



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



الرقم التسلسلي: ...../2023

قسم: المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعة: 2023

الفرع: المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

دراسة تحليلية قياسية لتأثير الكفاءة التسعيرية على أداء  
سوق الأوراق المالية  
دراسة حالة بورصة عمان خلال سنتي 2021-2022

إشراف الدكتور:

د. جابو سليم

من إعداد الطالبتين:

بلغيث صبرين

نسيب فريال

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
عنان إسماعيل	أستاذ مساعد "أ"	رئيسا
جابو سليم	أستاذ محاضر "أ"	مشرفا ومقررا
زعيم باهية	أستاذ محاضر "ب"	عضوا مناقشا



السنة الجامعية 2023/2022





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



# شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين وسيد الخلق وعلى

آله وصحبه أجمعين وعلى أصحابه الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين

إن أول الشكر هو لله الواحد جل وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى تيسيره لي كل

السبل لإنجاز هذا العمل

نتقدم بداية بالجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ الفاضل الدكتور "سليم جابو" ليس

لتفضله بالإشراف على هذا العمل فحسب، وإنما على أخلاقه الحميدة وعلمه الواسع

وتوجيهاته السديدة وإرشاداته القيمة التي كانت لها أكبر الأثر في إنجاز هذا البحث.

كما يشرفنا أن نتقدم بفائق شكرنا وتقديرنا إلى السادة أعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة

هذه المذكرة من أجل قراءتها وأبداء ملاحظاتهم السديدة داعياً من الله عز وجل أن يحفظهم

ويرعاهم.

ختاماً نقدم شكرنا وتقديرنا إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد على إنجاز هذا العمل.

"عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا • أعضاء لجنة المناقشة الكرام : .....

• كما نتقدم بالشكر إلى جميع أساتذة قسم المالية والمحاسبة بكلية العلوم الاقتصادية

العلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة العربي التبسي .

• كما نشكر كل من قدم لنا يد المساعدة طيلة فترة انجاز هذه الدراسة ولو بالكلمة الطيبة.



# الإهداء

الحمد لله

أهدي هذا العمل إلى

من قال فيهما الله سبحانه وتعالى " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما  
ربياني صغيرا "

والذي رحمه الله

وأمي حفظها الله

إلى العائلة الكريمة إخوتي وعائلاتهم

إلى كل صديقاتي

إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز  
هذا العمل.

صبرين





# الإهداء

5 سنوات من الجد و السهر نختمها بهذه الاسطر.... ها قد وصلنا ف الحمد لله  
الذي اخجلنا بعطفه و برحمته .  
أهدي ثمرة هذا العمل الى من سهر على تربيتي و نجاحي الى من تحمل قساوة  
الدنيا لأجلنا، الى سندي و قوتي و اتكائي ،أبي الغالي.  
الى التي نسجت الامل فينا و زرعت الحب و الطمأنينة الى التي ارتكز عليها في الليالي  
الشداد

اللهم أرزقنا رضاهم ، وأدعو الله أن يغفر لهما كما ربياني صغيرا  
كما أهدي هذا العمل إلى أخوتي و أخواتي الى ملاذي الدافئ حماهم الله و رعاهم  
إلى رفيقتي التي شاركتني في انجاز هذا العمل و كانت سندا لي خلال فترة هذا  
العمل .

إلى صديقاتي التي تعرفت عليهم في مشواري الدراسي  
الى كل من شاركني في طريق العلم أسأل الله أن يفتح لهم أبواب العلم و الرحمة

# فريال



## ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء المالي في سوق الأوراق المالية، حيث تم اختيار عينة من بورصة عربية بتحديد بورصة عمان من خلال سلسلة الأسعار اليومية (بسعر الإغلاق) في الفترة الممتدة (2021-2022)، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على مجموعة من اختبارات (ADF, PP) ونموذج الانحدار الخطي المتعدد باعتبارها الأنسب لمعالجة هذه البيانات.

توصلت الدراسة إلى عدم كفاءة بورصة عمان خلال فترة الدراسة إلا فترة واحدة، وفي هذه الفترة كان تأثير مؤشرات الأداء قوي على الكفاءة، وأن العلاقة التي تربط بين الكفاءة التسعيرية والأداء المالي هي المعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة التي يتم الإفصاح عنها .  
**الكلمات المفتاحية:** كفاءة تسعيرية، أداء مالي، بورصة عمان للأوراق المالية، نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

## Abstract

This study aims to find out the extent of the effect of pricing efficiency on the financial performance in the stock market, where a sample of an Arab stock exchange was selected by specifying the Amman Stock Exchange through the series of daily prices (at the closing price) in the period (2021\_2022), and to achieve the objective of the study, reliance was made on A set of tests (ADF, PP) and multiple linear regression model as the most suitable for processing this data.

The study concluded that the Amman Stock Exchange was inefficient during the study period except for one period, and in this period the impact of performance indicators was strong on efficiency, and that the relationship between pricing efficiency and financial performance is the information contained in the published financial reports of the listed companies that are disclosed.

**Keywords:** Pricing efficiency, financial performance, Amman Stock Exchange, multiple linear regression model.

# قائمة المحتويات



الصفحة	الموضوع
	شكر و عرفان
I- III	قائمة المحتويات
IV	فهرس الجداول
VI	فهرس الأشكال
VIII	قائمة الرموز
أ-ج	مقدمة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة</b>	
2	<b>تمهيد</b>
3	<b>المبحث الأول: الأدبيات النظرية للكفاءة والأداء المالي</b>
4	<b>المطلب الأول: ماهية الكفاءة في سوق الأوراق المالية</b>
4	أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية
8	ثانياً: تعريف الكفاءة التسعيرية
8	ثالثاً: أنواع الكفاءة
9	رابعاً: متطلبات الكفاءة
10	خامساً: صيغ الكفاءة
11	<b>المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي</b>
11	أولاً: مفهوم الأداء المالي
13	ثانياً: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
20	ثالثاً: الطرق والأدوات المستخدمة لقياس الأداء المالي
22	<b>المطلب الثالث: علاقة الكفاءة والأداء المالي في سوق الأوراق المالية</b>
23	أولاً: تعريف المعلومات
23	ثانياً: مصادر المعلومات
23	ثالثاً: دور المعلومات في تقييم الكفاءة في سوق الأوراق المالية
24	رابعاً: دور جودة المعلومات في تقييم الأداء المالي

26	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للكفاءة والأداء المالي
27	المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالكفاءة
27	أولاً: دراسة سليمان بن بخمة، الشريف ربحان (2022)
27	ثانياً: دراسة نرجس رزق الله (2022)
28	ثالثاً: دراسة (2014) Khoa Cuong Phan & Jian Zhou
29	رابعاً: دراسة عبد الله بن الضب (2012)
29	خامساً: دراسة (1969) F.Fama Eugena
29	المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالأداء المالي
30	أولاً: دراسة حمزة عقبي، بشير بن عيشي (2017)
30	ثانياً: دراسة حسنية صيفي (2016)
31	ثالثاً: دراسة نصر الدين سراج (2016)
31	رابعاً: دراسة (2013) Ismail Isshak
32	خامساً: دراسة (2008) Kangarlouei
32	المطلب الثالث: تقييم الدراسات السابقة
32	1- ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث عينة الدراسة
33	2- ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث فترة الدراسة
33	3- ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث الطريقة
33	4- ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات من حيث النتائج
34	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء المالي لبورصة عمان للفترة الممتدة من (2021-2022)	
36	تمهيد
37	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
38	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة
39	المطلب الثاني: أدوات الدراسة

41	المطلب الثالث: متغيرات الدراسة
43	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
43	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
50	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج
53	خلاصة الفصل الثاني
55	الخاتمة
59	قائمة المراجع والمصادر
66	الملاحق

# قائمة الجداول



الصفحة	العنوان	الرقم
45-44	نتائج اختبار الاستقرارية (ADF,PP)	01
47	مؤشرات جودة نموذج الانحدار المتعدد (كفي)	02
48	مؤشرات جودة نموذج الانحدار المتعدد (غير كفي)	03
50	السببية (لاغرانج)	04

# قائمة الأشكال



الصفحة	العنوان	الرقم
43	منحنى بياني يمثل مؤشر بورصة عمان	01
45	منحنى بياني يمثل العائد الكلي للأسهم المدرجة في بورصة عمان	02
46	منحنى بياني يمثل القيمة السوقية إلى العائد P/E للأسهم المدرجة في بورصة عمان	03
47	تمثيل بياني يوضح نموذج المقدر والنموذج الحقيقي لعينة الدراسة (كفي)	04
49	شكل بياني يوضح نموذج المقدر والنموذج الحقيقي لعينة الدراسة (غير كفي)	05

# قائمة الرموز



الرمز	المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية
ROE	Rate OF Return On Equity	معدل العائد على حقوق الملكية
ROA	Rate Of Return On Assets	معدل العائد على الأصول
ROI	Rate Of Return On Investment	معدل العائد على الاستثمار
EPS	Earnings Per Share	حصة السهم من الأرباح
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
MVA	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة
ADF	Fuller–Augmented Dickey	اختبار جذر الوجود المتطور
PP	Perron–Philips	اختبار فيليبس-بيرون
LM	Lagrange Multiplier	مضاعف لاغرانج

# مقدمة



## توطئة

تعتبر الأسواق المالية من أهم الركائز التي تعتمد عليها معظم الدول سواء المتقدمة منها أو النامية، وهذا راجع لقدرتها على تحريك العجلة الاقتصادية، وبذلك أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي يحظى باهتمام كبير من الدول، نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، ويستمد السوق نشاطه من خلال الكفاءة العالية والتمثلة في سرعة المعلومات والبيانات المتدفقة إليه عن الأوراق المالية المتداولة في السوق، ونظرا لاعتماد كفاءة أسواق الأوراق المالية على المعلومات التي تتوفر في أي وقت وبشكل مستقل سواء تمثلت تلك المعلومات في التقارير المالية، أو معلومات بثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، كما يحظى الأداء المالي في الأسواق المالية باهتمام متزايد من قبل المستثمرين، لما يوفره من نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها، ومن هذا المنطلق سوف تحاول هذه الدراسة تسليط الضوء على الأسواق المالية العربية الناشئة، وبالتركيز على سوق عمان المالي الذي يعتبر من الأسواق العربية التي حظيت باهتمام العديد من المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية.

## طرح الإشكالية

تعد بورصة عمان من بين أهم الأسواق المالية العربية الناشئة، حيث تهدف إلى توفير سوق مالي منظم لتداول الأوراق المالية، وتعتبر كل من الكفاءة والأداء المالي الركيزة الأساسية لتحقيق هذا الهدف، وعلى هذا الأساس فإن التساؤل الجوهري الذي تحاول الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على الآتي:

**"ما مدى تأثير الكفاءة التسعيرية على أداء سوق عمان للأوراق المالية؟"**

ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة هذه الإشكالية إلى التساؤلات الجزئية

أدناه:

- هل بورصة عمان كفؤة خلال فترة الدراسة؟
- إلى أي مدى تأثر مؤشرات الأداء المالي على كفاءة بورصة عمان؟
- ما مدى تأثر أداء بورصة عمان بالمعلومات الواردة في التقارير المالية؟

## فرضيات الدراسة

كمحاولة مبدئية للإجابة على تساؤلات البحث تم صياغة الفرضية العامة الآتية:

" للكفاءة التسعيرية تأثير قوي على أداء سوق الأوراق المالية"

وتتفرع هذه الفرضية العامة إلى الفرضيات الجزئية التالية:

- تعتبر بورصة عمان غير كفى خلال فترة الدراسة؛
- هناك تأثير معنوي لمؤشرات الأداء المالي على الكفاءة في بورصة عمان؛
- يتأثر أداء بورصة عمان بالمعلومات الواردة في التقارير المالية.

## أسباب اختيار الدراسة

اختيار موضوع هذا البحث المعنون ب "دراسة تحليلية قياسية لتأثير الكفاءة التسعيرية على أداء سوق الأوراق المالية" كان لعدة اعتبارات أهمها:

- ارتباط الموضوع بمجال تخصص الباحثين وهو مالية المؤسسة؛
- الرغبة في التعمق بمجال كفاءة الأسواق المالية؛
- الرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بأسواق الأوراق المالية؛
- إثراء المكتبة طالما قلت البحوث التي تناولت الكفاءة التسعيرية وتأثيرها على أداء السوق.

## أهداف الدراسة

- محاولة التعريف بالكفاءة والأداء وتحديد الإطار النظري لهما والتعرف على أهم المؤشرات؛
- محاولة التعرف على بورصة عمان؛
- محاولة فهم آلية تأثير الكفاءة التسعيرية على أداء سوق الأوراق المالية؛
- تحليل أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

## أهمية الدراسة

- إبراز أهمية ودور الكفاءة التسعيرية في سوق الأوراق المالية في تطوير اقتصاديات البلدان؛
- التعرف على علاقة الكفاءة بالأداء المالي؛

- معرفة أهم مؤشرات المستخدمة في تحليل أداء بورصة الأوراق المالية.

### إطار الدراسة

يهتم هذا البحث "بدراسة تحليلية قياسية لتأثير الكفاءة التسعيرية على أداء سوق الأوراق المالية" حيث تم اختيار بورصة عمان كعينة للدراسة واختبار كفاءتها خلال الفترة (2021-2022).

### منهج الدراسة

نظرا لطبيعة التساؤل المطروح وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة والإلمام بجوانبها، سيتم اعتماد المناهج المستخدمة في كل الدراسات المالية والاقتصادية، حيث يتم توظيف كل منهج كلما دعت الحاجة البحثية لذلك، وبشكل عام تم استخدام المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع استخدام بعض الإحصاءات الخاصة بالبورصة وتحليلها، ومن بين الأدوات المنهجية المتبعة أيضا فقد تم الاعتماد على أسلوب دراسة حالة من خلال الوقوف على واقع أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، ومن أجل عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية، تم استخدام صيغ رياضية متنوعة برسومات بيانية وذلك بالاستعانة ببعض البرامج المعلوماتية المتخصصة (Excel16) و (Eviews12).

### صعوبات الدراسة

- صعوبة الحصول على البيانات، خاصة تلك المتعلقة بالجانب التطبيقي للبورصة.

### هيكل الدراسة

للتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين بعد عرض المقدمة البحث، حيث تم في الفصل الأول بمثابة مقدمة وتم تقسيمه إلى مبحثين، خصص الأول لعرض المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية وكفاءتها، وكذا التعرف إلى المفاهيم الأساسية حول الأداء المالي وأهم مؤشرات، والعلاقة بين كلا من الكفاءة والأداء المالي، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض الدراسات السابقة ذات صلة بموضوع الدراسة، بالإضافة إلى عرض ما يميزها عن بقية الدراسات، أما الفصل الثاني يأتي للتطرق إلى الجانب التطبيقي، حيث تم تقسيمه أيضا إلى مبحثين، خصص الأول لعرض عينة الدراسة بالإضافة إلى الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض ومناقشة نتائج الدراسة والخاتمة.

# الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية للكفاءة  
والأداء المالي في سوق الأوراق  
المالية



## تمهيد الفصل الأول

تؤدي الاسواق المالية دورا فعالا في عملية تمويل المشاريع الاقتصادية المختلفة لمعظم الاقتصاديات العالمية، حتى تقوم سوق الاوراق المالية بدورها يفترض ان تتوافر على جملة من الخصائص والمتطلبات التي تجعلها تتصف بالكفاءة، حيث تمثل الكفاءة صلب النظرية المالية الحديثة، تعكس بصورة جيدة القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في ظل انتشار المعلومة عن الاوراق المالية، ووصولها الى كافة المستثمرين المحتملين في ان واحد، بسرعة وتكلفة ضئيلة وهذا ما يسمى بكفاءة التسعير، اضافة الى اهمية الاداء المالي الذي يعمل على تقييم أداء السوق، ذلك باستخدام مؤشرات قياس الاداء المالي المختلفة، من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل الي مبحثين:

- ✓ **المبحث الاول** تم التطرق الى مفهوم سوق الاوراق المالية ووظائفه وماهية الكفاءة وفرضياتها، وكذا التعرف على مفهوم الاداء المالي وطرق وادوات قياسه، العلاقة التي تربط بين الكفاءة والاداء المالي؛
- ✓ **المبحث الثاني** تم التطرق الى اهم الدراسات السابقة العربية منها والاجنبية ذات صلة بموضوع الدراسة.

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية للكفاءة والأداء المالي

يعد سوق الأوراق المالية مفهوما حديثا نوعا ما مقارنة بالأسواق الأخرى، إلا أنه عرف تطورات هائلة من حيث التنظيم، الأنواع، الآليات، التي يتم العمل بها داخل هذا السوق بهدف تشجيع وجلب المتعاملين الاقتصاديين لمثل هذا النوع من الأسواق، حيث ظهر مفهوم كل من الكفاءة وأداء السوق المالي نتيجة هذه التطورات، إضافة إلى صيغ الكفاءة وكذا مؤشرات الأداء المالي، وبرزت العلاقة بين كل من الكفاءة وأداء سوق الأوراق المالية، سيتم تفصيل ما سبق من خلال هذا المبحث المتضمن كالاتي:

- ✓ **المطلب الأول** ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- ✓ **المطلب الثاني** مفاهيم أساسية حول الأداء المالي؛
- ✓ **المطلب الثالث** علاقة الكفاءة بالأداء المالي في سوق الأوراق المالية.

## المطلب الأول: ماهية الكفاءة في سوق الأوراق المالية

تتوقع كفاءة أسواق الأوراق المالية أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق، على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل الى المتعاملين وما يترتب عنها تغيير نظراتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي الى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية.

## أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفه

شهدت سوق الأوراق المالية على صعيد بنيتها العديد من التطورات، التي ساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفراد كانوا أو مؤسسات، حيث تعد إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.

## 1- تعريف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

يعرف على أنه: " يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق وهذا يعني أن للسوق لا تتحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بالبائع والمشتري" (كولار م، 2019، صفحة 20)

يعرف على أنه: " المكان الذي يلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها .... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه ذوي العجز المالي وذوي الفائض المالي ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها والتي تخص عائد كل من الطرفين" (شقيري، 2019، صفحة 55).

يعرف على أنه: " سوق تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة". (ضيف، 2013، صفحة 107)

يعرف على أنه: " المكان المخصص المنظم، أو الآلية الالكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة وفقاً لضوابط

ونظم محددة بالقانون، ويتميز بتوفر وسائل الاتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم" (صافي و البكري، 2009، صفحة 16).

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن الأسواق المالية وسيلة من الوسائل التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية لأصحاب الأوراق المالية، حيث تمثل أداة مهمة في الاقتصاد بين المشتريين والبايعين وذلك لتبادل الأصول المالية المختلفة، حيث يتم الجمع بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال.

## 2- خصائص سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية لها بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى ومن هذه الخصائص ما يلي: (شقيري، 2019، الصفحات 62-63)

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة أساس العرض والطلب؛
- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- التداول في سوق الأوراق المالية (خصوصا الأسواق الثانوية) يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة الى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وامكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصال فان ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- أسواق الأوراق المالية تنصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من قبل فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرار الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فان الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعى في بعض الأحيان الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد؛

- تتسم الأسواق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية.

### 3- أهمية سوق الأوراق المالية

تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل وتتمثل في ما يلي: (حاسين، 2013، صفحة 22)  
(سلطان، 2015، صفحة 14)

- توفير السيولة لكل الإصدارات مما يشجع الإقبال على الاستثمارات في الأوراق المالية؛
- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية؛
- تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية بواسطة الوسطاء؛
- تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبؤ ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة؛
- تقدم السوق مؤشراً مالياً إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية؛
- تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسين أسعار أسهم هذه الشركات، وكما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة.

#### 4. وظائف سوق الأوراق المالية

يؤدي سوق المال وظائف تفسر وجوده وأهميته في الاقتصاد الوطني وتكمن أهمية سوق المال بالوظائف التالية: (التميمي، 2010، صفحة 112) (صافي و البكري، 2009، صفحة 4) (سلطان، 2015، صفحة 7)

- تقوم السوق بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيلة بين المقرض والمقترض فهي تساعد بفعالية على ترصيد رأس المال من خلال الاستخدام الأفضل للموارد؛
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لتمويل رأس المال؛
- توسيع الخيارات لأصحاب المدخرات والثروة؛
- المساعدة في توفير المعلومات والبيانات؛
- توجيه الادخار نحو الاستثمار الأكثر كفاءة؛
- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل والمساعدة في رؤوس الأموال الأجنبية وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها مباشرة الى قطاعات الاستثمار ذات العجز المالي في الموارد المالية؛
- تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياستها المالية والنقدية بواسطة اصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة؛
- تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة وسد الفجوة التمويلية للمشاريع في حالة عزوف المصارف عن تمويلها.

### ثانياً: تعريف الكفاءة التسعيرية

يمكن تعريف الكفاءة التسعيرية كما يلي:

كفاءة التسعير وتسمى أيضاً بالكفاءة الخارجية تعرف على أنها: "سرعة وصول المعلومات إلى الأسواق المالية وإدراجها في أسعار الأصول المالية المعنية دون فارق زمني كبير وبدون تكاليف باهظة تعيق سرعة وصولها وإدراجها، سواء كانت هذه المعلومات تاريخية (متعلقة بالماضي) أو حالية أو هي عبارة عن تقديرات متعلقة بتوقعات الأحداث في المستقبل، بحيث يجعل هذا الوضع سعر الأصل المالي في أي لحظة زمنية هو تقدير عادل للقيمة الحقيقية له" (بخمة و الشريف ، 2022).

يعرف على أنه: "المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين" (بوكساني، 2006، صفحة 107).

### ثالثاً: أنواع الكفاءة

للکفاءة نوعين وهما:

#### الكفاءة الكاملة للسوق المالي

يقصد بالكفاءة الكاملة مثالية السوق المالي من حيث المعلومات والمتعاملين وإنجاز الصفقات والتكاليف، ولتحقيق الكفاءة للسوق المالي يتطلب توفر مجموعة من الشروط أهمها: (دريد، 2012، صفحة 76)

- تحييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة؛
- إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، وهذا يجعل جميع توقعات المحللين والمستثمرين متماثلة؛

- يتعامل بالسوق عدد كبير من المستثمرين وبدرجة سيولة عالية وأموال متاحة للاستثمار، مع عدم فسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار؛
- يتصف جميع المتعاملين بالرشد الاقتصادي والسعي الى تعظيم الثروة لكل واحد منهم.
- تعد هذه الشروط مثالية لأن الواقع التطبيقي والتنظيمي والتشريعي للتعاملات في الأسواق المالية لا يحقق مثالية الأسواق، خاصة ما يتعلق بالقدرة على التحليل واختلاف أهداف ورغبات المستثمرين وتعاملهم مع المخاطر وكفاءتهم وخبراتهم إضافة الى اختلاف كلفة التعاملات في الأوراق المالية.

### الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي

تعني أن هناك فاصل زمني منذ وصول المعلومة الى السوق وتأثر أسعار الأسهم بتلك المعلومات، وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، الا أنه وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب والتكاليف الاستثمارية الأخرى، فان الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لن يكون كبيرا الى درجة أن يحقق المستثمر أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل. (شقيري، 2019، صفحة 144)

### رابعا: متطلبات الكفاءة

لتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي التحقق من السمات الأساسية والتي بمثابة متطلبات أساسية لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وهما: (مسعداوي، 2014، صفحة 13)

**1- كفاءة تخصيص الموارد:** يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد الى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفاء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها الى الأنشطة ذات العائد الأعلى، بمعنى أن يتم تدفق رأس المال الى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المعقولة.

**2- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** وفي هذا الاطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق وكذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب، كما لا يستطيع أي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع والشراء مع ايقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم فلا يمكن القول اذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.

**3- كفاءة التشغيل:** يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للمسمرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير الى حد كبير على كفاءة التشغيل (عبدلي، 2018، صفحة 137)، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة الى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 137).

#### خامسا: الصيغ المختلفة لفرضية الكفاءة

يوجد هناك ثلاثة صيغ يتم ذكرهما كما يلي:

**1- الصيغة الضعيفة:** تقتضي هذه الفرضية على أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تعكس المعلومات التاريخية عن جميع تحركات أسعار الأسهم، ولا يمكن التنبؤ بتغيرات الأسعار من قبل المتعاملين في السوق ولا تحقيق عوائده بناء على المعلومات المتاحة عن الأسعار الأسهم في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية السير العشوائي.

فحسب هذه الفرضية فإن الأسعار السوقية للأوراق المالية لا تعكس المعلومات الحالية والحقيقية ولا توقعات المستقبل، ولكن تعكس فقط الأسعار التاريخية أو الماضية، وبالتالي فإن أي محاولة تتنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية هي دون جدوى لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار (نرجس، 2022، صفحة 64).

**2- الصيغة المتوسطة:** بموجب هذه الفرضية فإن أسعار الأسهم لا تحدد على أساس المعلومات التاريخية فقط بل تعتمد أيضا بالإضافة الى ذلك على كافة المعلومات التي يمكن للمستثمرين الحصول عليها، التي قد تتمثل في الأحداث المحلية أو الدولية سياسية كانت أو اقتصادية، كذلك ظروف القطاع الاقتصادي الذي تزاوّل فيه الشركة نشاطها بالإضافة الى التقارير والمنشورات، من هذا المنطلق لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين، لأن سعر السهم في هذه الحالة

سيعكس فعلا جميع المعلومات، كلما زادت سرعة الاستجابة لهذه المعلومات كلما كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق.

3- **الصيغة القوية:** تفترض هذه الصيغة بأن القيمة السوقية للأسهم تحدد من خلال كافة المعلومات العامة والخاصة التي يجب على كل المستثمرين الحصول عليها بدون تكلفة وفي وقت واحد، قد تكون هذه المعلومات تاريخية، أو معلومات عامة كالمنشورات أو معلومات خاصة متاحة لفئة معينة مثل إدارة المنشأة أو كبار العاملين فيها (حاسين، 2013، الصفحات 79-80).

## المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي

يعتبر الأداء المالي أداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركات وعلى مستوى أنشطتها، ومدى تحقيق الأهداف بفعالية من أرقام وجوانب قابلة للقياس الدقيق من خلال مؤشرات وأدوات، لذلك تم خلال هذا المطلب تسليط الضوء على هذه العناصر.

## أولاً: مفهوم الأداء المالي

هنا سيتم التطرق لمجموعة من تعاريف الأداء المالي، إضافة إلى خصائصه وأهميته.

## 1- تعريف الأداء المالي

لقد تعددت تعاريف الأداء المالي، ونذكر منها ما يلي:

يعرف على أنه: "مدى قدرة الشركة على الاستغلال الأمثل لمواردها المالية في الاستخدام القصير وطويل الأجل من أجل تشكيل ثروة" (دادن و كماسي، 2011، صفحة 60).

يعرف على أنه: "تعظيم النتائج وذلك من خلال تحسين المردودية، يتحقق ذلك بتدني التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل، وذلك بغية تحقيق التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء" (ساسبي و قريش، 2011، صفحة 60).

يعرف على أنه: "مجموعة من العمليات التي تتبع عملية اتخاذ القرار، الغرض منها هو فحص المركز المالي والاقتصادي للشركة في تاريخ معين" (Fatihidin, Jusni, & Mokhklas, 2018, p. 553).

يعرف على أنه: "تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية مدخرة، ومدة قدرة إدارة الشركة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة" (شنين وزرفون، 2015، صفحة 34).

يعرف على أنه: "تشخيص الصحة المالية للشركة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة *Création de la valeur* ومجاهاة المستقبل، من خلال الاعتماد على الميزانيات وجدول حسابات النتائج، الجداول الملحقة، لكن لا جدوى من ذلك إذا لم يتم أخذ الطرف الاقتصادي والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية للشركة ومعدل نمو الأرباح" (Thonvrome, 2005, p. 23).

على الرغم من تعدد تعاريف مصطلح الأداء المالي، ذلك نتيجة الاستخدام والتطبيق المستمر له، إلا أنه يوجد قاسم مشترك يجمع بينهما جميعاً ألا وهو قدرة الشركة في تحقيق أهدافها المالية المسطرة والاستخدام الأمثل لمواردها.

## 2- خصائص الأداء المالي

مما سبق يمكن القول أن الأداء المالي هو وسيلة تمكن من نجاح الشركة في الاستخدام الأمثل لمواردها من أجل تحقيق الأهداف المسطرة، بالتالي فإن الأداء المالي يتميز بالخصائص التالية: (دادن، 2006، الصفحات 41-42)

- أداة تعطي صورة واضحة على الوضع المالي القائم في الشركة؛
- أداة لتدارك الثغرات والانحرافات والمشاكل التي قد تظهر في مسيرة الشركة؛
- يحفز الإدارة على بذل المزيد من الجهد لتحقيق أداء مستقبلي أفضل؛
- وسيلة جذب المستثمرين للتوجه للاستثمار في الشركة؛
- آلية أساسية وفعالة لتحقيق أهداف الشركة؛
- أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها تجاه الشركات الناجحة، فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة أو إلى الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها.

### 3- أهمية الأداء المالي

تكمّن أهمية الأداء المالي من خلال العناصر التالية: (الخطيب، 2010، الصفحات 46-47) (بلاسكة، 2012، صفحة 7) (شنين و زرفون، 2015، صفحة 43)

- تتبع أهمية بشكل عام في أنه يهدف الى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا، والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين، وتتبع أهمية أيضا بشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتقييم مستويات أدائها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح؛
- يوضح أثر هيكل التمويل على ربحية الشركة، يعكس كفاءتها التمويلية؛
- تكمّن أهمية الأداء المالي بالنسبة للعوامل البيئية الخارجية، حيث أن المنظمات والشركات ذات الأداء المالي العالي تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف.

#### ثانيا: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير لقياس أداء السوق المالي تهدف الى معرفة مدى تقدم السوق ونضجها تتمثل فيما يلي:

1- **مؤشر حجم السوق:** غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما: (مناصرية، 2016، الصفحات 149-150)

1-1 **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** تقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة الى اجمالي الناتج المحلي الاجمالي الدولي.

الرسملة السوقية= قياس الأسهم المدرجة في السوق /الناتج المحلي الاجمالي .....(1)

1-2 **مؤشر عدد الشركات:** يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة الى مؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات الى تطور سوق الأوراق المالية في البلد المعني، لماله من دلالة مهمة على التطور السريع، الا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالته اذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية(السابق الذكر)، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا، ولكن اجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.

**3-1 سيولة السوق:** تعني سيولة السوق القدرة على شراء القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في

السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشرات لقياس السيولة هما:

**1-3-1 مؤشر حجم التداول:** يقيس حجم التداول، حجم ومستوى "الأسهم أو السلع" التي تم تداولها

في فترة زمنية محددة سواء كانت سنة أو شهرا أو أسبوعا أو يوما أو غير ذلك.

يقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، بالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، اذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، الا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لتسهيل الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

**2-3-1 مؤشر معدل الدوران:** خلال قسمة اجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة

السوقية) خلال العام أو أي مدة زمنية كالآتي:

**3-3-1 معدل دوران السهم = اجمالي الأسهم المتداولة - حجم التداول / رسملة السوق - القيمة**

السوقية .....(2)

يستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياسا لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، اذ أنه من الممكن أن تكون سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، اذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

**4-1 درجة التركيز:** يقصد بدرجة تركيز التداول، ما اذا كان حجم التداول مركز في عدد محدد من

الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول (يونس و بو عبد الله، 2021، صفحة 137).

كل هذه المؤشرات تعمل على توضيح الميل والاتجاه العام لتطور السوق، وتقدمه ونضجه، كما تسهل

عملية المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية.

## 2- مؤشرات قياس حالة السوق:

يستخدم المؤشر لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، ويكون جيدا إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية، كما أنه يعطي مؤشر الوضع السوق، ومن هنا فإن لمؤشرات قياس حالة السوق أهمية خاصة تطلبت تخصيص هذه النقطة لمعرفته (جابو، 2012، الصفحات 55-56).

### 2-1 مفهوم مؤشر بورصة الأوراق المالية:

**2-1-1 تعريف مؤشر البورصة:** هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ومن ثم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية.

### 2-1-2 مزايا مؤشر بورصة الأوراق المالية:

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق، والتي منها:

يلخص المؤشر أداء السوق الاجمالي، إذ يتكون من مجموعة من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوب سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، بالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛

- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى إذ يمكن للمرجحين في السوق تحديد العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تغيير اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛

- أحد اتجاهات تحديد سعر السهم، خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقصان) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.

- قدرة المؤشر على التنبؤ بالوضعية الاقتصادية العامة:

طالما أن نشاط المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، إذا اتسمت هذه السوق بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم

بعناية لقياس حالة السوق ككل، من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة كما لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك أن يتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقلة وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

### 2-1-3 الاستخدامات الأساسية للمؤشر: (جابو، 2012، صفحة 57)

لمؤشرات سوق الأوراق المالية، فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، وفي طليعة تلك الاستخدامات.

1. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار أن يقارن بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2. الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر العادي الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة بالسوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية (البنوك، شركات التأمين وشركات الاستثمار، ومؤسسات إدارة أموال المعاشات.....)، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق، وينبغي أن لا تركز المقارنة على العائد فقط بل ينبغي أن يؤخذ في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق.

3. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم، كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4. **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق، والذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

## 2-1-4 كيفية بناء مؤشر سوق الأوراق المالية:

يتطلب بناء مؤشر الاعتماد على مجموعة من الخطوات تلخصها في ما يلي: (عيسى، 2016، صفحة 59)

1. **ملائمة العينة:** تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي: الحجم والانتساع والمصدر.

فيما يتعلق بالحجم فالقاعدة العامة لهذا الإطار تشير إلى أنه كلما كانت الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق. أما الانتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد الوطني دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة فيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية .

2. **الأوزان النسبية للعينة:** تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

3. **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر مما يؤخذ على هذا المدخل، إن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.

4. **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

5. **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر الذي لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي والشركات التي تساوي القيمة السوقية لأسهمها العادية تساوي وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم، أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

### 3- مؤشرات جودة الأسهم

هناك مؤشرات لقياس جودة الأسهم في بورصة الأوراق المالية، من أجل اختبار الأسهم ذات العوائد الجيدة التي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد، وسوف يتم ذكر أهمها كالآتي: (جابو، 2012، صفحة 62)

**1-3 مؤشر مضاعف القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية:** يعتبر من أهم المؤشرات المتعلقة بقرار الاستثمار في الأسهم، ويوضح هذا المؤشر العلاقة بين سعر السهم في السوق ونصيبه من حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية، علما بأن حقوق المساهمين تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطيات وأرباح المرحلة مطروحا منها الخسائر وقيمة الأصول غير الملموسة.

