

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 8 ماي 1945 قلمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية  
تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان:

تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة باستخدام المؤشرات الحديثة  
مقارنة بالمؤشرات التقليدية  
دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2002-2020

تحت إشراف الأستاذة:  
د/عمر عبدة سامية

من إعداد الطالبتين:  
- فتاتنية ريان  
بوطابت وفاء ألفة

السنة الجامعية: 2021/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ كَرَجَاتٍ

وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾

[المجادلة] 11

صدق الله العظيم

## الشكر والتقدير

نحمد الله تعالى حمدا كثيرا طيبا مباركا ملء السموات والأرض على ما أكرمنا به من إتمام هذا العمل الذي نرجو أن ينال رضاه.

نتقدم بأجمل عبارات الشكر والإمتنان من قلوب فائضة بالمحبة والإحترام والتقدير الى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع حتى ولو بكلمة طيبة.

كما نتقدم بخالص الشكر للدكتورة الفاضلة عمر عبدة سامية حفظها الله، لتفضلها الكريم بالإشراف على هذه الدراسة وتكرمها بنصحنا وتوجيهنا وتحملها معنا مشاق البحث الى آخر لحظة.

ألفة  
٩٩١

ريان  
٩٩١



فهرس المحتويات	
	البسملة
I	الشكر
II	فهرس المحتويات
III	قائمة الأشكال البيانية
VI	قائمة الجداول
VII	جدول الملاحق
أ-ح	مقدمة
<b>الفصل الأول: تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة.</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والمؤسسات المدرجة فيها
3	المطلب الأول: بورصة الأوراق المالية
3	الفرع الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية
7	الفرع الثاني: أنواع البورصات
8	الفرع الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية
10	المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في البورصة
10	الفرع الأول: تعريف المؤسسات المدرجة في البورصة
10	الفرع الثاني: شروط الإدراج في البورصة
11	الفرع الثالث: مزايا وعيوب الإدراج في البورصة
13	المبحث الثاني: الإطار النظري لتقييم الأداء المالي
13	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي
13	الفرع الأول: الأداء المالي
19	الفرع الثاني: خصائص وأهمية الأداء المالي
21	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي
24	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي
24	الفرع الأول: ماهية تقييم الأداء المالي
27	الفرع الثاني: أسس تقييم الأداء المالي
28	الفرع الثالث: خطوات تقييم الأداء المالي

29	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: مقاييس تقييم الأداء المالي</b>	
31	تمهيد
32	المبحث الأول: اتجاهات ومتطلبات تقييم الأداء المالي
32	المطلب الأول: اتجاهات تقييم الأداء المالي
32	الفرع الأول: الاتجاه التقليدي (المحاسبي)
33	الفرع الثاني: الاتجاه الحديث (الاقتصادي)
34	المطلب الثاني: متطلبات تقييم الأداء المالي
34	الفرع الأول: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي
35	الفرع الثاني: التقارير المالية المعتمدة في تقييم الأداء المالي
37	الفرع الثالث: الجهات المستفيدة من تقييم الأداء المالي
39	المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي
39	المطلب الأول: مؤشرات الأداء التقليدية
39	الفرع الأول: النسب المالية
42	الفرع الثاني: نسب الهيكلة المالية
43	الفرع الثالث: مؤشرات التوازن المالي
44	المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة
44	الفرع الأول: القيمة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة
51	الفرع الثاني: مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI
52	الفرع الثالث: مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة
54	خلاصة الفصل الثاني
<b>الفصل الثالث: نمذجة تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.</b>	
56	تمهيد
57	المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر والإجراءات المنهجية للدراسة
57	المطلب الأول: التعريف ببورصة الجزائر
57	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر
59	الفرع الثاني: أسواق بورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها
61	الفرع الثالث: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
64	المطلب الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة

64	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
64	الفرع الثاني: توصيف نموذج الدراسة
66	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
69	<b>المبحث الثاني: تقدير نماذج الدراسة</b>
69	المطلب الأول: نمذجة تقييم الأداء المالي لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي
69	الفرع الأول: دراسة استقراريه السلاسل الزمنية
70	الفرع الثاني: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات التقليدية
75	الفرع الثالث: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات الحديثة
79	المطلب الثاني: تقدير النماذج لمؤسسة صيدال
80	الفرع الأول: دراسة استقراريه السلاسل الزمنية
80	الفرع الثاني: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات التقليدية
85	الفرع الثالث: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات الحديثة
90	المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة
90	الفرع الأول: مؤسسة تسيير فندق الاوراسي
92	الفرع الثاني: مؤسسة صيدال
94	<b>خلاصة الفصل الثالث</b>
96	خاتمة
101	قائمة المراجع
107	الملاحق الملخص

قائمة الأشكال		
الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	مكونات الأداء	(1-1)
17	ميادين الأداء	(2-1)
21	العوامل المؤثرة في الأداء المالي	(3-1)
68	تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي	(1-3)
68	تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال	(2-3)
70	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى	(3-3)
72	اختبار توزيع الأخطاء العشوائية	(4-3)
75	نتائج اختبار المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي	(5-3)
76	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى	(6-3)
77	اختبار توزيع الأخطاء العشوائية	(7-3)
79	المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي	(8-3)
81	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى	(9-3)
82	اختبار توزيع الأخطاء العشوائية	(10-3)
85	المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي	(11-3)
86	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى	(12-3)
87	اختبار توزيع الأخطاء العشوائية	(13-3)
89	المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي	(14-3)

قائمة الجداول		
الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
42	أهم مؤشرات السيولة	(1-2)
53	مقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية و الحديثة	(2-2)
61	المؤسسات المدرجة ضمن بورصة الجزائر	(1-3)
69	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي	(2-3)
71	اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	(3-3)
71	اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي	(4-3)
72	نتائج اختبار الحدود	(5-3)
73	نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل	(6-3)
74	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)	(7-3)
76	اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	(8-3)
76	اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي	(9-3)
77	نتائج اختبار الحدود	(10-3)
78	نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل	(11-3)
78	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)	(12-3)
80	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال	(13-3)
81	اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	(14-3)
82	اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي	(15-3)
82	نتائج اختبار الحدود	(16-3)
83	نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل	(17-3)
84	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)	(18-3)
86	اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	(19-3)
86	اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي	(20-3)
87	نتائج اختبار الحدود	(21-3)
88	نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل	(22-3)
88	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)	(23-3)



قائمة الملحق		
الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
107	متغيرات الدراسة	1
108	الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة	2
109	تطور الأصول غير الجارية والأرباح الصافية	3
110	تطور الأصول الجارية والأرباح الصافية	4
111	تطور الاستثمارات وتوزيعات الأرباح	5
120	تطور الأموال المستثمرة والأرباح الصافية	6

قائمة المختصرات	
المختصر	معنى المختصر
ROI	معدل العائد على الاستثمار
ROA	معدل العائد على الأصول
ROE	معدل العائد على حقوق الملكية
RD	نسبة المديونية
BFR	الاحتياج لرأس المال لعامل
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
MVA	القيمة السوقية المضافة
EPS	معدل العائد على الاسهم
ARDL	تقنية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة
PP	اختبار فيليب بيرون
UECM	اختبار الحدود
R <sup>2</sup>	معامل التحديد المعدل
COSOB	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
SGBV	موقع بورصة الجزائر

مقدمة

يحتل الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية باهتمام كبير من قبل الباحثين، الدارسين والمستثمرين على حد سواء، باعتباره أحد المقومات الرئيسية لهذه الأخيرة، فهو يعكس مدى فعالية وكفاءة المؤسسة في تشغيل واستغلال مواردها وإمكاناتها للخروج بنتائج ايجابية وأعلى العوائد الممكنة والتي تكفل لها تحقيق أهدافها، لذلك تحرص المؤسسات على دراسة وضعيتها المالية وتحليلها وتقييمها.

وبظهور الأسواق المالية وتطورها واندماجها أصبحت المؤسسات تبحث عن مكانة لها في هذه الأسواق باعتبار هذه الأخيرة تعكس قيمة المؤسسات وهدف المؤسسة هو رفع قيمة أسهمها، الأمر الذي يحتم على القائمين على إدارة المؤسسة تحقيق المنفعة القصوى للملاك لذلك تحتاج الشركة دائما إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في البورصة، ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن، وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات. ومع تطور أهداف المؤسسة من هدف تحقيق الأرباح إلى النمو والبقاء إلى ما يعرف حديثا بخلق القيمة، تطورت المؤشرات المالية بالتوازي لبلوغ هذه الأهداف، فقد كان تقييم الأداء المالي في البداى مرتكزا على العوائد والأرباح معتمدا على المعلومات الداخلية التي توفرها القوائم المالية والتي تأخذ طابع محاسبي، وعندما توجه الاهتمام نحو تعظيم قيمة المؤسسة تم الانتقال من المفهوم المحاسبي الى المفهوم الاقتصادي الذي يأخذ في الحسبان المنظور الخارجي المتمثل في وجهة نظر السوق المالي، الأمر الذي دفع بالباحثين والمهتمين إلى البحث عن بديل للمؤشرات المالية التقليدية تكون أكثر فعالية في تحديد الربح الحقيقي، وتقيس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة وتعظيم ثروة الملاك، فظهرت العديد من المؤشرات الحديثة التي استخدمت لهذا الغرض، ولكن لا يزال الجدل قائما حول أي من المؤشرات (التقليدية أو الحديثة) أكثر دقة في تفسير التغيرات في عوائد أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة.

## 1. الإشكالية

من خلال كل ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى قدرة المؤشرات المالية التقليدية والمؤشرات الحديثة على تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الجزائرية؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات التالية:



- ما مدى قدرة المؤشرات المالية التقليدية على تفسير التغيرات في عائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر؟

- ما مدى قدرة المؤشرات المالية الحديثة على تفسير التغيرات في عائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر؟

- أي من المؤشرات المالية التقليدية والحديثة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في عائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر؟

## 2. فرضيات الدراسة

بغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة يتم وضع الإجابات الاحتمالية التالية:

**الفرضية الأولى:** توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية التقليدية وعائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

**الفرضية الثانية:** توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية الحديثة وعائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

**الفرضية الثالثة:** المؤشرات الحديثة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في عائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

## 3. أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال تغير توجهات تقييم الأداء المالي الذي تأثر بالتغير في هدف المؤسسات من التركيز على الأرباح إلى خلق القيمة وذلك باستخدام مؤشرات الأداء التقليدية والحديثة وأيهما أفضل تفسيرا للأداء المالي.

## 4. أهداف الدراسة

تتلخص أهداف هذه الدراسة في النقاط التالية:

✓ التعرف على كيفية إدراج المؤسسات الاقتصادية في البورصة وماهي الشروط الواجب توفرها، والميزات التي تكتسبها المؤسسات من ذلك، بالإضافة الى التعرف على مفهوم الأداء المالي وأهميته واتجاهات قياسه.



✓ قياس القدرة التفسيرية للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر من خلال استخدام المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة لمعرفة أيهما أفضل في ذلك.

✓ الحصول على أكبر قدر ممكن من المعارف النظرية واسقاطها على الجانب التطبيقي.

## 5. منهج وحدود الدراسة

تماشيا مع طبيعة الموضوع والإشكالية المطروحة، ومن أجل الوصول الى النتائج المرجوة، وكذا بغرض تحقيق الهدف من الدراسة بخطوات منهجية صحيحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الموافق للدراسة النظرية من أجل عرض ما هو متوفر من معلومات حول تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة ومختلف المؤشرات المستخدمة في ذلك، بالإضافة الى تحليل وتفسير المعلومات المتحصل عليها. وكذلك اعتمدت الدراسة على الأسلوب الإحصائي القياسي من أجل تحديد النموذج الأنسب لتفسير علاقة المتغيرات المفسرة بالمتغير التابع، والمتمثل في معدل عائد الأسهم. وقد تم استخدام تقنية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL لتقدير نموذجين: النموذج الأول يستخدم المؤشرات التقليدية المتمثلة في ROA، ROI، RD، BFR كمتغيرات مستقلة، النموذج الثاني يستخدم المؤشرات الحديثة المتمثلة في EVA، MVA كمتغيرات مستقلة، وذلك لمؤسستي التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال المتخصصة في الصناعات الصيدلانية، المدرجتين في بورصة الجزائر لتوفرهما على الشروط الضرورية التي تسمح بتقدير النموذج القياسي. أما الإطار الزمني للدراسة فشمّل الفترة من 2002 الى 2020 وهي الفترة التي توفرت فيها القوائم المالية للمؤسستين.

## 6. الأساليب الاحصائية المستخدمة في التحليل

بعد التحقق من مدى سكون بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة بإجراء اختبار جدر الوحدة باستخدام اختبار فيليب بيرون (PP). تم تقدير النماذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL، وذلك بعد التأكد من توفر شروط طريقة ARDL بإجراء اختبار الحدود UECM للتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وتتميز طريقة ARDL في اختبار التكامل المشترك عن الطرق التقليدية في كونها يمكن تطبيقها بغض النظر إذا كانت متغيرات الدراسة متكاملة من درجة صفر I(0) أو من الدرجة I(1) أو خليط منهما.

وللتحقق من جودة النماذج لابد من إجراء الاختبارات التشخيصية المتمثلة في:

- الارتباط الذاتي للبواقى (Autocorrelation): وذلك بافتراض استقلال القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية معينة عن القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية سابقة لها، أما إذا ما تم اسقاط هذا الفرض فإن ذلك يدل على وجود ما يسمى بالارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية. لاختبار هذه الفرضية سيتم اعتماد اختبار Breusch-Godfrey، حيث يتم قبول الفرض العدمي: يوجد ارتباط ذاتي بين البواقى إذا كانت احتمالية احصائية فيشر أقل من مستوى المعنوية (5%).

- تجانس البواقى: (ثبات تباين حد الخطأ) لاختبار ثبات تباين الأخطاء عبر الزمن وذلك باعتماد اختبار ARCH Heteroskedasticity، وسيتم قبول فرضية ثبات تباين حد الخطأ إذا كانت احتمالية احصائية فيشر أكبر من مستوى المعنوية (5%).

- اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقى: وذلك باعتماد اختبار Jarque-Bera لرفض أو قبول الفرض العدمي: البواقى لا تتبع التوزيع الطبيعي. حيث يتم قبول الفرض إذا كانت احتمالية احصائية JB أقل من مستوى المعنوية (5%).

ولإثبات صحة النماذج استخدامنا الاختبارات التالية:

- اختبار المعنوية الإحصائية للمعلمات باستخدام اختبار Student لدراسة المعنوية الإحصائية لمعلمات الانحدار المقدرة لكل متغير مفسر على حدى.

- اختبار جودة التوفيق والارتباط: وذلك باستخدام معامل التحديد المعدل  $\bar{R}^2$  لتوضيح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع.

كما تم اختبار استقرار النموذج لتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها وكذلك مدى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ويتم ذلك بالاعتماد على اختبارين (CUSUM) المجموع التراكمي لتكرار للبواقى و (CUSUM OF SQUARES) المجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقى.

## 7. الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة باستخدام المؤشرات الحديثة مقارنة بالمؤشرات التقليدية وتناولته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين الدراسات الوطنية، العربية والأجنبية.

## ✓ الدراسات الوطنية

نذكر من بين الدراسات الوطنية:

**الدراسة 1:** دراسة شنين عبد النور، زرقون محمد (2015)، بعنوان "دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2000-2013".

هدفت هذه الدراسة الى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الاوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاسا بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة (2000-2013)، تم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية والغير خطية لمعرفة القدرة التفسيرية. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (ROA، ROE، ROI، RD، BFR) والحديثة (CFROI) معاداة EVA وMVA التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

**الدراسة 2:** دراسة صليحة حجاج (2016)، بعنوان "دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم"

هدفت هذه الدراسة الى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROA، ROE) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA، MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة في بورصة قطر خلال الفترة الزمنية (2010-2015).

توصلت هذه الدراسة الى تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، كما توصلت هذه الدراسة الى أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.





## ✓ الدراسات العربية

من بين الدراسات العربية نذكر:

**الدراسة 3:** دراسة سمير رواشدة (2006)، بعنوان "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الاداء التقليدية بعوائد الأسهم".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية والمتمثلة في (CFO ROA،ROE) في تفسير عوائد الأسهم (EPS) وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 47 شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان المالية، للفترة (1998-2004) وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط وتحليل الانحدار وخلصت الدراسة أن لمؤشرات الأداء التقليدية قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم باستثناء مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية.

**الدراسة 4:** دراسة شعبان محمد عقيل (2015)، بعنوان "قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم"

هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء التقليدية العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم من جهة وبين القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة أخرى واختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم. ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لاختبار تأثير المؤشرات على متوسط أسعار الأسهم السوقية 21 شركة مدرجة في بورصة فلسطين في الفترة (2010-2014).

وخلصت الدراسة إلى أن مؤشرات الأداء التقليدية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية لأسعار للأسهم بالمقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة

## ✓ الدراسات الأجنبية

**الدراسة 5:** دراسة jhvh de wet (2005) بعنوان: **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder.**

هدفت هذه الدراسة إلى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس التقليدية والمتمثلة في العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، كتغيرات مستقلة، لمعرفة أيهما أكثر فعالية في قياس الأداء المالي

التمثل في القيمة السوقية المضافة كمتغير التابع، حيث أجريت الدراسة على عينة مكونة من 220 شركة صناعية مدرجة في بورصة الأوراق المالية بجنوب إفريقيا في الفترة (1994-2004)، وتوصلت الدراسة الى أن المؤشرات التقليدية أكثر قدرة على قياس الأداء المالي من المؤشرات الحديثة.

**الدراسة 6:** دراسة Gabriela Chmelíková (2008)، بعنوان "International Food and Agribusiness Management Review".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العالقة بين EVA ومعايير الأداء التقليدية ROE & ROA للوقوف على قدرتها على خلق قيمة للمساهمين، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 18 شركة مدرجة في بورصة جمهورية التشيك، للفترة (2000-2005) وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار الخطي البسيط، وخلصت الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في ثروة المساهمين بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية ROE & ROA.

### موقع هذه الدراسة من الدراسات السابقة

أغلب هذه الدراسات ارتكزت على دراسة المؤشرات الحديثة ممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية لتقييم الاداء مثل ROA، ROE، ROI وغيرها من المؤشرات التقليدية مقارنة بعوائد الأسهم او القيمة السوقية المضافة، أما الدراسة الحالية تهدف إلى بيان تأثير المؤشرات التقليدية المتمثلة في (ROI، ROA، BFR، RD) والمؤشرات الحديثة المتمثلة في (EVA، MVA) على الأداء المالي معبرا عنه بعوائد الأسهم (EPS) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، وتمت الدراسة التطبيقية على مؤسستي التسيير الفندقية الاوراسي ومؤسسة الصناعة الصيدلانية للفترة الممتدة ما بين (2002-2020) وهي فترة اطول مقارنة بفترات بدراسة شنين عبد النور، وزرقون محمد التي تمت على نفس المؤسستين، بالإضافة إلى استخدام نموذج ARDL الذي من ميزاته أنه يستخدم في حالة العينات صغيرة الحجم.

### 8. التوثيق العلمي للدراسة

تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في الجانب النظري على مجموعة من مراجع باللغتين العربية والأجنبية تتمثل في كتب، مذكرات ماجستير ودكتوراه، إضافة إلى المجلات والمجلات والملتقيات ومواقع الانترنت، أما في جانب دراسة الحالة فقد تم الاعتماد على القوائم والمعلومات المالية المستخرجة من موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، وموقع بورصة الجزائر SGBV.

## 9. محتويات الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، تناول الفصل الأول تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة ففي المبحث الأول تناولنا مدخل مفاهيمي للبورصة والمؤسسات المدرجة فيها وفي المبحث الثاني تناولنا الاطار النظري لتقييم الأداء المالي، أما الفصل الثاني فتحدثنا فيه عن مقاييس تقييم الأداء المالي وتطرقنا فيه إلى اتجاهات ومتطلبات تقييم الأداء المالي كمبحث اول وفي المبحث الثاني مؤشرات تقييم الأداء المالي، في حين ضم الفصل الثالث دراسة حالة حيث حاولنا اسقاط الجزء النظري عليه من خلال تقسيمه هو الاخر إلى مبحثين التعريف ببورصة الجزائر كمبحث أول و تقدير النماذج كمبحث ثاني.

## 10. صعوبات الدراسة

لقد اعترض هذه الدراسة جملة من الصعوبات أهمها:

- ✓ عدم التمكن من الحصول على كل المعلومات المالية اللازمة لذلك لم نتمكن من حساب بعض المؤشرات التي تتطلب اجراء بعض التصحيحات عليها.
- ✓ صعوبة حساب بعض المؤشرات الحديثة رغم الأهمية الكبيرة التي تكتسبها بسبب القوائم المالية الغير مفصلة.
- ✓ قلة عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وهو ما لا يسمح لنا بتطبيق نماذج أخرى كانت قد تعطي نتائج أفضل كاستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data).

## الفصل الأول:

تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة

## تمهيد

تسعى العديد من المؤسسات الدخول للبورصة لحصولها على التمويل الكافي، الأمر الذي يستدعي وجود بورصة الأوراق المالية لأي دولة، لأنها قادرة على تجميع وتخصيص الموارد المالية اللازمة التي تحتاجها المؤسسات بكفاءة. ويعتبر الأداء المالي من المقومات الأساسية للمؤسسات عامة، حيث يوفر لها نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها، كما يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ضروري لتحديد نقاط القوة ونقاط الضعف التي تعاني منها هذه المؤسسات، ومحاولة معالجتها للنهوض من جديد، أو من أجل التأكد من كفاءة كل العوامل المحيطة بها التي تهدف إلى دعم قدرتها في تحقيق الأرباح التي تمكنها من البقاء والنمو في السوق.

لذلك فإن التطرق إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة والمفاهيم الأساسية المرتبطة به يعد أساسيا للإحاطة بجميع جوانبه، وعليه سيتم عرض هذا الفصل على مرحلتين، المرحلة الأولى تنطوي على مفاهيم عامة للبورصة والمؤسسات المدرجة فيها، ثم سيعرض في المرحلة الثانية الإطار النظري لتقييم الأداء المالي حيث سيتم التطرق للمفاهيم الأساسية للأداء المالي وتقييم الأداء المالي.

## المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والمؤسسات المدرجة فيها

يعتبر الدخول الى البورصة أحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، سواء عند إنشائها أو في فترة حياتها وذلك لحصولها على التمويل الكافي لأن اعتمادها على التمويل الذاتي فقط غير كافي لتغطية احتياجاتها، وذلك استلزم عليها اللجوء الى التمويل الخارجي سواء عن طريق البنوك أو البورصة، ولكن لوحظ أن أغلب المؤسسات في الوقت الراهن توجهت من اقتصاد الاستدانة الى اقتصاديات الأسواق المالية.

## المطلب الأول: بورصة الأوراق المالية

قبل التطرق الى أنواع البورصة ووظائفها لا بد لنا في البداية أولاً التطرق الى ظروف نشأتها وتطورها التاريخي وكذا تعريفها وأهميتها.

## الفرع الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية

تم التطرق في هذا الفرع لكل من التطور التاريخي للبورصة وتعريفها وما توليه من أهمية.

## أولاً: التطور التاريخي لبورصة الأوراق المالية

من المعلوم أن كلمة بورصة ليست عربية وإنما هي فرنسية وتعني كيس نقود وسبب إطلاق هذه اللفظة على السوق الذي تعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية، يرجع الى أن التجار كانوا يأتون الى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس<sup>1</sup>، وقيل أن كلمة البورصة مشتقة من اسم أحد الصيارفة لمدينة بروج "bruges" في بلجيكا والذي كان يدعى "Vander bourse" والذي كان تجار المدينة يتجمعون في قصره<sup>2</sup>، وكان يقال: "ذهبنا Chez les bourses" وبعدها تطورت فأصبحت: "ذهبنا A la Bourse"<sup>3</sup>.

ارتبط تطور بورصة الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية<sup>4</sup>، لم تنشأ البورصات بميكلها ونظمها وإدارتها كما هي اليوم بصورة فجائية، وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور، فبورصة الأوراق المالية قد انشقت من بورصة البضائع كما انه لم يكن في السابق خط يفصل

<sup>1</sup> محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ط1، دار الفنائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص31.

<sup>2</sup> عبد الرزاق موري، البورصة، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص7.

<sup>3</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة-تنافس القوانين-اختصاص المحاكم، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص14.

<sup>4</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، ط1، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص21.

بينهما<sup>1</sup>، ولقد أنشأت أول بورصة للبضائع في العالم في باريس عام 1304 في جسر عرف باسم جسر الصرافة "Pont au Change"<sup>2</sup>.

حيث بدأت بظهور الشركات المساهمة وانتشارها ولجوء الحكومات والمؤسسات للاقتراض باستخدام صكوك الأسهم والسندات فباتت الحاجة ملحة لإيجاد وسيلة للتبادل أو التعامل بهذه الصكوك، وبما أن هذه الصكوك تعتبر سلعة كان من الطبيعي أن تتجه هذه السلعة الى دكان يجتمع فيه الناس حتى يسهل تبادلها.

ولما كانت المقاهي تعتبر من الأماكن المثالية لتجمع الناس، فكان من الطبيعي أن تكون مقدمة البورصات فيها، وبمرور الزمن انتقلت التعاملات من المقاهي المتفرقة لتتركز في دكان واحد للاستفادة من مميزات الية السوق التي تتمثل في تقابل قوى العرض والطلب في دكان وزمان واحد مما يكفل معرفة البائعين والمشتريين بأحوال السوق لحظة بلحظة مع تمتعهم بالحرية الكاملة في البيع والشراء.<sup>3</sup>

ثم استقلت بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها حيث صاحب التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الافراد وتوظيفها في المشروعات الانتاجية. هذا التطور بالإضافة الى رواج التعامل في الاوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن البورصات المشهورة في العالم والتي استقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر، بورصة لندن التي نشأت عام 1773م، وبورصة باريس عام 1808م، وبورصة نيويورك عام 1821م، وبورصة طوكيو 1878م، وبورصة هونج كونج 1891م<sup>4</sup>.

أما أهم البورصات التي أنشأت في العالم العربي، فقد تم إنشائها كالتالي<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ط1، دار النفاة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص35.

<sup>2</sup> عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصادية للإستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص6.

<sup>3</sup> مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص11.

<sup>4</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص36.

<sup>5</sup> محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص18.

في عام 1969م أنشأت بورصة كل من تونس والمغرب، في عام 1977م أنشأت بورصة الكويت ثم الأردن في 1978م، في عام 1988م أنشأت بورصة البحرين ثم عمان سنة 1989م، ثم أنشأت في العراق سنة 1993م، وفي عام 1996م تم إفتتاح بورصة فلسطين..... إلخ

### ثانيا: تعريف بورصة الأوراق المالية

إذا أردنا تحديد معنى البورصة، يتعين النظر الى وظيفتها وما تقوم به من أعمال، وهناك العديد من التعاريف لبورصة الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

تعرف بورصة الأوراق المالية على أنها: "سوق منظمة تقام في أماكن معينة في أوقات محددة للتعامل ببيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية، ويتولى عملية البيع والشراء أعضاء محدودون ولا يسمح لسواهم بذلك، يتقاضون عمولة مقابل ذلك، تتم هذه المعاملات في السوق الحاضر بواسطة الحاسوب وأجهزة الاتصال الحديثة"<sup>1</sup>.

كما تعرف على أنها: "ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات، الجماعات المحلية والدولة (بقصد إنشاء وتوسيع المشاريع) والمستثمرون الذين استطاعوا أن يجمعوا ويجندوا الادخار بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات"<sup>2</sup>.

وتعرف كذلك بأنها: "المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها الى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، أي هي عبارة عن حلقة وصل بين المدخرين والمقرضين"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2006، ص35-36.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002، ص45.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص45.



من خلال هذه التعاريف نستنتج أن البورصة هي<sup>1</sup>:

- أسواق منظمة يتم فيها التداول وفق قوانين ولوائح ونظم.
- إنها مكان معلوم محدد مسبقا ويتمتع بقدر كبير من الشفافية.
- يتم داخلها تداول مختلف الأوراق المالي.

### ثالثا: أهمية بورصة الأوراق المالية

تتمثل الأهمية الاقتصادية للبورصة في أنها تساعد على الادخار والاستثمار، فهي تؤدي دورا هاما في الاقتصاد، وتتمثل هذه الأهمية في تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم الى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لتمكين المشاريع من إدارة أعمالها، والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الافراد، كما تزود الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك، فهي بالجملة تخدم الاقتصاد الجزئي والكلية خدمة كبيرة.

