.0000	
3	0.339792	0.002508	135.4869	0.0000	
4	0.437302	0.002974	147.0596	0.0000	
5	0.504878	0.003086	163.6199	0.0000	
6	0.551438	0.002962	186.1490	0.0000	
Raw epsilon		695.3068			
Pairs within epsilon		2338436.	V-Statistic	0.702871	
Triples within epsilon		3.20E+09	V-Statistic	0.527854	
Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	1151648.	0.693449	1166990.	0.702687	0.493769
3	1139231.	0.686726	1165674.	0.702666	0.346934
4	1128570.	0.681047	1164355.	0.702642	0.243745
5	1119166.	0.676115	1163037.	0.702618	0.171237
6	1110670.	0.671720	1161707.	0.702587	0.120282

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9

<sup>1</sup> - محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 224.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن إحصائية BDS من أجل كل بعد 2، 3، 4، 5 و6 أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96 عند نسبة مجازفة 0.05، والتي تعني أن سلسلة مؤشر بورصة عمان قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وهو ما يدل على أن بورصة عمان غير كفئة عند المستوى الضعيف.

### المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

كشفت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضياتنا، وذلك بالإعتماد على التحليل الإحصائي الذي يعتبر أداة تحليل تساعدنا في الوصول إليها لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل ومناقشة النتائج اقتصاديا.

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد مدى قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2010-2015)، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة والوصول إلى النموذج الأمثل الذي يحتوي على المؤشرات الأكثر إرتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم، توصلت الطالبتين إلى قدرة نموذج الإنحدار الخطي البسيط على تحقيق نتائج أفضل، وعلى ضوء ذلك يمكن تحليل نتائج الدراسة الإحصائية بتدرج كما يلي:

أكدت الدراسة التطبيقية أن جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة للأداء المالي المدروسة لها علاقة وقدرة على تفسير عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة.

#### 1- تحليل نتائج مصفوفة الإرتباط

أظهرت مصفوفة الإرتباط أن ليس كل مؤشرات الأداء المالي لها علاقة بعوائد الأسهم بنفس الدرجة بل أن هناك تفاوتاً في قوة العلاقة بين هذه المؤشرات لعوائد الأسهم.

لقد جاء مؤشر العائد على الاستثمار كمقياس للأداء الكلي للشركات أعلى مؤشر له علاقة إرتباطية بعوائد الأسهم، كونه المقياس الشائع للعائد المطلوب على الاستثمارات، وجاء اهتمام المستثمرين بعد ذلك بمؤشر العائد على حقوق المستثمرين لكونه مقياساً لقدرة الشركات على توليد أرباح من الأموال المستثمرة في أصولها، وبعد ذلك جاء اهتمام المستثمرين بمؤشر القيمة السوقية المضافة لكونه مؤشراً ذا طبيعة بورصية وله علاقة كبيرة بالقيمة السوقية للأسهم ومنه له علاقة بعوائد الأسهم.

## 2- تحليل نتائج الإنحدار الخطي البسيط

سيتم في هذا العنصر تحليل وتفسير نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء المالي

## 2-1- تحليل نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي

أوضحت لنا الدراسة ما يلي:

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الاستثمار الذي يقيس كفاءة وربحية الشركة من الاستثمارات الرأسمالية وعائد السهم الذي يقيس مردودية الأموال الخاصة، فكلما ارتفع هذا المعدل كلما كان الأداء مرضيا، كما أنه يقيس نمو الثروة للمساهمين، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة غدير محمود المهدي سنة 2014.

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على حقوق المساهمين وعائد السهم، لكون هذا المؤشر يقيس مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين، ومنه فأرباح الشركة هنا تعكس قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات زينب روز، محمد رضا بورالي 2013، ودراسة مرتضى حاجي عباسي وآخرون 2012، التي أثبتت وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين وعائد السهم.