يفسر هذا المؤشر مدى قدرة الشركة على توليد قيمة اضافية للسهم ممثلة في عدد المرات التي يزيد بها السعر السوقي للسهم عن قيمته الدفترية وتكون صيغته كالآتي:

$$\text{مضاعف القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{القيمة الدفترية}} \dots (4)$$

**2-3 مؤشر ربحية السهم:** يقيس هذا المؤشر حصة أو نصيب السهم من الايراد القابل للتوزيع أو صافي الربح بعد الضريبة، يمكن حسابه بقسمة صافي الربح السنوي بعد خصم الضريبة (سواء كان هذا الربح موزعا بشكل نقدي، أو محتجزا في شكل أرباح أو احتياطيات) على عدد الأسهم المصدرة في لحظة زمنية معينة.

يحسب هذا المؤشر بالعلاقة الآتية: (صايم و بوتلجة، 2017، صفحة 8)

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} \dots (5)$$

يستخلص مما سبق أن ربحية السهم لها علاقة طردية مع الإيراد القابل للتوزيع بالتالي، فإن المستثمرين الحاليين والمرتبين سوف يفضلون الأسهم ذات معدلات الربحية المرتفعة، دون الأسهم ذات معدلات الربحية المنخفضة.

بالرغم من أهمية مؤشر ربحية السهم في اتخاذ القرار بالاستثمار، إلا أن هناك فئة هدفهم الأساسي للحصول على دخل يوفر لهم متطلبات عيشهم ويلبي احتياجاتهم، لذلك يعتمدون في اتخاذ قرارهم على نصيب السهم من الربح الموزع، الذي يعطى بالعلاقة الآتية:

$$\text{نصيب السهم من الربح الموزع} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} \dots\dots (6)$$

**3-3 معدل العائد على السهم:** يلجأ المستثمر للاستثمار بغية الحصول على أرباح رأسمالية محتملة، إضافة إلى العوائد المحتمل حصول عليها، إذ تنتج الأرباح أو الخسائر الرأسمالية من التغيرات التي تطرأ على قيمة السهم، فقد تؤدي هذه التغيرات إلى ارتفاع أو انخفاض قيمته مما يحقق ربحاً أو خسارة رأسمالية. يشير للعائد الذي يحصل عليه المساهم مقابل الاحتفاظ بالسهم إلى نصيب السهم من الربح الموزع يضاف إليه أو يطرح منه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية مسببة من سعر شراء السهم، ويحسب معدل العائد على السهم بالعلاقة الآتية:

$$\text{معدل العائد على السهم} = \frac{\text{نصيب السهم من الربح الموزع} + / - \text{المكاسب والخسائر الرأسمالية}}{\text{القيمة الشرائية للسهم}} \dots\dots (7)$$

بناء على ما سبق في حالة المفاضلة بين بدائل الاستثمار المختلفة، يتم اختيار معدل العائد على السهم المرتفع، وفي الوقت الذي يكون اهتمام المستثمر الذي يسعى للاستثمار طويل الأجل في هذا المؤشر، فإن المضارب ينصب اهتمامه في معدل الربحية أو الخسارة الرأسمالية فقط، التي تعبر عن نسبة سعر الاغلاق من سعر الافتتاح.

**3-4 مضاعف مكرر الربحية:** يعتبر هذا المؤشر من أهم المقاييس العالمية لاختبار القيمة الحقيقية للسهم، حيث أنه يحقق التكامل والترابط بين القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين وربحية السهم السنوي، سواء كان هذا الربح موزعاً جزئياً بشكل نقدي أو يوضح عدد مرات الأرباح السنوية التي تعادل سعر السهم، كما يشير إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد المبلغ المستثمر في السهم من خلال الأرباح التي يحققها السهم سنوياً.

يتم استخراج هذا المؤشر على أساس عدد مرات سعر السهم في السوق (عادة سعر الاغلاق) الى ربحية السهم الواحد ويعطى بالعلاقة الآتية: (جابو، 2012، الصفحات 62-63)

$$\text{مضاعف/ مكرر الربحية} = \text{القيمة السوقية للسهم/ ربحية السهم} \dots\dots (8)$$

### ثالثا: الطرق والأدوات المستخدمة لقياس أداء سوق الأوراق المالية

يعتبر موضوع قياس الأداء المالي من المواضيع ذات الجدل الواسع بسبب كثرة وتنوع مؤشرات القياس، التي تهدف في مجملها الى رفع الأداء المالي من خلال الكشف عن مستوى الفعالية والكفاءة المناسب.

#### 1- الاتجاهات التقليدية لقياس الاداء المالي

تعد من أقدم وأكثر الادوات استعمالا في التحليل المالي وتقييم الأداء ونجد من أهمها: معدل العائد على الاموال الخاصة، معدل العائد على الأصول، حصة السهم في الأرباح، معدل العائد على الاستثمار.

#### 1-1 مؤشرات الأداء الربحي:

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

تشير هذه النسبة عن ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل ملاك الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم، كما تعتبر من أهم النسب التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتحسب بالعلاقة التالية: (شنين و زرفون، 2015، صفحة 243)

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)} = \text{النتيجة الصافية / حقوق الملكية} \dots\dots (9)$$

##### 2-1-1 معدل العائد على الأصول (ROA)

يعتبر معدل العائد على الأصول مقياسا من مقاييس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، بغض النظر عن طريقة تمويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للشركة ولا يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية الشركة، ويحسب بالعلاقة التالية: (الجعدي، 2015، صفحة 215)

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{النتيجة الصافية / اجمالي الأصول} \dots\dots (10)$$

### 3-1-1 معدل العائد على الاستثمار (ROI)

يقدم معدل العائد على الاستثمار رؤيه حول المشروع، أي تبيان ما اذا كانت عوائد هذا المشروع اعلى من تكاليف الموارد المستخدمة، فهو يقيس مدى ربحيه الاموال المستثمرة في المشاريع الاقتصادية، ويعكس أداء الادارة في تسيير رأس المال المستثمر .

حيث يعتبر من أكثر مؤشرات قياس الأداء استعمالا نظرا لبساطته وسهولة حسابه، حيث يحسب بالعلاقة الآتية: (السيد و لطفي، 2007، صفحة 55)

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \text{ROI} = \frac{\text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال المستثمرة}}{\dots\dots\dots} \text{.....(11)}$$

### 4-1-1 حصة السهم من الأرباح (EPS)

يعبر مؤشر حصة السهم من الأرباح على العائد الناتج من السهم الواحد، ويسمى أيضا بنسبة العائد الصافي لكل سهم، ويحسب بالعلاقة الآتية: (يونس وزاهر، 2022، صفحة 30 )

$$\text{حصة السهم من الأرباح} = \frac{\text{النتيجة الصافية} / \text{عدد الأسهم}}{\dots\dots\dots} \text{.....(12)}$$

## 2- الاتجاهات الحديثة لقياس الأداء المالي:

نظرا تغيير الحادث في بيئة الاعمال، خاصة في دور الإدارة المالية التي تهدف الى تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركات، حيث تغير جذري في أساليب تقييم الأداء المالي، حيث تم تجاوز التقييم المحاسبي إلى التقييم الاقتصادي، الذي أدى الى ظهور مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة باعتبارها من الأدوات الحديثة لقياس الأداء المالي، حيث تكمن قدرتها في الربط بين الأداء المالي للشركة واهدافها بشكل عام، وهدف الادارة المالية بشكل خاص.

### 1-2 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

يقصد بأنها تمثل تقديرا للأرباح الاقتصادية الحقيقية للدورة المالية، وهي تختلف جذريا عن الأرباح المحاسبية، وتمثل الدخل المتبقي بعد طرح تكلفة الاموال، في حين الأرباح المحاسبية تأخذ في الاعتبار أي تكلفة الأموال الملكية (قنون و قنون، 2020، صفحة 496).

تحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة الآتية:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات تشغيل بعد الضريبة - ( تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر).....(13)

أو القيمة الاقتصادية المضافة = ( معدل العائد على رأس المال المستثمر \_ معدل تكلفة رأس المال) × رأس المال مستثمر.....(14)

## 2-2 القيمة السوقية المضافة (MVA)

تعد أداة القيمة السوقية المضافة (MVA) أحد أهم الأدوات التي طورتها شركة Stewart Stern، كأداة لتقييم الأداء المالي، وعرفت القيمة السوقية المضافة بأنها المقياس التراكمي لعوائد رأس مال المساهم به (حمد و النعيمي، 2012، صفحة 73).

ويعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس مال المستثمر، ويستخدم هذا المقياس لتقييم أداء الشركة منذ نشأتها الى تاريخ المعلومات التي يتم تحليلها، ويمكن استخدام هذا المقياس لمقارنة أداء الشركات في قطاعات اقتصادية مختلفة (شكري و نديم، 2013، صفحة 46).

حيث تحسب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة الآتية: (الحناوي و نهال ، 2009، صفحة 97).

القيمة السوقية المضافة = (القيمة السوقية لحقوق الملكية - رأسمال المستثمر).....(15)

= (القيمة السوقية لاسهم الشركة القيمة الدفترية لحقوق الملكية) ..... (16) القيمة السوقية لحقوق

الملكية = حقوق ملكية التي وفرها المستثمرون.....(17)

### المطلب الثالث: علاقة الكفاءة والأداء المالي في سوق الأوراق المالية

يعتبر توفير المعلومات السليمة والدقيقة في السوق المالي من الأولويات التي يركز عليها خبراء التقييم لأنها تلعب دورا هاما، حيث تتوقف الكفاءة والأداء المالي على نظام المعلومات السائد، أي مدى توافر المعلومات الملائمة وذات جودة، حيث يستحيل أن تتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة والأداء الجيد دون توفر المعلومات اللازمة، كما أنه من غير الممكن أن تتحرك أسعار الأسهم في السوق دون توافر المعلومات.

#### أولاً: تعريف المعلومات

تعددت تعريفات حول المعلومات، وسيتم التطرق الى بعضها كما يلي:

تعرف بأنها: " البيانات التي تمت معالجتها لتصبح بشكل أكثر نفعاً للمستقبل والتي لها قيمة في الاستخدام الحالي أو في اتخاذ قرارات مستقبلية" (سراج، 2005، صفحة 131).

تعرف بأنها: "عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد (للمستثمرين) الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صيغة القرارات الاستثمارية" (عبدلي، 2018، صفحة 139).

#### ثانياً: مصادر الحصول على المعلومات

هناك العديد من المصادر التي يمكن للمستثمر، أن يحصل منها على معلومات مفيدة في اتخاذ قرار الاستثمار في ورقة مالية ما، وفيما يلي عرض لأهم مصادر المعلومات: (عبدلي، 2018، صفحة 140)

1- **مصادر داخلية:** ويكون مصدر هذه المعلومات داخلي أي داخل الشركة كل التقارير المنظمة أو غير المنظمة والتي تقدمها الإدارات المختلفة، كما أن العمال يعتبرون من المصادر الداخلية حيث يقومون بنشر المعلومات بطريقة غير رسمية، إضافة الى المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي هامة للغاية تعتمد عليها الشركة في التسيير والإدارة.

2- **مصادر خارجية:** وهي كل المعلومات التي تأتي من خارج المؤسسة يمكن الحصول عليها من خلال معلومات مدفوعة الثمن، مثل الصحف (صحيفة وول ستريت، صحيفة نيويورك تايمز، صحيفة يوميات

المستثمر) المجالات المالية المتخصصة، ومكاتب البحوث والدراسات... الخ، ومعلومات أخرى صادرة من النشرات.

### ثالثاً: دور المعلومات في تقييم الكفاءة في سوق الأوراق المالية

تعتبر المعلومات الدعامة الأساسية للكفاءة والأداء المالي للسوق، وذلك من خلال مصداقية هذا السوق، وتتحقق هذه المصداقية من خلال الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركات عن الأوراق المالية المتداولة في الوقت المناسب لاتخاذ القرارات المناسبة، وعليه لا يمكن الفصل بين كفاءة السوق المالي وبين مدى توفر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم الأداء لسوق الأوراق المالية.

بناء على ما سبق يساهم الإفصاح عن المعلومات في تحسين كفاءة السوق المالي بشكل مباشر أو غير مباشر ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي: (محفوظ، 2012)

- يؤدي الإفصاح الجيد عن المعلومات الى شفافية أكبر في التعامل مما يزيد من حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين المحلي والدولي، أي أن كفاءة السوق المالي تعتمد بدرجة كبيرة على نوعيه الإفصاح وعلى كفاءة نظام سوق المعلومات بصفة عامة، وأنظمة المعلومات للشركات المدرجة بصفة خاصة؛
- تساهم توافر المعلومات عن أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي في زيادة كفاءة التخصيص، أي توجيه المدخرات ورؤوس الأموال نحو أسهم الشركات الأكثر مردودية؛
- زيادة الثقة في السوق المالي مما يؤدي الى تحفيز المستثمرين على التعامل فيها، ومن ثم زياده حجم التداول.

### رابعاً: دور جودة المعلومات في تقييم الأداء المالي

باعتبار القوائم المالية أهم المعلومات الجيدة ذات أهمية التي تعتمد عليها في عملية تقييم الأداء المالي للشركة، فسيتم التركيز عليها في معرفة استخدام الشركات لها في تحسين الأداء المالي، حيث يعتمد تقييم الأداء المالي أساساً على القوائم المالية التي تعد وفقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، فتوفر معلومات ذات جودة تساعد في تحليل وضعية الشركة، والتنبؤ بالوضعية المستقبلية لها، وتستمد القوائم المالية أهميتها في تلبية الاحتياجات المشتركة لمستخدميها، ويرجع ذلك إلى أن غالبية المستخدمين يقومون باتخاذ قرارات اقتصادية من أمثلتها: (بزقاري، 2011)

- اتخاذ قرار متعلق بتوقيت شراء أو الاحتفاظ بالاستثمارات في حقوق الملكية أو بيعها؛
- تحديد الأرباح القابلة للتوزيع ومقدار أرباح الأسهم؛
- تقييم أداء الإدارة ومدى وفائها بمسؤولياتها اتجاه المساهمين.

بناء على ما سبق فإن المعلومات المحاسبية تعتبر من أهم المصادر المعتمد عليها في تقييم الأداء المالي، الذي يزود جميع الأطراف سواء داخلية أو خارجية بالمعلومات ذات القيمة تؤثر على متخذي القرار، حيث تعددت أنواع المعلومات إلا أن القوائم المالية تبقى من أهمها من حيث تقييم الأداء المالي، وأصبحت محل اهتمام المهنيين لجعلها أكثر فائدة، حيث أوصت هذه الجهات أن تشمل القوائم المالية على ما يلي:

- البيانات المالية وغير المالية التي تتضمن الإفصاحات المحاسبية ذات الصلة بها؛
- تحليلات الإدارة حول أسباب التغيرات في البيانات المالية وتقييم الأداء؛
- تساهم المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة بكل شفافية في تقييم أداء الشركات المدرجة في السوق المالية والتنبيه بالعوائد والمخاطر المستقبلية، والتسعير الجيد لأسهمها.

## المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للكفاءة والأداء المالي

تعتبر الدراسات السابقة خطوة أساسية لبداية أي دراسة، فهي من أهم المصادر الأساسية والأولية ومن العناصر الهامة التي تلعب دورا أساسيا في أي بحث علمي حيث تساعد في إعطاء فكرة عامة للبحث عن الموضوع، وأيضا تساعد في إثراء البحث العلمي وتجعل مصادرهم متنوعة، وتمثل الدراسات السابقة أيضا ارضية غنية بالمعلومات لمن لديه الرغبة في التعرف على كافة جوانب المشكلة للموضوع وكيفية علاجه، لذا فمن الأساسي استعراض أهم الدراسات المتعلقة بالكفاءة والأداء المالي لسوق الأوراق المالية، لذا سيتم القيام بعرض الدراسات والتي لها صلة بموضوع الدراسة الحالي، حيث سيتم تقسيمها الى ثلاث مطالب كما يلي:

✓ **المطلب الأول** الدراسات السابقة المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية؛

✓ **المطلب الثاني** الدراسات السابقة المتعلقة بالأداء المالي لسوق الأوراق المالية؛

✓ **المطلب الثالث** ما يميز دراستنا الحالية عن الدراسات السابقة.

## المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية

حظيت كفاءة سوق الأوراق المالية باهتمام العديد من الباحثين، بغرض تقديم مفهوم واسع وواضح لها وإزالة الغموض عليها والتعرف على أهم مستوياتها وفرضياتها في السوق المالي، حيث سيتم من خلال هذا المطلب محاولة عرض الدراسات السابقة المرتبطة بكفاءة السوق المالي مرتبة حسب التسلسل الزمني كما يلي:

## أولاً: دراسة سليمان بن بخمة، الشريف ربحان (2022)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: كفاءة الأسواق المالية في ظل جائحة كورونا- دراسة قياسية لعينة من الأسواق المالية خلال الفترة (2018/01/01-2020/12/31)، (بخمة و الشريف ، 2022)، هدفت هذه الدراسة الى اختبار كفاءة عينة من الأسواق المالية العالمية عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 1 جانفي 2018 الى 31 ديسمبر 2020، وهذا لاستقصاء الآثار المالية لوباء "الكورونا" على عينة من الأسواق العالمية (بورصة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو) خلال الفترة (1 ديسمبر 2019 الى 31 ديسمبر 2020)، لتحقيق هذه الدراسة تم الاعتماد على اختبارات والمتمثلة في: (PP, ADF)، توصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج أهمها أن الأسواق المالية الثلاثة (نيويورك، لندن، طوكيو) قد حافظت على نفس مستوى الكفاءة الضعيفة التي عرفتتها خلال الفترة التي تسبق المجال الزمني الذي يعرف تفشي الوباء، وان التحليل الاقتصادي لعدم تأثر مستوى كفاءة هذه الأسواق عند مستواها الضعيف مرتبط أساساً بالطرح النظري المتعلق بالمعلومات المالية الواردة الى الأسواق، ففي وضع جائحة "الكورونا" فإن المعلومات المدرجة أسعار الأصول المالية وبالرغم من أنها غير سارة إلا أنها حقيقية وأن آلية التسعير استجابت لهذه المعلومات بسرعة ومصداقية معبرة عن واقع مالي اقتصادي حقيقي للاقتصاديات المحلية أو الاقتصاد الدولي كما أن كفاءة السوق المالي مرتبط أساساً بسرعة وحجم وفعالية إدراج المعلومات الواردة للسوق أسعار الأصول المالية بغض النظر عن نوعها.