وعليه تظهر أهمية البورصة فيما يلي<sup>2</sup>:

- أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه وتنشيطه، على أساس أنها تؤثر بمختلف جوانب الاقتصاد الوطني، كما أنها تتأثر أيضا بهذا الاقتصاد.
- تجذب البورصة فائض رأس المال والذي يستفاد منه في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال مكسب لا دور له الى رأس مال مشتمل له نتائج على مالكة وعلى الاقتصاد بشكل عام، ذلك أن الأسهم والسندات المطروحة للاكتتاب تجعل كل من الأفراد والشركات يستثمرون أموالهم المكدسة والمدخرة رغبة منهم في تحقيق ربح.
- تساهم بشكل واضح في الدفع من مستوى الشركات العمومية والخاصة ذات الأسهم، بتمكينها من جهة بإنجاز مختلف نشاطاتها الاستثمارية، ومن جهة أخرى، تجعل هذه الشركات تعمل على تحسين ورفع من فعاليتها، خوفا منها أن تهبط أسعار أسهمها أو سنداتها وتحفيزها الى المنافسة المشروعة للجميع.
- توفير الأموال الضرورية لإنجاز الاستثمارات ومشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة.

<sup>1</sup> زيدان كريم، محاضرات في مقياس قانون البورصة، مطبوعة دروس موجه لطلبة السنة الثالثة تخصص إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محمد أولحاج، الجزائر، 2019-2020، ص5.

<sup>2</sup> عزيزة بن سميعة، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص122-123.

- مكان التقاء الفاعلين المستثمرين وإطار منظم وآمن لإتمام المعاملات بالشراء والبيع.
- أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما تستلزمه الاستثمارات الكبرى، فيلجؤون الى الاكتتاب بعدد أو بقدر يناسبهم في الأسهم المطروحة، راغبين في تحقيق الربح المناسب والمحفز.
- تؤمن البورصة جوا من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات التي تكرس حرية الاقتصاد "مبدأ اقتصاد السوق".
- تطوير عمل البنوك، إذ أن البورصة تحفز البنوك أملا على تحسين الكفاءة.
- البورصة أداة فعالة لتحقيق برنامج الخصوصية، وذلك من خلال الحصول على المدخرات الخاصة واستخدامها لتمويل المنشأة المملوكة للدولة.

### الفرع الثاني: أنواع البورصات

بعد التطرق لكل من تعريف البورصة وأهميتها تتطرق الآن الى أنواع البورصات، حيث يمكن تصنيف البورصات من حيث طبيعة النشاط الذي تمارسه الى عدة أنواع هي:

#### أولا: بورصة الأوراق المالية

هي أسواق يتم التعامل بها بالأوراق المالية مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات<sup>1</sup>، تعتبر بورصة الأوراق المالية جزء من سوق الأوراق المالية الذي ينقسم الى السوق الأولية والسوق الثانوية<sup>2</sup>، ومن الضروري معرفة كل منهما:

- السوق الأولية (سوق الإصدار): هي السوق التي تباع بها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لأول مرة<sup>3</sup>.
- السوق الثانوية (سوق التداول): هي التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها<sup>4</sup>، وتنقسم الى قسمين<sup>5</sup>:

✓ القسم الأول هو البورصة أو يطلق عليها أيضا السوق المنظمة أو السوق المزاد أو السوق الرسمية،

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط1، دار وائل لطباعة والنشر، الأردن، 1998، ص134.

<sup>2</sup> منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، ط1، دار المصرية اللبنانية، مصر، 2007، ص24.

<sup>3</sup> أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص23.

<sup>4</sup> منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص25.

<sup>5</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، ط1، مركز النشر العلمي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص8-9.

✓ القسم الثاني هو سوق تداول خارج البورصة ويطلق عليها السوق الغير منظمة، والسوق الغير رسمية، والسوق الموازية.

### ثانيا: بورصة البضائع

يطلق عليها البورصات التجارية، أو بورصات العقود، حيث يجرى فيها التعامل على حاصلات معينة كالقطن والصوف وغير ذلك، وفيها يرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة ويكون التسديد حسب الاتفاق<sup>1</sup>.

### ثالثا: بورصات المعادن الثمينة

هي البورصة التي يتم فيها تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة واللاتين وغيرها من المعادن ذات القيمة العالية<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية

تؤدي البورصة وظيفتها التمويلية والاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين الى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي الى الذين لديهم عجز مالي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني<sup>3</sup>، وبشكل أكثر تفصيلا يمكن حصر أهم وظائف البورصة كالتالي<sup>4</sup>:

#### أولا: الوظيفة التمويلية

تقوم البورصة بتعبئة المدخرات وتوجيهها التوجيه الصحيح، وكذلك التخصيص الجيد للموارد من أجل تمويل أنشطة الاستثمار المتنوعة من صناعية وتجارية وعمرانية، وبالشكل الذي يعمل على تنشيط التقدم الصناعي للبلاد.

#### ثانيا: وظيفة الاشراف والرقابة والتنظيم

تتمثل وظيفة الاشراف والرقابة والتنظيم التي تمارسها الجهات المشرفة في البورصة في وضع وتطبيق التشريعات لتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية، ووضع الآليات المناسبة بما يكفل الإفصاح الكامل والشفافية الواضحة

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص76.

<sup>2</sup> مرجع نفسه، ص78.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص59.

<sup>4</sup> بلعزام مبروك، محاضرات في مقياس نظام البورصة، مطبوعة موجه لطلبة السنة الأولى تخصص قانون المؤسسات المالية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة لمين دباغين سطيف2، الجزائر، 2019-2020، ص 7-8.

للمعلومات المتعلقة بتلك العمليات وبالجهات المدرجة وبما يضمن حقوق كافة المتعاملين فيها ويحميهم من الممارسة الضارة بهم.

### ثالثا: إدارة وتوزيع المخاطر

يعد المتعاملون في الأوراق المالية أكثر الأطراف في البورصة تعرضا للمخاطرة، تبعا لنجاح أو فشل الجهة التي يتم التعامل في الأوراق المالية، ومن هنا تأتي أهمية بورصة الأوراق المالية في كونها أداة تحذير وتنبيه للمستثمرين.

### رابعا: إنعاش سوق الإصدار

إذا كانت السوق الأولية لها أهمية كبيرة في توفير تمويل مباشر للمؤسسات، فإن نجاح هذه السوق الأولية مرهون بوجود سوق تداول نشطة أي البورصة، تعمل وفق قوانين ورقابة فعالة، تحقق مرونة في التداول، وحماية للمستثمرين وسرعة في تسوية المعاملات.

### خامسا: التخصيص الكفاء للموارد

إن ارتفاع أسعار الأوراق المالية لبعض القطاعات ينبىء عن رواج أنشطة هذه القطاعات، وهنا يتجه رجال الأعمال بأموالهم وجهودهم نحو القطاعات الآخذة في النمو والرواج، ويقومون بإنشاء مؤسسات جديدة، أو التوسع في المؤسسات القائمة، كما يجمعون عن التوسع في القطاعات التي انخفضت أسعار أوراقها المالية نتيجة ركود أنشطتها وكسادها.

### سادسا: البورصة أداة للخصوصية

تلجأ الحكومات الى خصخصة المؤسسات العمومية، وتسمح بتقويمها تقويميا حقيقيا.

### سابعا: تساهم البورصة في اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي

تعتبر البورصة عاملا مساعدا على اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي عن طريق جذب الاستثمار ومنح التمويل.

## المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في البورصة

تسعى العديد من المؤسسات إلى الدخول إلى البورصة من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام بغية تجميع مبالغ مالية معتبرة وبالتالي توسيع نشاطها، وسيتم من خلال هذه النقطة تعريف المؤسسات المدرجة في البورصة، شروط إدراجها وكذا مزايا وعيوب الإدراج.

### الفرع الأول: تعريف المؤسسات المدرجة في البورصة

تعد شركة المساهمة الشكل الذي تتخذه المؤسسة الاقتصادية التي تريد الدخول إلى البورصة، وبناء على ذلك يمكن تعريف شركة المساهمة وفقا لما عرفها المشرع الجزائري حسب نص المادة 592 من القانون التجاري بأنها: " الشركة التي يقسم رأس مالها إلى حصص وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة"<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: شروط الإدراج في البورصة

تشارك العديد من الدول في بعض من شروط الإدراج فيما يخص المؤسسة التي تطلب دخول قيمها المنقولة إلى البورصة، ويمكن تلخيصها من خلال الأسطر التالية<sup>2</sup>:

- من ناحية الوضعية القانونية: ويشترط فيها:
  - ✓ أن تكون المؤسسة شركة ذات أسهم منشأة وفق القواعد القانونية المعمول بها في كل الدولة.
- من ناحية الوضعية التنظيمية: ويشترط فيها:
  - ✓ أن تبرر المؤسسة وجود هيئة للمراقبة الداخلية، وإن لم تتوفر مثل هذه الهيئة لدى المؤسسة فعليها تنصيبها خلال فترة قصيرة تلي قبول قيمها المنقولة للتداول في البورصة.
  - ✓ أن تعين المؤسسة وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدراج.
- من ناحية الوضعية المالية: ويشترط فيها:
  - ✓ أن تنشر المؤسسة الكشوف المالية المصادق عليها لأخر سنواتها المالية التي تم خلالها تقديم طلب الإدراج (عادة ما تكون اخر سنتين أول ثلاث سنوات).

<sup>1</sup> المشرع الجزائري المادة 592 من القانون التجاري.

<sup>2</sup> يسمينه ربحاني، بورصة القيم المنقولة الية لتمويل المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية السياسية والاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، الجزائر، المجلد 57، العدد 2، 2020، ص 355-356.

- ✓ أن تثبت المؤسسة أنها حققت أرباحا مالية خلال السنة المالية السابقة لطلب الإدراج.
- ✓ ألا يقل رأس مالها عن الحد الأدنى المحدد لدى البورصة.
- ✓ أن تتراوح نسبة رأس المال المحرر للجمهور بين 10%-20%.

### الفرع الثالث: مزايا وعيوب الإدراج في البورصة

تمنح عملية الإدراج في البورصة للمؤسسات العديد من المزايا نذكر منها<sup>1</sup>:

- إمكانية إصدار أوراق مالية وطرحها في السوق المالي للقيام بعملية نمو واستثمار من جمع مدخرات المستثمرين، وتسديدهم عن طريق أوراق حقيقية.
- توسيع رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل.
- التسعير المستمر لقيمة أسهم المؤسسة مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة.
- إمكانية تحسين صورة المؤسسة عبر الزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور.
- تسجيل الأوراق المالية يمثل نوعا من الدعاية والإعلان عن المؤسسة وعن أسهمها التي يتم تسجيلها في البورصة، ومن ثم فإنه يمثل نوعا من الدعم لها، ويسهم في توفير الثقة بها وبالأوراق الصادرة عنها.
- وفاء العمال والمستخدمين من خلال منحهم فرصة المشاركة في رأس المال وإمكانية الحصول على علاوة محفزة والتحسيسية والمصاريف الإدارية والقانونية المتعلقة بعملية الاكتتاب.

رغم المزايا التي تمنحها عملية الإدراج في البورصات للمؤسسات إلا أنها تجعلها تتعرض لجملة من المساوئ وهو ما سيتم توضيحه على النحو التالي<sup>2</sup>:

- تحمل الشركة لتكاليف إضافية، والمتعلقة بمصاريف الخبراء والمستشارين وكذلك مصاريف الحملات الإعلامية.
- نقص في احتجاز الأرباح، حيث أن الزيادة في رأس المال عن طريق الاكتتاب العام تلزم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين دوريا.

<sup>1</sup> بن معاوية سميحة، دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي، مجلة دراسات اقتصادية،

المجلد 18، العدد 1، الجزائر، 2020، ص 189-190.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

- الشفافية والإفصاح يؤدي إلى انعدام الخصوصية والسرية حول معلومات المؤسسة (المبيعات، هوامش الربح، التوزيعات)، وهذا ما يجعل العملاء والخبراء والمنافسين قادرين على التنبؤ بأهدافها ومستقبلها كما أن التزام المؤسسة بنشر القوائم المالية في الجرائد الوطنية (عمومية وخاصة) يترتب عنه تكلفة إضافية.

## المبحث الثاني: الإطار النظري لتقييم الأداء المالي

مهما كان للمؤسسة موارد متنوعة ومختلفة فلا يمكن لها استغلالها إلا عن طريق إدارة رشيدة ومتطورة، ولكي تستطيع هذه الإدارة معرفة ما حققته من نتائج وما ضيعته من فرص إلا عن طريق تقييم أداؤها خاصة الأداء المالي. يعتبر كل من مفهوم الأداء والأداء المالي من المفاهيم الجوهرية في مختلف المجالات حيث يحظيان بأهمية كبيرة بالنسبة للمسيرين والمستثمرين، وخلال هذا المبحث سيتم التطرق لكلا المفهومين.

## المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي

إن مالية أي مؤسسة هي عمادها، وإذا افتقدت المؤسسة هذا العماد افتقدت توازنها، لذا يعد الأداء المالي من المقومات الرئيسية للمؤسسات، والذي يساعد على استمرارها ونموها وحتى يتمكن متخذ القرارات المالية من القيام بعمله بكفاءة، لا بد من وجود هدف أو أهداف محددة تهدف إلى تحسين الأداء المالي، يعتبر الأداء المالي أحد المصطلحات الحساسة جدا في المؤسسة.

## الفرع الأول: الأداء المالي

قبل التطرق إلى تعريف الأداء المالي يجب التطرق لمفهوم الأداء، ويحظى هذا الأخير بأهمية كبرى في تسيير المنظمات لذلك نال ولا يزال الاهتمام المتزايد من طرف الباحثين المفكرين والممارسين في مجال الإدارة والتسيير وهذا من منطلق أن الأداء يمثل الدافع الأساسي لوجود أية منظمة من عدمه كما يعتبر الأمل الأكثر اسهاما في تحقيق هدفها الرئيسي ألا وهو البقاء والاستمرارية.

## أولا: الأداء وميادينه

أولا تطرقنا لكل من تعريف الأداء وميادينه.

## 1. تعريف الأداء

يجدر الإشارة إلى أن الاشتقاق اللغوي لمصطلح الأداء مستمد من الكلمة الإنجليزية "To Perform"، وقد اشتقت هذه الكلمة بدورها من اللغة اللاتينية "Performer" والتي تعني تنفيذ مهمة أو تأدية العمل.<sup>1</sup> لقد

<sup>1</sup> الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، الجزائر، العدد 7، أوت 2009-2010، ص 217.



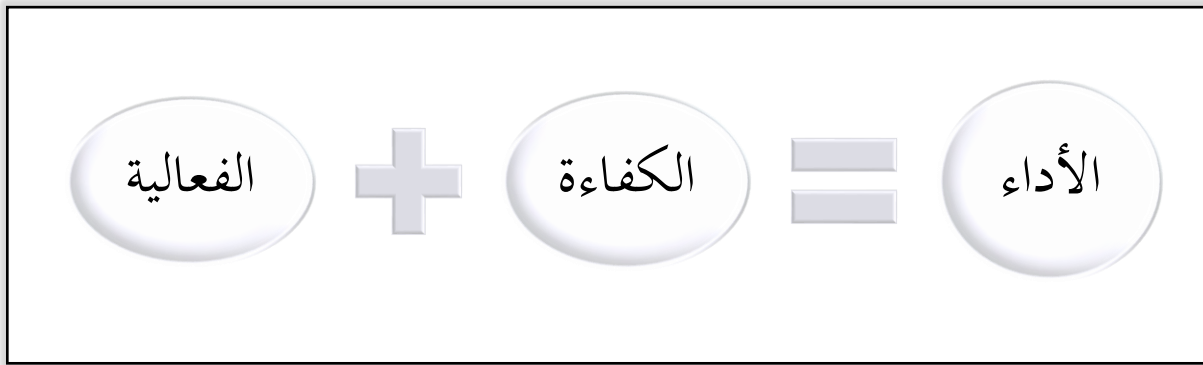
تناول العديد من الباحثين مفهوم الأداء من خلال المقاييس المعتمدة في تحديد أبعاد الأداء لذلك توجد العديد من المفاهيم التي تطرقت لهذا المصطلح، ومن هنا سوف نتطرق لمجموعة من التعاريف للأداء:

ينظر (Miller et Bromily) الى الأداء على أنه " : انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية، واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها".<sup>1</sup>

ويعرف (حمزة محمود الزبيدي) الأداء على أنه: " أنه سلسلة من النشاطات المرتبطة بوظيفة متخصصة أو نشاط جزئي تقوم به الإدارة لتحقيق هدف معين".<sup>2</sup>

حسب (Wiersca et Roduis): " يعبر عن الأداء بكونه قدرة المنظمة على تحقيق أهدافها طويلة الأجل".<sup>3</sup> عرفه (عبو وبوقسري) بأنه: " الفعل الذي يقوم بتحويل المدخلات الى مخرجات ذات مواصفات محددة وبأقل التكاليف، والذي يمكن قياسه انطلاقاً من ثلاث مؤشرات تتمثل في الإنتاجية والربحية والقيمة السوقية".<sup>4</sup> ويتكون مصطلح الأداء من مكونين رئيسيين هما الفعالية والكفاءة أي أن المنظمة التي تتميز بالأداء هي التي تجمع بين عاملين الفعالية والكفاءة في تسييرها كما يوضح الشكل الموالي:

شكل رقم (1-1): مكونات الأداء



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التعاريف السابقة.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف، إدارة الأداء، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص16.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، ط2، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص89.

<sup>3</sup> وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، ط1، دار وائل لنشر، الأردن، 2009، ص38.

<sup>4</sup> نور الدين مزهودة، دور نظام تخطيط موارد المؤسسات في تحسين أداء المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTP، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 9، 2016، ص221.

## 1.1 الفعالية

هي القدرة على تحقيق الأهداف مهما كانت الإمكانيات المستخدمة في ذلك، أي أنها تهدف فقط الى قياس مدى تحقيق الأهداف بغض النظر عن الإمكانيات<sup>1</sup>، ويتم قياس الفعالية باستخدام طريقتين هما<sup>2</sup>:

الطريقة الأولى:

تعتمد في القياس على عنصري النتائج المحققة والنتائج المتوقعة.

$$\text{Efficacité} = Rm/Rp$$

حيث:

- Rm: النتائج المحققة.

- Rp: النتائج المتوقعة.

وهي تسمح بالحكم على درجة تحقيق الأهداف.

الطريقة الثانية:

تبنى هذه الطريقة في قياس عاملي الإمكانيات المستخدمة والإمكانيات المتوقعة لتحقيق النتائج المتوقعة.

$$\text{Efficacité} = Mm/Mp$$

حيث:

- Mm الإمكانيات المحققة.

- Mp الإمكانيات المتوقعة.

<sup>1</sup> عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009، ص126.

<sup>2</sup> الصادق محمد محمود علي المهير، دور وظائف الإدارة المالية في رفع كفاءة الأداء المالي لتحقيق أهداف منظمات الأعمال، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في إدارة الاعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2015، ص74-75.

## 2.1 الكفاءة

بمعنى حسن الاستفادة من الموارد أو حسن استخدام الموارد التي تقرر استخدامها، كذلك فإن الكفاءة تشير إلى إنجاز عمل ما بالشكل الصحيح<sup>1</sup>. ويتم قياس الكفاءة عادة كما يلي<sup>2</sup>:

$$\text{Efficiency} = Rm/Mr$$

حيث:

- Rm: النتائج المحققة (أهداف محققة).

- Mr: الموارد المستخدمة (الوسائل المستعملة).

كما يمكن أن تقاس وفقاً لما يلي:

$$\text{Efficiency} = Rp/Mp$$

حيث:

- Rp: النتائج المتنبئ بها.

- Mp: الموارد المتنبئ استخدامها لتحقيق النتائج المتنبئ بها.

## 2. ميادين الأداء

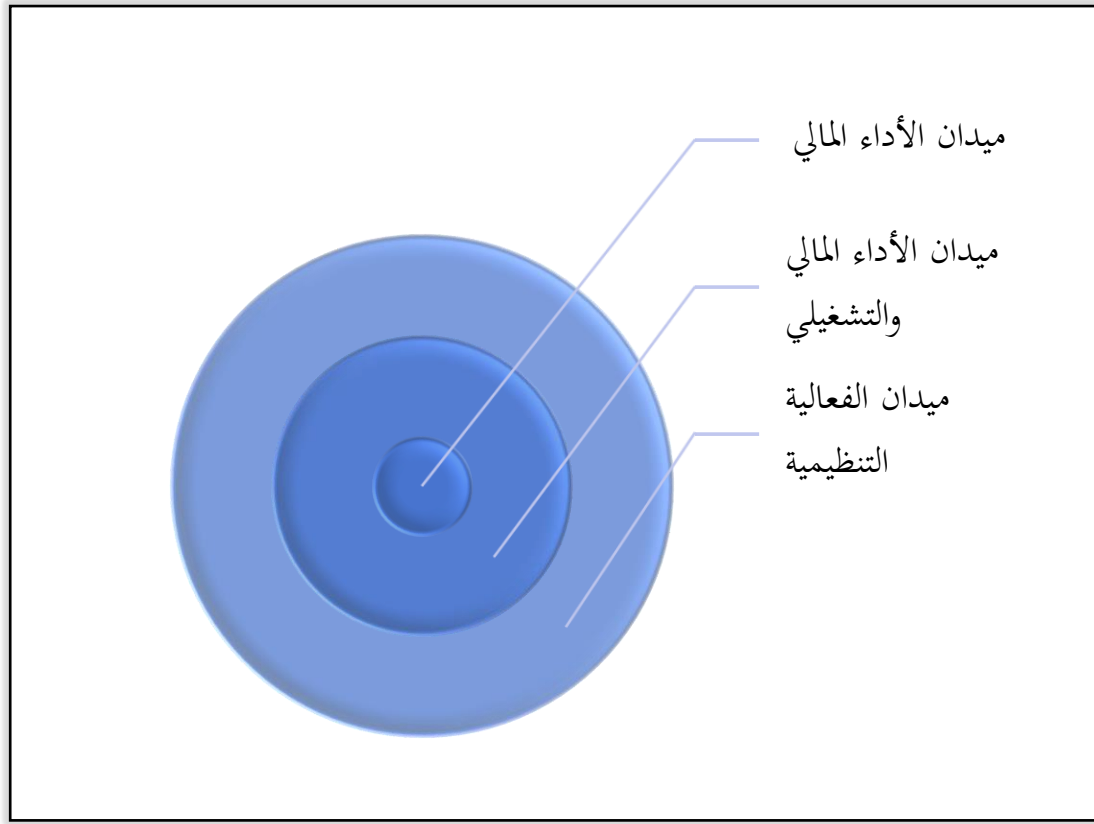
للأداء مجالات معينة يعكس كل منها هدفاً معيناً تسعى المؤسسة لتحقيقه، ولقد حددت مجالات الأداء في عدة ميادين تتمثل فيما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> محمد أبو نصر مدحت، الأداء الإداري المتميز، ط1، المجموعة العربية للتدريب والنشر، مصر، 2008، ص84.

<sup>2</sup> الصادق محمد محمود علي المهير، مرجع سبق ذكره، ص75.

<sup>3</sup> علاء فرحان طالب، إيمان شبحان المشهدي، الحوكمة المؤسسية والأداء الاستراتيجي للمصارف، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص66-67.

شكل رقم (1-2): ميادين الأداء



المصدر: علاء فرحان طالب، إيمان شيحان المشهاداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص66.

● **ميدان الأداء المالي:**

يرتبط هذا الميدان بالجانب المالي ويشير الى المفهوم الضيق للأداء في المنظمات.

● **ميدان الأداء المالي والتشغيلي:**

يجمع بين الأداء المالي والعملياتي ويعبر عن المفهوم الواسع للأداء حيث يستخدم بالإضافة الى مؤشرا لمالية مؤشرات تشغيلية.

● **ميدان الفعالية التنظيمية:**

وهو المفهوم الأوسع والأشمل للميادين ويدخل ضمنه كل من الأداء المالي والتشغيلي.

## ثانيا: تعريف الأداء المالي

من الصعب تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي وذلك لاختلاف وجهات النظر من باحث الى اخر ومن التعريفات التي قدمت للأداء المالي ما يلي:

يعرف الأداء المالي على أنه: " يمثل المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم".<sup>1</sup>

كما يعرف بأنه: " تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة".<sup>2</sup>

في حين يعرفه بعض الباحثين على أنه: " مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرهما في الاستخدامات ذات الاجل الطويل وذات الاجل القصير من اجل تشكيل ثروة".<sup>3</sup>

رغم وجود العديد من التعاريف نلاحظ أنه يوجد قاسم مشترك يجمعها مع بعض وهو تمحورها حول قدرة المؤسسة في تحقيق أهدافها المسطرة واستخدام الأمثل للموارد.

ومما سبق تتفق الباحثتان مع وهيبة رمضان محمد حسين أن الأداء المالي يعتبر أداة تحفيز لإنجاز القرارات الاستثمارية، وأيضاً أداة لتدارك الثغرات والمشاكل التي قد تظهر. ويتحدد الأداء المالي بمجموعة من العوامل منها العوامل المؤثرة في المردودية المالية أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على الأموال الخاصة، مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاز السياسات المالية وتحقيق فوائض من الأرباح، مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف

<sup>1</sup> محمود محمد خطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص45.

<sup>2</sup> عبد النور شنين، محمد زرقون، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 1، 2015، ص243.

<sup>3</sup> دادان عبد الغني، كمامسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 08-09 مارس 2005، ص304.

العامّة، لذلك فهو مفهوم واسع ونشاط شمولي مستمر بالمؤسسة يهدف إلى استغلال مواردها المالية والبشرية والمادية وبما يتلاءم مع ظروف البيئة الداخلية والخارجية وبكفاءة وفعالية لتحقيق أهدافها الاستراتيجية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خصائص وأهمية الأداء المالي

يضم هذا الفرع كل من خصائص الأداء المالي وأهميته.

#### أولاً: خصائص الأداء المالي

تتمثل خصائص الأداء المالي فيما يلي<sup>2</sup>:

- أداة تعطي صورة واضحة على الوضع المالي القائم في المؤسسة الاقتصادية.
- يحفز الإدارة لبذل المزيد من الجهد لتحقيق أداء مستقبلي أفضل من سابقته.
- أداة تدارك الانحرافات والمشاكل التي قد تواجه المؤسسة وتحديد مواطن القوة والضعف.
- وسيلة جذب المستثمرين للتوجه للاستثمار في المؤسسة.
- آلية أساسية وفعالة لتحقيق أهداف المؤسسة.

#### ثانياً: أهمية الأداء المالي

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

وتنبع أهمية الأداء المالي أيضاً وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها، وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقاً للأهداف العامة للشركات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> وهيبية رمضان محمد حسين، إبراهيم فضل المولى البشير، أثر إستراتيجية التميز في الأداء المالي للمصارف التجارية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، العدد 26 (2)، 2015، ص 113.

<sup>2</sup> نوبلي نجلاء، استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب (بسكرة)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: محاسبة، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2014-2015، ص 150.

<sup>3</sup> محمود محمد الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 46-47.

حيث إن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف الآتية<sup>1</sup>:

- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط الشركة وطبيعته وكما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومدى توزيعات على سعر السهم.
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع الشركات.