## 2-2- تحليل نتائج الإنحدار الخطي البسيط بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي

أوضحت لنا الدراسة ما يلي:

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم، وهذا يعود إلى درجة الإرتباط بينها وبين العائد على السهم، لأن في حساب هذا المؤشر أدخلنا القيمة السوقية للسهم، لهذا ينظر المستثمر الأردني إلى هذا المؤشر بأنه مؤشر عام لقياس الأداء الخارجي للشركة، بما يضمن لهم تقديم المزيد من العوائد، فقيمتها الموجبة تبشر بزيادة قيمة الشركة مما يساهم في تعظيم العوائد المستقبلية لهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة إكرام عبد الرحمن فلاتة سنة 2010.

فشل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر اقتصادي حديث في تفسير عوائد الأسهم، يمكن أن يعود ذلك لعدم الإدراك الكافي للمستثمر الأردني لمفهوم تكلفة رأس المال الذي تحسبه القيمة الاقتصادية المضافة، كما يمكن

إرجاع فشل هذا المؤشر في تفسير عوائد الأسهم لكون الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة يتطلب إجراء عدد كبير من التسويات على صافي الدخل المحاسبي، إلا أن هذه الدراسة لم تأخذ بعين الاعتبار هذه التعديلات لعدم كفاية المعلومات نظرا لعدم شفافية المعلومات واكتفاء الشركات بالإفصاح الإلزامي فقط الذي حال دون إجرائها، وحتى ولو قامت الشركات المدرجة في بورصة عمان بإجراء هذه التعديلات، فقد تخضع هذه التعديلات للتقديرات الشخصية، أو قد يتم تكييفها لتنسجم مع أهدافهم المخططة، ولا شك أن ذلك سيقبل من مصداقيتها ويضعف من فعاليتها كمؤشر لتفسير عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا غير صالحا للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة سمير الرواشدة سنة 2006، وترى الطالبتين تضارب النتائج ربما يعود إلى مستويات كفاءة الاسواق، أو تغيرات الهيكلية الحاصلة في الفترة المدروسة.

## 2- تحليل نتائج قدرة تفسير المؤشرات الحديثة لعوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي

أظهرت الدراسة التطبيقية تفوق المؤشرات التقليدية للأداء المالي ممثلة بنسب الأداء الربحي في تفسير عوائد الأسهم على المؤشرات الحديثة، ويمكن إرجاع ذلك إلى ما يلي:

إعتماد المؤشرات التقليدية المعتمدة في هذه الدراسة في حسابها على الأرباح، فقد أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الأرباح وأسعار الأسهم، لذلك فزيادة نسب الربحية تؤثر إيجابيا على أسعار الأسهم ومنه تعظيم العائد على السهم، فبالنسبة لحملة الأسهم فإنه كلما زادت أرباح الشركة كلما زاد احتمال تعظيم توزيعات الأرباح، وتعد مصدرا لتحقيق الأرباح الرأسمالية نتيجة الارتفاع في سعر السهم السوقي، وبالنسبة للدائنين فإنه كلما زادت أرباح الشركة كلما زادت قدرتها على سداد ديونها، كما أنها مصدر ملائم لتغطية الديون.

حيث يتضح من نتائج الدراسة أن الأداء المالي الجيد للشركات المدرجة في بورصة عمان يعتمد بدرجة الأولى على الربحية، حيث أن لها الدور الفعال في تعظيم قيم عوائد أسهم هذه الشركات، وتساعد هذه النسب المستثمرين في فهم سلوك أسعار وعوائد أسهم الشركات والعوامل المؤثرة فيها.

كما يساعد الربح في جذب رأس المال من طرف المستثمرين الجدد الذين يأملون في الحصول على أرباح وتوزيعات للأسهم من العمليات المستقبلية الناجحة، لذلك يرى المستثمرون أن زيادة الثروة (الربح) هي المحرك الأساسي للقيمة السوقية، وبالتالي فالمستثمرون ينظرون إلى مؤشرات الأداء الربحي بأنها المعايير الأساسية التي يمكن الإعتماد عليها لتفسير عوائد الأسهم.