## ثانياً دراسة نرجس رزق الله (2022)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: أثر الكفاءة الأسواق المالية الناشئة تحديد القيمة السوقية للشركات- دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية، (نرجس، 2022).

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية كسوق مالية ناشئة على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها خلال الفترة الممتدة من (2014-2020)، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات والمتمثلة في (ACF, ADF, PP, KPSS, BDS, VR)، وكذلك بعض المؤشرات والمتمثلة في معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول، معدل دوران الأسهم، توصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج أهمها أن سوق الأوراق المالية تمر بعدة مراحل حتى يتم تصنيفها إلى أسواق ناشئة: مرحلة النمو أو عدم النضج، مرحلة الانفتاح أو انخفاض نشاط التداول، مرحلة التطور النشاط ومرحلة النضج، وإن السوق المالية حتى تتسم بالكفاءة لا بد من توافر مجموعة من المتطلبات أهمها: المنافسة الكاملة، الكفاءة التسعيرية، الكفاءة التشغيلية، الأمان والانضباط بين المتعاملين، كما أن عملية التقييم في الأسواق المالية تتأثر بمجموعة من العوامل المباشرة كفاءة السوق المالية، أداء الشركات ورشد المستثمر، إضافة إلى عوامل غير مباشرة كمدى الاستقرار السياسي والاجتماعي، التغيير في معدلات الضرائب على الأرباح، التغيير في أسعار الفائدة على القروض والودائع من والى البنوك.

### ثالثا دراسة (2014) Khoa Cuong Phan & Jian Zhou

جاءت هذه الدراسة بعنوان:

**"Market Efficiency In Emerging Stock Markets: A Case Study Of The Vietnamese Stock Market ",(Phan & Jian, 2014)**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة في سوق مالية ناشئة هي سوق الفيتنامي للأوراق المالية من خلال التحقق من فرضية السير العشوائي لسلسلة العوائد الأسبوعية للأسهم، وذلك باستخدام ثلاث أساليب إحصائية تمثلت في اختبار الارتباط الذاتي، اختبار نسبة التباين واختبار الأنماط الطارئة، وتم تجميع بيانات الدراسة للفترة الممتدة من 28 جويلية 2000 (أول جلسة تداول) الى 28 جويلية 2013، قد خلصت الدراسة إلى رفض فرضية السير العشوائي في سوق الفيتنامي للأوراق المالية حيث أثبتت كل الاختبارات الثلاثة السابقة أن تغيرات الأسعار في السوق ليست عشوائية، وأن عدم تحقق فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة لا يعني بالضرورة عدم كفاءة السوق الفيتنامية، فالنتائج تشير أيضا إلى تحسن كفاءتها بعد 10 سنوات من التداول (منذ أول صفقة فيها)، وتتوافق النتائج في نفس الوقت مع واقع تحسين الاقتصاد الفيتنامي بصفه عامة والسوق المالية بصفه خاصة من عدة جوانب، كما أن المستثمرين أصبحوا تدريجيا أكثر احترافا في استثماراتهم.

## رابعاً دراسة عبد الله بن الضب (2012)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: كفاءة الأسواق المالية وتكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية) خلال الفترة (2001-2009)، (الضب، 2012).

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها البعض في كل منها (عمان، الكويت، الدار البيضاء، مصر) خلال الفترة (2001-2009)، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على الاختبارات الاستقرارية واختبارات شبه التكامل واختبار السببية بمفهوم غرانجر 1988، توصلت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائياً مما يعني عدم كفاءة الأسواق على المستوى الضعيف، أنه توجد علاقة شبه تكامل بين أسعار أسهمها ووجود علاقة سببية ذات الدلالة بين أسعار الأسهم والعوائد.

## خامساً دراسة F.Fama Eugena(1969)

جاءت هذه الدراسة بعنوان:

"Efficiency Capital Market A Review Of theory And Empirical Work", (F.Fama, 1970)

مازلت الدراسات المتعلقة بسلوك أسعار الأسهم تلقى اهتماماً من قبل الأكاديميين والعاملين في المجال المالي والاستثماري على حد سواء، واعتبرت دراسة (Fama 1965) من أشهر الدراسات التي قامت باختبار كفاءة السوق المالي على المستوى الضعيف، حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس عشوائية أسعار الأسهم لي 30 سهماً المسجلة بمؤشر داو جونز للفترة (1956-1961) من الشركات الأمريكية، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على اختبارات إحصائية والمتمثلة في اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر، توصلت هذه الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تسلك سلوكاً عشوائياً ولا يوجد ارتباط بين تلك البيانات المستخدمة في الدراسة، وأن النتيجة تؤكد التحرك العشوائي لأسعار الأسهم، ولا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين استراتيجية يحقق من خلالها أرباح غير عادية.

## المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بالأداء المالي

نحاول من خلال هذا المطلب القاء نظرة تحليلية حول الدراسات لهذا الموضوع، حيث هناك دراسات أجريت في بيئة عربية وأخرى في بيئة أجنبية.

أولاً: دراسة حمزة عقبي، بشير بن عيشي (2017)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، (عقبي و بن عيشي، 2017).

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي له على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، بعينة دراسة قدرت ب4 مؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر، باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي(ADF)، توصلت الدراسة إلى أن تطبيق النظام المحاسبي المالي له أن يساهم بالنهوض بسوق الأوراق المالية من خلال توفير المعلومات المحاسبية والمالية التي تساهم في تحسين تقييم الأداء المالي للوقوف على الوضعية المالية الحقيقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث يظهر أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على تحليل السيولة والتوازن المالي، إضافة إلى تحليل مؤشرات المردودية والمؤشرات ذات الطبيعة السوقية.

ثانياً: دراسة حسنية صيفي (2016)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة" دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة (2008 2013)، (صيفي، 2016).

هدفت هذه الدراسة الى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي المتمثلة في ( العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار) الى جانب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وهذا بعينة دراسة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC40 والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (2008 - 2013)، ولتحقيق هدف هذه الدراسة تم الاعتماد على الأدوات التالية: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية، كما تم المفاصلة بين هذه النماذج، توصلت الدراسة الى تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم، كما أن لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة أكبر على تفسير التغير في

القيمة السوقية المضافة، وهذا يعود لكون أن القيمة السوقية المضافة تمثل التوقعات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة، كما توجد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وكل من المردودية الاقتصادية ومعامل بيتا الذي يقيس الخطر النظامي.

ثالثاً: دراسة نصر الدين سراج (2016)

جاءت هذه الدراسة بعنوان: أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي للفترة (2011-2014)، (سراج ن.، 2016).

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر بعض المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2011-2014)، لتحقيق هدف الدراسة تم اختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعاً ومتمثلة في ( الربح الموزع، عائد السهم، نسبة التداول، القيمة الدفترية، معدل العائد على الأصول) على القيمة السوقية لأسهم شركات المساهمة السعودية، توصلت هذه الدراسة إلى وجود ارتباط كل من المتغيرات المستقلة (معدداً متغيرين فقط هما القيمة السوقية للسهم وسعر السوق) والقيمة السوقية لأسهم شركات المساهمة المدرجة في السوق السعودي كمتغير تابع من جهة أخرى، وأن المتغيرات المستقلة تؤثر بنسبة 73% على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

رابعاً: دراسة Isshak Ismail(2013)

جاءت هذه الدراسة بعنوان:

**Economic Value Added (EVA) Versus Traditional Tools In predicting corporate Performance in Malaysia, (Ismail, 2013).**

هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا، ممثلاً في عوائد الأسهم، وإظهار قدره هذا المؤشر على قياس الأداء مقارنة بالمقاييس التقليدية ممثلة في حصة السهم من الأرباح (EPS)، أرباح السهم الواحد (DPS)، والناتج التشغيلي الصافي بعد الضريبة NOPAT، لتحقيق هدف الدراسة تم استخدام الباحث عينة تشمل 75 مؤسسة تنشط بسوق ماليزيا للأوراق المالية خلال فترة زمنية (1993-2002)، توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية (EVA) وعوائد أسهم، كما أن لهذا المؤشر قدرة على تفسير عوائد أسهم المؤسسات المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، كما أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتفوق على مقاييس

الأداء التقليدي في تفسير الاختلاف في عوائد الأسهم، حيث له قدرة أكبر على قياس أداء المؤسسات مقارنة بمقاييس الأداء التقليدية.

#### خامسا: دراسة (Kangarlouei, 2008)

جاءت هذه الدراسة بعنوان:

**Investigation of the Explanatory Power of Performance Evaluation Criteria in Ditarmining the Value of Ecquired Companies in Tahrn Stock Exchanges (TSE), (Kangarlouei, 2008).**

هدفت هذه الدراسة الى قياس القوة التفسيرية لمقاييس الأداء في تحديد القيمة للمؤسسات المسيطرة عليها والمدرجة في بورصة طهران، ولتحقيق هدف هذه الدراسة تم اختيار جميع المؤسسات المسيطرة عليها والمدرجة في البورصة للفترة من 2007 الى 2011، وقد بلغت 75 مؤسسة، حيث قامت الدراسة على أساس مقارنة العلاقة بين المقاييس المالية التي تم اختيارها والقيمة السوقية للمؤسسات، واستخدام المقاييس المختارة وهي: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA) والعائد على الاستثمار (ROI)، والربح المتبقي (RI)، والعائد على حقوق الملكية، توصلت الدراسة الى أن القيمة السوقية المضافة تحتل المرتبة الأولى في القوة التفسيرية لقيمة المؤسسة السوقية والتي بلغت 66.6%، يليها الربح المتبقي بقوة تفسيرية 58.9% وبعد ذلك القيمة الاقتصادية المضافة في المرتبة الثالثة بقوة تفسيرية 54.9%، وجاءت ربحية السهم في المرتبة الأخيرة بقوة تفسيرية 42%.

### المطلب الثالث: ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات

يتم من خلال هذا المطلب التمييز بين الدراسات السابقة ودراستنا الحالية:

#### 1- من حيث عينة الدراسة

تختلف دراستنا عن باقي الدراسات من حيث عينة الدراسة محل التطبيق، اذ تمت دراستنا التطبيقية أساساً على الأداء العام لبورصة عمان على عكس الدراسات الأخرى، التي أخذت عينة أسهم تخص هذه البورصة أو البورصات أخرى وكانت دراستها جزئية، أي تدرس تأثير مؤشراً أو مؤشرين للأداء على سهم أو مجموعة من الأسهم للبورصة محل الدراسة، وهذا ما يعطي دراستنا موضوعية أكثر كونها تدرس تأثير الكفاءة على الأداء المالي وكذا دقة أكبر في النتائج المتحصل عليها.

#### 2- من حيث فترة الدراسة

تتسم دراستنا عن باقي الدراسات بطابع التجديد من حيث فترة الدراسة، اذ تم اعتماد بيانات حديثة للفترة (2021-2022) تخص نماذج وبيانات تم تحصيلها من موقع بورصة عمان للأوراق المالية، كما أن دراستنا كانت بشكل مقطعي على مدى فترة الدراسة، حيث تم دراسة كل 3 أشهر على حدى على عكس دراسات الأخرى، التي كانت بشكل طولي على مدى سنوات دون انقطاع ما يعطي نتائج غير دقيقة وقد تكون غير صحيحة، كون الكفاءة هي مزاج وتدرس على فترات قصيرة وليست على فترات طويلة.

#### 3- من حيث الطريقة

ارتأينا في دراستنا التطبيقية أخذ موقع متقدم أي العمل على إبراز تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء المالي، حيث تم في دراستنا تحليل البيانات يومية مأخوذة من بورصة عمان للأوراق المالية ببرنامج Eviews12، باعتماد اختبارات الاستقرار (PP, ADF) واختبار السببية لاغرانج، أما في الدراسات الأخرى تم الاعتماد بعض منها برنامج SPSS، وكذا كافة اختبارات الاستقرار (ADF, PP, BDS, KPSS)، بينما قامت دراسات أخرى في الأداء المالي التحليل بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية.

#### 4- من حيث النتائج

من المعروف أن كل دراسة تختلف باختلاف المتغيرات الأساسية والفترة ومحل الدراسة، غير أن الهدف الأساسي لمعظم الدراسات بما فيها دراستنا هو معرفة ما إذا كان سوق الأوراق المالية كفى أم لا،

وجزء من الدراسات الأخرى كان يدرس تأثير مؤشرات الأداء المالي على سوق الأوراق المالية، أما الاختلاف الملفت في نتائج دراستنا هو عدم كفاءة بورصة عمان في كافة الفترات التي قسمت إليها في سنتي (2021-2022) ما عدى فترة واحدة في سنة 2021 كانت فيها كفاءة وهي 3 أشهر (مارس، أبريل، ماي)، كما أن من النتائج المتحصل عليها أن المعلومة هي التي تتحكم في كفاءة وأداء السوق، حيث يجب أن تتسم بالدقة والمصداقية والسرعة لتؤثر في أداء السوق.

## خلاصة الفصل الأول:

ينتضح لنا جليا من خلال هذا الفصل أهمية سوق الأوراق المالية، خاصة في جانب الكفاءة والأداء المالي وما توفره من مؤشرات للتعامل في هذا السوق، فقد شغل هذا الموضوع حيزا كبيرا من أبحاث العلماء الرياضيين والاقتصاديين منذ سنوات عديدة، حيث تكمن كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية في ضمان سرعة وصول المعلومات الجيدة دون فاصل زمني كبير في الأسواق المالية، ويمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة وهي الكفاءة الكاملة تتحقق عندما لا يوجد فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية، والكفاءة الاقتصادية تقتضي وجود فارق زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة، وتجدر الإشارة إلى أن الكفاءة مبنية على ثلاثة صيغ وهما: الصيغة الضعيفة، المتوسطة، القوية، كما يستخدم سوق الأوراق المالية مجموعة من المؤشرات تعتبر بمثابة معايير الأداء له، أما فيما يخص الأدبيات التطبيقية للدراسة والتي تم التطرق فيها للدراسات السابقة، فقد وجدنا أن أن جل الدراسات سعت لإثبات ما إذا كان السوق كفي أم لا خلال فترة الدراسة، وكذلك حركة أسعار الأسهم تتحرك عشوائيا أم لا، وقد تميزت جميع الدراسات باختلاف والتنوع وهو ما نسعى إلى العمل في سياقها من أجل إثراء الموضوع والمساهمة ولو بالقليل في إزالة الغموض أو تسليط الضوء على جزء ولو بسيط فيما يخص الكفاءة التسعيرية واستخداماتها للتأثير على أداء سوق الأوراق المالية.

بعد عرض أهم الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة، سيتم في الفصل الثاني إمكانية تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء المالي في بورصة عمان للفترة (2021-2022)، فسيتم اختبار الكفاءة خلال فترة الدراسة بالاعتماد على بيانات المؤشرات لذات الفترة، لمعرفة مدى تأثير الكفاءة التسعيرية على أداء بورصة عمان.

# الفصل الثاني

تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء المالي  
لبورصة عمان للفترة الممتدة من (2021-

(2022



بعد التطرق في الفصل الأول إلى أهم المفاهيم والأدبيات النظرية والتطبيقية المتعلقة بالكفاءة في سوق الأوراق المالية والأداء المالي والعلاقة بينهما، وكذا عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع من أحد جوانبه، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، ومن ثم تحليل ومناقشة النتائج المتحصل عليها من خلال دراستنا.

ولإتمام الجانب التطبيقي أن ارتأينا أن نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين، حيث يتناول الأول تعريف ببورصة عمان وما تضمه من مجال مكاني يتعلق بعينة الدراسة، بالإضافة إلى عرض أهم الأدوات والطرق المعتمدة في الدراسة من نماذج واختبارات، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتحليل ومناقشة النتائج المتعلقة بالكفاءة في بورصة عمان، وذلك على النحو الآتي:

✓ المبحث الأول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة؛

✓ المبحث الثاني عرض ومناقشة النتائج.

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى تحديد العينة التي ستكون محل الدراسة من خلال المطلب الأول، وكذا تحديد الأدوات المستخدمة في جمع بيانات الدراسة في المطلب الثاني، وكذا التعرف على متغيرات الدراسة في المطلب الثالث.

✓ المطلب الأول مجتمع وعينة الدراسة؛

✓ المطلب الثاني أدوات الدراسة؛

✓ المطلب الثالث متغيرات الدراسة.

## المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

سيتم في هذا المطلب التعرف على مجتمع الدراسة والذي هو البورصات العربية بالإضافة إلى تحديد العينة وهي بورصة عمان التي ستكون محل الدراسة والتحليل.

## أولاً: مجتمع الدراسة

شهد إنشاء أسواق الأوراق المالية وتطويرها في الدول العربية اهتماماً متزايداً، وقد جاء هذا اهتماماً بأن مثل هذه أسواق تساعد على زيادة النمو الاقتصادي، وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية.

## ثانياً: عينة الدراسة

تم اختيار بورصة عمان كعينة للدراسة، هذه الأخيرة تأسست في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وبموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتمثل المهام الرئيسية بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة، ولتحقيق غاياتها تضع البورصة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها إنشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير حكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها (الموقع الرسمي لبورصة عمان، 2023).