لذلك يتم تحديد المؤشرات التي توفر للشركة أدوات وطرق تحليل الأداء المالي، حيث إن الغرض من تقييم الربحية وتحسينها هو تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهم، والغرض من تقييم السيولة هو تحسين قدرة الشركة في الوفاء بالالتزامات، أما الغرض من تقييم النشاط هو معرفة كيفية توزيع الشركة لمصادرهما المالية واستثمارها، والغرض من تقييم الرفع المالي معرفة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، والغرض من تقييم التوزيعات معرفة سياسة الشركة في توزيع الأرباح، أما الغرض من تقييم حجم الشركة فهو يزودها بمجموعة من الميزات ذات أبعاد اقتصادية بالإضافة إلى تحسين القدرة الكلية للشركة.<sup>2</sup>

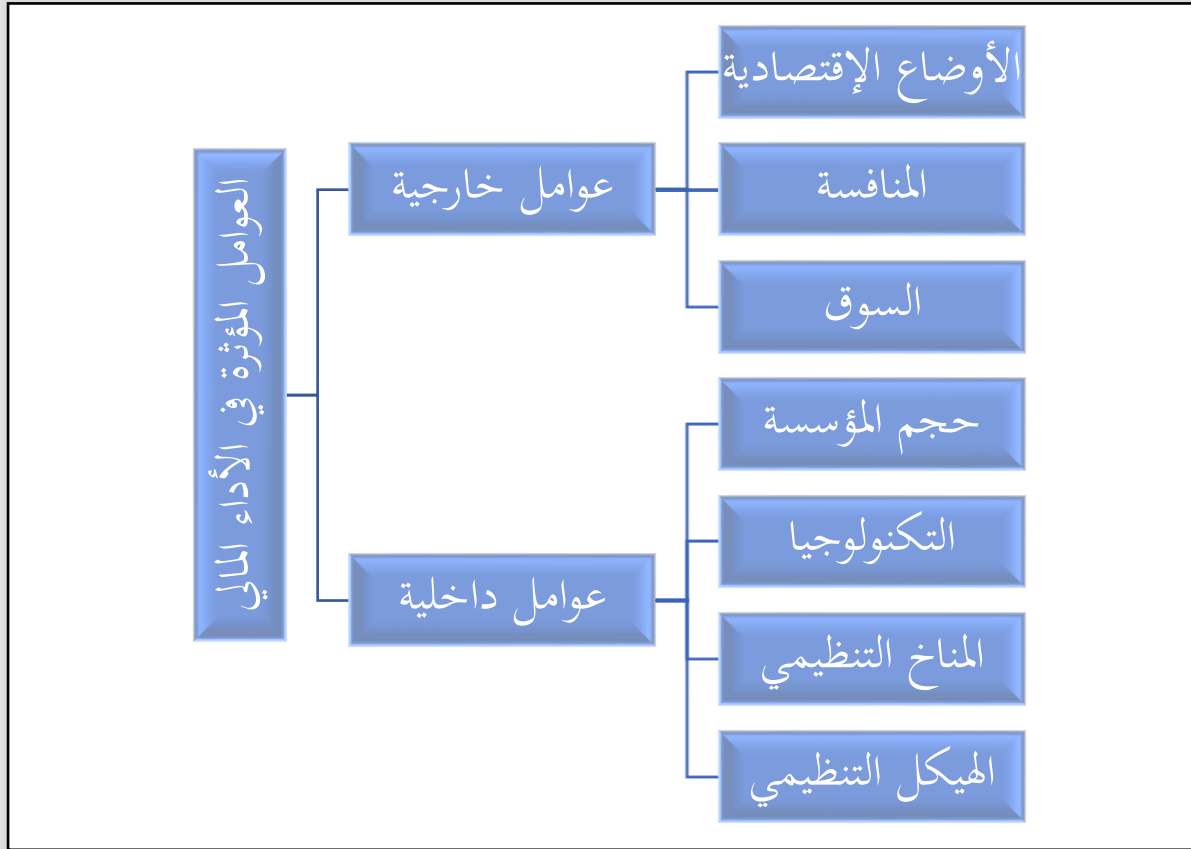
<sup>1</sup> توفيق سميح محمد الاغوات، دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الاسراء، الأردن، 2014-2015، ص40.

<sup>2</sup> محمود محمد الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص48.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي

تصنف العوامل المؤثرة بالأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الى عوامل داخلية وأخرى خارجية ويمكن تلخيصها في الشكل التالي:

شكل رقم (1-3): العوامل المؤثرة في الأداء المالي.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاستعانة ب:

- بن نذير نصر الدين، شملال أيوب، لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء **SPE**، المؤتمر الدولي الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الابداع، جامعة البليدة2، الجزائر، 25 أفريل 2017، ص 9-10.



أولاً: العوامل الداخلية

تتمثل هذه العوامل في مجموعة من المتغيرات التي تستطيع المؤسسة التحكم فيها لحد ما والسيطرة عليها بزيادة أثارها الإيجابية أو التقليل من أثارها السلبية مما يؤثر على أداء المؤسسة ككل وخاصتنا الأداء المالي، وتتمثل هذه العوامل في<sup>1</sup>:

- **الهيكل التنظيمي:** هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركات وأعمالها، ففيه تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات. ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء المؤسسات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام بها ومن ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة الى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في المؤسسة والمساعدة في اتخاذ القرارات بأكثر فعالية وكفاءة.
- **المناخ التنظيمي:** هو شفافية التنظيم واتخاذ القرار بأسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، أي إدراك العاملين أهداف المؤسسة ومهامها ونشاطاتها مع ارتباطها بالأداء، ويجب أن يكون اتخاذ القرار بطريقة عقلانية وعلى الإدارة أن تشجع الموظفين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، حيث يقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة إيجابية وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وتقديم معلومات لمتخذي القرارات لتحديد صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء عند التصرف في أموال المؤسسة.
- **التكنولوجيا:** هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في المؤسسة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب، وتكنولوجيا التحسين المستمر...إلخ. لذلك وجب على المؤسسة تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات والتي لبد لهذه المؤسسات من التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف الملائمة بين التقنية والأداء المالي وتعمل التكنولوجيا

<sup>1</sup> بن نذير نصر الدين، شمال أوب، لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء **SPE**، المؤتمر الدولي الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الابداع، جامعة البليدة2، الجزائر، 25 أبريل 2017، ص9-

على شمولية الأداء لأنها تغطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وخفض التكاليف والمخاطر بإضافة الى زيادة الأرباح والحصة السوقية.

- **حجم المؤسسة:** يقصد بالحجم هو تصنيف المؤسسات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لتصنيف أو قياس حجم المؤسسة منها:  
إجمالي الموجودات أو إجمالي الودائع، إجمالي المبيعات، إجمالي القيمة المضافة.  
ويعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء للمؤسسات، فقد يشكل الحجم عائقاً على أداء المؤسسة حيث أن زيادة الحجم تؤثر على عملية إدارة المؤسسة وتصبح أكثر تعقيداً ومنه يصبح أداؤها أقل فعالية، وبشكل إيجابي من حيث أنه كلما زاد حجم المؤسسة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالمؤسسة وأن سعر المعلومة للوحدة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل بزيادة حجم المؤسسة، وقد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء المؤسسات تبين من خلالها أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية.

#### ثانياً: العوامل الخارجية

تتمثل هذه العوامل في مجموعة من المتغيرات التي لا تستطيع المؤسسة التحكم فيها وتعبّر عن كل ما خارج المؤسسة بمختلف أبعاده، مما يؤثر على أداء المؤسسة ككل والأداء المالي خاصة إما بشكل فرص أو تهديدات، وتتمثل هذه العوامل بالإضافة الى القوانين والتشريعات في<sup>1</sup>:

- **السوق:** يوجد العديد من الأشكال التي يمكن أن تأخذها أسواق السلع الاقتصادية، حيث يعتمد ذلك على هيكل السوق والسلوك الذي تقوم المؤسسة بإتباعه من أجل تحقيق هدفها الأساسي وهو تعظيم الأرباح، ويؤثر السوق في الأداء المالي من الناحية قانوني العرض والطلب فإن تميز السوق بالانتعاش وكثرة الطلب فان ذلك سيؤثر بإيجابية على الأداء المالي، أما في الحالة العكسية فسنلاحظ تراجع في الأداء المالي.
- **المنافسة:** تعتبر المنافسة سلاح ذو حدين بالنسبة للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، فراها قد تعتبر المحفز لتعزيزه عندما تواجه المؤسسة تداعيات المنافسة فتحاول جاهدة لتحسين صورتها ووضعها المالي عن طريق أداءها المالي لتواكب هذه التداعيات، أما من جهة أخرى فان لم تكن المؤسسة أهلاً لهذه التداعيات ولا تستطيع مواجهة المنافسة فان وضعها المالي يتدهور وبالتالي الأداء المالي يسوء.

<sup>1</sup> نوبلي نجلاء، مرجع سبق ذكره، ص 152-153.

- الأوضاع الاقتصادية: إن الأوضاع الاقتصادية العامة قد تؤثر على الأداء المالي سواء بطريقة سلبية أو على العكس، فنجدها مثلا في الأزمات الاقتصادية، أو حالات التضخم تؤثر بالسلب على الأداء المالي، أما في حالة ارتفاع الطلب الكلي أو دعم الدولة لإنتاج ما قد يؤثر بإيجابية على الأداء المالي.

### المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي

يعد تقييم المؤسسات الاقتصادية ذو أهمية بالغة في النشاط الاقتصادي، حيث أصبح المسكرون يبحثون عن أفضل الطرق للتقييم الدقيق للمؤسسة من أجل إعطاء قيمة ذات مصداقية للقيمة الحقيقية للمؤسسة. حيث تعد عملية تقييم الأداء المالي من العمليات التي تساعد على التعرف على كل من كفاءة وفعالية الأداء المالي للمؤسسة، وكذلك كشف مختلف الانحرافات وتصحيحها مما يساعد على بقاءها ونموها.

### الفرع الأول: ماهية تقييم الأداء المالي

من خلال هذا الفرع سيتم تحديد مفهوم تقييم الأداء المالي وأهميته وأهدافه، ليتم بعد ذلك تسليط الضوء على كل من أسسه وخطواته في الفرع الثاني والثالث.

### أولا: تعريف تقييم الأداء المالي

توجد عدة تعريفات لتقييم الأداء المالي تكاد تكون متشابهة فيما بينها، سنحاول عرض بعض منها:

"يعنى تقييم الأداء المالي للمؤسسة تقديم حكما ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحدة (إدارة المؤسسة ومدى إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة). أي تقييم الأداء المالي هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه، ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة"<sup>1</sup>.

كما يعرف تقييم الأداء المالي بأنه "يعني تقديم حكما ذو قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة لإدارة المنظمة وعلى طريقة الاستجابة لإشباع رغبات أطرافها المختلفة. وبمعنى حريي يعتبر تقويم الأداء المالي للمنظمة قياسا للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفا"<sup>2</sup>. من التعريف يتضح لنا ان عملية تقييم الأداء

<sup>1</sup> دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتور في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006-2007، ص34.

<sup>2</sup> السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الاعمال (والتحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2000، ص38.

المالي تتمحور حول عنصرين أساسيين هما: القياس التي يتم من خلال مجموعة من المؤشرات، وإصدار أحكام على ما تم قياسه.

وفي تعريف آخر بأنه عبارة عن " وسيلة لتزويد إدارة الشركة بالتغذية الراجعة، التي تسترشد بها في صياغة استراتيجياتها والنهوض بمستوى أدائها، كما ان تقييم الأداء يزود المؤسسة بتغذية عكسية من الإداء المالي من أجل تطويره بخطط مستقبلية، ويزودها بوثائق داعمة للقرارات المتعلقة بالأمور المالية".<sup>1</sup>

يعرف أيضا على أنه " قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي المشروع (الأصول، المطلوبات، حقوق المساهمين / النشاط التشغيلي) للوقوف على درجة التوازن بين هذه العناصر، وبالتالي تحديد مدى متانة المركز المالي للمشروع، وعلى ضوء ذلك يمكن التنبؤ بالفشل المالي".<sup>2</sup>

ومن خلال هذه التعاريف يمكن القول بأن تقييم الأداء المالي هو عبارة عن عملية ممنهجة والتي يقوم من خلالها الحكم على كفاءة الأداء المالي للمؤسسة وذلك باستخدام مجموعة من المؤشرات من أجل اتخاذ قرارات رشيدة في المستقبل.

### ثانيا: أهمية وأهداف تقييم الأداء المالي

لتبسيط الضوء أكثر على عملية تقييم الأداء المالي لا بد من التطرق لأهميته وأهدافه.

#### 1. أهمية تقييم الأداء المالي

تحتل عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسات بأهمية خاصة، نظرا لأهمية الأداء المالي من جهة، ونظرا لأهمية عملية التقييم ودورها داخل المؤسسة من جهة ثانية، وفيما يلي نبين أهمية تقييم الأداء المالي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> مشعال جهاز المطيري، تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2010-2011، ص12.

<sup>2</sup> طلال كسار، مراد الكواشي، دور مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي للشركات، مجلة الباحث الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة 20 أوت 1955، الأردن، العدد 3، 2015، ص12.

<sup>3</sup> محمد رمزي جودي، أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية-المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية-دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2014-2015، ص94-95.

- يبين تقييم الأداء المالي قدرة المؤسسة على تنفيذ ما تم التخطيط له من أهداف، وذلك من خلال مقارنة النتائج المتحققة أو الفعلية مع المستهدف منها أو مع ما تم التخطيط له، والكشف عن الانحرافات واقتراح وتقديم المعالجات اللازمة لها مما يعزز من أداء المؤسسة المالي.
- يساعد تقييم الأداء المالي في الكشف عن النمو أو التطور الذي حققته المؤسسة في أدائها، وهل هي تسير نحو التطور والنمو أو العكس، ويتم ذلك بمقارنة النتائج الفعلية لأداء المؤسسة زمانياً أو مكانياً مقارنة بالمؤسسات المماثلة الأخرى.
- يكشف تقييم الأداء المالي عن مدى مساهمة المؤسسة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تحقيق أكبر قدر من العوائد بأقل التكاليف، والتخلص من عوامل الهدر والضياع في الوقت والجهد والمال، مما يعود على الاقتصاد والمجتمع بالفائدة.
- يساعد تقييم الأداء المالي على تحقيق الأهداف المحددة في خطط والبرامج والميزانيات.
- يوضح تقييم الأداء المالي كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المالية المتاحة تحت تصرف المؤسسة.
- يساعد تقييم الأداء المالي في تحديد التحسينات الضرورية التي تسعى المؤسسة لإحداثها لتطوير أدائها المالي.

## 2. أهداف تقييم الأداء المالي

- تسعى المؤسسة من خلال تقييم أداءها الى تحقيق جملة من الأهداف، أهمها<sup>1</sup>:
- توفير مقياس لمدى نجاح المؤسسة من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها.
- إن النجاح مقياس مركب يجمع بين الكفاءة والفعالية، وبالتالي تستطيع المؤسسة مواصلة البقاء والاستمرار في العمل.
- يوفر نظام تقييم الأداء المالي معلومات لمختلف المستويات الإدارية في المؤسسة.
- يظهر تقييم الأداء المالي التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ، وذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي في المؤسسة.
- يساعد على إيجاد نوع من المنافسة بين الأقسام والإدارات والمؤسسات المختلفة، وهذا بدوره يدفع المؤسسة لتحسين مستوى أدائها.
- تقييم الأداء المالي يؤدي الى تحقيق الأهداف المحددة.

<sup>1</sup> شريف غباط، مهري عبد المالك، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر قياس المردودية-دراسة حالة مؤسسة البناء والاشغال العمومية (ERTP)- خلال الفترة 2011-2013، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، المجلد 24، العدد2، 2011، ص140.

## الفرع الثاني: أسس تقييم الأداء المالي

ترتكز عملية تقييم الأداء على مجموعة من الأسس العامة أهمها<sup>1</sup>:

## أولاً: تحديد أهداف المنظمة

لكل منظمة عدد من الأهداف تسعى الى تحقيقها، لذلك ينبغي أولاً تحديد هذه الأهداف ودراستها للتعرف على مدى دقتها وواقعيتها. ويتمثل التحديد الدقيق لأهداف منظمات الأعمال في ترجمة الهدف العالم وتحويله إلى مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي تعبر عن أوجه النشاط الرئيسية تعبيراً دقيقاً وبطريقة عملية على أن يتم ترتيب هذه الأهداف بحسب أهميتها النسبية ومدى ارتباطها بالأهداف القومية.

## ثانياً: وضع الخطط التفصيلية لتحقيق الأهداف

يتمثل هذا الأساس في ضرورة وضع خطط تفصيلية لكل مجال من مجالات النشاط تعكس السياسات الخاصة بتحديد الموارد الإنتاجية اللازمة وكيفية الحصول عليها من ناحية ثم تحديد أوجه استخدام تلك الموارد بشكل يحقق أقصى استفادة ممكنة من ناحية أخرى.

## ثالثاً: تحديد مراكز المسؤولية

تتطلب عملية تقييم الأداء ضرورة تحديد مراكز المسؤولية المختلفة التي تتمثل من الوحدات التنظيمية المختصة بأداء نشاط معين ولها سلطة اتخاذ القرارات الكفيلة بتنفيذ هذا النشاط وفي حدود الموارد الإنتاجية الموضوعة تحت تصرفها، وتتطلب عملية تقييم الأداء كذلك إيضاح اختصاصات كل مركز المسؤولية ونوع العلاقات التنظيمية التي تربط هذه المراكز ببعضها البعض، ومدى تأثير نشاط كل مركز على أنشطة المراكز الأخرى.

## رابعاً: تحديد معايير أداء النشاط

تعتبر خطوة تحديد المعايير التي يتم على أساسها تقييم أداء المؤسسة بأكملها أو تقييم الأداء على مستوى مراكز المسؤولية فيها من أهم الجوانب في عملية التقييم، كما أنها أكثرها صعوبة في الوقت نفسه.

## خامساً: توافر جهاز مناسب للرقابة على التنفيذ

<sup>1</sup> المنظمة العربية للتنمية الإدارية، قياس وتقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي، دار الشارقة للنشر، الامارات العربية المتحدة، 2009، ص125-129.

تتطلب عملية تقييم الأداء ضرورة وجود جهاز لرقابة يختص بمتابعة ومراقبة التنفيذ الفعلي وتسجيل النتائج لاستخدامها في الأغراض الإدارية ويستمد جهاز الرقابة أهميته من الارتباط الوثيق بين فعالية الرقابة ومدى دقة البيانات المسجلة، إذ تعتمد نتائج التقييم في موضوعيتها ودقتها على دقة جميع البيانات وتسجيلها.

### الفرع الثالث: خطوات تقييم الأداء المالي

تمر عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية للمؤسسة، وذلك لحساب مختلف النسب؛
- حساب مختلف مؤشرات تقييم الأداء، كنسب الربحية، والسيولة، والنشاط، والرفع المالي.... إلخ، وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي؛
- دراسة وتقييم النسب لمعرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع، أو مقارنته بالأداء المؤسسات التي تعمل في ذات القطاع؛
- وضع التوصيات الملائمة اعتمادا على عملية تقييم الأداء المالي بعد تحديد الفروقات ومعرفة أسبابها وأثرها على المؤسسات، وذلك للتعامل معها ومعالجتها.

<sup>1</sup> عبد الباقي بضيف، بوبكر شماخي وعائشة بخالد، تحليل العوامل المؤثرة على الأداء المالي للبنوك التجارية-دراسة قياسية على البنوك التجارية الجزائرية (2009-2016)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، المجلد 18، العدد 1، 2018، ص551.

## خلاصة الفصل الأول

في هذا الفصل كنا قد تطرقنا للمؤسسات المدرجة في البورصة، حيث تمكنا من معرفة بورصة الأوراق المالية بشكل أفضل وفصلها عن باقي البورصات، وتعرضنا لمختلف الوظائف التي تقدمها، وكذا شروط إدراج المؤسسات الاقتصادية فيها والمزايا التي تقدمها لها من إمكانية توسيع رأسمالها الى حصولها على مصادر تمويل في أي وقت...، وبالرغم من المزايا العديدة التي تمنحها البورصة للمؤسسات المدرجة فيها إلا أنها لم تخلو من بعض العيوب.

ثم تطرقنا للأداء المالي الذي أضحي يمثل محورا أساسيا للنمو والاستمرارية حيث أنه آلية تمكن المؤسسة من الاستخدام الأمثل لمواردها المالية المتاحة (الكفاءة)، من أجل تحقيق الأهداف المرسومة (الفعالية)، لذا وجب تقييمه. بعدها تطرقنا لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية لأن بواسطته يمكننا إعطاء صورة حقيقة لها، باعتباره أداة رقابة فعالة تعتمد عليه المؤسسات لمعرفة كل من نقاط قوتها وضعفها، مما يسمح لها من استعمال نقاط قوتها لصالحها ومعالجة نقاط ضعفها وبالتالي بات تقييم الأداء المالي ضروري لكل المؤسسات.

لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، نستخدم مجموعة من المؤشرات منها التقليدية ومنها الحديثة وهذا ما سوف نتطرق له في الفصل الثاني.



الفصل الثاني:

مقاييس تقييم الأداء المالي

## تمهيد

لقد تم التطرق في الفصل السابق إلى الإطار المفاهيمي للمؤسسات المدرجة في البورصة، بالإضافة إلى تقييم الأداء المالي حيث تمت الإشارة إلى أسس التقييم والخطوات التي تمر بها هذه العملية.

من المعروف انه لا يمكن أن يكون هناك تحسين في الأداء من دون قياس فإذا ما كانت المؤسسة لا تعلم أين هي الان من حيث واقع عملياتها، لا يمكنها أن تعرف ما هو مستقبلها وبالتالي لا يمكنها الوصول الى حيث تريد.

وسيتم في هذا الفصل تسليط الضوء بالدراسة على أهم المؤشرات المستخدمة في عملية القياس، وهي مؤشرات كمية مالية تعتمد في مجملها على التقارير المالية للمؤسسات بالإضافة إلى طبيعة المعلومات المعتمد عليها في تقييم الأداء المالي.

وبغرض الإلمام بمختلف الجوانب التي تغطي العناصر السابقة الذكر قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين أساسيين تضمن المبحث الأول اتجاهات ومتطلبات تقييم الأداء المالي، في حين تناول المبحث الثاني بعض من مؤشرات تقييم الأداء المالي مقسمة إلى مؤشرات تقليدية وحديثة.

## المبحث الأول: اتجاهات ومتطلبات تقييم الأداء المالي

لا يمكن التطرق إلى قياس الأداء المالي للمؤسسات من دون الإشارة إلى اتجاهات تقييم الأداء المالي بالإضافة إلى مصادر المعلومات والتقارير المالية التي تعد بمثابة حجر الأساس في عملية حساب مختلف المؤشرات بصفة خاصة وفي تقييم الأداء المالي بصفة عامة.

## المطلب الأول: اتجاهات تقييم الأداء المالي:

هناك اتجاهان رئيسيان لتقييم أداء المؤسسات هما الاتجاه التقليدي (النموذج المحاسبي) والاتجاه الحديث (النموذج الاقتصادي).

## الفرع الأول: الاتجاه التقليدي (المحاسبي)

يشير هذا الاتجاه إلى أن أسعار الأسهم تتحدد بصورة رئيسية عن طريق الأرباح المحققة، حيث يعتمد هذا الاتجاه على النموذج المحاسبي للمؤسسة. وبصورته المبسطة فإن هذا النموذج يركز على العلاقة بين سعر السهم وبين نصيبه من الأرباح المحققة وذلك على النحو التالي<sup>1</sup>:

$$P = EPS * (P/E)$$

حيث:

P : السعر الحالي لسهم المؤسسة في السوق

EPS : نصيب سهم المؤسسة العادي من الأرباح المحققة

P/E : نسبة سعر السهم إلى ربحه

يقدم هذا النموذج أساساً لقياس أداء المؤسسة باستخدام تحليل النسب المالية وبالاعتماد على القوائم المالية التي يتم إعدادها أو عن طريق مقارنتها مع المنافسين، حيث يمكن بناء عدة مؤشرات كالربحية والسيولة وغيرها.

كما يصعب الاعتماد على هذا النموذج في حالة تقييم أداء المؤسسة بهدف تعظيم ثروة الملاك، فمقاييس الأداء المحاسبية لا تعني بالضرورة وجود قيمة للمالكين وذلك بسبب عدم وجود علاقة مؤكدة بين هذه المقاييس

<sup>1</sup>رامي أبو وادي، نجيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، كلية العلوم الانسانية، جامعة النجاح للأبحاث، الأردن، المجلد 30، العدد 12، 2016، ص 7.

وبين تقييم الأداء في السوق المالية، كما أن مقاييس الأداء المحاسبية مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ونصيب السهم من الأرباح المحققة، لا ترتبط مع أسعار الأسهم في السوق المالية، فضلا عن وجود اختلافات بين الأرقام المحاسبية التي تعكسها النسب المالية وبين القيم السوقية لهذه الأرقام<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: الاتجاه الحديث (الاقتصادي)

ظهرت الحاجة الى استخدام مقاييس أداء جديدة لتقدم المعلومات اللازمة التي يتم الاعتماد عليها بصورة أساسية في عملية تقييم المؤسسة لاحقا.

بني هذا النموذج الاقتصادي على فرضية أساسية مفادها ان المستثمر الرشيد يقوم بتقييم سهم الشركة التي يريد الاستثمار فيها، بناء على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن أن يحصل عليها من هذه الأسهم، الأمر الذي زاد من الاهتمام بهذه المقاييس هو انها توجه الجهود نحو إحداث تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق ومن ثم تحقيق هدف تعظيم الثروة وتوليد القيمة، لذلك فان أهمية هذا المدخل تكمن في أنه يركز على القيمة طويلة الاجل بدلا من الأرباح المحاسبية قصيرة الاجل<sup>2</sup>.

وبالتالي تكون كافة قراراتها موجهة نحو تعزيز هذه القيمة. ووفقا لهذا الاتجاه فإن القيمة السوقية أو الحالية

لسعر سهم المنشأة تساوي القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية محصومة بسعر فائدة يعكس معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في استثمارات متشابهة، لها نفس مستوى من المخاطر، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة التالية:

$$PV = \sum CF / (1 + K)$$

حيث:

PV : القيمة الحالية لسعر سهم المنشأة في السوق

CF : التدفقات النقدية المستقبلية

K : سعر الخصم أو معدل العائد المطلوب

<sup>1</sup> عماد عبد الحسن دلول، محمد فوزي مهدي، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، الجامعة المستنصرية، العراق، المجلد 23، العدد 99، 2017، ص 468.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 470.

فالمشاريع التي ينتج عنها صافي القيمة الحالية موجبة يعني أنها خلقت قيمة اقتصادية تفوق تكلفة رأس المال.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: متطلبات تقييم الأداء المالي

بعد أن تعرفنا على أهم اتجاهين لتقييم الأداء في المطلب السابق سنتوجه من خلال هذا المطلب إلى التعرف على مصادر المعلومات وأهم التقارير المالية المعتمد عليها في تقييم الأداء المالي وكذلك الجهات المستفيدة منه.

### الفرع الأول: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي

تعد مرحلة جمع المعلومات أول وأهم مرحلة إذ تعد بمثابة نقطة انطلاق لعملية تقييم الأداء، ويشترط أن تكون المعلومات ذات جودة عالية ومقدمة في الوقت المناسب، يختلف تقسيم هذه المعلومات من باحث إلى آخر وكان الأنسب تقسيمها إلى مصادر خارجية ومصادر داخلية.

#### أولاً: المصادر الخارجية

تتحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي، وهذه المعلومات يمكن تصنيفها إلى نوعين من المعلومات:<sup>2</sup>

#### 1. المعلومات العامة

تتعلق هذه المعلومات بالظرف الاقتصادي حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة معينة. وسبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثير نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم، وتساعد هذه المعلومات على تفسير نتائج المؤسسة والوقوف على حقيقتها.

#### 2. المعلومات القطاعية

تقوم بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لتستفيد منها المؤسسات في إجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية، فهذا النوع من المعلومات عموماً تتحصل عليه المؤسسة من إحدى الأطراف التالية: النقابات المعنية، النشرات الاقتصادية، المجالات المتخصصة، بعض مواقع الأنترنت.... لكن هذا

<sup>1</sup>رامي أبو وادي، نجيل سقف الحيط، مرجع سبق ذكره، ص 2499-2500.

<sup>2</sup>عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم-دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل بسكرة-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2002، ص 39.

النوع من المعلومات يظل غائباً من معظم الدول النامية كالجائر، وبالتالي القيام بدراسة اقتصادية أو مالية وافية تعد عملية صعبة جداً.

### ثانياً: المصادر الداخلية

وتتمثل المعلومات الداخلية المستعملة في عملية تقييم الأداء المالي عموماً في المعلومات التي تقدمها مصلحة المحاسبة وتتمثل في البيانات المحاسبية الختامية المنشورة والغير منشورة وتشمل الميزانية العمومية، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية والإيضاحات المرفقة بتلك البيانات<sup>1</sup>، إضافة إلى تقارير مدققي الحسابات والتقارير النهائية لمجلس الإدارة والتقارير الداخلية التي يتم إعدادها لأغراض إدارية واتخاذ القرار كدراسة الجدوى الاقتصادية والفنية للمشاريع والتوقعات المالية<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: التقارير المالية المعتمدة في تقييم الأداء المالي

سبق وأشرنا أن التقارير المالية المنشورة من قبل الشركات تعتبر المادة الأساسية للتحليل المالي، وأنها مصدراً مهماً من مصادر المعلومات التي يلجأ إليها المحلل المالي ويعتمد عليها متخذو القرارات والمستفيدين، وهي الإطار العام الأوسع الذي يضم القوائم المالية والمعلومات غير المالية التي لا يمكن الإفصاح عنها في القوائم<sup>3</sup>.  
وسنوضح هنا بعض من مكونات هذه التقارير مع التركيز على القوائم المالية والتي كما وصفها مجلس معايير المحاسبة المالية تشكل عصب التقارير المالية<sup>4</sup> :

### أولاً: الميزانية

تقدم مصلحة المحاسبة العامة إلى المسيرين المكلفين بإجراء عملية تقييم الأداء المالي وثيقة محاسبية ختامية هي الميزانية المحاسبية ومجموعة من المعلومات التي تمكنهم من إعداد الميزانية المالية التي يمكن الاعتماد عليها كمعلومات

<sup>1</sup> محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات واستخدامات المالية، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص05.

<sup>2</sup> دريد كمال آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009، ص58-59.

<sup>3</sup> مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، ط3، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2011، ص28.

<sup>4</sup> منير عوادي، مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، جامعة الشهيد حمه لخضر، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، 2016، ص92-93.