كما يمكن إرجاع قدرة المؤشرات المحاسبية التقليدية في تفسير عوائد الأسهم إلى أن المستثمرين في بورصة عمان يعتمدون بشكل أساسي على التحليل الفني نظرا لعدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف، لذلك المستثمر لا يزال يعتمد على المعلومات المحاسبية، بمعنى أن المؤشرات التاريخية للشركات (سعر الإغلاق، حجم التداول، المؤشرات المستخرجة من القوائم المالية) تلعب دورا كبيرا في تحديد أسعار أسهمها، لهذا المستثمر الأردني يعتمد على المؤشرات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

ومنه يمكن القول بأن المؤشرات التقليدية أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة، حبيب الله نخائي 2013 التي أثبتت تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بينما أثبتت دراسة مرتضى حاجي عباسي 2012، إكرام عبد الرحمن فلاتة 2010، تفوق المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم.

### 3- تحليل نتائج إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف

إستنادا إلى إختبارات استقرارية السلاسل الزمنية المعتمدة (ADF و PP و KPSS) في الدراسة المطبقة على المؤشر العام لبورصة عمان للفترة (2010-2015) تم التوصل أن السلسلة لها اتجاه وبها جذر أحادي وهي غير مستقرة، وبالإعتماد على إحصائية BDS خلصنا إلى أن مؤشر بورصة عمان للفترة (2010-2015) قابل للتنبؤ على المدى القصير، أي أن بورصة عمان للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف، إذ تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة ذهبية بن عبد الرحمان المطبقة على بورصة عمان للفترة (2005-2009) ودراسة سليم جابو خلال الفترة 2001-2010 المطبقة على نفس البورصة.

## خلاصة الفصل الثاني

تعتبر بورصة عمان من أهم الأسواق العربية لما تتميز به، رغم عدد الشركات المدرجة في هذه السوق حيث لم يتجاوز شركة وهذا ما يعطي نظرة لحجم الشركات المدرجة في هذه السوق وبعد ما تم تقديم مجتمع الدراسة والمتمثل في بورصة عمان للأوراق المالية والمؤشرات التقليدية والحديثة تم دراسة مدى قدرة تفسير كل من المؤشرات التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم من خلال استخدام الإنحدار الخطي البسيط للكشف عن هذه العلاقة وإختبار مدى تفسير المؤشرات على أرض الواقع، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم، وكان التأثير بمستويات قوية بشكل موجب، بينما كان تأثير المؤشرات الحديثة الأداء المالي ضعيف، كما توصلت الدراسة إلى أن المؤشرات التقليدية هي أكثر المؤشرات تفسيراً لقيمة الشركة بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة.

الخاتمة العامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الوقوف على قدرة المؤشرات الحديثة بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال فصلين، ففي الفصل الأول تم التعرف على مفهوم الأداء المالي وعوائد الأسهم، كما تم التطرق إلى الدراسات السابقة حول الموضوع هذه الأخيرة انقسمت بين مؤيد ومعارض حول تفوق المؤشرات الحديثة في تقييم الأداء المالي، لذلك حاولنا من خلال الفصل الثاني معرفة إذا كان مدخل مؤشرات تقييم الأداء المحاسبية التقليدية لوحدها كافية في تفسير عوائد الأسهم، أم أن مدخل المؤشرات الحديثة لوحدها كافية في تفسير عوائد الأسهم، أم أن كلا المدخلين لهم نفس القدرة التفسيرية لعوائد الأسهم، وهذا من أجل دعم قرارات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية، فضلا عن ذلك تم إختبار هذه الأخيرة الكفاءة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة والممتدة بين 2010-2015.