## المطلب الثاني: أدوات الدراسة

لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغير الرئيسي والمتغيرات التابعة سيتم استخدام المنهج الوصفي، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية، نذكر منها فيما يلي:

## أولاً: الأدوات المستخدمة

## - برنامج (Eviews12)

يعرف على أنه حزمة إحصائية لنظام التشغيل Windows، تستخدم أساساً في تحليل السلاسل الزمنية الموجهة للاقتصاد القياسي، تم تطويره من قبل أحد مطوري البرامج الإحصائية (QMS)، والذي هو الآن جزء من مؤسسة IHS، تم إطلاق الإصدار الأول (1.0) في مارس 1994م، سنقوم باستخدام الإصدار الحالي من Eviews، الذي تم إصداره في يونيو 2017.

كما يعتبر أحد برامج التحليل الإحصائي للبيانات، ويعد برنامجاً متقدماً في التحليل القياسي وبناء وتقدير النماذج الاقتصادية، وهو نسخة مطورة من برنامج TSP، وقد تم تصميمه للتعامل مع المشاكل الإحصائية الناتجة عن تقدير نماذج الانحدار مثل الارتباط الذاتي (Autocorrélation) والارتباط المتعدد (Multicollinearity) وأخطاء صياغة النماذج (Heteroskedasticity) واختلاف التباين (Mis spécification).

ويشتمل على تقنيات متقدمة في تحليل السلاسل الزمنية وأساليب فحص جذر الوحدة Unit Roots واختبار التكامل المشترك Cointegration Tests إضافة إلى تحليل بيانات Panel Data Analyses.

إن استخدام النماذج غير الخطية كنماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس تباينات الأخطاء ARCH التي تهدف إلى نمذجة عوائد مؤشرات السوق والتنبؤ بالأسعار في المستقبل ودراسة ظاهرة تقلبات الأسعار (Volatilité) التي غالباً ما تكون سبباً في إشعال فتيل الأزمات (برنامج التحليل الإحصائي Eviews، 2020).

## - برنامج (Excel16)

هو برنامج الجداول الالكترونية الذي يتيح تخزين كم هائل من البيانات في جداول والقيام بالعمليات الحسابية والتحليلات الإحصائية عليها وإنشاء الرسوم البيانية بكفاءة عالية، وهو من أشهر برامج الجداول الالكترونية وأكثرها تطوراً حيث أنه يحتوي على العديد من الأدوات التي يمكن استغلالها لأداء المهام المختلفة ذلك يشمل مجالات عديدة مثل الإحصاء، الحسابات المالية، تحليل البيانات، حسابات التنبؤ، قواعد البيانات، الرسومات البيانية، وحتى تحرير النصوص ومعالجة الصور (ميكروسوفت إكسل، 2012).

### ثانياً: الأساليب الإحصائية

- **نموذج الانحدار الخطي المتعدد:** هو عبارة عن إيجاد معادلة رياضية تعبر عن العلاقة بين متغيرين وتستخدم لتقدير قيم سابقة ولتنبؤ قيم مستقبلية، وهو عبارة أيضاً عن انحدار للمتغير التابع العديد من المتغيرات المستقلة...  $X_1, X_2$  لذا فهو يستخدم في التنبؤ بتغيرات المتغير التابع الذي يؤثر فيه عدة متغيرات مستقلة أي تعتمد فكرته على العلاقات الدلالية التي تستخدم ما يعرف بشكل التشتت أو الانتشار ([site](http://cope.uobaghdad.edu.iq)).

- **اختبار ديكي فولر الموسع (Dickey Fuller Augmenté (ADF):** يعد من بين أهم الاختبارات التي تستخدم لقياس استقرارية السلاسل الزمنية وذلك من خلال اختبار جذر الوحدة فإذا كان لإحدى السلاسل جذر الوحدة، فهذا يدل أن السلسلة غير مستقرة وتتبع حركة عشوائية، ومنه أصبح من أشهر الاختبارات المستخدمة لدراسة كفاءة السوق على المستوى الضعيف، يقوم هذا الاختبار على فرضية العدم التي تفيد أن السلسلة غير ساكنة ولها جذر وحدة  $H_0=0$  فإذا كانت القيمة المطلقة للقيمة المحسوبة أصغر من القيمة المطلقة للقيمة الجدولية عند مستوى معنوية يتم تحديده عندها نرفض فرضية البراءة (العدمية) بوجود جذر وحدة متسلسلة وتكون السلسلة تتمتع بالسكون (لخضر و فوزي، 2020، صفحة 192).

- اختبار فليب - بيرون Perron - Philips: يستخدم اختبار فيليبس بيرون (P.P) في اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام نفس مراحل اختبار (ADF)، ويكمن الفرق بين الاختبارين هو طريقة معالجة مشكلة انتهاك فرضيات التشويش الأبيض، حيث يستخدم اختبار (ADF) طريقة معلمية عن طريق إضافة تباطؤات زمنية للمتغير التابع وضمن المتغيرات المستقلة، أما الاختبار (P.P) فيستخدم في علاج هذه المشكلة طريقة لا معلمية أي طريقة التباين (دراوي و قويدر، 2021، صفحة 132).

- اختبار السببية يستخدم اختبار السببية للكشف الاحصائي عن اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات النموذج، أي أن المتغير المعتمد الذي يتأثر بالمتغيرات المستقلة قد يكون في بعض الحالات تأثير متبادل بين المتغيرات باتجاهين أو باتجاه واحد، ويتم بالاعتماد على اختبار F الذي يمكن من خلاله تحديد اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات النموذج (الحمادي و الجويجاتي، 2008، صفحة 141).

#### المطلب الثالث: متغيرات الدراسة

سيتم في هذا المطلب تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها كمايلي:

#### 1- المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في الدراسة في الكفاءة M\_CAP2، حيث تم قياسه باستخدام حركة سعر السهم.

#### 2- المتغيرات المستقلة

تمثلت المتغيرات المستقلة في بعض من مؤشرات الأداء ويمكن ذكرها في ما يلي:

#### 1-2 العائد الكلي R يهتم المستثمرون بحساب العائد الكلي لاستثمارهم والذي يشمل الارباح

الرأسمالية بالإضافة إلى التوزيعات النقدية التي حصل عليها المستثمر خلال فترة الاستثمار، ويحسب العائد الكلي بالعلاقة الآتية:

$$\text{العائد الكلي} = \text{العائد الرأسمالي} + \text{التوزيعات} \dots (18)$$

#### 2-2 مضاعف الربحية P/E يعني مقارنة السعر الحالي للسهم بالأرباح التي يحققها، ويساعد ذلك

في تحديد العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الشركة ويحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{مضاعف الربحية} = \text{القيمة السوقية للسهم} / \text{ربحية السهم} \dots (19)$$

2-3 القيمة السوقية C هي القيمة السوقية للأسهم للشركات المتداولة علنا، وتحسب القيمة السوقية

بالعلاقة الآتية:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{سعر السهم} \times \text{عدد الأسهم المتداولة} \dots (20)$$

## المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

تم تخصيص هذا المبحث للدراسة التطبيقية، من خلال دراسة تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء في سوق الأوراق المالية ببورصة عمان، وذلك من خلال المطالب الآتية:

المطلب الأول عرض نتائج الدراسة؛

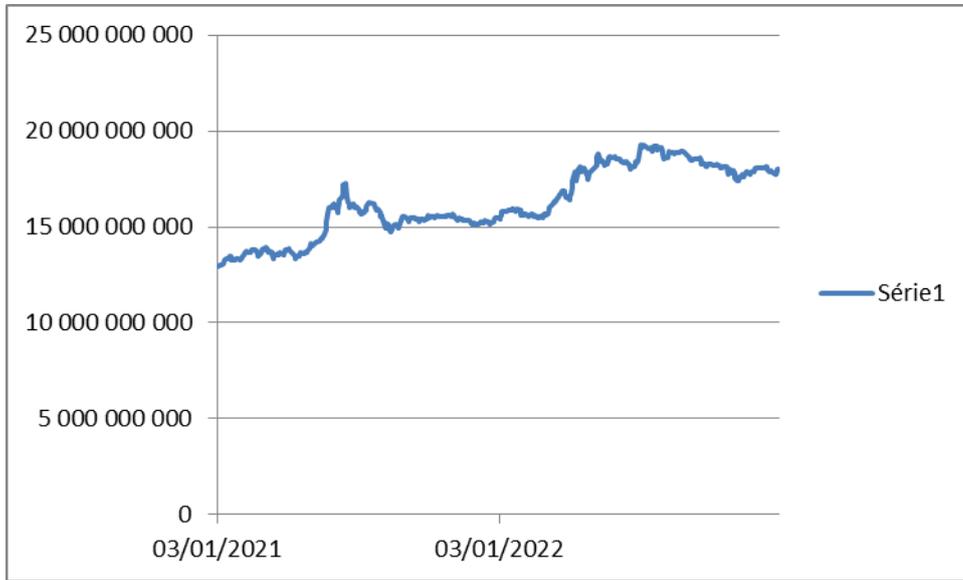
المطلب الثاني تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

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

### 1- عرض نتائج مؤشر بورصة عمان

الشكل رقم (01): منحنى بياني يمثل مؤشر بورصة عمان



المصدر: اعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المستخرجة من بورصة عمان

يلاحظ من المنحنى البياني أعلاه وجود تذبذبات على مدة فترة الدراسة، حيث أن أداء المؤشر سنة 2021 كان أقل من سنة 2022 التي لوحظ فيها نوع من الارتفاع مصحوبا بتذبذبات.

### 2- عرض نتائج اختبارات الكشف عن كفاءة بورصة عمان

جدول رقم (01): يوضح نتائج اختبارات الاستقرار (ADF, PP)

القرار	ADF			PP			الأشهر	الفترة	
	Without constant trend	With constant trend	With constant	Without constant trend	With constant trend	With constant			
غ كفاء	0.4471	0.9871	0.9343	0.4921	0.9734	0.8219	3-2-1	M_CAP1	2023
غ كفاء	0.1642	0.6303	0.9144	0.2693	0.4698	0.8563	2-1-12	M_CAP1	2022
غ كفاء	0.0747	0.9626	0.4739	0.1416	0.9148	0.4888	1-12-11	M_CAP1	
غ كفاء	0.7850	0.7150	0.5859	0.7942	0.7450	0.5859	-11-10 12	M_CAP1	
غ كفاء	0.9123	0.1657	0.9279	0.9214	0.1830	0.9413	11-10-9	M_CAP1	
غ كفاء	0.9613	0.1621	0.4483	0.9704	0.1470	0.4487	10-9-8	M_CAP1	
غ كفاء	0.8657	0.2934	0.2995	0.8741	0.2502	0.3176	9-8-7	M_CAP1	
غ كفاء	0.5859	0.5908	0.5648	0.5903	0.5746	0.4744	8-7-6	M_CAP1	
غ كفاء	0.5415	0.6785	0.4986	0.3585	0.6785	0.4520	7-6-5	M_CAP1	
غ كفاء	0.1371	0.9000	0.9924	0.1905	0.9770	0.9922	6-5-4	M_CAP1	
غ كفاء	0.0311	0.0439	0.8534	0.0293	0.1594	0.9195	5-4-3	M_CAP1	
غ كفاء	0.0635	0.8650	0.6470	0.0726	0.8090	0.6444	4-3-2	M_CAP1	
غ كفاء	0.1166	0.8947	0.6596	0.1300	0.8830	0.6596	3-2-1	M_CAP1	
غ كفاء	0.4033	0.8039	0.8375	0.3835	0.8257	0.8363	2-1-12	M_CAP1	
غ كفاء	0.6216	0.9486	0.6830	0.6215	0.9384	0.6675	1-12-11	M_CAP1	2021
غ كفاء	0.7473	0.0888	0.6608	0.7515	0.0981	0.6542	-11-10 12	M_CAP1	
غ كفاء	0.8483	0.1620	0.0361	0.9042	0.1982	0.0447	11-10-9	M_CAP1	
غ كفاء	0.7298	0.8459	0.3642	0.7323	0.8077	0.3353	10-9-8	M_CAP1	
غ كفاء	0.8426	0.7707	0.7583	0.8383	0.7326	0.7207	9-8-7	M_CAP1	
غ كفاء	0.7871	0.2002	0.6636	0.7871	0.3110	0.6636	8-7-6	M_CAP1	
غ كفاء	0.2966	0.8518	0.9259	0.2599	0.9068	0.9422	7-6-5	M_CAP1	
غ كفاء	0.2616	0.4877	0.7855	0.2082	0.6166	0.8320	6-5-4	M_CAP1	

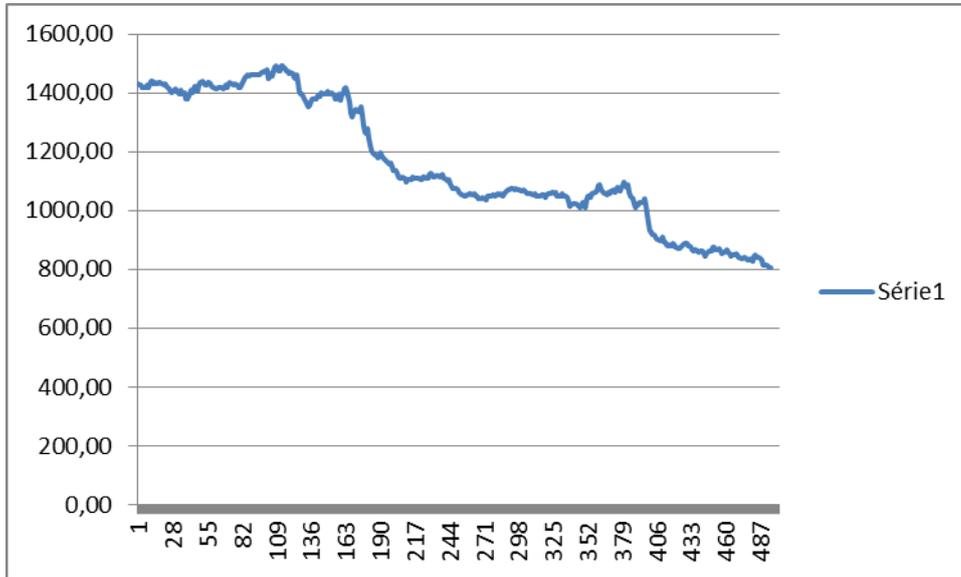
كفاء	0.0078	0.0447	0.0000	0.0666	0.0332	0.0000	5-4-3	M_CAP2
غ كفاء	0.5012	0.2012	0.0544	0.4335	0.4913	0.2019	4-3-2	M_CAP1
غ كفاء	0.1884	0.4833	0.8745	0.2156	0.6857	0.8315	3-2-1	M_CAP1

المصدر: المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن تم تقسيم فترة الدراسة (2021-2022) إلى 25 فترة، حيث كل فترة مكونة من 3 أشهر وهذا لدراسة كفاءة السوق، تم الاعتماد على اختبارات الاستقرارية (ADF, PP)، حيث تبين أن فترة الدراسة غير كفي ألا فترة واحدة وهي الفترة 23 أي الأشهر التالية: (مارس، أبريل، ماي) من سنة 2021، وتم الاعتماد على هذا التوزيع كون الكفاءة حالة مزاجية يتم دراستها بشكل مقطعي كما هو موضح في الجدول.

### 3- عرض نتائج العائد الكلي للأسهم المدرجة في بورصة عمان

الشكل رقم (02): منحنى بياني يمثل العائد الكلي للأسهم المدرجة في بورصة عمان

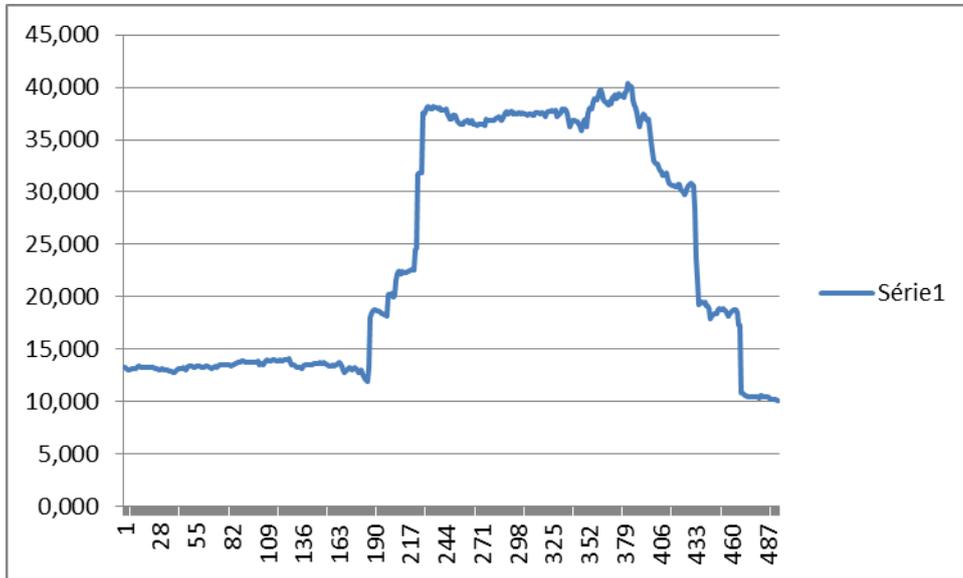


المصدر: إعداد الطالبين بالإعتماد على البيانات المستخرجة من بورصة عمان

انطلاقاً من فترات الكفاءة تم الاعتماد على نفس فترات الأداء، حيث يلاحظ في المنحنى البياني أعلاه وجود انخفاض بداية الفترة سنة 2021 مصحوب بتذبذبات أدت إلى ارتفاعه وصولاً إلى القمة في سنة 2022 .