مالية مساعدة على تقييم الأداء، وتعبر الميزانية عن مجموعة مصادر أموال المؤسسة وتدعى بالخصوم، وأجه استخدامات هذه الأموال وتسمى بالأصول، وذلك بزمن تاريخي معين عادة ما تكون في نهاية السنة.

### ثانيا: جدول حسابات النتائج

يعد جدول حسابات النتائج وثيقة محاسبية نهائية تلخص نشاط المؤسسة دوريا، ويتمثل في جدول يجمع مختلف عناصر التكاليف والإيرادات التي تساهم في تحقيق نشاط المؤسسة في دورة معينة دون تحديد تواريخ تسجيل لها أي يعبر عن مختلف التدفقات التي تتسبب في تكوين نتيجة المؤسسة خلال فترة معينة فهو يعد وسيلة جد مهمة للمسيرين لدراسة وتحليل نشاط المؤسسة من جهة، ولتحديد مجاميع المحاسبة الوطنية من جهة أخرى. ولقد وضع الجدول ليعطي النتائج على خمسة مستويات.

### ثالثا: الملاحق

الملاحق هو وثيقة شاملة تنشئها المؤسسة، وهدفه الأساسي هو تكملة وتوضيح فهم الميزانية وجدول حسابات النتائج فهو يمكن أن يقدم المعلومات التي تحتويها الميزانية وجدول حسابات النتائج بأسلوب اخر.

### رابعا: قائمة الدخل

وهي ملخص لإيرادات ومصروفات المؤسسة الاقتصادية خلال فترة مالية واحدة، وتسمى أيضا قائمة الربح لأنها تبين ربح الفترة من خلال مقابلة إيرادات الفترة مع مصروفاتها.<sup>1</sup>

### خامسا: قائمة التدفقات النقدية

وهي عبارة عن كشف تحليلي لحركة التغيرات النقدية التي حصلت في المؤسسة سواء بالزيادة أو بالنقصان والتعرف على أسباب هذه التغيرات بمعنى أنها تصوير لمجموع المعاملات النقدية الداخلة ومجموع المعاملات النقدية الخارجة، ومن ميزاتها هو أنه بإمكاننا أن نشق منها مؤشرات ونسب مالية ذلك لأنها توفر معلومات لا تظهر في الميزانية العمومية وقائمة الدخل. بمعنى أنه من خلال البيانات والمعلومات التي تضمنها قائمة التدفق النقدي يتم اشتقاق مجموعة من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم نشاطات المؤسسة المختلفة بشكل أفضل من الاعتماد على قائمة المركز المالي وقائمة الدخل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص32.

<sup>2</sup>مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص66.

## الفرع الثالث: الجهات المستفيدة من تقييم الأداء المالي

يلعب تقييم الأداء المالي دور جد مهم في إدارة المؤسسة من خلال تزويدها بالمعلومات التي يحتاجها الأفراد والجهات المختلفة ليتسنى لهم معرفة أداء المؤسسة لتساعدهم في اتخاذ قراراتهم، ويمكن تصنيف هذه الجهات كما يلي:

## أولاً: إدارة المؤسسة

يعتبر تقييم الاداء المالي من أهم الوسائل التي يتم بموجبها تحليل نتائج الاعمال وعرضها على مالكي الوحدة

بحيث يظهر هذا التحليل مدى كفاءة الإدارة في أداء وظيفتها إذ يعتبر تقييم الأداء المالي أداة من أجل:<sup>1</sup>

- معرفة الإدارة العليا مدى كفاءة الإدارات التنفيذية في أداء وظيفتها.

- تقييم أداء الإدارات والاقسام والافراد وكذلك السياسات الإدارية.

- المساعدة في التخطيط السليم للمستقبل.

## ثانياً: المالكين والمساهمين

في ظل فصل الملكية عن الإدارة لاسيما في الشركات المساهمة الكبيرة، فإن الحاجة إلى نتائج تقييم الأداء

المالي مسألة في غاية الأهمية تكمن في قدرة الإدارة على تحقيق مصالح المالكين والمساهمين في إطار تعظيم ثروتهم.<sup>2</sup>

## ثالثاً: المستثمرون الحاليون والمتربحون

يهتم المستثمرين في الوحدة الاقتصادية بالدرجة الأولى بسلامة استثماراتهم ومدى مناسبة عوائدها الحالية

والمستقبلية للمخاطر التي قد تتعرض لها لذا يقومون بعملية التقييم قبل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية للتوصل الى معلومات أهمها:<sup>3</sup>

- أداء المؤسسة على المدى الطويل والقصير وكذا قدرتها في الاستمرار في تحقيق العوائد المناسبة على الاستثمارات

وكذلك مقارنة أداء المؤسسة بأداء المؤسسات المتشابهة في النشاط والحجم والعمر

- سياسة وتوزيع الأرباح المتبعة ومدى ثباتها

<sup>1</sup> منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، ط 3، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 18.

<sup>2</sup> عدنان تاية النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، ط 2، دار البازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 31.

<sup>3</sup> محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط 2، دار المستقبل للنشر، الأردن، 2000، ص 282.



-الوضع المالي للوحدة الاقتصادية والعوامل التي تؤثر فيها مستقبلا.

#### رابعاً: العاملون

يهتم العاملون بالوضع المالي للمؤسسة التي يعملون فيها وفي مدى استقرارها واستمرارها، حيث يعتبرون أن استقرار العمل ومستوى الأجور مقياساً يحكمون من خلاله على الأداء الشركة، ويهتمهم من تقييم التعرف على الأرباح المحققة وما سيعود عليهم من هذه الأرباح فيشكل مكافآت أو زيادات في الأجور أو خدمات اجتماعية.<sup>1</sup>

#### خامساً: الدائنون

تمثلون في الأشخاص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين من بنوك والمؤسسات الائتمانية أو الموردون وسواء كانت ديون طويلة أو قصيرة الأجل، فهذه الجهات تهتم كثيراً بمتابعة الموقف المالي والائتماني للمؤسسة مما يساعد على استردادها لما منحتة من قروض أو تسهيلات ائتمانية، وأهم ما يركز عليه هذا الطرف جانب السيولة والتدفقات النقدية والمؤشرات الكفاءة في الأداء والأرباح.<sup>2</sup>

وجهاً مستفيدة أخرى نذكر منها<sup>3</sup>:

#### 1. هيئة الأوراق المالية

لمعرفة المعلومات عن الشركات ومدى مساهمتها في دعم الشفافية والإفصاح عن المعلومات لضمان المساهمة في كفاءة السوق المالية.

#### 2. الغرفة التجارية والصناعية

للتحقق من مدى مساهمة الشركات في تفعيل مؤشرات الاقتصاد الوطني.

#### 3. الأجهزة الضريبية

لأغراض تطبيق التشريعات الضريبية.

#### 4. البنوك وغيرها من المؤسسات المالية

بهدف تقدير الجدارة الائتمانية للشركة وإقرار منح الائتمان.

<sup>1</sup> زغيب مليكة، بوشنفر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص17.

<sup>2</sup> شطارة نبيلة، فعالية تقييم الأداء المالي للمؤسسة العمومية الاقتصادية حسب مقارنة المفتشية العامة للمالية (IGF)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر-3، الجزائر، 2013-2014، ص73-74.

<sup>3</sup> عدنان تاية النعيمي، فؤاد أرشد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص31.

## المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي

تعد المؤشرات المالية من أهم الأسس التي تقوم عليها عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة، فنجاح عميلة التقييم تعتمد بدرجة كبيرة على دقة وملائمة هذه المؤشرات وقابليتها على قياس الأداء بشكل سليم. ونميز في هذا الصدد بين نوعين من المؤشرات المستخدمة في التقييم: مؤشرات الأداء التقليدية ومؤشرات الأداء الحديثة.

## المطلب الأول: مؤشرات الأداء التقليدية

تتمثل المؤشرات التقليدية فيما يلي:

## الفرع الأول: النسب المالية

من أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم الأداء المالي للمؤسسات ونذكر من بينها:

## أولاً: مؤشرات الربحية (المردودية)

ان ربحية المشروع ماهي الا نتيجة لعدد كبير من السياسات المختلفة التي تتخذ في جميع نواحي المؤسسة، ولهذا السبب تستخدم عدة مقاييس للربحية نظرا لان أي مقياس معين قد يتأثر بخصائص الصناعة أو بالطرق المحاسبية التي تستخدم في الظروف والأحوال المعينة، وينبغي قياس كل من أرباح العمليات وصافي الربح حتى يمكن التمييز بين السياسات التشغيلية والسياسات المالية<sup>1</sup>.

## 1. هامش الربح الصافي

تعبر هذه النسبة على قدرة المبيعات على توليد الأرباح في كل وحدة نقدية من المبيعات<sup>2</sup>. إذا انخفضت النسبة فيعني ذلك أن الشركة غير قادرة على تحقيق الأرباح وبالتالي تنخفض العوائد لحملة الأسهم، أما إذا حدث العكس فان ذلك مؤشر ايجابي يساعد الشركة على مواجهة التحديات المتعلقة بنقص السيولة أو انخفاض المبيعات في المستقبل وإذا ما أتاحت بيانات تحليلية اضافية للمحلل يمكنه من حساب نسبة صافي الربح بعد الضريبة الى صافي المبيعات باستخدام العلاقة التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، 2013، ص123-124.

<sup>2</sup> أكرم أحمد الطويل، الشراء وفق **seven rights** والأداء الاستراتيجي، ط1، دار البازوري العلمية، الأردن، 2018، ص94.

<sup>3</sup> حمزة جدوع محمد، محمد عبد الواحد جياس، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات الربحية والسوق "دراسة حالة في عينة من الشركات

المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، كلية الرافدين الجامعة للعلوم، بغداد،

العدد 31، 2016، ص310.

$$\text{نسبة هامش الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} * 100\%$$

## 2. معدل العائد على السهم (EPS)

ويمثل مقدار كم يحقق السهم الواحد من ربحية ويحسب بالعلاقة:

$$\text{معدل العائد على السهم} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

## 3. معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

يقيس مقدار العوائد التي يكسبها المساهمون من استثمار أموالهم، وتعبير آخر نسبة العائد المحقق عن كل دينار مستثمر من أموال المساهمين<sup>1</sup>.

كلما 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 هذه النسبة كالآتي<sup>2</sup>:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{حقوق الملكية}}$$

## 4. معدل العائد على الأصول (ROA)

يعتبر من أهم النسب التي تقيس نجاح الشركة، يستخدم لقياس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المستقبلية من خلال إجمالي أصولها المملوكة.

ويشير معدل العائد على الأصول المرتفع الى وجود فعالية لدى الشركة في ادارة أصولها لتحقيق الأرباح، ويعتمد هذا المعدل على قياس الانتاجية النهائية للأصول ودرجة ربحية الأصول، ويدل ارتفاع معدل العائد على

<sup>1</sup> حاكم محسن الربيعي، حمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، ط1، دار البازوري العلمية للنشر، الأردن، 2012، ص110.

<sup>2</sup> شنين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد1، 2015، ص243.

الأصول بالنسبة الى سنوات مضت أو الى متوسط الصناعة لذات الشركة على أن الشركة تتمتع بأداء كفاً وتصل لمستويات ربحية مرتفعة. وتحسب من خلال العلاقة<sup>1</sup>:

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

### 5. معدل العائد على الاستثمار (ROI)

هو المبلغ أو نسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل يعبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة الناتجة عن عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة<sup>2</sup>. ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

### ثانياً: مؤشرات السيولة

نسب السيولة هي النسب التي تقيس العناصر السائلة والعناصر الأقرب الى السيولة من أجل معرفة أن المشروع لا يعاني عسر مالي في مجال سداد التزاماته<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> علي قبلان عبد ربه الشواورة، أثر إدارة الأرباح على الأداء المالي مقاساً في معدل العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2019، ص30.

<sup>2</sup> بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية (دراسة اختيارية)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012، ص28.

<sup>3</sup> علي خلف عبد الله، وليد ناجي الخياي، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، 2015، ص65.

جدول رقم (2-1): أهم مؤشرات السيولة

نسب السيولة		
النسبة	طريقة حسابها	نسبة القبول
نسبة السيولة العامة	$\frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	شروط قبول هذه النسبة: أن تكون أكبر من 1
نسبة السيولة المختصرة	$\frac{\text{المدينون + النقدية و شبه النقدية}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	تعتبر النسبة مقبولة إذا كانت أكبر من 50%
نسبة السيولة السريعة	$\frac{\text{النقدية و شبه النقدية}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	تعتبر هذه النسبة مقبولة إذا كانت من 20% الى 50%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- علي خلف عبد الله، وليد ناجي الخيالي، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، 2015، ص65.

الفرع الثاني: نسب الهيكلية المالية

ونذكر من بينها<sup>1</sup>:

أولاً: نسبة قابلية السداد

تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض وتحسب من خلال قسمة مجموع الأصول على مجموع الديون.

ثانياً: نسبة الاستقلالية المالية

تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائيتها وتحسب من خلال قسمة الأموال الخاصة على مجموع الديون.

<sup>1</sup> بن خروف جليبة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات واتخاذ القرارات، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، الجزائر، 2009، ص 85-87.

ثالثا: نسبة المديونية (RD)

تسمى أيضا نسب تحليل المديونية أو الاقتراض، وتتولى هذه النسب القاء الضوء على قدرة المنشأة عمى سداد كافة ديونها سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل من خلال الأصول التي مجوزتها سواء كانت أصول متداولة أم أصول ثابتة، ويتم حسابها من خلال العلاقة:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

الفرع الثالث: مؤشرات التوازن المالي

تسعى كل مؤسسة مهما كان حجمها ونشاطها الى تحقيق نوع من التوازن المالي كهدف أولي كونه يمكنها من تسديد التزاماتها المالية في مواعيدها. من بين مؤشرات التوازن نذكر:

أولا: رأس المال العامل (FR)

يعتبر رأس المال العامل أداة من أدوات التحليل المالي المستعملة في تشخيص وتقييم البنية المالية للمؤسسة والحكم على مدى توازنها المالي. ويتم حسابه بطريقتين سواء من أعلى الميزانية أو من أسفلها<sup>1</sup>:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الموجودات الغير الجارية}$$

ونجد ثلاث حالات لرأس المال العامل:

- رأس المال العامل موجب: تدل على وجود هامش أمان، وهو مؤشر إيجابي للمقدرة على السداد.
- رأس المال العامل سالب: يشير الى أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها، وستواجه مشاكل في المقدرة على السداد والتوجه نحو الاستدانة.
- رأس المال العامل منعدم: يعني أن المؤسسة في حالة توازن على المدى الطويل دون تحقيق فائض ولا عجز.

<sup>1</sup> يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، ط1، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012، ص85.

ثانيا: الاحتياج لرأس المال العامل (BFR)

تمثل احتياجات رأس المال العامل الأصول الجارية أو احتياجات دورة الاستغلال في الحالة التي يكون فيها التمويل غير مضمون من طرف الخصوم الجارية او موارد دورة الاستغلال تقع عملية تمويله على المؤسسة وذلك عن طريق رأس المال العامل<sup>1</sup>. ويحسب بالطريقة التالية:

$$\text{الاحتياج لرأس المال العامل} = (\text{الأصول الجارية} - \text{خزينة الأصول}) - (\text{الخصوم الجارية} - \text{خزينة الخصوم})$$

ثالثا: الخزينة

تعتبر صورة لكل العمليات التي تقوم بها المؤسسة سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل كما أنها تعبر عن خلاصة كل النشاطات التي تقوم بها المؤسسة وتعكس صورتها التسييرية وتمثل الفرق بين رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل<sup>2</sup>.

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل} - \text{الاحتياج في رأس المال العامل}$$

المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة

بالإضافة للمؤشرات التقليدية للأداء فان هناك مؤشرات حديثة لا بد من التطرق اليها، ونذكر منها:

الفرع الأول: القيمة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة

تعتبر كل من القيمة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة من أكثر المؤشرات الحديثة استخداما لذلك سنتطرق لكل منها على حدا من خلال الأسطر التالية:

<sup>1</sup> خالد أحمد علي محمود، فن إدارة المخاطر في البنوك وسوق المال، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2019، ص17.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص17.

## أولاً: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

سوف نتطرق لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وكيفية حسابها بطريقتين.

## 1. مفهومها

عرفت شركة الاستشارة الأمريكية **Stern Stewart** القيمة الاقتصادية المضافة على أنها: "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث ارتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة وتكلفة رأس المال المقترض والمملوك"<sup>1</sup>.

وعرفها **Scort** على أنها: "الفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في المنشأة، وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية"<sup>2</sup>.

فهذا المؤشر من المؤشرات الحديثة المستعملة في قياس أداء المؤسسات الاقتصادية، و يستعمل لقياس الأداء الداخلي في المؤسسة، و تعتمد هذه الطريقة على مفهوم تكلفة رأس المال عوض التكلفة الداخلية الممثلة في مختلف المصاريف المالية الداخلية للمؤسسة المتولدة من استغلال أصولها، وهي تقيس المردودية الاقتصادية للأصول من خلال ربط النتائج بالأموال المستثمرة، و تعرف كذلك على أنها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة و العائد المنتظر، أخذاً في الحسبان الخطر المصاحب له، وهي تعتبر أحد المقاييس المستعملة لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على انشاء القيمة<sup>3</sup>.

## 2. حسابها

يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، ولحساب القيمة الاقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية<sup>4</sup>:

<sup>1</sup>سويسي الهواري، رضائي حميدة قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة "دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية الجزائر، المجلد 10، العدد 2، 2017، ص 801.

<sup>2</sup>نيفين عبد القادر، حمزة إبراهيم حال، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة بوسعيد، مصر، 2014، ص 68.

<sup>3</sup>آمال لعقون، امان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة "دراسة حالة مؤسسة الأوراس 2002-2019"، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجزائر، المجلد 19، العدد 2، 2021، ص 237.

<sup>4</sup>أمينة بوتواتة، تقييم الأداء المالي لمجمع سوناطراك بالمقارنة بين أساليب التقييم الحديث و التقليدي "دراسة قياسية للفترة 2012-2015"،

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، 2019، ص 85-86.



- ✓ الاطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس.
- ✓ تحديد رأس مال المؤسسة: إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة.
- ✓ التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WACC): هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعرف على أنها معدل مردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الديون)، وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة.
- ✓ حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT: يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل.
- ✓ حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA: هناك عدة طرق لحساب القيمة الاقتصادية المضافة نذكر منها:

#### أ- الطريقة الأولى

وتعتمد هذه الطريقة على التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، حيث:

القيمة الاقتصادية المضافة = (مؤشر العائد على الاستثمار - التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال) × رأس مال المستثمر

ويتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال كما يلي:

$$WACC = k_{cp} \times (cp/D + cp) + k_d \times (1 - I_s) \times (D/D + cp)$$

حيث:

$k_{cp}$  : تكلفة الأموال الخاصة

$k_d$  : تكلفة الديون

cp: الأموال الخاصة

D : الديون

I<sub>s</sub> : معدل الفائدة

وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة الأموال الخاصة يمكن حسابها بعدة طرق نذكر منها <sup>1</sup> :

#### ❖ نموذج Gordon Shapiro

يسمى نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنوات القادمة بنسب ثابتة بنموذج قوردن (Gordon 1962) ، وهو ما يتطلب من المساهمين توقع الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنة الأولى فقط. ففي ضوء هذا النموذج، فإن تكلفة الاموال الخاصة تتكون من جزأين أولهما هو ربح السهم مقسوما على القيمة السوقية للسهم، أما الجزء الثاني فهو معدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة.

ويمكن صياغة نموذج قوردن لتقييم أرباح السهم كما يلي:

$$K_{cp} = \frac{D_0}{P_0} + g$$

حيث:

D<sub>0</sub>: قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى.

P<sub>0</sub> : السعر الحالي للسهم.

#### ❖ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Medaf

جاء به شارب Sharpe يحتل هذا النموذج مكانة كبيرة في حساب تكلفة الاموال الخاصة بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض بأن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة والعوائد على الأصول لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار، نتيجة هذا التنوع تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام.

<sup>1</sup> غري حمزة، بدروي عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولة الاجتماعية والتنمية المستدامة، جامعة غليزان، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، المجلد1، العدد2، 2019، ص149-151.

تحدد تكلفة الاموال الخاصة بالأسهم العادية بدلالة المخاطرة الذي تتضمنها، بالنظر لعدة عوامل منها:

- طبيعة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ومخاطر مالية.

-المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد كلما زاد الخطأ وحالة عدم التأكد، وهو ما يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر.

يعطى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \times [\text{cov}(R_m, R_i) / \text{var}(R_m)]$$

حيث:

$R_i$ : عائد السهم للمؤسسة.

$R_m$ : عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات أو عائد السوق.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$\text{Cov}$  و  $\text{Var}$ ،  $E$ : تمثل التوقع، التباين و التباين المشترك على الترتيب.

أما فيما يتعلق بتكلفة الديون فيمكن تعريفها على أنها أدنى قيمة عوائد يجب تحقيقها للشركة والتي تضمن تجنب الوقوع بالمخاطر المرتبطة بعدم المقدرة على توليد أرباح تفوق الفوائد الخاصة بالديون والالتزامات المترتبة على المشروع ويمكن الإشارة إلى طريقتين من طرق حسابها<sup>1</sup>:

❖ تحسب تكلفة الديون بالعلاقة:

$$K_d = I * (1 - T)$$

<sup>1</sup>غسان محمد نومان المشهدان، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك (دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2017، ص8.

حيث:

Kd : تكلفة الديون.

I : معدل الفائدة.

T : معدل الضريبة.

❖ انطلاقا من القوائم المالية مباشرة من خلال العلاقة:

تكلفة الديون = المصاريف المالية / مجموع الديون

ب- الطريقة الثانية

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في اعتمادها على صافي الربح، حيث تحسب EVA بالعلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال × رأس المال)

ويمكن القول إنه عند تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة فإن الربحية على رأس المال المستثمر تكون أعلى من تكلفة رأس المال وهنا المؤسسة تكون لها القدرة على خلق ثروة للمساهمين وهو ما يعني من وجهة نظر المساهمين تحقيق أداء يفوق توقعات السوق وفي حال كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بتدمير ثروة المساهمين، وبالتالي تحقق أداء أدنى من التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جدا تكون القيمة الاقتصادية المضافة معدومة تماما هنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المقرضين فقط.

ثانيا: القيمة السوقية المضافة (MVA)

سوف نتطرق لمفهوم القيمة السوقية المضافة وكيفية حسابها.

### 1. مفهومها

عبارة عن معيار لتقييم القيمة السوقية للأسهم، إذ تعتمد بشكل مباشر على القيمة الاقتصادية المستقبلية، حيث تعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة، ورأس المال المستثمر من قبل المالكين والمقترضين<sup>1</sup>.

### 2. حسابها

تختلف طرق حساب MVA باختلاف الافتراضات المعتمدة في قياسها كما أن اختيار الطريقة المناسبة يعتمد بشكل أساسي على أهداف المستثمرين، هناك عدة طرق لحساب القيمة السوقية المضافة نذكر منها:

#### أ- طريقة صافي حقوق المالكين

احتساب القيمة السوقية المضافة بموجب هذه الطريقة يستند على افتراض ثبات القيمة السوقية للديون طويلة الأجل وتكون مساوية لقيمتها الدفترية وعليه فإن (MVA) تكون مساوية إلى الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين ونعبر عنها بالعلاقة<sup>2</sup>:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للمنشأة} - \text{القيمة الدفترية}$$

وتتمثل قيمة المنشأة في قيمة الديون مضافا إليها قيمة حقوق الملكية، وإذا ما أخذنا بعين الاعتبار لفرضية تكافئ القيمة السوقية والدفترية للديون فإن عبارة القيمة السوقية المضافة يمكن تبسيطها إلى:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

وتعكس MVA موجبة سوقا متفائلة وتعني قدرة المسيرين على خلق ثروة للمساهمين تفوق متطلبات الربحية، على عكس MVA سالبة والتي تعني سوق يوفر ربحية غير كافية لمواجهة تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup>رغد خليفاي جزائري، العلاقة بين مقاييس الأداء الداخلية والقيمة السوقية المضافة للشركة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم الإدارة، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الإمارات العربية المتحدة، 2014، ص49.

<sup>2</sup> عدنان تاية النعيمي، فؤاد أرشد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص146-147.

ب- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للشركة

وفق هذه الطريقة فان القيمة السوقية المضافة ماهي إلا القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة خلال عمرها الإنتاجي بمعنى اخر هي خصم للتدفق الناتج عن القيمة الاقتصادية المضافة للشركة خلال الزمن.

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

حيث:

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة.

K : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

t : الفترة.

الفرع الثاني: مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI

هذا العائد قدمته شركة بوسطن الاستشارية BCG، CFROI يختلف عن فكرة العائد على الاستثمار اذ أنه يقيس الفرق بين العائد الداخلي IRR على رأس المال العامل والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال مضروباً في مجموع الأموال المستثمرة والفكرة هي تحديد معدل العائد الداخلي الذي يهدف للمساواة بين القيمة الاجمالية للأموال المستثمرة والتدفقات النقدية المستقبلية للاستغلال بعد خصم الضرائب على مدى العمر المقدر للاستثمار، ومقارنة النتيجة المحصلة بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لمعرفة وجود خلق القيمة من عدمه.

يقوم هذا المؤشر على تعديل البنود التي من شأنها التأثير على القيمة مستقبلاً ذلك أنه يأخذ بعين الاعتبار أثر التضخم، ويعطى وفق العلاقة التالية:

$$CFROI = \frac{CFE(1+wacc)}{AEB}$$

حيث:

$$CFE = NOPAT + DAP + BFR$$

إذا كانت:

$Wacc$  = التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

$CFE$  = التدفقات النقدية المستقبلية للاستغلال.

$AEB$  = مجموع الأموال المستثمرة.

$NOPAT$  = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة.

$DAP$  = الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال.

$BFR$  = التغير في احتياجات رأس المال العامل.

ومن المزايا الناجمة عن استخدام  $CFROI$  أنه يمكن تتبع اتجاهات المؤسسة في الأجل الطويل، فمن خلال التمثيل البياني لعائد التدفق القدي على الاستثمار تكتسب المؤسسات خبرة كبيرة في تحديد الفترات الزمنية التي تمثل مرحلة نضوج في حياة المؤسسة، والفترات التي تتصف فيها المؤسسة بتباطؤ معدلات النمو بناء على معطياتها للفترة المراد دراستها.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: مقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية والحديثة

يلخص الجدول التالي أهم الفروقات بين كل من مؤشرات الأداء المالي التقليدية والمؤشرات الحديثة.

<sup>1</sup> سميحة بوحفص، دور نظام المعلومات الحاسوبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة  $EVA$ ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2012-2013، ص 21-22.

جدول رقم (2-2): مقارنة بين مؤشرات الأداء التقليدية والحديثة

المؤشرات الحديثة	المؤشرات التقليدية	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- المعلومات المستخدمة نوعية مادية وشاملة</li> <li>- تفسير النتائج انطلاقا من معطيات خارجية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-معلومات المستخدمة في حساب المؤشرات كمية، تسلسلية ومخصصة لكل منهم</li> <li>- تفسير النتائج انطلاقا من معطيات داخلية</li> </ul>	من حيث نقاط القوة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- بعض المؤشرات لا يمكن استخدامها في القطاع الخاص</li> <li>- لا تأخذ بعين الاعتبار العائد النقدي للمساهمين</li> <li>- التضخم يؤثر على حساب القيمة الاقتصادية المضافة</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>السطحية وعدم حساب تكلفة رأس المال</li> </ul>	من حيث نقاط الضعف
<ul style="list-style-type: none"> <li>- أهداف شاملة</li> <li>- التركيز على خلق قيمة مضافة للمساهمين في الشركة</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- أهداف جزئية</li> <li>- توضيح نسبة توليد أرباح الاستثمار من ملاك الشركة.</li> <li>- توضيح مدى مساهمة أصول الشركة في توليد الأرباح.</li> </ul>	من حيث الأهداف

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- السعيد بريش، نعيمة حياوي، أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم أداء المنظمات وزيادة فعاليتها- ملبنة الأوراس، ملتقى دولي ثاني حول نمو المؤسسات بين تحقيق الأداء المالي وتحديات الأداء البيئي، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 22 و 23 نوفمبر، 2011، ص 311.



## خلاصة الفصل الثاني

كنا قد تطرقنا في هذا الفصل إلى الاتجاهات المختلفة لتقييم الأداء المالي مع الإشارة إلى النماذج وأهم مصادر المعلومات المعتمد عليها في التقييم كمبحث أول، بالإضافة إلى مؤشرات الأداء المالي التي تناولناها بشكل مفصل في المبحث الثاني.

وقد تعرفنا على هذه المؤشرات من مؤشرات تقليدية تعتمد على القوائم المالية أي التقييم المحاسبي والتحليل باستخدام النسب المالية ومؤشرات حديثة قائمة على خلق القيمة وفي الأخير تناولنا مقارنة بين هذه المؤشرات من حيث الاهداف، نقاط القوة ونقاط الضعف.