## 1- نتائج الدراسة

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

### 1-1- النتائج النظرية

يمكن إيجاز أهم النتائج النظرية في النقاط التالية :

- يعد الأداء المالي ذا أهمية كبيرة للشركة التي تطمح للنمو والتوسع، لذلك حظي موضوع الأداء المالي على اهتمام واسع النطاق خاصة في الفترة الأخيرة من هذا القرن، لذا أصبح من الضروري إيجاد مؤشرات أداء تسمح بتقييم الأداء المالي بشكل صحيح، وبطريقة تسمح للمساهمين تحديد مدى إمكانية الشركة على استثمار أموالهم بشكل كفي وفعال مع قدرتها على تكوين ثروة لهم لا تدميرها؛
- يوفر الأداء المالي مقياسا لمدى نجاح الشركة من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها؛

- يعكس الأداء المالي لكل شركة قدرتها على تحقيق أقصى قدر من الربح، وتحقيق نتائج تسمح بتعظيم قيمتها مما يضمن تعظيم ثروة المساهمين؛

- تقديم قاعدة بيانات ومعلومات عن أداء الشركات، تسهم في وضع السياسات والدراسات والبحوث المستقبلية التي تعمل على تحسين أنماط الأداء ورفع كفاءته؛

- تمثل مؤشرات الأداء المالي للشركة الركيزة الأساسية لقيام أي شركة، وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركة وعلى مستوى أنشطتها ومدى تحقق الأهداف بفعالية؛

- برزت المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي نتيجة الانتقادات التي وجهت للمؤشرات المحاسبية التقليدية لإ اعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بطرق المحاسبية؛

- إن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الذي قدمه **Steuart** وشركاؤه له جذور في النظرية الاقتصادية وما هو إلا تطوير للربح المتبقي من خلال إدراج تكلفة رأس المال، وبالنسبة للقيمة السوقية المضافة فهي كذلك انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية.

## 1-2 - النتائج التطبيقية

من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع حاولنا معالجة الأشكالية الرئيسية للدراسة وقد تم وضع مجموعة من الأسئلة والفرضيات، وكانت النتائج كما يلي:

يقيس العائد على الاستثمار كفاءة وربحية الشركة، فهو يعبر عن نمو ثروة المساهمين، حيث أثبتت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الاستثمار وعوائد الأسهم عند مستوى معنوية 5% ، فكلما ارتفع معدل العائد على الاستثمار كان الأداء مرضيا.

فضلا عن هذا، أثبتت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند ذات المستوى المعنوي بين عوائد الأسهم والعائد على حقوق المساهمين، هذا الأخير يقيس مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين.

وبناء على ما سبق، تتضح صحة الفرضية الأولى المتعلقة بوجود علاقة بين المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد الأسهم.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان عند مستوى معنوية 5%، إذ أن من خلال حساب مؤشر القيمة السوقية المضافة يتم إدخال القيمة السوقية للسهم، فإرتفاع هذه الاخيرة يعني إرتفاع قيمة الشركة، مما يساهم في تعظيم العوائد المستقبلية للمستثمرين. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فقد توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان عند مستوى المعنوية المعتمد . وبناء على هذا يتم رفض الفرضية الثانية المتعلقة بوجود علاقة بين المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم . غير أن، رفض هذه الفرضية يكون بتحفظ، وهذا نتيجة لعدم الإدراك الكافي للمستثمر الأردني لمفهوم تكلفة رأس المال الذي تحسبه القيمة الاقتصادية المضافة.

من خلال نتائج الدراسة بلغت نسبة تفسير المؤشرات التقليدية والمتمثلة بنسب الربحية لعوائد الأسهم 40%، بينما المؤشرات الحديثة لم تتجاوز التفسير فيها لعوائد الأسهم 30%. وعلى هذا الأساس يتضح تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الثالثة المتعلقة بأن المؤشرات التقليدية للأداء المالي أكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، إذ يمكن أن يعود هذا إلى اعتماد المؤشرات التقليدية عند حسابها في هذه الدراسة على الأرباح، كذلك تزيد نسب الربحية تؤثر إيجاباً على أسعار الأسهم ومنه تعظيم العائد على السهم.

توصلت نتائج الإختبارات المستخدمة في الدراسة والمتمثلة في إختبار BDS على مؤشر بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2015) إلى امكانية التنبؤ بمؤشر العام لأسعار الأسهم، كون هذا الاخير له اتجاه ويسير بنمط معين .وعلى هذا الأساس يتم رفض الفرضية الرابعة والمتعلقة بكفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف.