4- عرض نتائج مكرر الربحية P/E للأسهم المدرجة في بورصة عمان

الشكل رقم (03): منحنى بياني يمثل القيمة السوقية إلى العائد P/E للأسهم المدرجة في بورصة عمان



المصدر: إعداد الطالبتين على البيانات المستخرجة من بورصة عمان

يلاحظ مبدئياً من التمثيل البياني أعلاه أن المنحنى في البداية كانت متذبذبة فيها نوع من الاستقرار في سنة 2021، ومن ثم ملاحظة ارتفاع غير مسبوق مكون بذلك العديد من القمم السعرية على مدى الفترة مصحوبة بتذبذبات ، ومن ثم انخفاضها بشكل ملحوظ مع استقرارها في مستوى معين سنة 2022.

5- تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء في سوق الأوراق المالية

لمعرفة أثر الكفاءة التسعيرية على الأداء تم بناء نموذج انحدار خطي متعدد في ظل الكفاءة، وبالاعتماد على برنامج Eviews12، تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول التالي:

1-5 في ظل الكفاء

جدول رقم (02): مؤشرات جودة نموذج الانحدار المتعدد

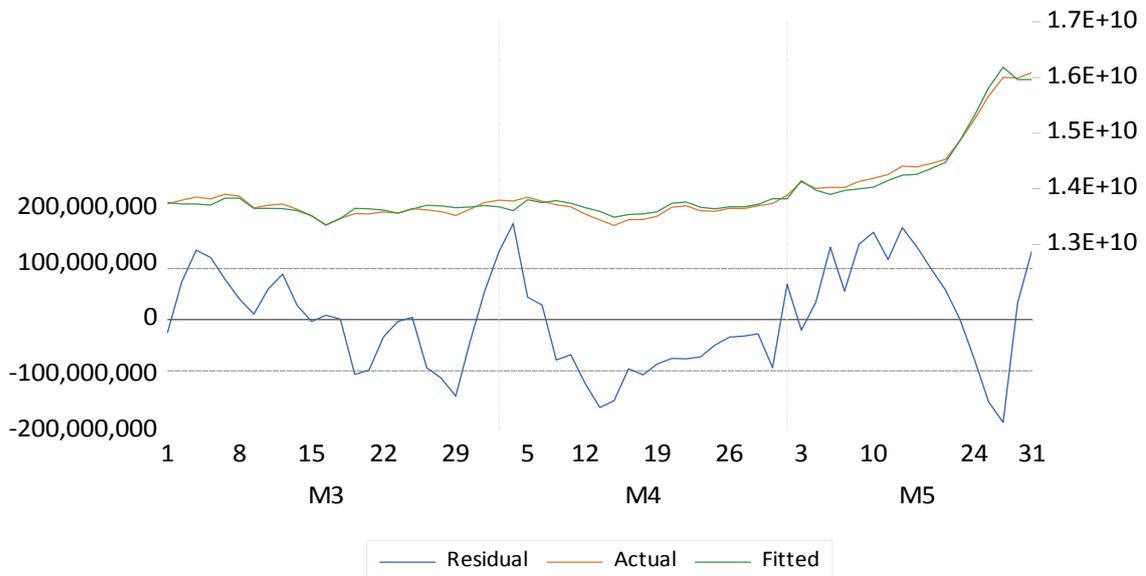
معامل التحديد R	المعنوية الكلية F(SIG)	المعنوية الجزئية		
		C	R	P/E
0.980003	0.0000 F=1421.226	0.4689	0.0000	0.0000

المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews

$$M\_CAP2 = -24141240.7314 * P\_E2 + 16592688.19 * R2 - 216355040.979$$

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة فيشر بلغت 1421.226 وهي أكبر من القيمة المجدولة لإحصائية فيشر، وهذا ما أكدته القيمة الحرجة والمقدرة بـ 0.0000 وهي أقل من 0.05، وهذا ما يعني أن نموذج الانحدار المتعدد له معنوية إحصائية أي أن هناك علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع؛ وهذا ما يوضحه التمثيل البياني أدناه:

الشكل رقم (04): تمثيل بياني يوضح نموذج المقدر والنموذج الحقيقي لعينة الدراسة (كفى)



المصدر: إعداد الطالبتين بالإعتماد على البيانات المستخرجة من بورصة عمان

يلاحظ من خلال التمثيل البياني لنموذج الانحدار الخطي المتعدد هناك شبه تطابق بين نموذج المقدر والنموذج الحقيقي، كما أن البواقي شبه مستقرة وهذا ما يدل على دقة هذا النموذج.

### 2-5 عدم الكفاءة

تم بناء نموذج انحدار خطي متعدد في ظل عدم الكفاءة، تم التوصل إلى النتائج في الجدول التالي:

جدول رقم (03): مؤشرات الجودة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

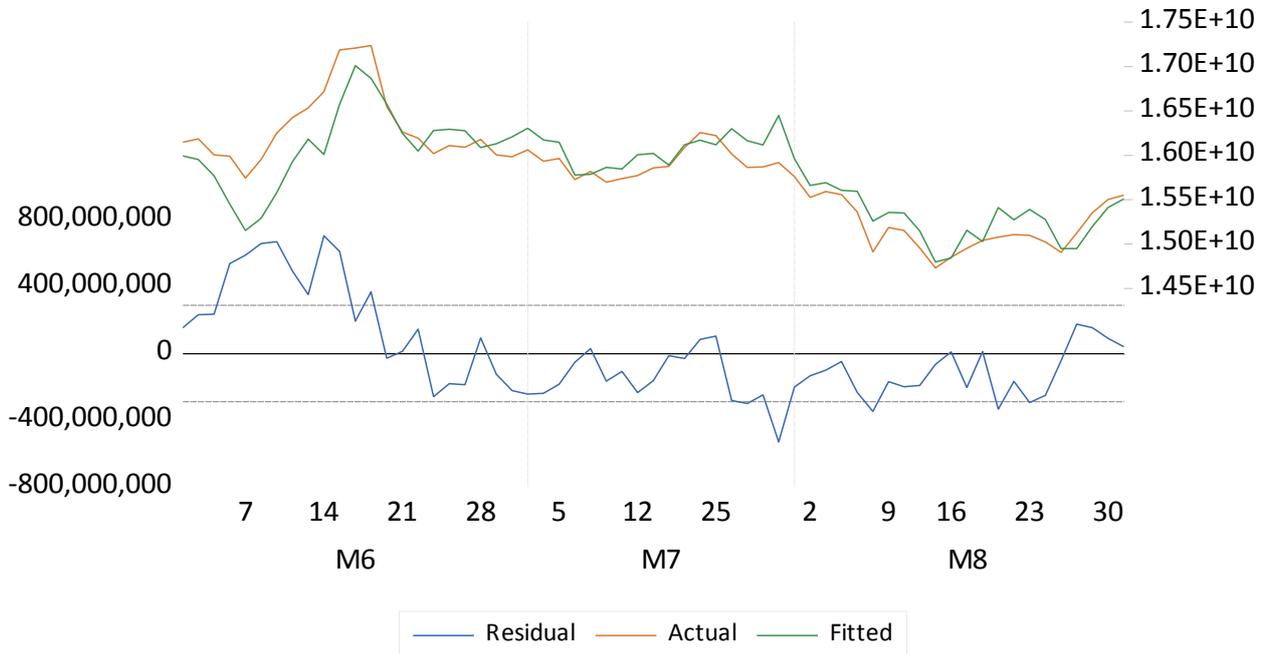
معامل التحديد R	المعنوية الكلية F(SY)	المعنوية الجزئية		
		C	R1	P/E1
0.757043	0.000000 F= 90.36270	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة فيشر بلغت 90.36270 وهي أكبر من القيمة المجدولة لإحصائية فيشر، وهذا ما أكدته القيمة الحرجة والمقدرة بـ 0.000000 وهي أقل من 0.05 وهذا ما يعني أن نموذج الانحدار المتعدد له معنوية إحصائية، كما يلاحظ من خلال معامل التحديد والمقدر بـ 0.757043؛

وهذا ما يوضحه التمثيل البياني أدناه:

الشكل رقم (05): شكل بياني يوضح نموذج المقدر والحقيقي لعينة الدراسة (غير كفي)



المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المستخرجة من بورصة عمان

يلاحظ من خلال التمثيل البياني لنموذج الانحدار الخطي المتعدد أن هناك ارتباط بين نموذج المقدر والنموذج الحقيقي في بداية الفترة لشهر جوان، ومن ثم شبه تطابق بين النموذجين في الفترة المالية كما أن البواقي غير مستقرة.

### 3-5 تحديد السببية (لاغرانج)

من خلال اختبار السببية لمعرفة أي المتغيرات المؤثرة هل المتغيرات المستقلة هي التي تؤثر في نموذج أو المتغير التابع هو الذي يؤثر في المتغير المستقل تم الاستعانة باختبار السببية (لاغرانج)، ومن خلال هذا الاختبار تم ملاحظة أنه هناك :

جدول رقم (04): تحديد السببية (لاغرانج)

عدم كفاءة	كفاءة	
0.2601	0.6491	M_CAP على P_E لا يؤثر
0.0602	0.9653	M_CAP لا يؤثر P_E
0.3698	0.6313	R لا يؤثر M_CAP
0.0784	0.2010	R لا يؤثر M_CAP
0.8994	0.7679	R لا يؤثر P_E
0.5531	0.5721	R لا يؤثر P_E

المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews

## المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

في هذا المطلب سنحاول مناقشة وتحليل النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية على بورصة عمان، والتي تكشف على مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضياتنا، وذلك بالاعتماد على التحليل الاحصائي الذي يعتبر أداة التحليل الأنسب لذلك.

## 1- تحليل ومناقشة نتائج مؤشر العام لبورصة عمان

من خلال نتائج تحليل المتوصل إليها في المطلب السابق يتبين سبب تذبذب في بداية الفترة هو انخفاض قوى العرض والطلب، وهذا راجع إلى تأثير أزمة كورونا على الأسواق المالية حيث أدت هذه الأزمة إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق عمان، وهذا يكون إما بإلغاء إدراج الأسهم أو إيقاف التداول خلال هذه الفترة (2021)، وقد بلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة 13.749 مليار دينار، حيث قامت بورصة عمان خلال عام 2021 بإلغاء إدراج أسهم 10 شركات، وكانت شركة الاقبال للاستثمار هي التي لها تأثير قوي في انخفاض القيمة السوقية لأن رأسمالها بلغ 60.000.000 وكان سبب إلغاء ادراجها توقفها لمدة تزيد عن سنة وهذا راجع لأزمة كورونا في العام السابق، كما خفضت 8 شركات مدرجة خلال نفس سنة رؤوس أموالها بمقدار 46.470.656 سهم، ومع بداية (2022) بدأت الأسواق المالية بالتعافي من الأزمة، حيث ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المدرجة في البورصة إلى حوالي 18 مليار دينار أي بارتفاع نسبته 16.2% مقارنة مع القيمة السوقية لأسهم المدرجة في نهاية العام 2021، وذلك نتيجة لإدراج أسهم ثلاث شركات في البورصة بلغ مجموع رؤوس أموالها 4.180.000 مليون دينار.

## 1- تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الاستقرار (ADF, PP)

من خلال النتائج المتوصل إليها في المطلب السابق تم تقسيم فترة الدراسة (2021-2022) إلى 25 فترة، حيث كل فترة مكونة من 3 أشهر، تم الاعتماد على اختبارات الاستقرار (ADF, PP)، حيث تم اختيار فترة الدراسة نظرا لأنه جميع الفترات غير كفى، تم اختيار هذه الفترة الكفاء محتوية على الأشهر الآتية ( مارس، أبريل، ماي) من سنة 2021 وهذا لانتعاش قطاعاتها اقتصاديا في هذه الفترة، وتم الاعتماد على الفترة الموالية ( جوان، جويلية، أوت) في ظل عدم الكفاءة، وتم الاعتماد على هذا التوزيع كون الكفاءة حالة مزاجية يتم دراستها بشكل مقطعي.

## 2- تحليل ومناقشة نتائج العائد الكلي R للأسهم المدرجة في بورصة عمان

من خلال نتائج تحليل منحني العائد الكلي R السابق، يتبين أن هناك تذبذب بداية الفترة ومن ثم ارتفاع في مؤشر العائد الكلي ووصول إلى القمة، وذلك بسبب ارتفاع أسعار الأسهم الناجم عن نمو الأرباح للقطاعات المختلفة وهم قطاع الصناعة وقطاع الخدمات قطاع المالي، فقد بلغت الأرباح لعام 2022 لقطاع الصناعة 1347.5 مليون دينار مقارنة مع 576.8 مليون دينار لعام 2021 بنسبة ارتفاع بلغت 133.6%، أما بالنسبة لقطاع الخدمات لقد بلغت الأرباح 241.9 مليون دينار لعام 2022 مقارنة مع 117.7 مليون دينار لعام 2021، أي بنسبة ارتفاع 105.6%، أما بالنسبة للقطاع المالي فقد بلغت أرباحه 832.6 مليون دينار لعام 2022 مقارنة مع 611.5 مليون دينار لعام 2021 أي بارتفاع نسبته 36.2%، وبذلك يكون المؤشر قد حقق خلال عامي 2021-2022 مكاسب سنوية هي الأعلى في تاريخه.

## 3- تحليل ومناقشة نتائج القيمة السوقية إلى العائد P/E للأسهم المدرجة في بورصة عمان

من خلال نتائج تحليل منحني القيمة السوقية إلى العائد P/E يتبين أن سبب الارتفاع في مكرر الربحية الذي كان بداية من فيفري 2021، هو الشركات التي يتوقع لها نمو أعلى في الأرباح المستقبلية، وكذلك تأثره بشكل رئيسي بتحسين أداء قطاع الصناعة والبنوك والمتمثلة في (بنك المؤسسة العربية، الفوسفات) حيث بلغ P/E على التوالي: (38.65، 21.05)، حيث أن الارتفاع الكبير كان من بداية شهر جوان 2021 كانت قيمة مكرر الربحية تتراوح بين (38.031 - 40,433)، ثم بدأ بالانخفاض تدريجياً من شهر فيفري 2022 حتى وصلت قيمته 18.066، ثم بدأ بالاستقرار في مستويات منخفضة بداية من شهر أبريل تتراوح بين (11.884-13.239)، والسبب أن سعر الأسهم المدرج في هذه الشركات أقل من ربحها الحالي، حيث أن هذه الأسهم تكون فرصة استثمارية جيدة لمختلف المساهمين والمستثمرين في البورصة فهي غير مكلفة وهذا ما بينه المنحنى السابق.

## 4- تحليل ومناقشة نتائج نموذج الانحدار المتعدد

- في ظل الكفاءة

من خلال نتائج الدراسة الموضحة في المطلب السابق يستنتج أن لنموذج الانحدار المتعدد معنوية إحصائية، كما يلاحظ من خلال معامل التحديد والمقدر 0.980003 أن هناك قدرة تفسيرية عالية، أي أن متغيرات الأداء قادرة على تفسير هذا نموذج بنسبة 98% وتبقى نسبة 2% ناتجة عن العوامل الأخرى.

- من خلال نتائج اختبار السببية (لاغرانج) تبين أن في ظل الكفاءة المتغير التابع لا يؤثر على المتغيرات المستقلة، كما أن هذه الأخيرة لا تتأثر فيما بينها.

#### - في ظل عدم الكفاءة

من خلال نتائج الدراسة يلاحظ أن هناك قدرة تفسيرية مقبولة، أي أن متغيرات الأداء فسرت هذا النموذج بنسبة 75% وتبقى نسبة 25% ناتجة عن عوامل أخرى، قد تكون المعلومات المنشورة في التقارير المالية للشركات المدرجة إضافة إلى الأخبار المتداولة في السوق السارة والغير السارة والمنافسة بين المتعاملين.

- من خلال نتائج اختبار السببية (لاغرانج) تبين أن في ظل عدم الكفاءة هناك شبه تأثير في المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وبالتحديد P\_E على M\_CAP والمقدرة ب0.06.

## خلاصة الفصل الثاني

تعتبر بورصة عمان من أهم الأسواق العربية لما تتميز به عن غيرها من الأسواق، ومن خلال هذا الفصل تم تقديم عينة الدراسة والمتمثلة في بورصة عمان للأوراق المالية، غير أن هذه السوق لا تحقق الكفاءة إلا في فترة واحدة، وذلك استناداً على نتائج اختبارات (ADF, PP) ونموذج الانحدار الخطي المتعدد، وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews وهذا بغرض الكشف عن تأثير الكفاءة التسعيرية على الأداء المالي، تم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكفاءة التسعيرية والأداء المالي في فترة الدراسة، وكان تأثير في مستويات قوية بشكل إيجابي في فترة الكفاءة، بينما في ظل عدم الكفاءة كان تأثير مقبول.

# الخاتمة



تتضمن خاتمة هذه الدراسة مجموعة من النتائج والاقتراحات التي يتم إظهارها لبورصة سوق الأوراق المالية بصفة عامة وبورصة عمان بصفة خاصة، إضافة إلى عرض آفاق البحث لغرض فتح مجال البحث في هذا الموضوع، وذلك فيما يلي:

#### - نتائج الدراسة

خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج، قسمناها إلى نتائج نظرية خاصة بالجانب النظري من الدراسة، ونتائج تطبيقية وفي ما يلي تلخيص لهذه النتائج:

#### - نتائج نظرية

يمكن إيجاز أهم النتائج النظرية في النقاط التالية:

- يعتبر سوق رأس المال آلية مهمة تسمح بالتقاء وحدات الاستثمار مع وحدات العجز؛
- تعد المعلومات أحد المقومات الرئيسية لكفاءة سوق رأس المال، بحيث أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار ما توفره هذه الأخيرة من معلومات للمتعاملين؛
- يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الصيغ الكفاءة وهما: الصيغة الضعيفة، الصيغة المتوسطة، الصيغة القوية؛
- تمثل مؤشرات الأداء المالي للشركة الركيزة الأساسية لقيام أي شركة، وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركة وعلى مستوى أنشطتها ومدى تحقيق الأهداف بفعالية؛
- برزت المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي نتيجة الانتقادات التي وجهت للمؤشرات المحاسبية التقليدية لاعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بطرق المحاسبية؛
- رفع القيود عن الاستثمارات الأجنبية والذي من شأنه أن يعزز من سيولة السوق، والاعتماد على الأساليب العلمية في التحليل المالي واتخاذ قرارات الاستثمار، الأمر الذي يزيد من ثقة المستثمرين ويشجع حتى صغار المتعاملين للدخول إلى البورصة؛
- إن العلاقة التي تربط بين الكفاءة والأداء المالي هي المعلومة التي يتم الإفصاح عنها.