## الفصل الثالث:

نمذجة تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة

الجزائر

## تمهيد

بعد التطرق في الفصلين السابقين إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسات، وكذا مؤشرات الأداء المستخدمة من مؤشرات تقليدية وأخرى حديثة، سيتم التطرق الآن إلى الجانب التطبيقي الذي سنحاول من خلاله إسقاط ما تم تناوله نظرياً على الواقع العملي.

ولغرض معرفة أي المؤشرات سابقة الذكر أكثر تقييماً للأداء المالي ستتم الدراسة التطبيقية على مؤسستين اقتصاديتين مدرجتين في بورصة الجزائر، حيث تم اختيار كل من مجمع صيدال الرائد في الإنتاج الصيدلاني ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2002 إلى 2020.

لأجل ذلك قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، حيث تضمن المبحث الأول التعريف ببورصة الجزائر والجراءات المنهجية للدراسة في حين تناول المبحث الثاني تقدير نماذج الدراسة.

## المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر والاجراءات المنهجية للدراسة

تم تخصيص هذا المبحث لدراسة الملامح الرئيسية لبورصة الجزائر من حيث نشأتها، أسواقها، شروط الادراج فيها وبعض المؤسسات المدرجة ضمنها بالإضافة الى التعريف بالمؤسستين التي سيتم التطرق لها في دراسة الحالة كمطلب أول، في حين تم التطرق في المطلب الثاني إلى إجراءات ومنهجية الدراسة، مجتمع وعينة الدراسة، توصيف النموذج المتبع، إلى جانب متغيرات الدراسة.

## المطلب الأول: التعريف ببورصة الجزائر

للتعرف على بورصة الجزائر لابد من التطرق لنشأتها، أسواقها، شروط الادراج والمؤسسات المدرجة فيها.

## الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

ظهرت فكرة انشاء البورصة في الجزائر مع التحولات التي شهدتها البلاد منذ 1988، فقد تمت المصادقة على قوانين اقتصادية التي تزكي استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة بشكل يكفل للجزائر التحول إلى اقتصاد السوق الأمر الذي جعل من رأس مال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة ومن هنا ظهرت الشركات ذات الأسهم، وكانت تسير وفق القانون التجاري لسنة 1975، وعملا بالتحولات التي شهدتها الجزائر في 1988 أنشأت البورصة، حيث مر تطورها بمراحل أهمها<sup>1</sup>:

## المرحلة الأولى: مرحلة التنظيم

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة اجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة بذلك أنشأت مؤسسة سميت بشركة القيم المنقولة (S.V.M) مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، بحيث تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة.

## المرحلة الثانية: مرحلة رفع رأس المال (الانعاش)

خلال سنة 1992 بقيت شركة القيم المتداولة دون تشغيل وتأخرت في الانطلاق نظرا للعوائق التنظيمية ومشاكل أخرى، منها ضآلة رأس المال وعدم وضع التنظيم الذي يسمح بتشغيل سوق مفاوضات على القيم المتداولة في أفضل الشروط. ورغبة في رفع بعض هذه العقبات، تم في شهر فبراير 1992 اتخاذ قرار برفع رأسمالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية، وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المتداولة . وفي عام 1993 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، وذلك بوجود عدة مراسيم تشريعية تحمل في طياتها النص على إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وأيضا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة بالإضافة الى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والذي أقر إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة.

<sup>1</sup> حنان شلغوم، تفعيل بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، جامعة قسنطينة، الجزائر، المجلد 8، العدد2،

المرحلة الثالثة: تأسيس الشركة

وذلك من خلال المرسوم التشريعي 94-176 المؤرخ في 13 جوان 1994، الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء، والبنوك وشركات التأمين وصناديق المساهمة والتي حلت فيما بعد وعوضت الشركات القابضة سنة 1995.

ومن أجل أن تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه ولكي تُحقق الأهداف المرجوة منها قامت التشريعات الصادرة في هذا الشأن بتحديد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة، وتمثل هذه الهيئات في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير البورصة ومؤتمن المركز، ويمكن التطرق لكل منها على حدى<sup>1</sup>:

**أولاً: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB**

وهي لجنة لها سلطة الضبط مستقلة وتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي مهمتها حماية المستثمرين في القيم المنقولة وكذلك حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها، وقد خولت للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مجموعة من الوظائف أهمها:

- الوظيفة القانونية والتنظيمية: تختص بالجانب القانوني لتنظيم وسير القيم المنقولة،
- وظيفة المراقبة والتحقيق من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في بورصة الجزائر تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها،
- الوظيفة التأديبية والتحكيمية: تختص اللجنة بدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء، وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، أما بخصوص العقوبات التي تصدرها اللجنة في مجال التأديبي تكون حسب درجة المخالفة.

**ثانياً: شركة تسيير بورصة القيم SGBV**

تعد شركة تسيير البورصة هيئة من هيئات البورصة أوكل لها القانون مهمة تسيير وتطوير البورصة عن طريق مجموعة من الهياكل الفنية والإدارية اللازمة لإقامة السوق وانجاز العمليات بالسرعة المطلوبة وبالرجوع إلى المرسوم التشريعي 93-10 السالف الذكر، لم يعرف شركة تسيير البورصة، بل تطرق إلى أن هذه الأخيرة تكتسي شكل شركة أسهم، والدور الذي تلعبه هذه الشركة، حيث نص المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 " تتولى شركة الإدارة بورصة القيم المنقولة تكتسي شركة ذات أسهم ". وتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
  - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
  - تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 664-665.

## ثالثا: المؤتمن المركزي للسندات

المؤتمن المركزي للسندات هو الهيئة الثالثة من الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر بالإضافة إلى مؤسسات أخرى مساهمة والذين يعتبرون وسطاء معتمدون قانونا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة، كما أن المؤتمن المركزي للسندات هو شركة ذات أسهم تسير بموافقة الوزير المكلف بالمالية وباستشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهو شركة ذات أسهم ارتفع رأسمالها من 75 مليون دج في سنة 2002 إلى 240 مليون دج في سنة 2010، ويتكون رأس مالها من 65 مليون دينار جزائري، وقد تم تأسيسه من قبل خمسة (05) بنوك عمومية وهي: بنك الجزائر الخارجي، بنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، صندوق الوطني للتوفير.

## الفرع الثاني: أسواق بورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها

سيتم التطرق في هذا الفرع لكل من أسواق بورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها.

## أولاً: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين نحاول التطرق لهما باختصار<sup>1</sup>:

## 1. سوق سندات رأس المال

تتكون من السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## 1.1 السوق الرئيسية

وهي سوق موجهة للشركات الكبرى يوجد بها 05 شركات مدرجة، تتمثل في شركة التسيير الفندقية الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، شركة أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، شركة أوم أنفست في القطاع السياحي، شركة بيوفارم ومجمع صيدال الناشطة في القطاع الصيدلاني.

## 1.2 سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر سوق خاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤها سنة 2012، بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم 03-07 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة وقد عرفت هذه السوق عزوفاً من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى ديسمبر 2018 أين تم إدراج أول مؤسسة صغيرة ومتوسطة في البورصة وهي spa Invest AOM المتخصصة في السياحة.

## 2. سوق سندات الدين

تتكون سوق سندات الدين من الأسواق الآتية:

- سوق سندات الدين للمؤسسات: هي السوق المخصصة لسندات القابلة للتداول التي تصدرها شركات ذات أسهم ترغب في الحصول على أموال ضرورية للتمويل.

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 29 افريل 2022، متاحة على الموقع: <https://www.sgbv.dz>

- سوق سندات الخزينة العمومية: QAT هذه السوق مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وقد تأسست سنة 2008، وكانت تحصي آنذاك 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي يقارب 400 مليار دينار جزائري، وكان يتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 إلى 15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

### ثانياً: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

قد حددت البورصة جملة من الشروط حسب كل سوق فكانت كالآتي<sup>1</sup>:

#### 1. شروط القبول في السوق الرسمي

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة؛
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛
- ضمان التكبّل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

## 2. شروط القبول في سوق السندات

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين. باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الادراج .

## 3. شروط القبول في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقبي البورصة"؛

- تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؛

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

## الفرع الثالث: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

يلخص الجدول التالي بعض المؤسسات المدرجة ضمن بورصة الجزائر:

الجدول رقم (3-1): المؤسسات المدرجة ضمن بورصة الجزائر

الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع	تاريخ الإدراج في البورصة	عدد الأسهم
SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	1999	10000000
AUR	م ت ف الاوراسي	الفندقة	2000	6000000
ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	2011	9287217
BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	2016	25521875
AOM	اوم اتفست	سياحة	2019	1702989

المصدر: www.sgbv.dz



## أولاً: تقديم عام لفندق الأوراسي

يمكن التعرف أكثر على مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي من خلال الاسطر التالية:<sup>1</sup>

## 1- بطاقة فنية لفندق الأوراسي

فندق الأوراسي فندق جزائري من فئة 5 نجوم، مؤسسة اقتصادية عمومية نشاطه الأساسي الإيواء والإطعام، احتل مكانة مرموقة بفضل قدراته وخدماته الممتازة والتي جعلته يتصدر قائمة الفنادق الجزائرية.

## 2- خطوات دخول الفندق للبورصة

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983، في ذلك العام وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أبريل 1983.

وعُدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي". وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

وتماشياً مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20٪ من رأس مالها للاكتتاب العام. وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقُدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).

## ثانياً: تقديم عام لمجمع صيدال

يمكن التعرف أكثر على مجمع صيدال من خلال الاسطر التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

## 1- بطاقة فنية لمجمع صيدال

تعود جذور صيدال إلى الصيدلة المركزية الجزائرية التي أنشئت سنة 1969 والتي أوكلت لها مهمة ضمان استيراد وتصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستعمال البشري عبر التراب الوطني، حيث استطاعت هذه المؤسسة أن تستحوذ على سوق الدواء بالجزائر بشكل تدريجي، وفي سنة 1982 تم تحويل وحدة الإنتاج إلى مؤسسة وطنية للإنتاج الصيدلاني بعد إعادة الهيكلة التي مست الصيدلة المركزية الجزائرية. وتمثلت ممتلكات المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني في وحدات الإنتاج بالجزائر العاصمة بالإضافة إلى مشروع المضادات الحيوية بالمدينة (أونتي بيوتيك) الذي كان بحوزة الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية الذي تم ضمه إليها رسميا سنة 1988، وفي سنة 1989 تم تغيير تسمية المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية لتصبح تحت اسم "صيدال" مؤسسة ذات اسهم وهي مؤسسة عمومية ذات استقلالية، ويتكون من مجموعة من المديريات المركزية و مركز البحوث و التطوير و وحدات تجارية و كذا مديرية التسويق و المعلومات الطبية.

ويعتبر مجمع صيدال اليوم مؤسسة ذات أسهم يقدر رأسمالها ب 2.5 دينار جزائري ويتكون من عدة مديريات مركزية وثلاث فروع إنتاجية إضافة إلى مركز البحث والتطوير و وحدات تجارية.

وفي 15 فيفري 1989 دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم تحت تصرف الجمهور حددت قيمة العرض العمومي للبيع ب 20% من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أو ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر ب 250 للسهم الواحد، ولقد تم تحديد سعر إصدار السهم ب 800 دج خلال فترة الاكتتاب ابتداء من 15 مارس 1990.

## 2- خطوات دخول مجمع صيدال الى البورصة

ومن أجل تنمية وتطوير مجمع صيدال وجعله ينافس المؤسسات العالمية التي تنشط في نفس المجال، قد قام بعدة خطوات للدخول للبورصة من بينها:

- في 11 أبريل 1998: قدم مجمع صيدال طلب الدخول على البورصة، وقد تم الإمضاء على هذا الطلب من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية COSOB .

- 18 أبريل 1998: تم التوقيع على اتفاقية ما بين المجمع ومكتب الدراسات العالمي والهدف منها قيام هذا المكتب بتقييم مؤسسة صيدال، حيث دامت مدة هذه الاتفاقية أربعة أشهر .

- وفي هذه الخطوة تبنت الجمعية العامة غير عادية للمساهمين للشركة العمومية الوطنية صيدال بتاريخ 22 جوان 1998 القرار رقم 04 للجمعية العامة الغير العادية وباقتراح من مجلس الإدارة، والذع يسمح لصيدال بالدخول للبورصة، وكان هذا تطبيق لقرار اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة CNPE المنعقد بتاريخ 18 جوان 1998 والذع ينص على فتح 20 بالمائة من رأس مال الاجتماعي للمؤسسة عن طريق العرض العمومي للبيع.

- في سبتمبر 1999: وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

## المطلب الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة

سيتم التعرض من خلال هذا المطلب الى مجتمع الدراسة والعينة التي تم اختيارها، وكذا توصيف النموذج الدراسة مع تحديد متغيرات الدراسة (متغير تابع، متغيرات مستقلة).

## الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية في السوق الرسمي والتي بلغت 05 شركات التي سبق الإشارة إليها في الجدول رقم (3-1)، أما عينة الدراسة فتتكون من المؤسسات التي تتوفر فيها مجموعة من الشروط تتمثل في:

- أن تكون مدرجة منذ فترة زمنية معتبرة تسمح لنا بتقدير نموذج قياسي.
  - أن تكون سند لرأس المال لكي تعبر عن المتغير التابع وهو عوائد السهم وليس سند الدين.
  - ألا تكون توقفت أو انسحبت من البورصة خلال فترة الدراسة (أن تكون في حالة نشاط وتسير في البورصة).
  - لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة.
- بناء على ذلك شملت عينة الدراسة مؤسستين هما مؤسسة صيدال المتخصصة في الصناعة الصيدلانية ومؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.

## الفرع الثاني: توصيف نموذج الدراسة

ركز التحليل القياسي في العديد من الأبحاث النظرية والدراسات التجريبية على البحث في العلاقات الطويلة الأجل عند الاختلاف في الاتجاه ودراسة التكامل المشترك فيها أيضا، ومن أجل ذلك تم استعمال المنهجية الحديثة في القياس الاقتصادي، والتي تتمثل في نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL) الذي طورها (Pesaran. Shin. Smith. 2001). وفي هذا الإطار سوف يتم عرض أبرز مزايا هذه المنهجية الحديثة.

## أولا: مزايا منهجية ARDL

إن اختبارات التكامل المشترك المتعارف عليها يلاحظ اشتراطها أن تكون السلاسل الزمنية المراد اختبارها علاقة التكامل المشترك بينهما متكاملة من نفس الدرجة وفي غير مستوياتها الاصلية وهذا يوضح محدودية هذه الاختبارات. لكن هناك اختبار بديل كمنهج للتكامل المشترك يتمثل في ARDL والذي يقدم جملة من المنافع مقارنة بالاختبارات الأخرى:<sup>1</sup>

- في حالة صغر العينة من الصعب وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الغير مستقرة، ففي هذه الحالة يلعب نموذج ARDL دورا مهم في نمذجة السلاسل الغير مستقرة، ويعتبر نسبيا أكثر قوة في العينات الصغيرة.

<sup>1</sup> جلولي نسيم، مفران محمد، منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الاقتصادي، الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية، جامعة بلحاج بوشعيب، الجزائر، 14 نوفمبر 2019، ص 3-6.

- يستخدم هذا الأسلوب بغض النظر عما كان الإنحدار من الدرجة صفر (0) أي  $I(0)$  أو الدرجة الأولى (1) أي  $I(1)$  أو في حالة الخليط بينهما، وتشتترط ألا تكون من بين المتغيرات من هي مستقرة من الدرجة الثانية (2) أي  $I(2)$ .
- يطبق نموذج ARDL إطار نمذجة من العام الى الخاص من خلال اتخاذ عدد كافي من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات.

- علاوة على ذلك، تعاني النماذج التقليدية لاختبارات التكامل المشترك من مشكلة النمو الداخلي، في حين تستطيع طريقة نموذج ARDL التمييز بين المتغيرات التابعة والمتغيرات التفسيرية والقضاء على المشاكل التي قد تطرأ بسبب وجود الارتباط الذاتي والنمو الداخلي. كما يستطيع هذا النموذج تقدير العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل في آن واحد، كما يقدم تقديراً غير متحيز وذو كفاءة.

### ثانياً: خطوات النمذجة القياسية لمنهجية ARDL

وتتمثل الخطوات فيما يلي:<sup>1</sup>

- (1) التأكد من أن المتغيرات ليست متكاملة من الرتبة الثانية، وذلك عن طريق دراسة استقراره السلاسل الزمنية.
- (2) صياغة نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، والذي يكون نوع خاص من نموذج ARDL.
- (3) تحديد فترة التباطؤ المثلى للنموذج.
- (4) التأكد من أن أخطاء النموذج مستقرة ذاتياً.
- (5) تنفيذ اختبار الحدود لرؤية ما إذا كان هناك دليل على علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.
- (6) وإذا كانت النتيجة إيجابية في الخطوة السادسة، يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل، فضلاً عن فصل نموذج تصحيح الخطأ الغير مقيد.
- (7) التأكد من أن النموذج مستقر ديناميكياً.

### ثالثاً: الصيغة العامة لنموذج ARDL

تكون الصيغة العامة لنموذج  $ARDL(p, q_1, q_2, q_3, \dots, q_k)$  مكون من متغير تابع  $Y$  وعدد  $k$  من المتغيرات التفسيرية  $X_1, X_2, X_3, \dots, X_k$  على الشكل التالي:<sup>2</sup>

$$\Delta Y_t = C + \sum_{i=1}^p \beta_{1t} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta X_{2t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k} \beta_k \Delta X_{kt-i} + a_1 Y_{t-1} + a_2 X_{1t-1} + a_3 X_{2t-1} + \dots + a_k X_{kt-1} + \varepsilon_t$$

<sup>1</sup> محمد صلاح حمد الله، استخدام نموذج ARDL لقياس أثر السياسات الاقتصادية في النمو الاقتصادي في السودان (1999-2015)، رسالة

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2018، ص 85-87.

<sup>2</sup> عابد بن عابد العبدلي، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح للاقتصاد

الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، العدد 32، 2007، ص 29.

حيث أن:

- C: الحد الثابت.

-  $\Delta$ : الفروق من الدرجة الأولى.

- k: عدد المتغيرات.

- p: فترة إبطاء المتغير التابع Y.

-  $q_1, q_2, \dots, q_k$ : فترات إبطاء المتغيرات التفسيرية  $X_1, X_2, \dots, X_k$  على التوالي.

-  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ : معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

-  $a_1, a_2, \dots, a_k$ : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

-  $\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي.

ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك وفق نموذج ARDL من خلال فرضيتين:

✓  $H_0$ : فرضية العدم، عدم وجود تكامل مشترك (علاقة توازنه طويلة الأجل) بين المتغيرات، والتي تتمثل

$$a_1 = a_2 = a_3 \dots \dots = a_k = 0$$

✓  $H_1$ : الفرضية البديلة، وجود تكامل مشترك (علاقة توازنه طويلة الأجل) بين المتغيرات، والتي تتمثل في:

$$a_1 \neq a_2 \neq a_3 \dots \dots \neq a_k \neq 0$$

### الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

بعد توصيف نموذج الدراسة لا بد من تحديد متغيرات الدراسة وكيفية حسابها.

#### أولاً: المتغير التابع

معظم الدراسات السابقة استخدمت للتعبير على أدائها المالي إما التغير في السعر السوقي لسعر السهم أو نصيب السهم من الأرباح الصافية، وبعد الاطلاع على التغير في السعر السوقي لأسهم مؤسسة صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي لوحظ أنها قد لا تعكس أداء الشركة نتيجة الركود الذي تشهده بورصة الجزائر، لذلك اعتمدت الدراسة على معدل العائد على السهم كمتغير تابع لهذه الدراسة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للحصول على أحسن تمثيل للأداء المالي، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً لعوائد الأسهم بشكل عام، أي أن هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للمؤسسات الاقتصادية ويعكس مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول والموارد المتاحة. ونرمز له بـ EPS والذي يحسب بالصيغة التالية:

$$\text{معدل العائد على السهم} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

#### ثانياً: المتغيرات المستقلة

إن مؤشرات تقييم الأداء المالي المستخدمة في هذه الدراسة هي عبارة عن ست متغيرات، منها أربع متغيرات تقليدية والتي تشمل مؤشرات الربحية والتي تقيس مدى كفاءة وفعالية إدارة المؤسسة في توليد الأرباح، وسيتم قياس الربحية في هذه الدراسة باستخدام نسبتين متمثلتين في:

- معدل العائد على الأصول ونرمز له ب ROA والذي يحسب بالصيغة التالية:

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

- ومعدل العائد على الاستثمار ونرمز له ب ROI والذي يحسب بالصيغة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

بالإضافة لمؤشر المديونية ونرمز له ب RD مقاس بنسبة الاقتراض والذي يحسب بالصيغة التالية:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

وأخيرا مؤشرات التوازن المالي الذي يعتبر من المعايير المهمة لتقييم الأداء المالي، كونه هدف مالي تسعى المؤسسات لبلوغه من أجل تحقيق الأمان والتوازن المالي، وسيتم الاعتماد على مؤشر واحد والمتمثل في الاحتياج في رأس المال العامل ونرمز له ب BFR ويتولد هذا الاحتياج عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها بواسطة حقوقها وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى خارجية لتمويل هذا العجز، ويتم حسابه بالصيغة التالية:

$$\text{الاحتياج لرأس المال العامل} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{خزينة الأصول}) - (\text{الخصوم المتداولة} - \text{خزينة الخصوم})$$

أما بالنسبة للمؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي سوف يتم الاعتماد على كل من القيمة الاقتصادية المضافة ونرمز لها EVA وتم الاعتماد على هذا المؤشر لشموليته لمتغيرات هامة تعكس الأداء المالي للمؤسسة ويتم حسابها بالصيغة التالية:

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = (\text{مؤشر العائد على الاستثمار} - \text{التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال}) \times \text{رأس المال المستثمر}$$

والقيمة السوقية المضافة ونرمز لها MVA لاعتبارها مؤشرا للقيمة السوقية الحقيقية وأيضا لاعتبارها من

أهم المقاييس لخلق القيمة للملاك هي EVA ويتم حسابها بالصيغة التالية:

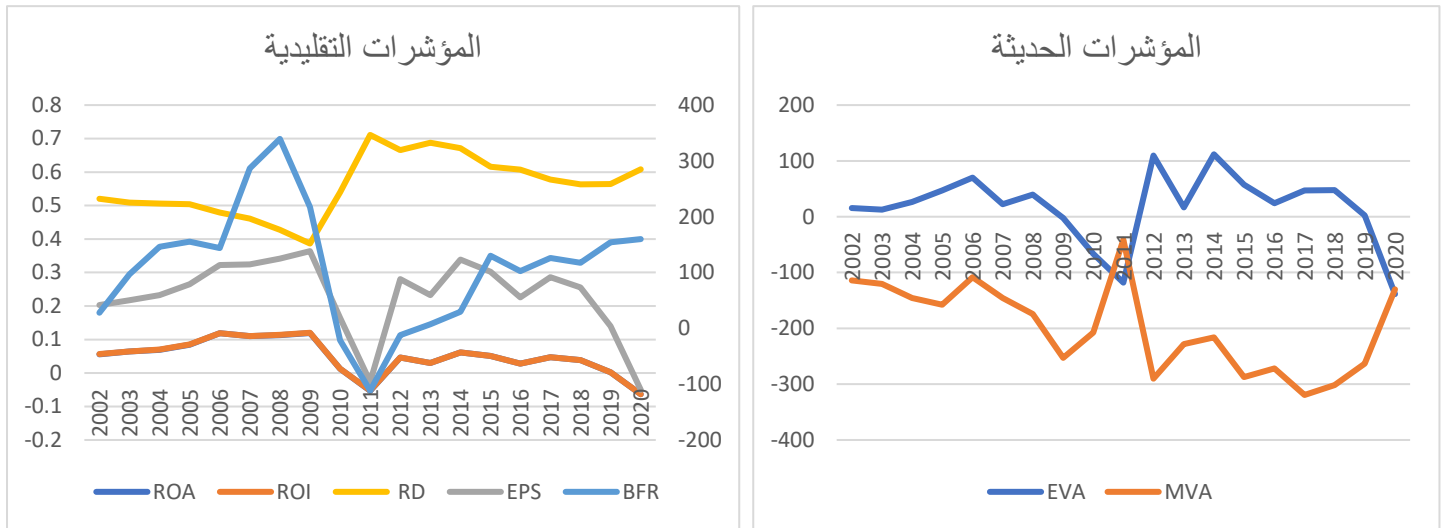
$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

كما نشير الى أنه تم تقسيم القيم المتحصل عليها لكل من EVA، MVA على عدد الأسهم من أجل مقارنتها ب EPS، بحيث تعكس خلق القيمة بالنسبة لسهم الواحد.

ولقد تم حساب بيانات الدراسة بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي للفترة من 2002 إلى 2020 والمتوفرة في موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup> COSOB بينما تم الحصول على القيم السوقية للأسهم لحساب MVA من موقع بورصة الجزائر<sup>2</sup>.

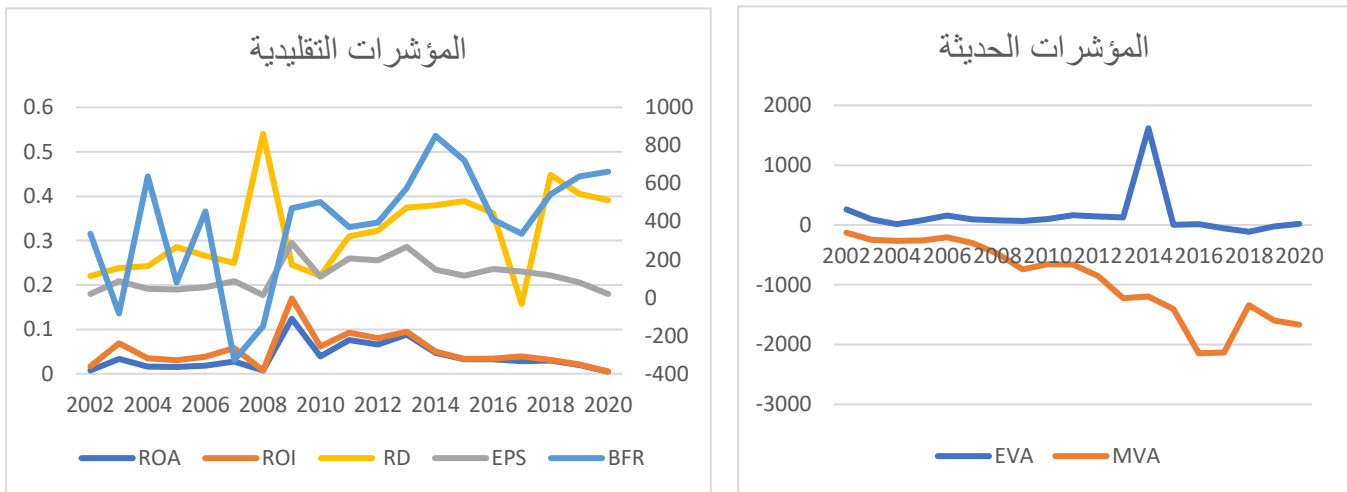
والشكل الموالي يوضح تطور متغيرات الدراسة بالنسبة لكل مؤسسة.

شكل رقم (3-1): تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة تسير فندق الأوراسي



المصدر: مخرجات برمجية Excel 2019

شكل رقم (3-2): تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال



المصدر: مخرجات برمجية Excel 2019

كما أن الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة موضحة في الملحق رقم (2).

<sup>1</sup>الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تاريخ الاطلاع 06 ماي 2022، متاحة على الموقع: <https://www.cosob.org/ar/>

<sup>2</sup> موقع بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

المبحث الثاني: تقدير نماذج الدراسة

بعد التطرق لبورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة فيها، وكذا لإجراءات ومنهجية الدراسة المتبعة الذي سلطنا الضوء فيه على نموذج ARDL وعينة الدراسة، سنحاول من خلال هذا المبحث تحديد مساهمة مؤشرات تقييم الأداء المالي في تقدير التغيرات في معدل العائد على السهم لمؤسستي التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال.

المطلب الأول: نمذجة تقييم الأداء المالي لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي

لمعرفة مساهمة كل من المؤشرات التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي سوف نقوم بتقدير نموذجين كما سبق الإشارة لذلك، النموذج الأول باستخدام مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية والنموذج الثاني باستخدام بعض مؤشرات تقييم الأداء الحديثة.

الفرع الأول: دراسة استقراره السلاسل الزمنية

للتأكد من استقراره السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج محل الدراسة، لا بد من إجراء اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية وذلك بالاعتماد على اختبار فيليب بيرون (pp) باعتباره الأنسب في حالة عينة صغيرة. حيث يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين:

- فرضية العدم وتمثل في أن السلسلة الزمنية للمتغير تحتوي على جذر الوحدة بمعنى أنها غير مستقرة.
- الفرضية البديلة وتمثل في أن السلسلة الزمنية للمتغير لا تحتوي على جذر الوحدة بمعنى أنها مستقرة ومتكاملة عند ذلك المستوى.