## 2- الاقتراحات والتوصيات

على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من التوصيات والاقتراحات

التالية:

رغم الانتقادات الموجهة للمؤشرات التقليدية إلا أن الطالبين وبناء على نتائج الدراسة توصي المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية التركيز على الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية عند بناء توقعاتهم واتخاذ قرار الاستثمار، هذا لما لها من تأثير على عوائد الأسهم، لذا وفي هذا الصدد توصي الطالبين بمراعاة التوجه المحاسبي الذي قامت به شركة Stern Stewar ، وزيادة تحلي المسؤولين بالشفافية والمصادقية عند إعداد القوائم المالية من أجل سد بعض الثغرات التي يستغلها أصحاب السلطة في تحريف نتائج الأرباح المحاسبية؛

- ضرورة الاهتمام بالعلاقة القوية بين نسب الربحية وعوائد الأسهم، حيث أن نسب الربحية تعكس الأداء الكلي للشركة، وتدلل على مدى إتباع الشركة لسياسات وإجراءات استثمارية سليمة ومناسبة؛

- على الشركات زيادة الاهتمام بالمؤشرات الاقتصادية، والتأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة داخل الشركة لتحسين من أدائها بشكل ينعكس على عوائد الأسهم؛

- إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف عن مدى فعالية استخدام المؤشرات المحاسبية والاقتصادية في بورصة الأوراق المالية، وذلك للحد من عشوائية المضاربة في الأسهم، وتوعية المستثمرين باستخدام هذه المؤشرات كأحد أهم الوسائل العلمية الصحيحة للاستثمار؛

- على الشركات المدرجة في بورصة عمان التوسع في الإفصاح على المعلومات المحاسبية وعدم الاكتفاء بالإفصاح الإلزامي فقط، ذلك لتشجيع الباحثين لإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية في هذا المجال.

## 3- الآفاق

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

- قياس الأداء المالي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة مع دراسة حالة في بورصات نشطة؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي مع الحفاظ على متغيرات الدراسة؛
- العمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات المالية كالمغيرات الاقتصادية، والتي قد يكون لها أثر على قرار الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم)؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة في بورصة الجزائر مع تغيير صيغة عائد السهم المعتمدة في هذه الدراسة؛
- البحث عن إختبارات لقياس الكفاءة عند المستوى المتوسط؛
- إجراء مقارنة واقعية بين شركات تستخدم المؤشرات الحديثة وأخرى تستخدم المؤشرات التقليدية؛
- إجراء دراسة تمكن من معرفة العوامل الأخرى التي تؤثر على الأداء المالي للشركات.

# قائمة المراجع

## 1- المراجع باللغة العربية:

## 1-1- الكتب

1. أحمد متر عاشور، إدارة القوى العاملة، الأسس السلوكية وأدوات البحث التطبيقي، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1983.
2. ثائر عدنان قدومي وآخرون، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.
3. دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
4. دونالد ووتز، 101 طريقة لتطوير أداء الشركات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2002.
5. راوية حسن، إدارة الموارد البشرية، (رؤية مستقبلية)، الدار الجامعية لنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
6. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الاعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، الطبعة الأولى، 2002.
7. طاهر محسن منصور الغالبي ووائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الإستراتيجية، منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
8. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
9. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

10. محمود محمد الداغر، الاسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

11. إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2011.

## 1-2- المذكرات والرسائل الجامعية

1. إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي دراسة تطبيقية على الشركات

المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر، غزة، 2009.

2. حسنية صديقي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، أطروحة دكتوراه غير

منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.

3. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل

شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،

2012.

4. سهيل مقابلة، تقييم أداء بنك الإنماء الصناعي، دراسة تحليلية لفترة 1965-1994، رسالة ماجستير في

العلوم الإدارية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 1995.

5. عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم

الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.

6. عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر

باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007.

7. عبد الله صلاح سعود حردان، نموذج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان للدراسات العليا، عمان، 2009.

8. موسى نوفل، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن باستخدام معدل العائد للفترة 1991-2000، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة ال البيت المفرق، الأردن، 2002.