## - النتائج التطبيقية

حاولت هذه الدراسة تأثير الكفاءة التسعيرية على أداء سوق الأوراق المالية في بورصة عمان، تم محاولة معالجة الإشكالية الرئيسية للدراسة وقد تم وضع مجموعة من الفرضيات، كانت النتائج كما يلي:

- تعتبر بورصة عمان كفى خلال فترة الدراسة وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها من اختبار (ADF,PP)، حيث تم تقسيم فترة الدراسة إلى 25 فترة كلها كانت غير كفاء إلا فترة واحدة وهي الفترة 23 مما يعني رفض الفرضية الأولى والمتمثلة في أن بورصة عمان غير كفى خلال فترة الدراسة؛

- بينت نتائج الدراسة أن النموذجين الخطيين لكل من الفترة الكفاء وغير كفاء مقبولين إحصائياً، إلا أن في فترة الكفاءة كانت مؤشرات الأداء قادرة على تفسير النموذج بـ 98% وهي نسبة عالية مقارنة بفترة عدم الكفاءة التي كانت قدرتها على تفسير هذا النموذج 75%، مما يعني قبول الفرضية الثانية والتي تقرر أن هناك تأثير قوي لمؤشرات الأداء على الكفاءة في ظل الفترة الكفاء، ولا تنطبق في الفترة الغير كفاء؛

- يتأثر أداء بورصة عمان بالمعلومات الواردة في التقارير المالية وهذا لأهميتها، فتوفرها بالقدر الكافي بسرعة دون فاصل زمني يساعد في اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أسس سليمة، مما يعني قبول الفرضية الثالثة التي تقرر تأثر أداء بورصة عمان بالتقارير المالية، إضافة إلى عوامل أخرى قد تأثر في الأداء مثل التفاؤل والتشاؤم والمنافسة بين المتعاملين.

## - الاقتراحات والتوصيات

تمد النتائج التي خلص إليها في هذا البحث إلى جملة من الأفكار حول الكفاءة والأداء في بورصة عمان للأوراق المالية، ويمكن صياغة هذه الأفكار في شكل اقتراحات كما يلي:

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

- إجراء دراسات قياسية لمؤشرات السوق المالي بمختلف النماذج الإحصائية من أجل التوصل لمعرفة ما مدى كفاءة السوق المالي بشكل أكثر دقة، ومكانته مقارنة بباقي الأسواق المالية؛
  - على الشركات المدرجة في بورصة عمان التوسع في الإفصاح على المعلومات المحاسبية وعدم الاكتفاء بالإفصاح الإلزامي فقط، وذلك لتشجيع الباحثين لإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية في هذا المجال؛
  - توسيع شبكة العلاقات مع البورصات والمؤسسات المالية العالمية وتعزيز علاقات التعاون والشراكة فيما بينهما من خلال تبادل المعلومات والخبرات والتنسيق في المحافل الدولية؛
  - الاستخدام المرن في التحليل تبعا لتغير اتجاهات الأسواق ودرجات تذبذبها .
- الآفاق**
- إجراء دراسة تمكن من معرفة العوامل الأخرى التي تؤثر على الأداء المالي لسوق الأوراق المالية؛
  - إعادة إجراء هذه الدراسة في بورصة الجزائر، وما منعنا من اختيار سوق الجزائر للأوراق المالية في دراسة الحالة ضعف السوق الجزائري وعدم توفر عينة ملائمة من المؤسسات للدراسة نتيجة العدد القليل للشركات المدرجة في البورصة؛
  - إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى الشركات المدرجة مع الحفاظ على متغيرات الدراسة؛
  - دراسة الكفاءة ومدى تأثير الأسواق المالية العالمية للأزمات الاقتصادية؛
  - إجراء هذه الدراسة بالمقارنة بين سوقين مختلفين؛
  - إجراء دراسات قياسية لمؤشرات السوق المالي بمختلف النماذج الإحصائية من أجل التوصل لمعرفة ما مدى كفاءة السوق المالي بشكل أكثر دقة، ومكانته مقارنة بباقي الأسواق المالية.

قائمة المصادر

والمراجع



## قائمة المراجع

- أرشد فؤاد التميمي. (2010). *الأسواق المالية، تنظيم وأدوات* (الإصدار 1). الأردن، عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- إلياس بن ساسي، ويوسف قريش. (2011). *التسيير المالي* (الإصدار 2). الأردن، عمان: دار وائل للنشر.
- أمين السيد، وأحمد لطفي. (2007). *التحليل المالي لغرض تقييم ومراجعة الأداء والإستثمار في البورصة* (الإصدار 1). الإسكندرية، مصر: دار جامعة للطباعة والنشر.
- بن عمر بن حاسين. (2013). *فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه* (غير منشورة). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تلمسان: جامعة أبي بكر بلقايد.
- جبار محفوظ. (2012). *استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية " دراسة حالة بورصة الجزائر "* خلال الفترة (1999-2004). *مجلة العلوم الانسانية*، 23(1)، الصفحات 195-196.
- دراسة EVA حسنية صيفي. (2016). *قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة - أطروحة دكتوراه* (غير CAC40 حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر للفترة (2008-2013) منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
- حمزة عقبي، وبشير بن عيشي. (31 12, 2017). *أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر*. *مجلة العلوم الإنسانية*، 17(2)، الصفحات 105-120.
- حنان عبدلي. (2018). *دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية- دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة - أطروحة دكتوراه* (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 3.
- حياة بزقاري. (2011). *دور المعلومات المحاسبية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة مؤسسة المطاحن بسكرة"*. *مذكرة ماجستير*. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة بسكرة.

خولة مناصرية. (2016). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن خلال الفترة(1990-2014). أطروحة دكتوراه(غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة بسكرة.

رافعة ابراهيم الحمداني، وأوس فخر الدين أيوب الجوجاتي. (2008). تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات "دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي". *تنمية الرافدين*، 88(29)، الصفحات 135-151.

رشيد بوكساني. (2006). معوقات الأسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه(غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.

رشيد حفصي، جميلة بلعشي، ونبيل حليمي. (30 08, 2019). تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم -دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال(2014-2016). *مجلة الاستراتيجية والتنمية*، 9(3)، الصفحات 200-221.

رشيدة بن دراوي، وسنوسي قويدر. (2021). تحليل الكفاءة السعرية لسوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. *مجلة الاقتصاد الصناعي*، 11(1)، الصفحات 123-151.

سعاد شكري معمر. (2009). دور المراجعة الداخلية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية. *مذكرة ماجستير(غير منشورة)*. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، بومرداس: جامعة بومرداس.

سليم جابو. (2012). تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية -دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة(2001-2010). *رسالة ماجستير(غير منشورة)*. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.

سليمان بن بخمة، وريحان الشريف. (30 6, 2022). كفاءة الأسواق المالية في ظل جائحة كورونا- دراسة قياسية لعينة من الأسواق المالية خلال الفترة(2018/01/01-2020/12/31). *مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال*، 5(1)، الصفحات 214-231.

شميسة يونس، وعلي بو عبد الله. (12 12, 2021). محددات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن "دراسة قياسية تحليلية". *مجلة إقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال*، 10(2)، الصفحات 133-151.

شهاب الدين حمد، والنعمي. (31 12, 2012). استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، 18(68)، الصفحات 71-89.

صالح بلاسكة. (2012). قابلية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن كأداة لتقييم الاستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. *مذكرة ماجستير (غير منشورة)*. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف: جامعة فرحات عباس.

صالح مفتاح، وفريدة معارفي. (2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها. *مجلة الباحث*، 7(7).

عبد الحق قنون، ومريم قنون. (22 6, 2020). تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الفرنسي للفترة (2013-2017). *مجلة الآفاق Sbf120 الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر العلمية*، 12(3)، الصفحات 491-512.

عبد الغني دادن. (2006). قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية. *مجلة الباحث*، 4(4)، الصفحات 41-48.

عبد الغني دادن، ومحمد الأمين كماري. (2011). *الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية (الإصدار 2)*. دار وائل للنشر.

عبد الله بن الضب. (2012). كفاءة الأسواق المالية وتكاملها - دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية). *رسالة ماجستير (غير منشورة)*. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.

عبد الله حمود سراج. (1 6, 2005). أهمية خصائص المعلومات في بناء اختيار قرارات المنظمة. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*، 4(4)، الصفحات 125-136.

عبد الله غالم، وعبد الحفيظ خزان. (01 03, 2016). أسواق الأوراق المالية. *مجلة الإجتهد القضائي*، 8(11)، الصفحات 69-88.

عبد النور شنين، ومحمد زرفون. (31 12, 2015). دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة "دراسة حالة بورصة الجزائر في الفترة (2000-2013)". *1(1)*، الصفحات 239-251.

علي أحمد يونس، ووريا محمد زاهر. (2022). تقييم الأداء المالي لعينة من المصارف عاملة في إقليم كردستان العراق للفترة (2009-2019). مجلة جامعة التنمية البشرية، 8(1).

مع العوائد غير العادية EVA و ROA عمر عبد الله الجعيدي. (2015). مدى اختلاف العلاقة لكل من للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم -دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان-. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 23(1).

كامل آل الشيب دريد. (2012). الأسواق المالية والنقدية (الإصدار 1). عمان: دار المسيرة للنشر.

محمد صالح الحناوي، وفريد مصطفى نهال. (2009). الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال) (الإصدار 1). الإسكندرية، مصر: المكتب الجامعي الحديث.

محمد عدنان بن ضيف. (2013). مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية (الإصدار 1). الأردن، عمان: دار النفائس.

محمد محمود الخطيب. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد الأسهم (الإصدار 1). الأردن، عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.

مريم شكري، ومحمود نديم. (2013). تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن. منكرة ماجستير (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الأردن: جامعة الشرق الأوسط.

مسعودة بن لخضر، واينال فوزي. (2020). تحليل الكفاءة السعرية لسوق الجزائر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. مجلة المشكاة في الاقتصاد والتنمية والقانون، 5(1).

مصطفى آخرون كولار. (2019). سوق الأوراق (الإصدار 1). الجزائر، الجزائر: دار ثقافة.

مصطفى صايم، وعبد الناصر بوتلجة. (2017). الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم: دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي). مجلة التنمية والإقتصاد، 1(2)، الصفحات 01-32.

مصطفى كولار. (2019). الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق (الإصدار 1). الجزائر، الجزائر: ألفا للوثائق.

مصطفى كولار. (2019). الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق (الإصدار 1). الجزائر، الجزائر: ألفا للوثائق.

- مونية سلطان. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا. أطروحة دكتوراه (غير منشورة). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- نجاه عيسى. (2016). أثر تغيرات المؤشرات الاقتصادية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية - دراسة تجربة عمان-. أطروحة دكتوراه (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر3.
- نرجس رزق الله. (2022). أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة السوقية للشركات "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية". أطروحة دكتوراه (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تبسة: جامعة العربي التبسي.
- نصر الدين أحمد محمد سراج. (2016, 3 10). أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي. مجلة العلوم الاقتصادية، 17(1).
- نصر الدين أحمد محمد سراج. (2016, 6 30). أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي للفترة (2011-2014). مجلة العلوم والتقانة في العلوم الاقتصادية، 17(1)، الصفحات 172-186.
- نصر الدين سراج. (2016, 03 10). أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي. مجلة العلوم الاقتصادية، 17(1)، الصفحات 10-12.
- نوري موسى شقيري. (2019). الأسواق المالية وآليات التداول (الإصدار 1). الأردن، عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.
- وليد صافي، وأنس البكري. (2009). الأسواق المالية والدولية (الإصدار 1). الأردن: دار المستقبل.
- يوسف مسعداوي. (2014, 12 31). متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية - دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-. مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 5(2)، الصفحات 7-20.
- ميكروسوفت إكسل. (2012). تاريخ الاسترداد 05 6, 2023، من [fungroup.wordpress.com](http://fungroup.wordpress.com).
- برنامج التحليل الاحصائي. (2020, 6 6). Eviews. تاريخ الاسترداد 05 5, 2023، من [portal.arid.my.>Posts>Details](http://portal.arid.my.>Posts>Details)
- الموقع الرسمي لبورصة عمان. (2023, 04 11). تم الاسترداد من <https://www.ase.com.jo/ar>

Fama, E. (1970, May). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383–417.

Fatihidin, D., Jusni, & Mokhklas, M. (2018, June 6). How Measuring Financial Performance. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(6), pp. 553–557.

Ismail, I. (2013, May 14). Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia. *American Journal of Business Management*, 7(18), pp. 1757–1764.

Kangarlouei. (2008, July). Investigation of the explanatory power of performance evaluation criteria in determining the value of acquired companies in Tehran stock exchanges (TSE). *Islam Azad University*, 4(3).

Phan, K. C., & Jian, Z. (2014, April). Market efficiency in emerging stock markets: A case study of the Vietnamese stock market. *IOSR Journal of Business and Management*, 16(4), pp. 61–73.

Thonvrome, A. (2005). *Evaluation d'entreprise Technique de gestion* (éd. 1). France, Paris: Paris economica.

الملحق رقم 01: نتائج اختبار الاستقرارية (ADF, PP)

		UNIT ROOT TEST TABLE (PP)													
<u>At Level</u>															
		M_CAP1	M_CAP2	M_CAP3	M_CAP4	M_CAP5	M_CAP6	M_CAP7	M_CAP8	M_CAP9	M_CAP10	M_CAP11	M_CAP12	M_CAP13	M_CAP14
With Constant	t-Statistic	-0.7655	-0.6273	-1.5760	-1.3813	-0.1282	-1.6558	-1.9279	-1.6043	-1.6474	0.7482	-0.2902	-1.2561	-1.2223	-0.7100
	<b>Prob.</b>	<b>0.8219</b>	<b>0.8563</b>	<b>0.4888</b>	<b>0.5859</b>	<b>0.9413</b>	<b>0.4487</b>	<b>0.3176</b>	<b>0.4744</b>	<b>0.4520</b>	<b>0.9922</b>	<b>0.9195</b>	<b>0.6444</b>	<b>0.6596</b>	<b>0.8363</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-0.6337	-2.2205	-1.1331	-1.6881	-2.8579	-2.9754	-2.6754	-2.0280	-1.8266	-0.5715	-2.9355	-1.5280	-1.2827	-1.4810
	<b>Prob.</b>	<b>0.9734</b>	<b>0.4698</b>	<b>0.9148</b>	<b>0.7450</b>	<b>0.1830</b>	<b>0.1470</b>	<b>0.2502</b>	<b>0.5746</b>	<b>0.6785</b>	<b>0.9770</b>	<b>0.1594</b>	<b>0.8090</b>	<b>0.8830</b>	<b>0.8257</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.5092	-1.0310	-1.4277	-0.3927	-1.0490	-1.5699	-0.7523	-0.2550	-0.8148	-1.2547	-2.1800	-1.7726	-1.4746	-0.7591
	<b>Prob.</b>	<b>0.4921</b>	<b>0.2693</b>	<b>0.1416</b>	<b>0.7942</b>	<b>0.9214</b>	<b>0.9704</b>	<b>0.8741</b>	<b>0.5903</b>	<b>0.3585</b>	<b>0.1905</b>	<b>0.0293</b>	<b>0.0726</b>	<b>0.1300</b>	<b>0.3835</b>

		n0	**	*	n0	n0										
	<b><u>At First Difference</u></b>															
		d(M_C AP1)	d(M_CA P2)	d(M_C AP3)	d(M_C AP4)	d(M_C AP5)	d(M_C AP6)	d(M_C AP7)	d(M_C AP8)	d(M_C AP9)	d(M_CA P10)	d(M_C AP11)	d(M_C AP12)	d(M_CA P13)	d(M_C AP14)	
With Constant	t-Statistic	-6.6627	-5.9026	-7.0920	-7.5517	-7.2500	-8.0404	-7.8041	-6.8696	-5.5925	-5.5626	-5.6486	-7.0861	-7.1504	-8.4032	
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>														
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	
With Constant & Trend	t-Statistic	-7.1251	-5.8961	-7.2673	-7.5849	-7.4824	-7.9647	-7.8139	-6.8076	-5.4838	-5.9849	-5.6078	-7.0261	-7.1374	-8.5260	
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>								
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	
Without Constant & Trend	t-Statistic	-6.6842	-5.8421	-6.9214	-7.5935	-7.2049	-7.8889	-7.7599	-6.9183	-5.5979	-5.4763	-5.3276	-6.9291	-6.9136	-8.3987	
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>														
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	

			UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)												
	<u>At Level</u>														
		M_CAP 1	M_CAP2	M_CAP 3	M_CA P4	M_CA P5	M_CA P6	M_C AP7	M_C AP8	M_C AP9	M_CAP 10	M_CA P11	M_CAP12	M_CAP1 3	M_CAP14
With Con stant	t- Statistic	-0.1865	-0.3255	-1.6055	- 1.381 3	- 0.234 5	- 1.6565	- 1.96 91	- 1.42 42	- 1.55 51	0.7556	- 0.638 0	-1.2503	-1.2223	-0.7050
	<b>Prob.</b>	<b>0.9343</b>	<b>0.9144</b>	<b>0.4739</b>	<b>0.585 9</b>	<b>0.927 9</b>	<b>0.448 3</b>	<b>0.29 95</b>	<b>0.56 48</b>	<b>0.49 86</b>	<b>0.9924</b>	<b>0.853 4</b>	<b>0.6470</b>	<b>0.6596</b>	<b>0.8375</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0
With Con stant & Tren d	t- Statistic	-0.3600	-1.9233	-0.6864	- 1.688 1	- 2.912 2	- 2.9238	- 2.57 37	- 1.80 42	- 1.82 66	-1.2042	- 3.546 7	-1.3519	-1.2321	-1.5424
	<b>Prob.</b>	<b>0.9871</b>	<b>0.6303</b>	<b>0.9696</b>	<b>0.745 0</b>	<b>0.165 7</b>	<b>0.162 1</b>	<b>0.29 34</b>	<b>0.69 08</b>	<b>0.67 85</b>	<b>0.9000</b>	<b>0.043 9</b>	<b>0.8650</b>	<b>0.8947</b>	<b>0.8039</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	**	n0	n0	n0
With out Con stant & Tren d	t- Statistic	-0.6153	-1.3435	-1.7412	0.357 2	0.982 8	1.437 0	0.70 87	- 0.26 71	- 0.85 42	-1.4450	- 2.154 9	-1.8357	-1.5332	-0.7143
	<b>Prob.</b>	<b>0.4471</b>	<b>0.1642</b>	<b>0.0774</b>	<b>0.785</b>	<b>0.912</b>	<b>0.961</b>	<b>0.86</b>	<b>0.58</b>	<b>0.34</b>	<b>0.1371</b>	<b>0.031</b>	<b>0.0635</b>	<b>0.1166</b>	<b>0.4033</b>

		n0	n0	*	0	3	3	57	59	15	n0	1	*	n0	n0
	<u>At First Difference</u>	d(M_C AP1)	d(M_C AP2)	d(M_C AP3)	d(M_C AP4)	d(M_C AP5)	d(M_C AP6)	d(M_C AP7)	d(M_C AP8)	d(M_C AP9)	d(M_C AP10)	d(M_C AP11)	d(M_C AP12)	d(M_C AP13)	d(M_C AP14)
With Constant	t-Statistic	-6.5547	-5.8086	-6.9146	-7.5369	-7.2825	-8.0404	-7.8089	-6.8847	-5.6886	-5.7071	-5.7508	-7.0662	-7.1433	-8.4147
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>													
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-7.1187	-5.7998	-7.1475	-6.7682	-7.4588	-7.9647	-7.8207	-6.8240	-5.5859	-5.9749	-5.7106	-7.0028	-7.1324	-8.4966
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-6.5780	-5.7429	-6.6721	-7.5784	-7.2413	-7.8895	-7.7584	-6.9320	-5.6810	-5.5971	-5.4707	-6.9291	-6.9172	-8.4179
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>													

		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%. and (no) Not Significant															
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.															

			UNIT ROOT TEST TABLE (PP)									
	<u>At Level</u>											
		M_CAP15	M_CAP16	M_CAP17	M_CAP18	M_CAP19	M_CAP20	M_CAP21	M_CAP22	M_CAP23	M_CAP24	M_CAP25
With Constant	t-Statistic	-1.2045	-1.2346	-2.9575	-1.8892	-1.0736	-1.2126	-0.1161	-0.7251	-5.3141	-2.2189	-0.7283
	<b>Prob.</b>	<b>0.6675</b>	<b>0.6542</b>	<b>0.0447</b>	<b>0.3353</b>	<b>0.7207</b>	<b>0.6636</b>	<b>0.9422</b>	<b>0.8320</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.2019</b>	<b>0.8315</b>
		n0	n0	**	n0	n0	n0	n0	n0	***	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-0.9860	-3.1792	-2.8135	-1.5328	-1.7146	-2.5347	-1.1700	-1.9485	-3.6577	-2.1808	-1.8146
	<b>Prob.</b>	<b>0.9384</b>	<b>0.0981</b>	<b>0.1982</b>	<b>0.8077</b>	<b>0.7326</b>	<b>0.3110</b>	<b>0.9068</b>	<b>0.6166</b>	<b>0.0332</b>	<b>0.4913</b>	<b>0.6857</b>
		n0	*	n0	n0	n0	n0	n0	n0	**	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.1695	0.2361	0.9289	0.1703	0.5771	0.3660	-1.0546	-1.2002	-1.8138	-0.6457	-1.1783
	<b>Prob.</b>	<b>0.6211</b>	<b>0.7515</b>	<b>0.9042</b>	<b>0.7323</b>	<b>0.8383</b>	<b>0.7871</b>	<b>0.2599</b>	<b>0.2082</b>	<b>0.0666</b>	<b>0.4335</b>	<b>0.2156</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0	*	n0	n0
	<u>At First</u>											



With Constant	t-Statistic	-1.1681	-1.2195	-3.0467	-1.8274	-0.9706	-1.2126	-0.2444	-0.8873	-5.5213	-2.8744	-0.5305	0.2095	-0.8380	-3.0446
	<b>Prob.</b>	<b>0.6830</b>	<b>0.6608</b>	<b>0.0361</b>	<b>0.3642</b>	<b>0.7583</b>	<b>0.6636</b>	<b>0.9259</b>	<b>0.7855</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0544</b>	<b>0.8775</b>	<b>0.9711</b>	<b>0.8010</b>	<b>0.0364</b>
		n0	n0	**	n0	n0	n0	n0	n0	***	*	n0	n0	n0	**
With Constant & Trend	t-Statistic	-0.9063	-3.2263	-2.9252	-1.4190	-1.6265	-2.8084	-1.3943	-2.1866	-3.5344	-2.8053	-2.1956	-3.0786	-1.9051	-0.9229
	<b>Prob.</b>	<b>0.9486</b>	<b>0.0888</b>	<b>0.1620</b>	<b>0.8459</b>	<b>0.7707</b>	<b>0.2002</b>	<b>0.8518</b>	<b>0.4877</b>	<b>0.0447</b>	<b>0.2012</b>	<b>0.4833</b>	<b>0.1205</b>	<b>0.6400</b>	<b>0.9464</b>
		n0	*	n0	n0	n0	n0	n0	n0	**	n0	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.1680	0.2215	0.6231	0.1620	0.5970	0.3660	-0.9610	-1.0504	-2.6966	-0.4862	-1.2619	-2.4049	-3.0196	-1.8142
	<b>Prob.</b>	<b>0.6216</b>	<b>0.7473</b>	<b>0.8483</b>	<b>0.7298</b>	<b>0.8426</b>	<b>0.7871</b>	<b>0.2966</b>	<b>0.2616</b>	<b>0.0078</b>	<b>0.5012</b>	<b>0.1884</b>	<b>0.0168</b>	<b>0.0031</b>	<b>0.0665</b>
		n0	***	n0	n0	**	***	*							
	<b>At First Difference</b>														
		d(M_CA P15)	d(M_CA P16)	d(M_CA P17)	d(M_CA P18)	d(M_CA P19)	d(M_CA P20)	d(M_CA P21)	d(M_CA P22)	d(M_CA P23)	d(M_CA P24)	d(M_CA P25)	d(M_CA P26)	d(M_CA P27)	d(M_CA P28)
With Constant	t-Statistic	-8.0329	-7.8339	-9.7967	-7.4127	-6.8511	-5.9686	-4.7743	-4.7480	-4.3618	-5.6733	-6.4687	-7.1694	-8.1915	-7.5390
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0003</b>	<b>0.0009</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-8.2854	-7.9675	-9.8015	-7.5134	-6.8804	-5.9147	-5.0328	-4.7032	-5.0408	-5.6731	-6.5356	-7.3372	-5.1686	-8.6408
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0007</b>	<b>0.0019</b>	<b>0.0006</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0005</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-8.0739	-7.8966	-9.7960	-7.4745	-6.8664	-6.0041	-4.6855	-4.6480	-4.1490	-5.6930	-6.4283	-6.7911	-7.2253	-7.2918
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>							
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

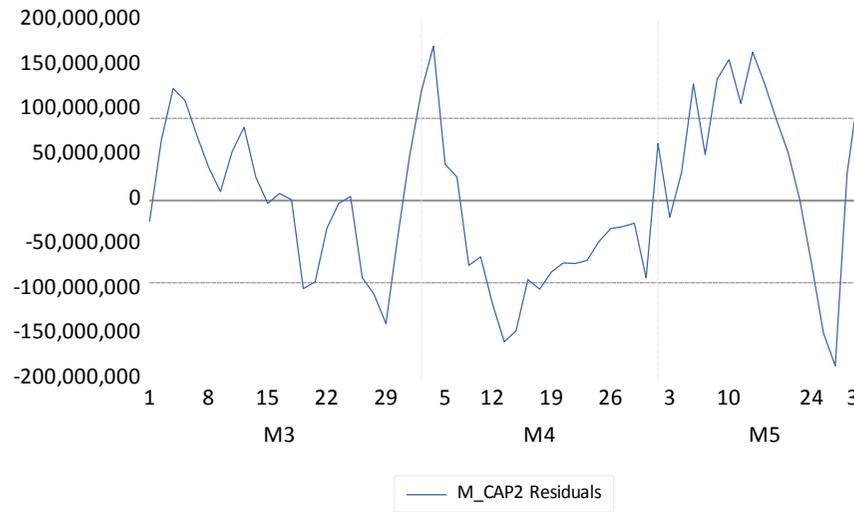


UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (KPSS)					
Null Hypothesis: the variable is stationary					
<u>At Level</u>					
		M_CAP29	M_CAP30	M_CAP31	M_CAP32
With Constant	t-Statistic	0.4517	0.1897	0.2432	0.8331
	Prob.	*	n0	n0	***
With Constant & Trend	t-Statistic	0.1359	0.1887	0.2033	0.2316
	Prob.	*	**	**	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	=====	=====	=====	=====
	Prob.				
<u>At First Difference</u>					
		d(M_CAP29)	d(M_CAP30)	d(M_CAP31)	d(M_CAP32)
With Constant	t-Statistic	0.1154	0.1243	0.2910	0.3009
	Prob.	n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	0.1110	0.0403	0.1172	0.0821
	Prob.	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	=====	=====	=====	=====
	Prob.				
<b>Notes:</b>					
a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant					
b: Lag Length based on SIC					
c: Probability based on Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)					

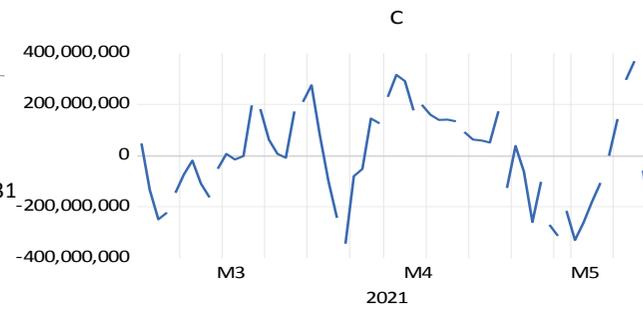
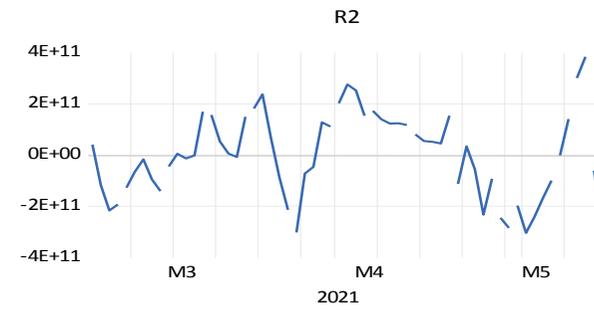
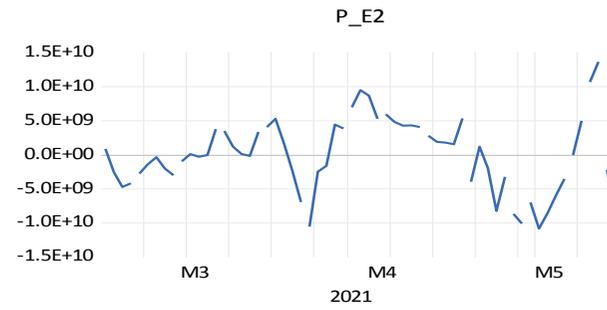
الملحق رقم 02: مؤشرات جودة نموذج الانحدار المتعدد (كفى)

Dependent Variable: M_CAP2				
Method: Least Squares				
Date: 04/23/23 Time: 16:09				
Sample: 3/01/2021 5/31/2021				
Included observations: 61				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
P_E2	-24141241	2650388.	-9.108568	0.0000
R2	16592688	384882.9	43.11101	0.0000
C	-2.16E+08	2.97E+08	-0.729118	0.4689
R-squared	0.980003	Mean dependent var		1.39E+10
Adjusted R-squared	0.979314	S.D. dependent var		6.39E+08
S.E. of regression	91875639	Akaike info criterion		39.55770
Sum squared resid	4.90E+17	Schwarz criterion		39.66151
Log likelihood	-1203.510	Hannan-Quinn criter.		39.59839
F-statistic	1421.226	Durbin-Watson stat		0.504799
Prob(F-statistic)	0.000000			

$$M\_CAP2 = -24141240.7314 * P\_E2 + 16592688.19 * R2 - 216355040.979$$



Gradients of the Objective Function



## Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/23/23 Time: 16:21

Sample: 3/01/2021 5/31/2021

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
P_E2 does not Granger Cause M_CAP2	59	0.43571	0.6491
M_CAP2 does not Granger Cause P_E2		0.03530	0.9653
R2 does not Granger Cause M_CAP2	59	0.46384	0.6313
M_CAP2 does not Granger Cause R2		1.65326	0.2010
R2 does not Granger Cause P_E2	59	0.26543	0.7679
P_E2 does not Granger Cause R2		0.56434	0.5721

## الملحق رقم 03: جودة نموذج الانحدار المتعدد (غير كفى)

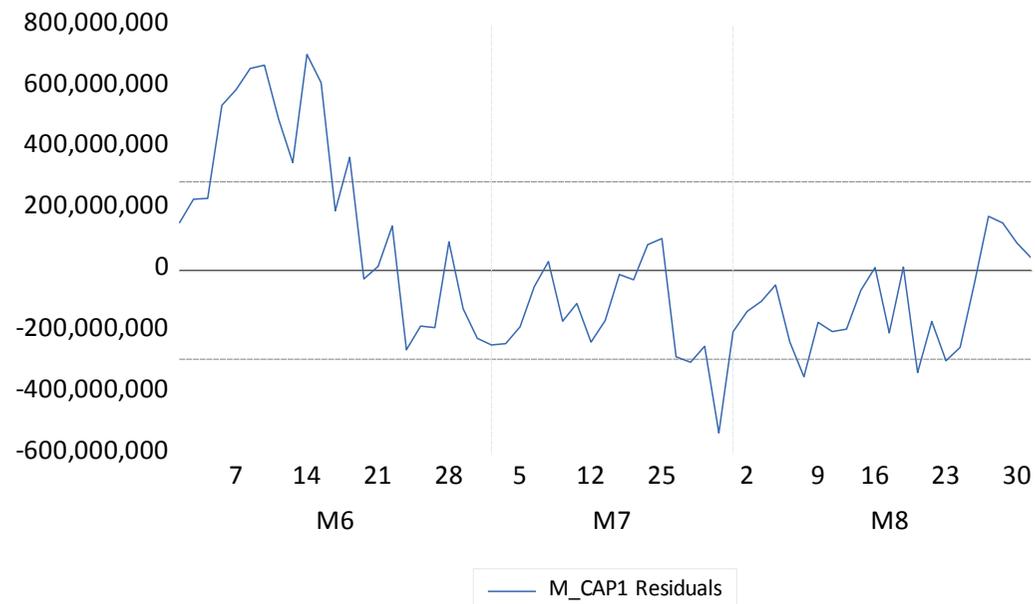
Dependent Variable: M\_CAP1  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/23/23 Time: 16:25  
 Sample: 6/01/2021 8/31/2021  
 Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
P_E1	1.54E+09	2.24E+08	6.878416	0.0000
R1	-59750623	11436079	-5.224747	0.0000
C	1.99E+10	3.75E+09	5.307294	0.0000
R-squared	0.757043	Mean dependent var	1.58E+10	
Adjusted R-squared	0.748665	S.D. dependent var	5.79E+08	
S.E. of regression	2.90E+08	Akaike info criterion	41.85681	
Sum squared resid	4.88E+18	Schwarz criterion	41.96062	
Log likelihood	-1273.633	Hannan-Quinn criter.	41.89749	
F-statistic	90.36270	Durbin-Watson stat	0.393084	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/23/23 Time: 16:27  
 Sample: 6/01/2021 8/31/2021  
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
P_E1 does not Granger Cause M_CAP1	59	1.38090	0.2601
M_CAP1 does not Granger Cause P_E1		2.96129	0.0602
R1 does not Granger Cause M_CAP1	59	1.01330	0.3698
M_CAP1 does not Granger Cause R1		2.66977	0.0784
R1 does not Granger Cause P_E1	59	0.10627	0.8994
P_E1 does not Granger Cause R1		0.59880	0.5531



## الملحق رقم 04: السببية (لاجرانج)

## Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/23/23 Time: 16:21

Sample: 3/01/2021 5/31/2021

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
P_E2 does not Granger Cause M_CAP2	59	0.43571	0.6491
M_CAP2 does not Granger Cause P_E2		0.03530	0.9653
R2 does not Granger Cause M_CAP2	59	0.46384	0.6313
M_CAP2 does not Granger Cause R2		1.65326	0.2010
R2 does not Granger Cause P_E2	59	0.26543	0.7679
P_E2 does not Granger Cause R2		0.56434	0.5721