ويلخص الجدول (2-3) النتائج المتوصل إليها:

جدول (2-3): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)  
Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>						
		EPS	ROA	ROI	RD	BFR	EVA	MVA
With Constant	t-Statistic	-2.0392	-1.4316	-1.4259	-1.5204	-2.0396	-2.6827	-2.6965
	Prob.	<b>0.2690</b>	<b>0.5438</b>	<b>0.5465</b>	<b>0.5007</b>	<b>0.2689</b>	<b>0.0962</b>	<b>0.0939</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	*	*
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.0168	-2.0770	-2.0738	-1.8504	-2.0585	-2.5569	-3.1352
	Prob.	<b>0.5538</b>	<b>0.5231</b>	<b>0.5247</b>	<b>0.6377</b>	<b>0.5325</b>	<b>0.3008</b>	<b>0.1282</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.5959	-1.3054	-1.3018	0.1413	-0.7786	-2.6717	-0.6397
	Prob.	<b>0.1020</b>	<b>0.1700</b>	<b>0.1710</b>	<b>0.7148</b>	<b>0.3647</b>	<b>0.0107</b>	<b>0.4260</b>
		n0	n0	n0	n0	n0	**	n0
		<u>At First Difference</u>						
		d(EPS)	d(ROA)	d(ROI)	d(RD)	d(BFR)	d(EVA)	d(MVA)
With Constant	t-Statistic	-4.0397	-3.6823	-3.6695	-3.5325	-2.7048	-5.3108	-8.0079
	Prob.	<b>0.0074</b>	<b>0.0150</b>	<b>0.0153</b>	<b>0.0200</b>	<b>0.0936</b>	<b>0.0006</b>	<b>0.0000</b>
		***	**	**	**	*	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.3598	-3.8647	-3.8526	-3.4174	-2.9548	-5.3520	-10.2030
	Prob.	<b>0.0159</b>	<b>0.0382</b>	<b>0.0390</b>	<b>0.0822</b>	<b>0.0960</b>	<b>0.0027</b>	<b>0.0000</b>
		**	**	**	*	*	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-4.1187	-3.7032	-3.6918	-3.6077	-2.8225	-5.4374	-7.4501
	Prob.	<b>0.0004</b>	<b>0.0010</b>	<b>0.0010</b>	<b>0.0012</b>	<b>0.0077</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***	***	***

Notes:

a: (\*)Significant at the 10%; (\*\*)Significant at the 5%; (\*\*\*) Significant at the 1% and (no) Not Significant



توضح النتائج المبينة أعلاه نتائج اختبار جذر الوحدة لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول مع النماذج الثلاث أي بوجود قاطع، بوجود قاطع واتجاه عام، بدون قاطع واتجاه عام. ولا تعتبر السلاسل مستقرة إلا إذا كانت مستقرة في النماذج الثلاثة، وعليه بالنظر الى درجة احتمالية إحصائية  $t$  نجد أن:

- بالنسبة للمتغيرات المستقلة (MVA، EVA، BFR، RD، ROI، ROA) والمتغير التابع (EPS) نلاحظ أنهم غير مستقرين عند المستوى لأن احتمالية إحصائية  $t$  في بعض النماذج أكبر من 10%، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية بأن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة وهي غير مستقرة لذلك سنقوم باختبارها عند الفرق الأول.

- بعد اختبار سلاسل الدراسة عند الفرق الأول وجدنا أن كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، ومتكاملة من الدرجة (1)I، ومنه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة بأن المتغيرات المعنية بالدراسة لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها مستقرة وهو ما يسمح بتطبيق منهجية ARDL.

بعد التأكد من استقراره جميع متغيرات الدراسة عند الفرق الأول، أصبح من الممكن اختبار وجود علاقة تكامل مشترك باستخدام نموذج ARDL حيث سيتم تقدير النموذج باستخدام المؤشرات التقليدية وعائد السهم ثم تقدير النموذج مرة أخرى باستخدام المؤشرات الحديثة وعائد السهم.

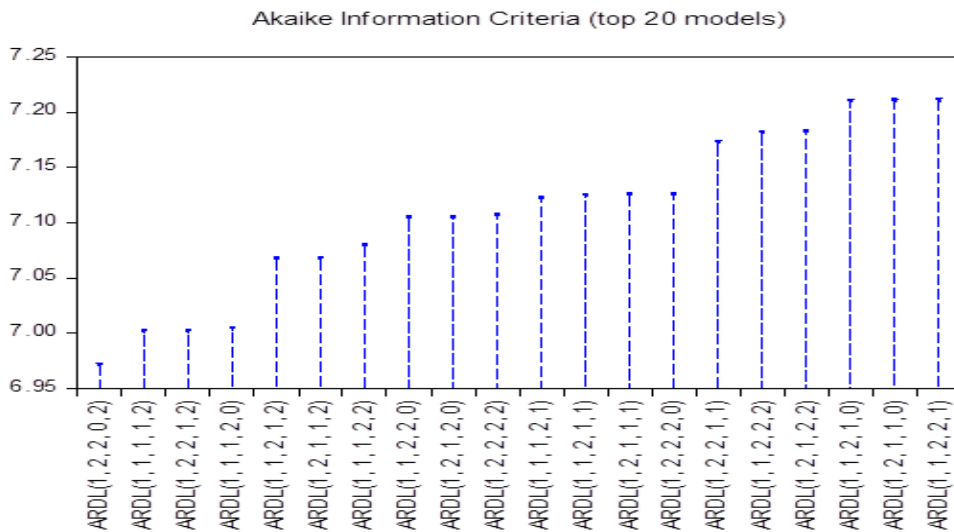
### الفرع الثاني: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات التقليدية

سنقوم باختبار وجود علاقة تكامل مشترك بين المؤشرات التقليدية المتمثلة في BFR، RD، ROI، ROA كمتغيرات مستقلة وEPS كمتغير تابع باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، ولكن قبل تقدير النموذج لا بد من تحديد عدد فترات الإبطاء المثلى أولاً.

### أولاً: اختبار فترات الإبطاء المثلى

من خلال هذا الاختبار يمكننا اختيار النموذج المناسب للدراسة، وذلك باستخدام معيار (AIC)، والشكل الموالي يوضح النتائج المتوصل اليها.

شكل رقم (3-3): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى.



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

باختيار أقل قيمة لمعيار (AIC) تكون الفجوات الملائمة لهذا النموذج هي (1.2.2.0.2) ARDL، بمعنى واحد فترة إبطاء للمؤشر EPS وفترة إبطاء لكل من BFR، ROI،ROA ، وصفر فترة إبطاء للمؤشر RD.

### ثانيا: الاختبارات التشخيصية للنموذج

قبل اعتماد نموذج ARDL في تقدير العلاقة قصيرة وطويلة الأجل لابد من اختبار جودة أداء هذا النموذج من خلال الاختبارات التشخيصية، (اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي، اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي، اختبار توزيع الأخطاء العشوائية).

حيث نلاحظ من الجدول رقم (3-3) الخاص باختبار ثبات تباين الأخطاء Heteroskedasticity Test ARCH أن قيمة إحصائية فيشر 0.15 بمستوى احتمال 0.69 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يدل على ثبات تباين حد الأخطاء العشوائية في النموذج المقدر.

### جدول رقم (3-3): اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.155797	Prob. F(1,14)	0.6990
Obs*R-squared	0.176094	Prob. Chi-Square(1)	0.6748

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

كما نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-3) الخاص باختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية Serial Correlation LM Test أن قيمة إحصائية فيشر 3.19 بمستوى احتمالية 0.18 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

### جدول رقم (4-3): اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي

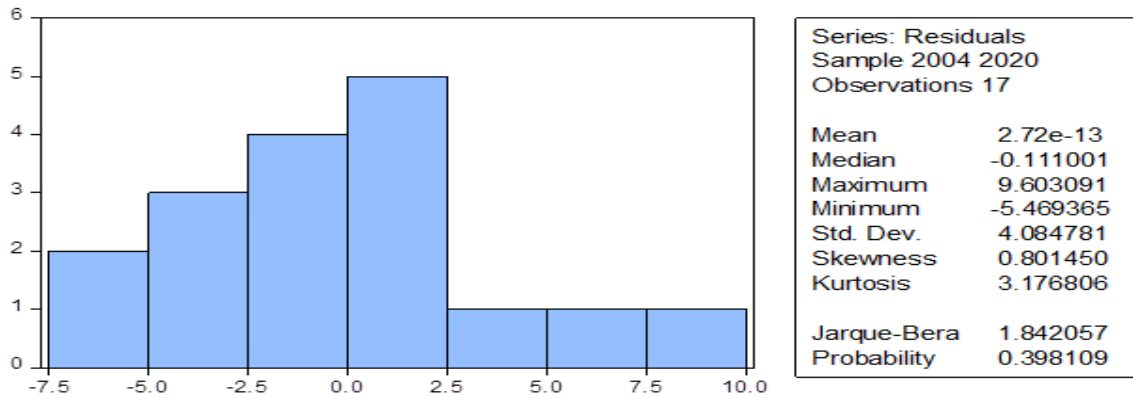
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	3.196576	Prob. F(2,3)	0.1805
Obs*R-squared	11.57051	Prob. Chi-Square(2)	0.0031

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12.

كذلك بين الشكل رقم (3-3) الخاص باختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera والذي يبين أن القيمة إحصائية Jarque-Bera تساوي 1.84 بمستوى احتمالية 0.39 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (3-4): اختبار توزيع الأخطاء العشوائية



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

### ثالثا: اختبار التكامل المشترك بالانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

بعد إجراء الاختبارات التشخيصية والتأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية سيتم التأكد من مدى تحقق العلاقة التوازنية طويلة الأجل وأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وفقا لمنهج الحدود Bounds Test، حيث إذا كانت F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة، نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ونقبل الفرض البديل بوجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة فإننا نرفض الفرض البديل، ونقبل فرضية العدم أي غياب العلاقة التوازنية في الأجل الطويل. والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار لدراستنا:

جدول رقم (3-5): نتائج اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	4.193000	10%	2.2	3.09
k	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة إحصائية فيشر تقدر ب 4.19 وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأعلى عند مستوى المعنوية 2.5%، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين EPS ومؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية محل الدراسة في الأجل الطويل.

رابعاً: تقدير العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات من خلال نتائج اختبار الحدود أصبح من الممكن تقييم العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ.

1. تقدير العلاقة طويلة الأجل

بعد التأكد من استيفاء الشروط الأولية لتطبيق النموذج وما دام هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة أصبح من الممكن تقدير العلاقة طويلة الأجل، والنتائج مبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (3-6): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل.

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	9694.175	53224.90	0.182136	0.8626
ROI	-7094.577	53334.79	-0.133020	0.8994
RD	916.4227	385.0696	2.379889	0.0632
BFR	1.27E-07	6.14E-08	2.065417	0.0938
C	-663.0043	271.5873	-2.441220	0.0586

EC = EPS - (9694.1754\*ROA -7094.5766\*ROI + 916.4227\*RD + 0.0000\*BFR -663.0043 )

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول (3-6) يتضح ما يلي:

- من أجل معلمة المتغير ROA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 0.18 بمستوى احتمالية 0.86 وهي أكبر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير ROA ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.  
 - ومن أجل معلمة المتغير ROI نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 0.13 بمستوى احتمالية 0.89 وهي أكبر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير ROI ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.  
 - من أجل معلمة المتغير RD نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 2.37 وهي أكبر من 2 حيث بلغ مستوى احتمالية 0.06 وهي أصغر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير RD معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.

- من أجل معلمة المتغير BFR نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 2.06 وهي أكبر من 2 بمستوى احتمالية 0.09 وهي أصغر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير BFR معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.

من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستودنت تبين أن معلمتي المتغيرين ROA وROI ليس لها معنوية إحصائية، بينما معلمتي المتغيرين RD وBFR تختلف عن 0 أي لها معنوية إحصائية، حيث تبين وجود علاقة طردية بين EPS ونسبة المديونية، حيث أن تغير RD بوحدة واحدة يؤدي الى تغير EPS

ب916.42، وكذلك تربطه علاقة طردية بالاحتياج في رأس المال العامل حيث يؤدي تغير BFR بوحدة واحدة الى تغير EPS ب 0.00000127.

## 2. نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

يوضح الجدول (3-7) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM) الذي يمثل العلاقة بين معدل العائد لسهم وبعض المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي في الأجل القصير.

جدول رقم (3-7): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)

ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA)	87107.30	9052.113	9.622869	0.0002
D(ROA(-1))	43196.67	10554.73	4.092637	0.0094
D(ROI)	-85248.23	9022.326	-9.448586	0.0002
D(ROI(-1))	-43330.07	10575.52	-4.097204	0.0094
D(BFR1)	3.09E-08	5.30E-09	5.834925	0.0021
D(BFR(-1))	-1.38E-08	3.58E-09	-3.861165	0.0119
CointEq(-1)*	-0.268554	0.037860	-7.093377	0.0009
R-squared	0.996987	Mean dependent var		-9.436455
Adjusted R-squared	0.995180	S.D. dependent var		74.41996

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول (3-7) يتضح ما يلي:

- يشير اختبار UECD-ARDL أن قيمة معامل تصحيح الخطأ ((-1)CointEq)، والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة وتبلغ حوالي 26.85% ونلاحظ أنها ذات معنوية إحصائية عند مستوى 1% (0.0009) وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى الطويل وال المدى القصير حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل وقد بلغت سرعت التعديل 0.2685، أي أن EPS كمتغير تابع يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة بنسبة 26.85%.

- نلاحظ من خلال احتمالية إحصائية t بأن كل من المتغيرات ROI، ROA، BFR في الفترة القصيرة معنوية، بمعنى أن هذه المتغيرات تفسر لنا التغير في EPS.

وتظهر نتائج التقدير أن 99.51% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم مفسر من قبل المتغيرات

المستقلة. حي تبين وجود علاقة طردية بين EPS ومعدل العائد على الأصول، حيث أن تغير ROA (-) و ROA (1) بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS ب 87107 و 43197 على التوالي، بينما تربطه علاقة عكسية بمعدل العائد على الاستثمار، حيث أن تغير ROI و ROI (-1) بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS ب 85248 و 43330 على التوالي، أما فيما يتعلق بالاحتياج في رأس المال العامل، فنلاحظ وجود علاقة طردية بين BFR و EPS حيث أن تغير BFR بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في EPS ب 0.0000000309، في حين توجد علاقة عكسية بين (-1) BFR

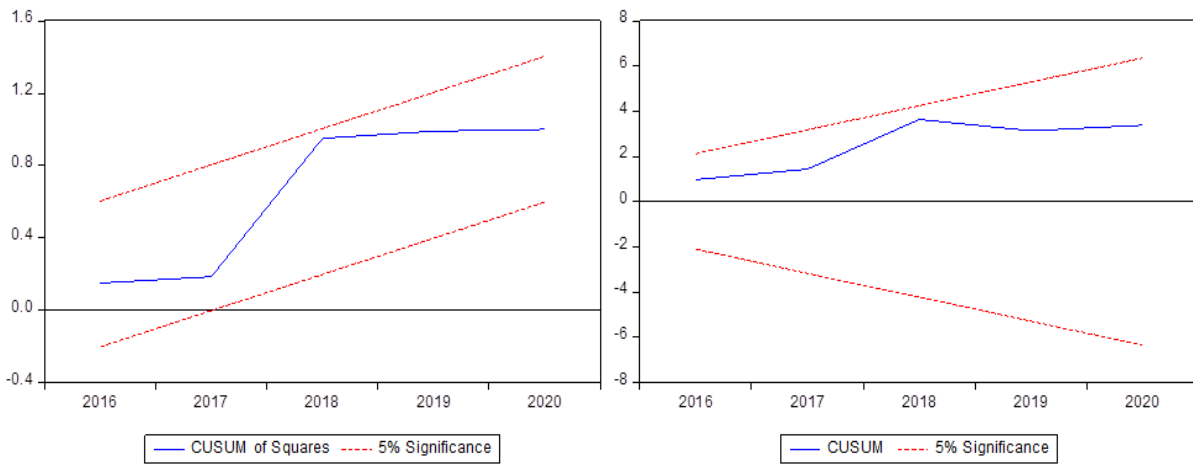
وEPS حيث أن تغير (-1) BFR بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في EPS بـ0.0000000138 كما نشير إلى أن المتغير RD في الفترة القصيرة لم يظهر لأنه عند تقدير فترة إبطاء أعطيت له القيمة صفر.

#### خامسا: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

وفقا لPesaran (1997) يجب أن يتم التأكد من الاستقرار الهيكلي للنموذج أي للمعاملات في الأجلين القصير والطويل أي خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغييرات هيكلية فيها عبر الزمن. ولتحقيق ذلك يتم استخدام اختبارين هما: اختبار المجموع التراكمي لتكرار البواقي (Cumulative Sum of Recursive Residual) واختبار المجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي (Cumulative Sum of Square Recursive) ، كما هو موضح في الشكلين المواليين.

ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدره لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني لكل من CUSUM وCUSUMSQ داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، ومن ثم تكون هذه المعاملات غير مستقرة إذا انتقل الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين خارج الحدود عند هذا المستوى.

شكل رقم (3-5): نتائج اختبار المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي.



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

يتضح من خلال الشكل أن المعاملات المقدره لنموذج ARDL المستخدمة مستقرة هيكلية عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

#### الفرع الثالث: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات الحديثة

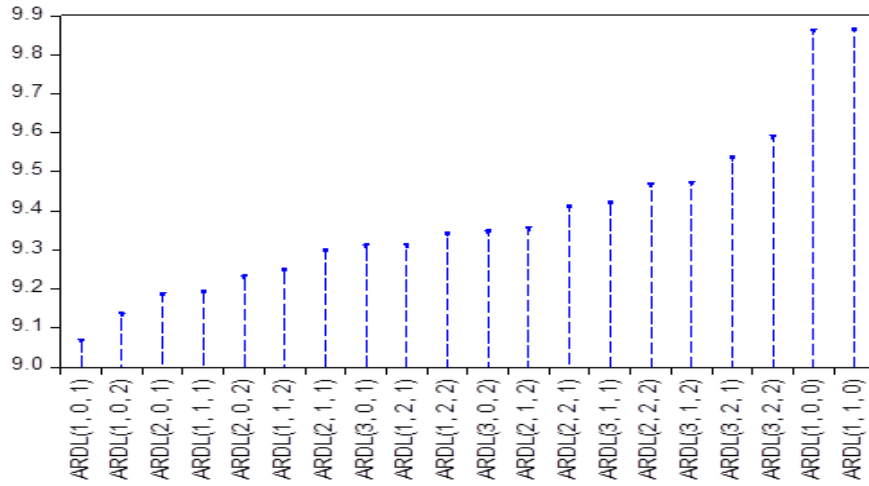
سيتم اتباع نفس الخطوات السابقة لتقدير النموذج ولكن باستخدام EVA وMVA كمتغيرات مستقلة.

#### أولا: اختبار فترات الإبطاء المثلى

من خلال هذا الاختبار يمكننا اختيار النموذج المناسب لدراسة، والشكل الموالي يوضح ذلك:

شكل رقم (3-6): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

باختيار أقل قيمة لمعيار (AIC) تكون الفجوات الملائمة لهذا النموذج هي  $ARDL(1,0,1)$ ، بمعنى واحد فترة إبطاء لكل من المؤشرين EPS و MVA، وصفر فترة إبطاء للمؤشر EVA.

#### ثانيا: الاختبارات التشخيصية للنموذج

حيث نلاحظ من الجدول رقم (3-8) الخاص باختبار ثبات تباين الأخطاء Heteroskedasticity Test ARCH أن قيمة إحصائية فيشر 0.84 بمستوى احتمالية 0.37 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يدل على ثبات تباين حد الأخطاء العشوائية في النموذج المقدر.

#### جدول رقم (3-8): اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.846395	Prob. F(1,15)	0.3721
Obs*R-squared	0.908012	Prob. Chi-Square(1)	0.3406

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12.

كما نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-9) الخاص باختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية Serial Correlation LM Test أن قيمة إحصائية فيشر 2.89 بمستوى احتمالية 0.09 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

#### جدول رقم (3-9): اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي

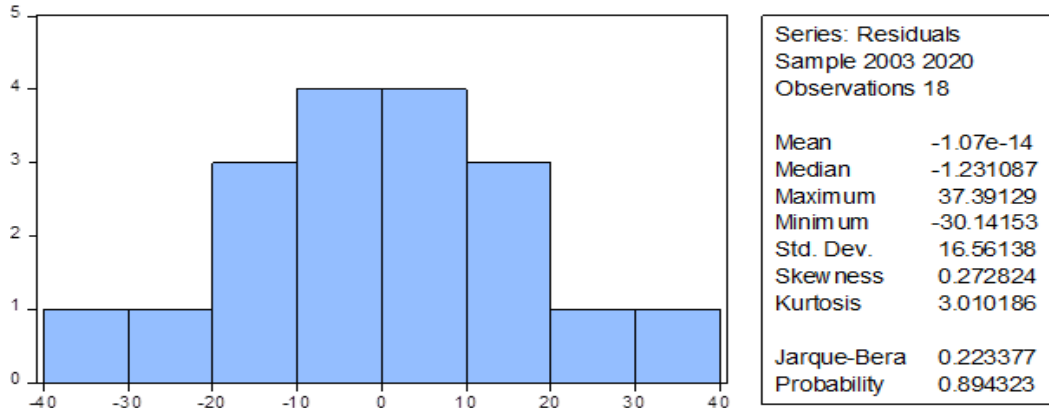
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.895799	Prob. F(2,11)	0.0976
Obs*R-squared	6.208388	Prob. Chi-Square(2)	0.0449

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12.

كذلك بين الشكل رقم (3-6) الخاص باختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera والذي يبين أن القيمة إحصائية Jarque-Bera تساوي 0.22 بمستوى احتمالية 0.89 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (3-7): اختبار توزيع الأخطاء العشوائية



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12.

### ثالثا: اختبار التكامل المشترك بالانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

سنقوم الآن بالتأكد من مدى تحقق العلاقة التوازنية طويلة الأجل وأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وفقا لمنهج الحدود Test Bounds. والجدول (3-10) يوضح نتائج هذا الاختبار لدراستنا:

جدول رقم (3-10): نتائج اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	17.01747	10%	2.63	3.35
k	2	5%	3.1	3.87
		2.5%	3.55	4.38
		1%	4.13	5

Asymptotic:  
n=1000

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة إحصائية فيشر تقدر ب 17.01 وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأعلى عند جميع مستويات المعنوية، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين EPS وبعض المؤشرات تقييم الأداء المالي الحديثة في الأجل الطويل.

### رابعا: نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ

سوف نقوم أولا بتقدير العلاقة طويلة الأجل وبعدها تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

### أولا: نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

يوضح الجدول (3-11) نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل.



جدول رقم (3-11): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل.

Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	1.814627	0.476677	3.806828	0.0022
MVA	0.459000	0.251740	1.823313	0.0913
C	107.6875	45.03018	2.391451	0.0326

EC = EPS - (1.8146\*EVA + 0.4590\*MVA + 107.6875 )

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول (3-11) يتضح ما يلي:

- من أجل معلمة المتغير EVA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 3.80 بمستوى احتمالية 0.002 وهي أصغر من مستوى الدلالة 5%، وعليه فمعلمة المتغير EVA لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 5%.
  - من أجل معلمة المتغير MVA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 1.82 بمستوى احتمالية 0.09 وهي أصغر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير MVA لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.
- من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستودنت تبين أن معلمة المتغيرين EVA وMVA تختلف عن 0 أي لها معنوية إحصائية، حيث نلاحظ وجود علاقة طردية بين EPS والقيمة الاقتصادية المضافة وعليه فإن تغير EVA بوحدة واحدة يؤدي الى تغير EPS ب 1.81، في حين توجد أيضا علاقة طردية بين EPS والقيمة السوقية المضافة بينما يؤدي تغير MVA بوحدة واحدة يؤدي الى تغير EPS ب 0.45.

ثانيا: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

نتائج التقدير موضحة في الجدول (3-12).

جدول رقم (3-12): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MVA)	-0.176588	0.071685	-2.463399	0.0285
CointEq(-1)*	-0.373988	0.040859	-9.153050	0.0000

R-squared 0.947564 Mean dependent var -8.430841  
Adjusted R-squared 0.944287 S.D. dependent var 72.32392

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول (3-12) يتضح ما يلي:

- يشير اختبار UECM-ARDL أن قيمة معامل تصحيح الخطأ (-1) CointEq، والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة وتبلغ حوالي 37.39% ونلاحظ أنها ذات معنوية إحصائية عند مستوى 1% (0.0000) وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى الطويل والمدى القصير

حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل وقد بلغت سرعت التعديل 0.3739، أي أن EPS كمتغير تابع يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة بنسبة 37.39%.

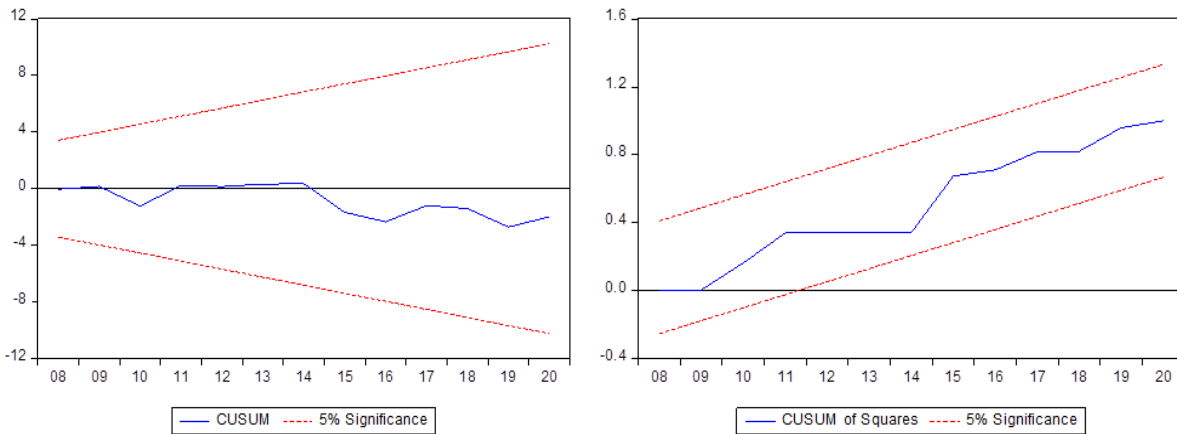
- من أجل معلمة المتغير MVA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 2.46 بمستوى احتمالية 0.02 وهي أصغر من مستوى الدلالة 5%، وعليه فمعلمة المتغير MVA معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة 5%

وتظهر نتائج التقدير أن 94.42% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم مفسر من قبل المتغيرات المستقلة. حيث تبين وجود علاقة عكسية بين EPS والقيمة السوقية المضافة، حيث أن تغير MVA بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS بـ 0.17، كما نشير إلى أن المتغير EVA في الفترة القصيرة لم يظهر لأنه عند تقدير فترة إبطاء أعطيت له القيمة صفر.

#### خامساً: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

في هذه المرحلة سوف نقوم بالتأكد من الاستقرار الهيكلي للنموذج المقدر كما هو موضح في الشكلين المواليين:

شكل رقم (3-8): المجموع التراكمي لتكرار البواقي المجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

يتضح من خلال الشكلين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدمة مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

#### المطلب الثاني: تقدير النماذج لمؤسسة صيدال

بغرض معرفة مدى مساهمة كل من المؤشرات التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي لمؤسسة الصناعة الصيدلانية صيدال سوف نقوم بتطبيق نفس الخطوات المتبعة مع مؤسسة الأوراسي وذلك بتقدير نموذجين.

الفرع الأول: دراسة استقراريه السلاسل الزمنية

بالاعتماد على اختبار فيليب بيرون (pp) يلخص الجدول التالي النتائج المتوصل إليها:

جدول رقم (3-13): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>						
		EPS	ROA	ROI	RD	BFR	EVA	MVA
With Constant	t-Statistic	-3.0837	-3.3707	-3.8638	-4.0987	-2.9018	-4.2422	-0.5974
	Prob.	<b>0.0461</b>	<b>0.0265</b>	<b>0.0099</b>	<b>0.0061</b>	<b>0.0647</b>	<b>0.0046</b>	<b>0.8482</b>
		**	**	***	***	*	***	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.8594	-3.1763	-3.8809	-9.9143	-3.9848	-4.1665	-2.2841
	Prob.	<b>0.1967</b>	<b>0.1200</b>	<b>0.0356</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0295</b>	<b>0.0212</b>	<b>0.4206</b>
		n0	n0	**	***	**	**	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.2079	-1.5679	-1.6280	-0.2159	-1.2390	-4.1198	0.6643
	Prob.	<b>0.1992</b>	<b>0.1074</b>	<b>0.0961</b>	<b>0.5945</b>	<b>0.1895</b>	<b>0.0003</b>	<b>0.8502</b>
		n0	n0	*	n0	n0	***	n0
		<u>At First Difference</u>						
		d(EPS)	d(ROA)	d(ROI)	d(RD)	d(BFR)	d(EVA)	d(MVA)
With Constant	t-Statistic	-8.4723	-8.9417	-10.0544	-16.4987	-14.2355	-16.2807	-6.1291
	Prob.	<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>
		***	***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-12.7509	-13.4163	-19.7480	-15.9263	-13.7806	-16.8426	-5.7538
	Prob.	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0013</b>
		***	***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-8.7742	-9.2441	-10.2666	-11.7616	-8.8416	-16.9874	-3.8408
	Prob.	<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>0.0007</b>
		***	***	***	***	***	***	***

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

من خلال الجدول أعلاه وبالنظر الى درجة احتمالية إحصائية t نلاحظ أن:

- بالنسبة للمتغيرين المستقلين (EVA، ROI) نلاحظ أنهم مستقرين عند المستوى لأن احتمالية إحصائية t في النماذج الثلاثة أقل من 10% وعليه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة بأن المتغيرين (EVA، ROI) لا يحتويان على جذر الوحدة أي أنهما مستقرين عند المستوى ومتكاملين من الدرجة (0) I.