### 1-3- المداخلات ضمن الملتقيات والمؤتمرات

1. تمجدين نور الدين وبن تفات عبد الحق، مؤشرات الأداء من المنظور التقليدي إلى المنظور الحديث، الملتقى الدولي الثاني، حول الأداء المتميز، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.

2. مداني بن بلغيث وعبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 13-14 ديسمبر 2011.

3. هشام بجري، مقاييس الأداء المبنية على الأداء "من جهة نظرا للمساهم: بين النظرية والتطبيق"، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.

### 1-4- المجالات

1. عبد الوهاب دادن ورشيد حفصي، "تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014.

2. علي بن الضب وسيدي أحمد عياد، "تكلفة رأس المال ومؤشرات انشاء القيمة"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد الثاني، 2013.
3. طاهر منصور وحسين شحادة، إستراتيجية التنويع والأداء المالي: دراسة ميدانية في منشأة عراقية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، العراق، المجلد 30، العدد 2003.
4. مأمون ربحي ومحمد أبو نصار، "دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية بالأرباح المحاسبية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة"، دراسة العلوم الانسانية، المجلد 2، العدد 27، 2000.
5. هشام غرابية ورتاب خوري، "الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها"، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 10، العدد 3.
6. هواربي سويسي، "دراسة تحليلية لمؤشرات أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2009.
7. يوسف لزمذ جربوع، "مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع"، مجلة الجامعة الإسلامية، فلسطين، المجلد 13، العدد الأول، 2005.

### 1-5- احصائيات وتقارير

1. صبري الخصيب، تقرير حول أداء البورصة، غرفة تجارة عمان ادارة الدراسات والتدريب وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، سنة 2004.
2. صندوق النقد العربي، "النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الاسواق المالية العربية"، للسنوات 2010-2015.

## 2-المراجع باللغة الاجنبية

1. Jérôme caby et Gérard hirigoyen , **Création de valeur et gouvernance d'entreprise**, Paris, 3<sup>ème</sup> Edition, 2005.
2. Pierre vernimen et d'autres, **finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 9<sup>ème</sup> Edition, 2011.
3. Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi , "Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios", **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute**, Islamic Azad University, Iran, VOL4, NO3, JULY 2012.

الملاحق

## الملحق رقم 01: شركات عينة الدراسة

رقم الشركة	اسم الشركة	القطاع	رقم الشركة	اسم الشركة	القطاع
1	الألبان الأردنية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	16	مناجم الفوسفات الأردنية	الصناعات
2	دار الغذاء	البضائع والخدمات الاستهلاكية	17	أرال العربية لصناعة الألمنيوم	الصناعات
3	القرية للصناعات الغذائية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	18	مصانع الاسمنت الأردنية	الصناعات
4	سنيورة للصناعات الغذائية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	19	الاستثمارات العامة	الصناعات
5	العربية الدولية للفنادق	الخدمات	20	الوطنية لصناعة الصلب	الصناعات
6	فنادق الأراضي المقدسة	الخدمات	21	الصناعات الكيماوية الأردنية	الصناعات
7	الفنادق والسياحة الأردنية	الخدمات	22	الزبي لصناعة الألبسة الجاهزة	الصناعات
8	الوطنية لإنتاج النفط والطاقة	الخدمات	23	العربية للصناعات الكهربائية	الصناعات
9	الأردنية للاستثمار والنقل	النقل	24	مجمع الضليل الصناعي العقاري	الصناعات
10	الكهرباء الأردنية	النقل	25	تطوير العقارات	العقارات
11	المقايضة للنقل والاستثمار	النقل	26	المهنية للاستثمارات العقارية	العقارات
12	الثقة للنقل الدولي	النقل	27	الكفاءة للاستثمارات العقارية	العقارات
13	السلام الدولية للنقل والتجارة	النقل	28	العقارية الأردنية للتنمية	العقارات
14	كهرباء محافظ أربد	النقل	29	الاتصالات الأردنية	الاتصالات
15	الأردنية لصناعة الأنابيب	الصناعات	30	البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	الاتصالات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على، الموقع الرسمي لبورصة عمان