- بالنسبة للمتغيرات المستقلة (ROA، RD، BFR، MVA) والمتغير التابع (EPS) نلاحظ أنهم غير مستقرين عند المستوى لأن احتمالية إحصائية t في بعض النماذج أكبر من 10% وعليه نقبل الفرضية العدمية بأن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة وهي غير مستقرة لذلك سنقوم باختبارها عند الفرق الأول.

- بعد اختبار المتغيرات (ROA، EPS، RD، BFR، MVA) عند الفرق الأول اتضح أنها مستقرة عند الفرق الأول، ومتكاملة من الدرجة (1) I، ومنه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة بأن هذه المتغيرات لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها مستقرة.

بعد التأكد من استقراريه جميع متغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول، أصبح من الممكن اختبار

وجود علاقة تكامل مشترك باستخدام نموذج ARDL.

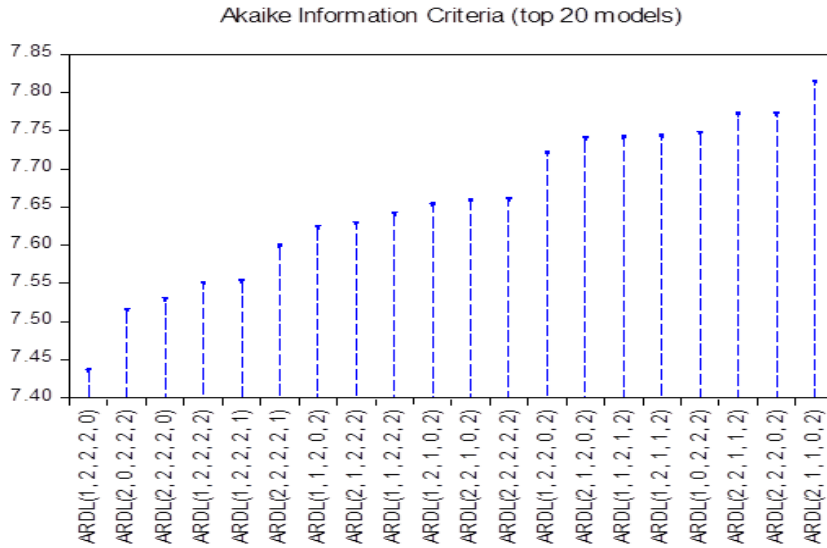
الفرع الثاني: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات التقليدية

قبل الشروع في تقدير النموذج لا بد من تحديد عدد فترات الإبطاء المثلى أولاً.

أولاً: اختبار فترات الإبطاء المثلى

يمكننا من خلال هذا الاختبار اختيار النموذج الأنسب للدراسة، وذلك باستخدام معيار (AIC) ، والشكل الموالي يوضح النتائج التي تم الوصول إليها.

شكل رقم (3-9): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى.



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

باختيار أقل قيمة لمعيار (AIC) تكون الفجوات الملائمة لهذا النموذج هي ARDL (1.2.2.2.0)، بمعنى فترة إبطاء واحدة للمؤشر EPS وفترةين إبطاء لكل من ROA، ROI، RD ، وصفر فترة إبطاء للمؤشر BFR.

ثانياً: الاختبارات التشخيصية للنموذج

يوضح الجدول (3-14) الخاص باختبار ثبات تباين الأخطاء Heteroskedasticity Test ARCH نلاحظ أن قيمة إحصائية فيشر 0.35 بمستوى احتمال 0.56 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يدل على ثبات تباين حد الأخطاء العشوائية في النموذج المقدر.

الجدول رقم (3-14): اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.355582	Prob. F(1,14)	0.5605
Obs*R-squared	0.396313	Prob. Chi-Square(1)	0.5290

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-15) الخاص باختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية Serial Correlation LM Test أن قيمة إحصائية فيشر 1.63 بمستوى احتمالية 0.33 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

الجدول رقم (3-15): اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي

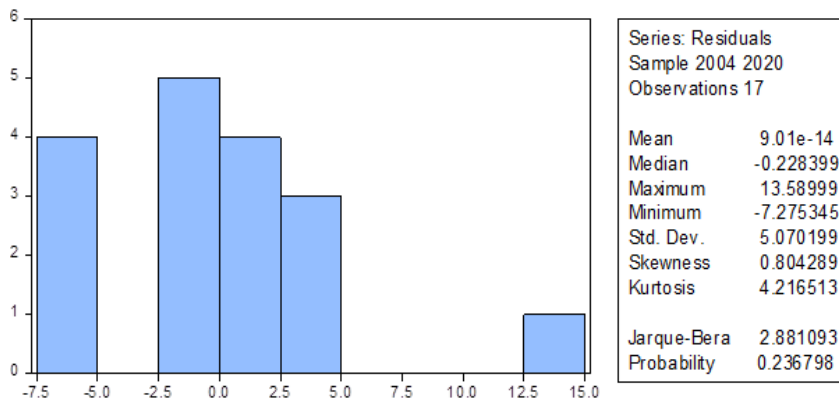
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.637567	Prob. F(2,3)	0.3306
Obs*R-squared	8.872684	Prob. Chi-Square(2)	0.0118

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بين الشكل رقم (3-9) الخاص باختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera والذي يبين أن قيمة إحصائية Jarque-Bera تساوي 2.88 بمستوى احتمالية 0.23 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (3-10): اختبار توزيع الأخطاء العشوائية



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

ثالثا: اختبار التكامل المشترك بالانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

بعد إجراء الاختبارات التشخيصية والتأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية سيتم التأكد من مدى تحقق العلاقة التوازنية طويلة الأجل وأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وفقا لمنهج الحدود Bounds Test، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار لدراستنا:

جدول رقم (3-16): نتائج اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	6.796767	10%	2.2	3.09
K	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة إحصائية فيشر تقدر ب 6.79 وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأعلى عند جميع مستويات المعنوية، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين EPS ومؤشرات تقييم الأداء التقليدية محل الدراسة.

### رابعاً: نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات من خلال نتائج اختبار الحدود أصبح من الممكن تقييم العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ.

### 1. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

وهي مبينة في الجدول التالي:

جدول رقم(3-17): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل.

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	7226.518	428.0784	16.88130	0.0000
ROI	-4076.461	361.9348	-11.26297	0.0001
RD	-347.8314	50.83468	-6.842404	0.0010
BFR	-3.14E-09	8.38E-10	-3.744933	0.0134
C	177.9741	19.29455	9.224062	0.0003

EC = EPS - (7226.5184\*ROA -4076.4612\*ROI -347.8314\*RD -0.0000\*BFR + 177.9741 )

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول (3-17) يتضح ما يلي:

- من أجل معلمة المتغير ROA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 16.88 بمستوى احتمالية 0.00 وهي أقل من مستوى الدلالة 1%، وعليه فمعلمة المتغير ROA لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 1%.
  - ومن أجل معلمة المتغير ROI نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 11.26 بمستوى احتمالية 0.0001 وهي أقل من مستوى الدلالة 1%، وعليه فمعلمة المتغير ROI لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 1%.
  - من أجل معلمة المتغير RD نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 6.84 حيث بلغ مستوى احتمالية 0.001 وهي أقل من مستوى الدلالة 1%، وعليه فمعلمة المتغير RD لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 1%.
  - من أجل معلمة المتغير BFR نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 3.74 حيث بلغ مستوى احتمالية 0.0134 وهي أقل من مستوى الدلالة 5%، وعليه فمعلمة المتغير BFR معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 1%.
- من خلال ما سبق يمكن القول إنه حسب اختبار إحصائية ستودنت تبين أن معلمة المتغيرات ROA، ROI، BFR، RD تختلف عن 0 أي لها معنوية إحصائية، حيث يتضح وجود علاقة طردية بين EPS ومعدل العائد على الأصول، حيث أن تغير ROA بوحدة واحدة سيؤدي الى تغير EPS ب7226.22، بينما تربطه علاقة عكسية بمعدل

العائد على الاستثمار حيث إذا تغير ROI بوحدة واحدة سيتغير EPS ب4076.461، وأيضا تربطه علاقة عكسية مع نسبة المديونية والإحتياج في رأس المال العامل حيث إذا تغير RD بوحدة واحدة سيتغير EPS ب347,83، وإذا تغير BFR بوحدة واحدة سيتغير EPS ب0.00000000314.

## 2. نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

يوضح الجدول الموالي نتائج التقدير:

### جدول رقم (3-18): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)

ARDL Error Correction Regression  
Dependent Variable: D(EPS)  
Selected Model: ARDL(1, 2, 2, 2, 0)  
Case 2: Restricted Constant and No Trend  
Date: 05/16/22 Time: 09:39  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 17

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA)	5593.147	425.3902	13.14827	0.0000
D(ROA(-1))	-1757.852	362.7983	-4.845259	0.0047
D(ROI)	-2498.815	340.4714	-7.339280	0.0007
D(ROI(-1))	1645.822	305.5089	5.387150	0.0030
D(RD)	-209.6171	25.36330	-8.264583	0.0004
D(RD(-1))	115.6324	26.96707	4.287912	0.0078
CointEq(-1)*	-1.374411	0.152186	-9.031124	0.0003
R-squared	0.997268	Mean dependent var		-3.956385
Adjusted R-squared	0.995628	S.D. dependent var		96.99762

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول أعلاه يتضح ما يلي:

- يشير اختبار UECM-ARDL أن قيمة معامل تصحيح الخطأ (CointEq (-1))، والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة وتبلغ حوالي 137.4% ونلاحظ أنها ذات معنوية إحصائية عند مستوى 1% (0.0003) وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى الطويل وال المدى القصير حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل وقد بلغت سرعت التعديل 1.374، أي أن EPS كمتغير تابع يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة بنسبة 137.4%.

- نلاحظ من خلال احتمالية إحصائية t لمعاملات المتغيرات ROI، ROA، RD، أقل من 1%، أي أنها في الفترة القصيرة معنوية بمعنى أن هذه المتغيرات تفسر لنا التغير في EPS..

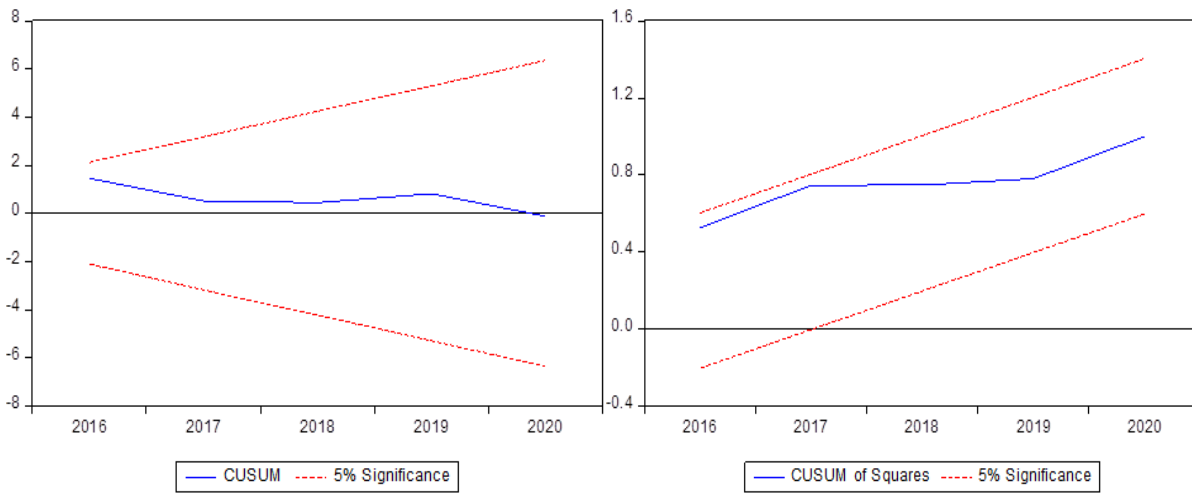
وتظهر نتائج التقدير أن 99.56% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم مفسر من قبل المتغيرات المستقلة. حيث تبين وجود علاقة طردية بين EPS ومعدل العائد على الأصول، حيث أن تغير ROA بوحدة واحدة

تؤدي إلى تغير EPS بـ 5593، ووجود علاقة عكسية بين ROA (-1) و EPS حيث أن تغير ROA (-1) بوحدة واحد تؤدي إلى تغير EPS بـ 1758، بينما تربطه علاقة عكسية بمعدل العائد على الاستثمار، حيث أن تغير ROI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS بـ 2499، وعلاقة طردية بينه وبين ROA(-1) حيث أن تغير هذا الأخير بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير EPS بـ 1646، أما فيما يتعلق بنسبة المديونية، فنلاحظ وجود علاقة عكسية بين RD و EPS حيث أن تغير RD بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في EPS بـ 210، في حين توجد علاقة طردية بين RD و EPS حيث أن تغير RD (-1) بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في EPS بـ 116، كما نشير إلى أن المتغير BFR في الفترة القصيرة لم يظهر لأنه عند تقدير فترة إبطاءه أعطيت له القيمة صفر.

#### خامسا: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

يتضح من خلال الشكل الموالي أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدمة مستقرة هيكليا عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكلين السابقين المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-11): المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي



المصدر: مخرجات برمجية EVIEWS12

#### الفرع الثالث: تقدير النموذج باستخدام المؤشرات الحديثة

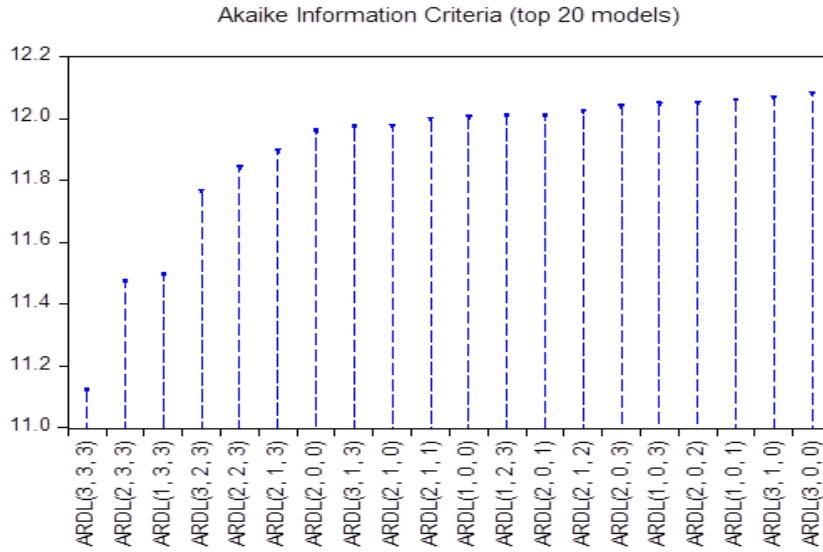
قبل تقدير النموذج لا بد من تحديد عدد فترات الإبطاء المثلى أولا كما سبق وفعلنا مع المؤشرات التقليدية.

#### أولا: اختبار فترات الإبطاء المثلى

والشكل الموالي يوضح النتائج المتوصل إليها.



الشكل رقم (3-12): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى.



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

باختيار أقل قيمة لمعيار (AIC) تكون الفجوات الملائمة لهذا النموذج هي  $ARDL(3,3,3)$ ، بمعنى ثلاث فترات إبطاء للمؤشر EPS وثلاث فترات إبطاء للمؤشر MVA، وثلاث فترات إبطاء للمؤشر EVA.

### ثانيا: الاختبارات التشخيصية للنموذج

حيث نلاحظ من الجدول (3-19) الخاص باختبار ثبات تباين الأخطاء Heteroskedasticity Test ARCH أن قيمة إحصائية فيشر 1.307 بمستوى احتمالية 0.27 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يدل على ثبات تباين حد الأخطاء العشوائية في النموذج المقدر.

جدول رقم (3-19): اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.307176	Prob. F(1,13)	0.2735
Obs*R-squared	1.370475	Prob. Chi-Square(1)	0.2417

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

كما نلاحظ من خلال الجدول (3-20) الخاص باختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية Serial Correlation LM Test أن قيمة إحصائية 2,096 بمستوى احتمالية 0,32 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

جدول رقم (3-20): اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي

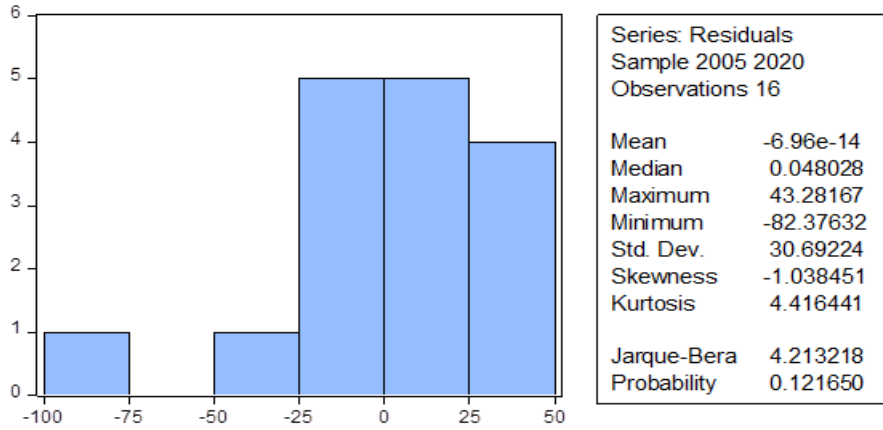
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.096223	Prob. F(2,2)	0.3230
Obs*R-squared	10.83241	Prob. Chi-Square(2)	0.0044

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

كذلك يبين الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera والذي يبين أن قيمة إحصائية Jarque-Bera تساوي 4,213 بمستوى احتمالية 0,12 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (3-13): اختبار توزيع الأخطاء العشوائية



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

### ثالثا: اختبار التكامل المشترك بالانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموسعة

سيتم التأكد من مدى تحقق العلاقة التوازنية طويلة الأجل وأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وفقا لمنهج الحدود Test Bounds. والجدول (3-21) يوضح نتائج هذا الاختبار لدراستنا:

جدول رقم (3-21): نتائج اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	6.359818	10%	2.63	3.35
K	2	5%	3.1	3.87
		2.5%	3.55	4.38
		1%	4.13	5

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة إحصائية فيشر تقدر ب 6.35 وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأعلى عند جميع مستويات المعنوية، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين EPS ومؤشرات الأداء الحديثة محل الدراسة في الاجل الطويل.

### رابعا: نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ

سنقوم أولا بتقدير العلاقة طويلة الأجل ثم نقوم بتقدير نموذج تصحيح الخطأ.

#### 1. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

والنتائج مبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (3-22): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل.

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	-0.015388	0.017512	-0.878736	0.4292
MVA	-0.126318	0.106930	-1.181313	0.3029
C	-4.072887	102.6988	-0.039659	0.9703

EC = EPS - (-0.0154\*EVA -0.1263\*MVA -4.0729)

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول أعلاه يتضح ما يلي:

- من أجل معلمة المتغير EVA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 0.87 بمستوى احتمالية 0.42 وهي أكبر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير EVA ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.

- من أجل معلمة المتغير MVA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t بلغت 1.18 بمستوى احتمالية 0.30 وهي أكبر من مستوى الدلالة 10%، وعليه فمعلمة المتغير MVA ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%.

## 2. نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

في هذه الخطوة سنقوم بتقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM) الذي يمثل العلاقة بين معدل العائد لسهم ومؤشرات الأداء الحديثة محل الدراسة في الأجل القصير، باستخدام نموذج (3.3.3) ARDL، كما يتضح من خلال الجدول (3-23) نتائج التقدير:

جدول رقم (3-23): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (UECM)

ARDL Error Correction Regression  
Dependent Variable: D(EPS)  
Selected Model: ARDL(3, 3, 3)  
Case 2: Restricted Constant and No Trend  
Date: 05/16/22 Time: 09:59  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EPS(-1))	-0.895734	0.187365	-4.780698	0.0088
D(EPS(-2))	-0.518802	0.202247	-2.565182	0.0623
D(EVA)	-0.000874	0.000303	-2.887094	0.0447
D(EVA(-1))	0.004044	0.000890	4.541440	0.0105
D(EVA(-2))	0.001674	0.000468	3.577656	0.0232
D(MVA)	-0.359111	0.070733	-5.076970	0.0071
D(MVA(-1))	-0.218972	0.058061	-3.771411	0.0196
D(MVA(-2))	-0.313291	0.064749	-4.838539	0.0084
CointEq(-1)*	-0.434991	0.078740	-5.524375	0.0052

R-squared 0.905235 Mean dependent var -1.664344  
Adjusted R-squared 0.796932 S.D. dependent var 99.70212

المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول السابق يتضح ما يلي:

- يشير اختبار UECM-ARDL أن قيمة معامل تصحيح الخطأ ((CointEq (-1))، والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة وتبلغ حوالي 43.49% ونلاحظ أنها ذات معنوية إحصائية عند مستوى 1% (0.0052) وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى الطويل وال المدى القصير حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل وقد بلغت سرعت التعديل 0.4349، أي أن EPS كمتغير تابع يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة بنسبة 43.49%.

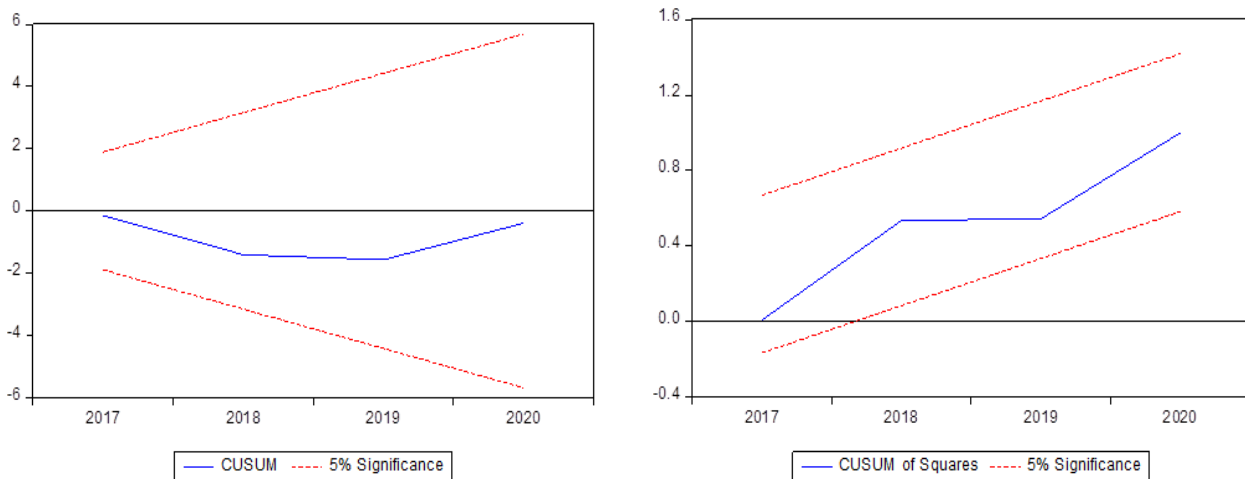
- نلاحظ من خلال احتمالية إحصائية t لمعاملات المتغيرات EVA، MVA أقل من 5%، أي أنها في الفترة القصيرة معنوية بمعنى أن هذه المتغيرات تفسر لنا التغير في EPS.

وتظهر نتائج التقدير أن 79.69% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم مفسر من قبل المتغيرات المستقلة. حيث تبين وجود علاقة عكسية بين EPS والقيمة الاقتصادية المضافة، فتغير EVA بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS بـ 0.0008، وعلاقة طردية بين كل من EVA (-1) و EVA (-2) و EPS حيث أن تغيرهما بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS بـ 0.004 و 0.001 على التوالي كذلك تبين وجود علاقة عكسية بين EPS والقيمة السوقية المضافة حيث أن تغير MVA بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS بـ 0.35، وتغير MVA (-1) و MVA (-2) بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير EPS بـ 0.21 و 0.31 على التوالي.

#### خامسا: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

وهو موضح في الشكل الموالي:

شكل رقم (3-14): المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي



المصدر: مخرجات برمجية Eviews12

يتضح من خلال الشكلين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدمة مستقرة هيكليا عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكلين السابقين المجموع التراكمي لتكرار البواقى والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقى داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

### المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد أو معرفة أي من المؤشرات التقليدية أو الحديثة لديها القدرة التفسيرية للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، من خلال تطبيق الدراسة على كل من مؤسسة تسيير فندق الأوراسي ومؤسسة الصناعة الصيدلانية صيدال وتم التوصل لنتائج التالية حسب كل مؤسسة:

### الفرع الأول: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

سوف نقوم بتقسيم النتائج المتوصل إليها حسب المؤشرات المستخدمة في الدراسة، الى مؤشرات حديثة ومؤشرات تقليدية.

#### أولا: المؤشرات التقليدية

سوف نركز على كل مؤشر على حدى.

#### 1. مؤشر العائد على الأصول ROA

✓ أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين المتغير المستقل ROA والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل، فرغم الاستثمارات الكبيرة والمتزايدة التي تقوم بها المؤسسة إلا أن الأصول غير جارية لا تدر عوائد مناسبة كما هو موضح في الملحق رقم (3) حيث نلاحظ تطور الأصول غير جارية والأرباح الصافية في اتجاهات معاكسة، وقد يعود ذلك لكون المؤسسة عمومية وتسييرها يخضع لتوجهات الحكومة وليس بناء على المردودية المنتظر تحقيقها.

✓ على عكس ما أظهرته نتائج تقدير نموذج طويل الأجل، أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل ROA والمتغير التابع EPS في الفترة القصيرة، وهذا يرجع لارتباط كل من مؤشر العائد على الأصول وعوائد الأسهم بالأرباح الصافية التي تحققها المؤسسة، حيث لاحظنا أن التطورات الأرباح الصافية للمؤسسة راجع لنشاطها الاستغلالي كما يتضح من خلال الملحق (4) حيث نلاحظ قيمة الأرباح الصافية والأصول الجارية تتغير تقريبا في نفس الاتجاه وهذا ما سوف يؤكد المتغير المستقل ROI في علاقته مع المتغير التابع EPS في الأجل القصير وهو ما يفسر العلاقة الطردية بين EPS و ROA، لأنه أي تغير في نشاط الاستغلالي للمؤسسة سوف يؤثر مباشرة في الأرباح الصافية للمؤسسة بزيادة أو النقصان ومنه في نصيب كل سهم من هذه الأرباح.

## 2. مؤشر العائد على الاستثمار ROI

✓ أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين المتغير المستقل ROI والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل، وهذا ما يؤكد النتائج المتوصل إليها سابقا حول عدم وجود علاقة بين المتغير المستقل ROA والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل.

✓ كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل ROI والمتغير التابع EPS في الأجل القصير، وهذا يدل على أن الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة لا تدر عائد في المدة القصيرة، وكما هو معلوم فإن الأموال المستثمرة تحتاج الى فترة زمنية قد تكون طويلة لتدر الأرباح المتوقعة وهذا ما قد يفسر سبب العلاقة العكسية بين المتغيرين، كما أن هذه الاستثمارات تحتاج مبالغ مالية تنفق عليها وقد تقتطع من الأرباح التي تحققها المؤسسة وهذا يؤثر على نصيب كل سهم من الأرباح والملحق رقم (5) يوضح تطور الاستثمارات وتوزيعات الأرباح للمؤسسة حيث ان هذه الأخيرة تتغير في اتجاه عكسي لتطور الاستثمارات وهو ما يدعم فرضية ان المؤسسة تقوم بتمويل جزء من استثماراتها عن طريق إحتجاز الأرباح صافية.

## 3. مؤشر نسبة المديونية RD

✓ أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل RD والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل، وهي نتيجة مقبولة إقتصاديا لأنه كلما زادت نسبة المديونية زادت معها درجة المخاطرة، وبالتالي يجب أن يزداد العائد الذي يحصل عليه المساهمين.