## الملحق رقم 02: متغيرات الدراسة

TSR	ROI	ROE	EVA	MVA
-0,048	8,0192	10,2498	12356865	0,6312
0,124-	19,837-	0,12869	35431234	0,7022
0,04-	0,8732	0,02378	123654357	0,778
0,488	14,4336	7,9454	144567899	1,0406
0,048	2,6666	16,651	12666798	1,6574
0,0508	3,0395-	3,0695-	245698577	0,038
0,042	4,957	12,0022-	300891289	2,323
0,172	6,8242-	10,5758	19567890	0,4292
-0,04	2,7192-	6,0424	29191445	0,788
-0,016	0,113	0,0174-	1645128	1,7934
-0,044	0,871-	3,2332-	46787999	0,5382
-0,132	30,0618-	44,1878-	12557778	0,2334
-0,036	0,5666	0,03467	335668239	-0,9118
0,49	3,0088	30,2168	247446,666	7,4844
-0,006	0,1267	0,01299	30889190,9	-0,04692
0,152	4,8914	9,2346	779227,46	-1,4096
0,1	3,7348	5,3364	16456990	-0,1326
-0,052	5,252-	9,4754	10577987	1,36825
-0,068	3,7762	6,96133	-9234778	0,560333
0,074	0,305	4,0614-	12277009	0,0858
1,117	1,9424	4,7542	-5176826	0,1264
-0,044	1,9798-	5,749-	-445667	-0,3238
0,377	2,9198-	4,7892-	117987234	3,738
-0,03	0,2136-	0,1694-	10567883	1,718
0,29	2,8788-	5,66748	3657889	-0,7136
0,012	0,3792	0,3884	1247419,3	-0,5662
-0,181	3,5168-	3,6776-	51457834	1,964
0,124	3,5467	1,749	1088,074	2,9146
-0,335	8,964	14,8736	1579542,99	0,03778-
6,522	4,789	62,068	487322193	4,664

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على، التقارير والقوائم المالية المنشورة في بورصة عمان وكذا تقارير صندوق النقد العربي

## الملحق رقم 04: نتائج إختبار ديكي فولر

Null Hypothesis: INDEX has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.195605	0.2127
Test critical values:		
1% level	-2.566232	
5% level	-1.940997	
10% level	-1.616582	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INDEX)  
 Method: Least Squares  
 Date: 02/25/17 Time: 22:52  
 Sample (adjusted): 1/06/2010 12/29/2016  
 Included observations: 1822 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX(-1)	-0.000192	0.000161	-1.195605	0.2320
D(INDEX(-1))	0.018510	0.023425	0.790184	0.4295
R-squared	0.000569	Mean dependent var		-0.759767
Adjusted R-squared	0.000020	S.D. dependent var		31.53537
S.E. of regression	31.53505	Akaike info criterion		9.741173
Sum squared resid	1809916.	Schwarz criterion		9.747219
Log likelihood	-8872.209	Hannan-Quinn criter.		9.743404
Durbin-Watson stat	1.999416			

## الملحق رقم 05: نتائج إختبار ديكي فولر

Null Hypothesis: INDEX has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.844910	0.3589
Test critical values:		
1% level	-3.433737	
5% level	-2.862923	
10% level	-2.567553	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INDEX)  
 Method: Least Squares  
 Date: 02/25/17 Time: 22:52  
 Sample (adjusted): 1/06/2010 12/29/2016  
 Included observations: 1822 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX(-1)	-0.002855	0.001548	-1.844910	0.0652
D(INDEX(-1))	0.019590	0.023420	0.836452	0.4030
C	12.30350	7.111735	1.730028	0.0838
R-squared	0.002211	Mean dependent var		-0.759767
Adjusted R-squared	0.001114	S.D. dependent var		31.53537
S.E. of regression	31.51780	Akaike info criterion		9.740627
Sum squared resid	1806943.	Schwarz criterion		9.749696
Log likelihood	-8870.711	Hannan-Quinn criter.		9.743973
F-statistic	2.015285	Durbin-Watson stat		1.999524
Prob(F-statistic)	0.133580			

## الملحق رقم 06: نتائج إختبار ديكي فولر

Null Hypothesis: INDEX has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.338864	0.0604
Test critical values:		
1% level	-3.963087	
5% level	-3.412277	
10% level	-3.128071	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INDEX)

Method: Least Squares

Date: 02/25/17 Time: 22:51

Sample (adjusted): 1/06/2010 12/29/2016

Included observations: 1822 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX(-1)	-0.012248	0.003668	-3.338864	0.0009
D(INDEX(-1))	0.024722	0.023446	1.054404	0.2918
C	63.80357	19.57538	3.259378	0.0011
@TREND("1/04/2010")	-0.009394	0.003328	-2.822984	0.0048
R-squared	0.006566	Mean dependent var		-0.759767
Adjusted R-squared	0.004926	S.D. dependent var		31.53537
S.E. of regression	31.45759	Akaike info criterion		9.737351
Sum squared resid	1799057.	Schwarz criterion		9.749442
Log likelihood	-8866.727	Hannan-Quinn criter.		9.741812
F-statistic	4.005083	Durbin-Watson stat		1.999716
Prob(F-statistic)	0.007455			

الملحق رقم 07: نتائج إختبار KPSS

Null Hypothesis: INDEX is stationary  
 Exogenous: Constant  
 Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	4.509352
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	228026.8
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7442939.

KPSS Test Equation  
 Dependent Variable: INDEX  
 Method: Least Squares  
 Date: 02/25/17 Time: 22:53  
 Sample: 1/04/2010 12/29/2016  
 Included observations: 1824

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4570.089	11.18406	408.6251	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var		4570.089
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		477.6525
S.E. of regression	477.6525	Akaike info criterion		15.17619
Sum squared resid	4.16E+08	Schwarz criterion		15.17921
Log likelihood	-13839.69	Hannan-Quinn criter.		15.17731
Durbin-Watson stat	0.004359			

## الملحق رقم 08: نتائج إختبار KPSS

Null Hypothesis: INDEX is stationary  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.452687
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	40618.88
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1194408.

KPSS Test Equation  
 Dependent Variable: INDEX  
 Method: Least Squares  
 Date: 02/25/17 Time: 22:53  
 Sample: 1/04/2010 12/29/2016  
 Included observations: 1824

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5319.494	9.439331	563.5456	0.0000
@TREND("1/04/2010")	-0.822167	0.008967	-91.68625	0.0000
R-squared	0.821868	Mean dependent var		4570.089
Adjusted R-squared	0.821770	S.D. dependent var		477.6525
S.E. of regression	201.6518	Akaike info criterion		13.45206
Sum squared resid	74088838	Schwarz criterion		13.45810
Log likelihood	-12266.28	Hannan-Quinn criter.		13.45429
F-statistic	8406.369	Durbin-Watson stat		0.024459
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2010-2015، حيث تم اختيار عينة مكونة من 30 شركة موزعة على عدة قطاعات باستثناء قطاع البنوك والتأمينات نظرا لخصوصياتهما، وذلك من خلال استخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الإنحدار الخطي البسيط، وكذا إختبارات الاستقرار لإختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي الحديثة والتقليدية المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدا المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة عمان للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف.

## الكلمات المفتاحية:

الأداء، الأداء المالي، المؤشرات التقليدية للأداء المالي، المؤشرات الحديثة للأداء المالي، عائد السهم.

## Abstract

The aim of this study is to know the extent to which traditional and modern financial performance indicators in the interpretation of stockholders of listed companies in Oman securities stock exchange during the period between 2010-2015, chose a sample of 30 companies spread over several sectors except banks and insurance sector due to privacy, and that by using the matrix correlation and simple linear regression models, as well as stability tests for aptitude test at low level. The study found a positive correlation between all modern and traditional financial performance indicators and between stockholders except modern indicator economic value added, as the results of the study showed that outweigh traditional indicators in interpreting dividends compared with modern indicators, the study found that non-Oman Securities Exchange as a class at low level.

## Word key:

Performance, financial performance, recent traditional indicators of financial performance, financial performance indicators, Earnings per share.