## 4. مؤشر الاحتياج في رأس المال العامل BFR

✓ أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل BFR والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل والأجل القصير، وهذا راجع لكون أي تغير في نشاط المؤسسة وبالأخص نشاط الاستغلالي سيؤثر في الاحتياج في رأس المال العامل بزيادة أو النقصان وبالمقابل سيؤثر ذلك أيضا في النتيجة الصافية التي تحققها المؤسسة، وعليه كلما ازداد نشاط المؤسسة كلما ازداد معها BFR وكلما حققت نتيجة صافية أعلى، وهو ما يؤدي إلى زيادة العائد الذي سيحصل عليها حملة الأسهم والعكس صحيح.

ثانيا: المؤشرات الحديثة

## 1. مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA

✓ أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل EVA والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل وهي نتيجة مقبولة اقتصاديا لكون مؤشر EVA يعبر عن قدرة المؤسسة على خلق القيمة لحاملي الأسهم وEPS يعبر عن العوائد التي سوف يتحصل عليها كل سهم، ومنه كلما زادت قيمة المؤسسة كلما ازدادت معها العوائد التي سوف يتحصل عليها حاملي الأسهم.

## 2. مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA

✓ أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل MVA والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل، قد تعود هذه العلاقة بدرجة كبيرة لكون المؤشر MVA ذو طبيعة سوقية حيث انه يعكس الأداء الكلي للمؤسسة ويعتمد في حسابه على المعلومات التي يوفرها السوق المالي، كما يعكس القيمة التي تحققها المؤسسة، كذلك بالنسبة لعائد السهم فارتفاعه دلالة على تعظيم ثروة حملة الأسهم وهذا ما يفسر العلاقة الطردية بينه وبين MVA.

✓ كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل MVA والمتغير التابع EPS في الأجل القصير، وهذا يدل على أن المؤسسة غير قادرة على خلق القيمة في الفترة قصيرة الأجل أي هناك هدر للقيمة بمعنى أنه بعد فترة زمنية طويلة لكي تتمكن من ذلك. وهذه النتيجة تعزز لنا النتيجة التي تحصلنا عليها من قبل مع المتغير المستقل ROI.

## الفرع الثاني: مؤسسة صيدال

سنترك في هذا العنصر إلى النتائج المتوصل إليها حسب المؤشرات المستخدمة في الدراسة بمعنى إلى مؤشرات تقليدية ومؤشرات حديثة.

## أولاً: المؤشرات التقليدية

لغرض إيضاح النتائج بدقة قمنا بعرض المؤشرات كل على حدي كالتالي:

## 1. مؤشر العائد على الأصول ROA

✓ يمكن تفسير العلاقة الطردية بين المتغير المستقل ROA والمتغير التابع EPS في الاجل القصير والاجل الطويل، كون هذا الأخير يقيس النتيجة التي حققها المجمع من خلال نشاطه الاستغلالي بصورة تفوق استخدامه لأصوله، ومنه فأرباح المؤسسة هنا تعكس قيمة أسهمها لان التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم وهو ما تم ملاحظته في القوائم المالية للمجمع.

## 2. مؤشر العائد على الإستثمار ROI

✓ تفسر العلاقة العكسية بين المتغير المستقل ROI والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل والاجل القصير، بأن المؤسسة تقوم باستثمارات طويلة الاجل لا تولد عوائد في الاجل القصير أو الطويل وهو ما تم ملاحظته من خلال ارتفاع الأموال المستثمرة بوتيرة أكبر مقارنة بالنتيجة الصافية كما هو موضح في الملحق رقم (6).

## 3. مؤشر نسبة المديونية RD

✓ يمكن تفسير العلاقة العكسية بين المتغير المستقل RD والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل والاجل القصير من خلال ملاحظة تزايد حجم الديون في القوائم المالية للمجمع حيث كلما زاد حجم المديونية كلما زادت

المخاطرة وكلما طلب المستثمرين عوائد أكبر وفي المقابل تعجز المؤسسة عن تلبية ذلك وهو ما يفسر سبب العلاقة العكسية.

#### 4. مؤشر الإحتياج في رأس المال العامل BFR

✓ يمكن تفسير العلاقة العكسية بين المتغير المستقل BFR والمتغير التابع EPS في الأجل الطويل على أن المؤسسة تعتمد على النشاط الاستغلالي في توليد العوائد والتي بدورها غير قادرة على تغطية الإحتياج في الأجل الطويل.

#### ثانيا: المؤشرات الحديثة

✓ أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين المتغيرين المستقلين EVA وMVA والمتغير التابع EPS في الأجل القصير، بينما في الأجل الطويل أظهرت النتائج ان معلمة كل من المتغيرين المستقلين غير معنوية وهذا يدل أن المؤسسة غير قادرة على خلق قيمة وأن الأرباح المحققة من قبل المؤسسة لا تعني بالضرورة أن المؤسسة قادرة على زيادة ثروة المساهمين وانما هناك هدم للقيمة بالنسبة للملاك.



## خلاصة الفصل الثالث

حاولنا من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على بعض المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر من خلال تقدير نماذج قياسية لتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة لمعرفة التغيرات في الأداء المالي المعبر عنه بعوائد الأسهم، حيث تمت الدراسة على كل من مؤسسة صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي من خلال استخدام نموذج ARDL للكشف على العلاقة في أرض الواقع، حيث توصلت الدراسة على وجود علاقة متفاوتة بين المؤشرات التقليدية وعوائد الأسهم الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر كذلك أثبتت وجود علاقة بين المؤشرات الحديثة وعوائد الأسهم.

خاتمة

تناولت الدراسة تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة باستخدام المؤشرات الحديثة مقارنة بالمؤشرات التقليدية، فبعد أن تم التطرق في الجانب النظري إلى مدخل مفاهيمي للبورصة والمؤسسات المدرجة فيها وكذا الإطار النظري لتقييم الأداء المالي، تم التعرض الى اتجاهات ومتطلبات تقييم الأداء المالي، وشرح مختلف المؤشرات المستخدمة في هذه العملية بشيء من التفصيل، ليتم بعد ذلك في الجانب التطبيقي اسقاط الدراسة النظرية على المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2002-2020 حيث تم المقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة واختبار قدرتها على تفسير الأداء المالي من خلال الاعتماد على تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL لمعرفة وجود علاقة تكامل ما بين متغيرات الدراسة.

### أولاً: اختبار الفرضيات

- ✓ بالنسبة للفرضية الأولى: "توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية التقليدية وعائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر" هي فرضية صحيحة بالنسبة لمؤسسة صيدال وذلك لكون المؤشرات التقليدية معنوية وذات دلالة إحصائية، لكن بالنسبة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي وجدنا أن كل من معالم المتغيرين ROA،ROI غير معنوية وبالتالي فإن الفرضية غير صحيحة بالنسبة لهذه المؤسسة رغم أن هذه المؤشرات كانت معنوية في نموذج تصحيح الخطأ وفسرت 99.51% من التغيرات في EPS.
- ✓ بالنسبة للفرضية الثانية: "توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية الحديثة وعائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر" هي فرضية صحيحة بالنسبة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي وذلك لأن المؤشرات الحديثة التي شملتها الدراسة معنوية وذات دلالة إحصائية، لكن بالنسبة لمؤسسة صيدال وجدنا أن المؤشرات الحديثة غير معنوية وبالتالي لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بينها وبين EPS رغم أن هذه المؤشرات كانت معنوية في نموذج تصحيح الخطأ وفسرت 79.69% من التغيرات في EPS.
- ✓ بالنسبة للفرضية الثالثة: "المؤشرات الحديثة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في عائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر" هي فرضية صحيحة بالنسبة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي، لكن بالنسبة لمؤسسة صيدال فإن الفرضية غير صحيحة وذلك لأن نتائج الدراسة المتوصل إليها بينت أن المؤشرات الأكثر تفسيراً للأداء المالي هي المؤشرات التقليدية.

### ثانياً: نتائج الدراسة

يمكن تقسيم نتائج الدراسة حسب كل مؤسسة الى:

## 1. مؤسسة تسيير فندق الاوراسي

✓ أظهر اختبار فيليب بيرون (pp) لإستقرارية السلاسل الزمنية بالنسبة للمتغيرات المستقلة (ROI, ROA) ،  
 (MVA, EVA, BFR, RD) والمتغير التابع (EPS) أنها مستقرة عند الفرق الأول ومتكاملة من الدرجة  
 I(1).

✓ أظهر اختبار فترات الإبطاء المثلى أن الفجوات الملائمة للمؤشرات التقليدية لنموذج هي ARDL  
 (1.2.2.0.2) في حين كانت الفجوات الملائمة للمؤشرات الحديثة لنموذج هي (1.0.1) ARDL .

✓ وأظهرت الإختبارات التشخيصية بأن النموذج يخلو من أي مشاكل.

✓ أظهر اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين EPS ومؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية والحديثة  
 محل الدراسة في الأجل الطويل.

✓ أظهرت نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل فيما يخص المؤشرات التقليدية أن معلمي المتغيرين ROI و ROA  
 ليس لها معنوية إحصائية، بينما معلمي المتغيرين RD و BFR لها معنوية إحصائية، ووجود علاقة طردية بين  
 EPS وكل من نسبة المديونية والاحتياج في رأس المال العامل، أما فيما يتعلق بالمؤشرات الحديثة أظهرت  
 النتائج أن معلمي المتغيرين EVA و MVA لها معنوية إحصائية ما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة  
 الأجل بين EPS وكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وهذه النتائج تتعارض مع  
 دراسة Gabriela Chmelíková (2008).

✓ أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ فيما يخص المؤشرات التقليدية أن معاملات المتغيرات ROI،  
 BFR، ROA في الفترة القصيرة معنوية بمعنى أن 99.51% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم  
 مفسر من قبل هذه المتغيرات، حيث ارتبط EPS طرديا بمعدل العائد على الأصول والاحتياج في رأس المال  
 العامل بينما تربطه علاقة عكسية بمعدل العائد على الاستثمار، كما نشير الى أن المتغير RD لم يظهر لأنه  
 عند تقدير فترة إبطاء أعطيت له القيمة صفر. أما فيما يتعلق بالمؤشرات الحديثة أظهرت النتائج أن معاملات  
 المتغير MVA في الفترة القصيرة معنوية بمعنى أن 94.42% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم  
 مفسر من قبل المتغير المستقل حيث تبين وجود علاقة عكسية بين EPS والقيمة السوقية المضافة، كما نشير  
 إلى أن المتغير EVA لم يظهر لأنه عند تقدير فترة إبطاء أعطيت له القيمة صفر.

## 2. مؤسسة صيدال

✓ أظهر اختبار فيليب بيرون (pp) لإستقرارية السلاسل الزمنية أن المتغيرين المستقلين (ROI، EVA) مستقرين  
 عند المستوى ومتكاملين من الدرجة (0) I، بينما المتغيرات المستقلة (MVA، BFR، RD، ROA) والمتغير  
 التابع (EPS) مستقرة عند الفرق الأول ومتكاملة من الدرجة I(1) .

- ✓ أظهر اختبار فترات الإبطاء المثلى أن الفجوات الملائمة للمؤشرات التقليدية لنموذج هي ARDL (1.2.2.2.0) في حين كانت الفجوات الملائمة للمؤشرات الحديثة لنموذج هي (3.3.3) ARDL .
- ✓ وأظهرت الإختبارات التشخيصية بأن النموذج يخلو من أي مشاكل.
- ✓ أظهر اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين EPS ومؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية والحديثة محل الدراسة في الأجل الطويل.
- ✓ أظهرت نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل فيما يخص المؤشرات التقليدية أن معلمة المتغيرات ROA، ROI، RD،BFR لها معنوية إحصائية، حيث يتضح وجود علاقة طردية بين EPS ومعدل العائد على الأصول، بينما تربطه علاقة عكسية بمعدل العائد على الاستثمار وأيضاً تربطه علاقة عكسية مع نسبة المديونية والإحتياج في رأس المال العامل. أما فيما يتعلق بالمؤشرات الحديثة أظهرت النتائج أن معلمي المتغيرين EVA وMVA ليس لهما معنوية إحصائية ما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين EPS وكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وهذه النتائج تتماشى مع دراسة شنين عبد النور، زرقون محمد (2015).
- ✓ أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ فيما يخص المؤشرات التقليدية أن معاملات المتغيرات ROI، RD،ROA في الفترة القصيرة معنوية بمعنى أن 99.56% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم مفسر من قبل هذه المتغيرات، حيث ارتبط EPS طردياً بمعدل العائد على الأصول بينما تربطه علاقة عكسية بمعدل العائد على الاستثمار ونسبة المديونية كما نشير الى أن المتغير BFR لم يظهر لأنه عند تقدير فترة إبطاء أعطيت له القيمة صفر. أما فيما يتعلق بالمؤشرات الحديثة أظهرت النتائج أن معلمي المتغيرين EVA،MVA في الفترة القصيرة معنوية بمعنى أن 79.69% من التغير في نسبة معدل العائد على السهم مفسر من قبل المتغيرين المستقلين حيث تبين وجود علاقة عكسية بين EPS والقيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة.

### ثالثاً: الإقتراحات

- بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج نقترح ما يلي:
- ضرورة اهتمام المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بالتركيز على مؤشرات الأداء المالي الحديثة كونها تعمل على دمج مبدئين ماليين أساسيين في عملية اتخاذ القرارات الأول هو تعظيم ثروة الملاك والثاني هو أن قيمة المؤسسة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية.

- على إدارة بورصة الجزائر حث المؤسسات الاقتصادية على نشر مؤشرات الأداء المالي وتحديد المقاييس المناسبة لتقييم الأداء المالي للمؤسسات بما يتناسب مع مبدأ الإفصاح المحاسبي، حتى يتسنى للمستثمر قراءة هذه المؤشرات واتخاذ القرار المناسب في أسهم هذه الشركات.
- ضرورة إدراج المزيد من المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر لتنشيطها أكثر.
- يجب على البورصة إلزام للمؤسسات المدرجة فيها بضرورة استعمال أشكال موحدة ومفصلة للقوائم مالية ذلك لتسهيل عملية حساب بعض المؤشرات الحديثة.

#### رابعاً: أفاق الدراسة

لقد تطرقنا في هذه الدراسة الى تقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة وهو موضوع مهم جداً، حيث نوصي إعادة هذه الدراسة باستخدام مؤشرات أخرى لم نتطرق لها وكذلك عينة أخرى، وعلى هذا الأساس نأمل أن يكون هذا البحث فتح مجال للقيام بدراسات أخرى واسعة من أجل التعمق في هذه المؤشرات ونقترح بعض المواضيع التي يمكن اعتمادها في بحوث لاحقة:

- تقييم الأداء المالي لمؤسسات تعمل في مجالات مختلفة باستخدام مؤشرين القيمة المضافة للملاك (SVA) والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA).
- تقييم الأداء المالي للمؤسسات العمومية باستخدام المؤشرات الحديثة.
- تقييم الأداء المالي للمؤسسات الخاصة باستخدام المؤشرات الحديثة.

## قائمة المراجع

- 1- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2007.
- 2- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 3- حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 4- دريد كمال آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
- 5- زغيب مليكة، بوشنفير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 6- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ط1، دار النفساء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 7- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط1، دار وائل لطباعة والنشر، الأردن، 1998.
- 8- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009.
- 9- عبد الرزاق موري، البورصة، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 10- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصادية للإستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.
- 11- عدنان تاية النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، ط2، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 12- عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
- 13- علاء فرحان طالب، إيمان شيحان المشهدي، الحوكمة المؤسسية والأداء الاستراتيجي للمصارف، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 14- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 15- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، ط1، دار وائل لنشر، الأردن، 2008.
- 16- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، ط1، مركز النشر العلمي، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 17- محمد أبو نصر مدحت، الأداء الإداري المتميز، ط1، المجموعة العربية للتدريب والنشر، مصر، 2008.



- 18- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، ط1، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 19- محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 20- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2006.
- 21- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات واستخدامات المالية، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
- 22- محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط2، دار المستقبل للنشر، الأردن، 2000.
- 23- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 24- محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة-تنافس القوانين-اختصاص المحاكم، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 25- محمود محمد خطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 26- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
- 27- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، ط1، دار المصرية اللبنانية، مصر، 2007.
- 28- منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، ط3، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- 29- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، ط3، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2011.
- 28- مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.

#### ثانيا: الرسائل العلمية

- 1- توفيق سميح محمد الاغوات، دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الاسراء، الأردن، 2014-2015.

- 2- سمير رواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2006.
- 3- شطارة نبيلة، فعالية تقييم الأداء المالي للمؤسسة العمومية الاقتصادية حسب مقارنة المفتشية العامة للمالية (IGF)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر-3، الجزائر، 2013-2014.
- 4- شعبان محمد عقيل، شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين-رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015.
- 5- الصادق محمد محمود علي المهير، دور وظائف الإدارة المالية في رفع كفاءة الأداء المالي لتحقيق أهداف منظمات الأعمال، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2015.
- 6- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم-دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل بسكرة-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2002.
- 7- محمد رمزي جودي، أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية-المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية-دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 8- محمد صلاح حمد الله، استخدام نموذج ARDL لقياس أثر السياسات الاقتصادية في النمو الاقتصادي في السودان (1999-2015)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2018.
- 9- مشعال جهاز المطيري، تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2010-2011.
- 10- نجلاء نوبلي، استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب (بسكرة)-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.

### ثالثا: المقالات والمؤتمرات العلمية

- 1- حنان شلغوم، تفعيل بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة قسنطينة، الجزائر، المجلد 8، العدد 2، 2022.

- 2- دادن عبد الغني، كمامسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 08-09 مارس 2005.
- 3- رامي أبو وادي، نھيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، كلية العلوم الانسانية، جامعة النجاح للأبحاث، الأردن، المجلد 30، العدد 12، 2016.
- 4- سميحة بن معاوية، دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 18، العدد 1، الجزائر، 2020.
- 5- شريف غياط، مهري عبد المالك، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر قياس المردودية- دراسة حالة مؤسسة البناء والاشغال العمومية (ERTP) خلال الفترة 2011-2013-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، المجلد 24، العدد 2، 2011.
- 6- طلال كسار، مراد الكواشي، دور مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي للشركات، مجلة الباحث الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة 20 أوت 1955، الأردن، العدد 3، 2015.
- 7- عبد الباقي بضيف، بوبكر شماخي وعائشة بخالد، تحليل العوامل المؤثرة على الأداء المالي للبنوك التجارية- دراسة قياسية على البنوك التجارية الجزائرية (2009-2016) -، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، المجلد 18، العدد 1، 2018.
- 8- عبد النور شنين، محمد زرقون، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013) -، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 1، 2015.
- 9- العبدلي، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، العدد 32، 2007.
- 10- عماد عبد الحسن دلول، محمد فوزي مهدي، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة - دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، الجامعة المستنصرية، العراق، المجلد 23، العدد 99، 2017، الجزائر، 2020.
- 11- محمد زرقون، نفيسة، حجاج صليحة حجاج، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم -دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015) -، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، جامعة عمار ثليجي الأغواط كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، المجلد 2، العدد 3، 2018.

- 12- منير عوادي، مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، جامعة الشهيد حمه لخضر، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، 2016.
- 13- نسيمه جلولي، مقران محمد، منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الاقتصادي، الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية، جامعة بلحاج بوشعيب، الجزائر، 14 نوفمبر 2019.
- 14- نصر الدين بن نذير، أيوب شمال، لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE، المؤتمر الدولي الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات وتفعيل الإبداع، جامعة البليدة2، الجزائر، 25 أبريل 2017.
- 15- نور الدين مزهودة، دور نظام تخطيط موارد المؤسسات في تحسين أداء المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTPE، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 9، 2016.
- 16- وهيبه رمضان محمد حسين، إبراهيم فضل المولى البشير، أثر إستراتيجية التميز في الأداء المالي للمصارف التجارية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، العدد 26 (2).

#### رابعاً: دروس ومحاضرات

- 1- بلعزام مبروك، محاضرات في مقياس نظام البورصة، موجه لطلبة السنة الأولى تخصص قانون المؤسسات المالية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة لمين دباغين سطيف2، الجزائر، 2019-2020.
- 2- زيدان كريم، محاضرات في مقياس قانون البورصة، مطبوعة دروس موجه لطلبة السنة الثالثة تخصص إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة آكلي محند أولحاج، الجزائر، 2019-2020.

#### خامساً: مواقع الانترنت

- 1-<https://www.sgbv.dz/>
- 2-<https://www.cosob.org/>

#### المراجع باللغة الأجنبية

- 1-Gabriela Chmelikova, **Economic Value Added versus traditional performance Metrics in the czech Food-Processing Sector**, International Food and Agribusiness Management Review, Volume11, No.4, 2008.
- 2- Johannes de Wet, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value--a Comparative Analysis**, Meditari, Vol. 13, No. 2, 2005.

الملاحق

## ملحق رقم (1): متغيرات الدراسة

## مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

	ROA	ROI	EPS	RD	BFR	EVA	MVA
2002	0.0561915	0.05629763	41.64698	0.52027831	28.0692432	15.6661137	-114.154079
2003	0.0645361	0.06471384	50.311568	0.50908201	96.9031347	12.6607704	-120.572617
2004	0.06941859	0.06961021	59.4156815	0.50602881	145.879438	26.683033	-145.435999
2005	0.08475552	0.08505704	78.8103291	0.50419414	155.43027	47.0947394	-157.731143
2006	0.11836206	0.11891592	113.276885	0.47959423	143.662596	70.116704	-108.590187
2007	0.10996742	0.11066327	114.650253	0.46103887	286.933951	22.3814224	-145.35638
2008	0.11295673	0.11386403	124.871053	0.42722499	339.441802	39.660274	-174.380767
2009	0.11934233	0.12015125	138.326876	0.38666415	217.371647	-2.1741967	-253.099643
2010	0.01308085	0.01311799	18.7920559	0.53959431	-21.0334789	-66.6095273	-207.355797
2011	-0.05298838	-0.05247666	-95.9787574	0.71093788	-111.661339	-118.181705	-41.2458933
2012	0.04638953	0.04649588	87.980122	0.66555062	-12.2290948	109.741766	-289.962619
2013	0.02991558	0.02995634	59.4758631	0.68774204	7.27021357	16.7932209	-228.102312
2014	0.06136479	0.06144771	123.016225	0.67140091	29.5738317	111.817755	-216.027983
2015	0.05068167	0.05075217	101.555629	0.61569185	129.985335	57.3390038	-287.290876
2016	0.02829133	0.02829255	55.312332	0.60772047	102.758211	24.0755961	-271.860983
2017	0.04741905	0.04742043	91.5313325	0.57808721	126.266595	46.9026891	-319.347225
2018	0.03868908	0.03869716	73.2685306	0.56327181	117.256815	47.5107068	-301.670835
2019	0.00202198	0.00202207	3.75200911	0.56403278	154.471795	2.17586275	-262.904852
2020	-0.06337216	-0.06337216	-110.108165	0.60850781	159.812532	-138.623934	-130.211687

## مؤسسة صيدال

	ROA	ROI	EPS	RD	BFR	EVA	MVA
2002	0.00742207	0.01680634	18.7339238	0.22038493	335.231682	258.806029	-128.423818
2003	0.03298769	0.06876097	86.2521769	0.23810745	-82.5751362	94.3224785	-251.802693
2004	0.01609177	0.03508452	45.6231457	0.24275258	637.108165	10.7174178	-267.129416
2005	0.01517361	0.03009728	43.0555201	0.28556233	80.0888369	74.5864103	-260.254662
2006	0.0184361	0.0381708	54.7483833	0.26564859	453.194245	155.73698	-205.422269
2007	0.02722303	0.05808679	87.2149771	0.24968192	-328.06871	95.2801057	-301.548479
2008	0.00710076	0.00710076	13.260111	0.54023692	-151.127612	78.5505597	-478.57085
2009	0.1239096	0.16953598	287.181355	0.24498554	471.002668	65.7538774	-741.130478
2010	0.039014	0.06117789	110.219192	0.2205449	502.742491	96.4373032	-658.552545
2011	0.07553642	0.0926444	206.048032	0.30960008	371.16297	163.459013	-664.548254
2012	0.06545923	0.0804638	196.516095	0.32231996	394.816992	140.773045	-854.650601
2013	0.08831179	0.09487814	265.814733	0.37435749	576.654101	127.528953	-1224.84361
2014	0.04678249	0.04996034	147.775155	0.37950937	850.576084	161730.04	-1199.06644
2015	0.0327536	0.03360957	114.381799	0.38848339	721.375605	2.75080501	-1406.59346
2016	0.03253167	0.03411669	150.916161	0.36152366	409.860427	15.4922645	-2146.40092
2017	0.02848356	0.03873135	137.629565	0.15734778	334.968865	-56.8126362	-2133.15311
2018	0.0296711	0.03129607	117.421439	0.44784424	542.233799	-114.117464	-1344.64104
2019	0.01962483	0.0207853	79.3514004	0.40560749	636.033661	-22.1453337	-1597.62784
2020	0.00466817	0.00498004	18.9936341	0.39090445	662.299965	20.4063959	-1671.45548

## ملحق رقم (2): الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

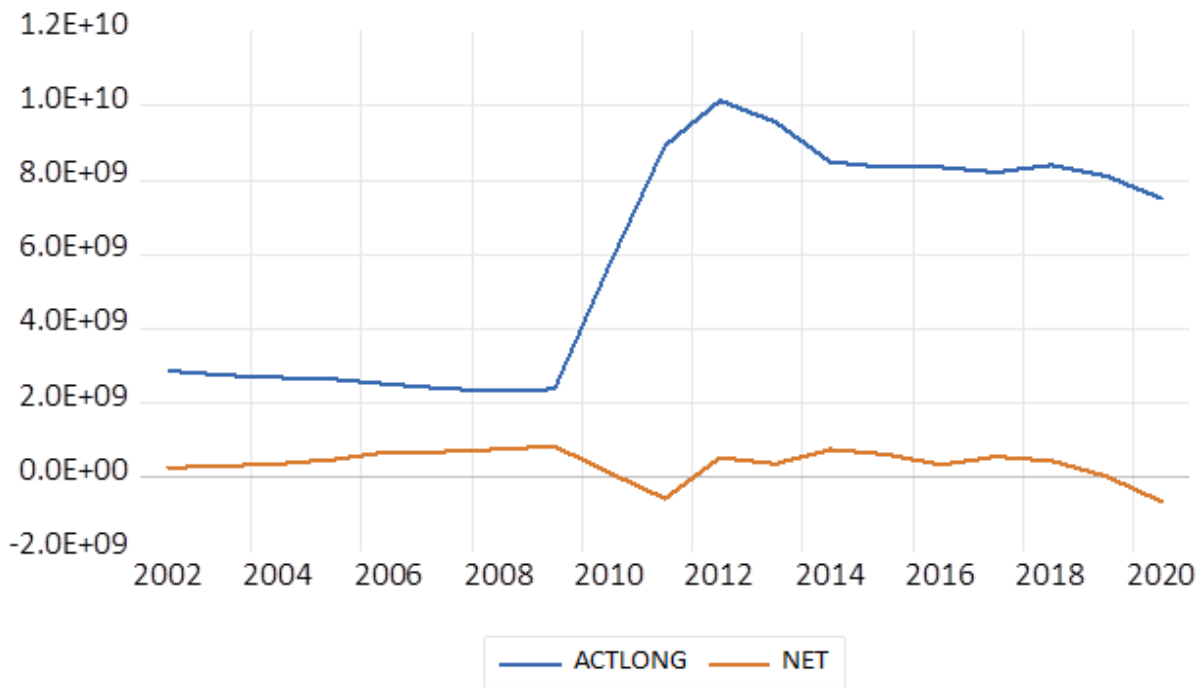
## مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

	EPS	ROA	ROI	RD	BFR	EVA	MVA
Mean	59.46878	0.049317	0.049559	0.558244	6.62E+08	17.10686	-198.700
Median	73.26853	0.050682	0.050752	0.563272	7.58E+08	24.07560	-207.358
Maximum	138.3269	0.119342	0.120151	0.710938	2.04E+09	111.8178	-41.2458
Minimum	-110.1082	-0.063372	-0.063372	0.386664	-6.70E+08	-138.6239	-319.347
Std. Dev.	67.80256	0.051177	0.051350	0.089823	6.49E+08	64.78528	79.5181
Skewness	-1.352922	-0.622311	-0.606670	-0.025490	0.087172	-1.028018	0.14439
Kurtosis	4.215591	3.046834	3.028833	2.214106	3.018903	3.794329	1.93711
Jarque-Bera	6.966076	1.228094	1.166146	0.491014	0.024346	3.846107	0.96038
Probability	0.030714	0.541156	0.558180	0.782308	0.987901	0.146160	0.61867
Sum	1129.907	0.937024	0.941627	10.60664	1.26E+10	325.0303	-3775.30
Sum Sq. Dev.	82749.36	0.047144	0.047463	0.145226	7.57E+18	75548.40	113816
Observations	19	19	19	19	19	19	19

## مؤسسة صيدال

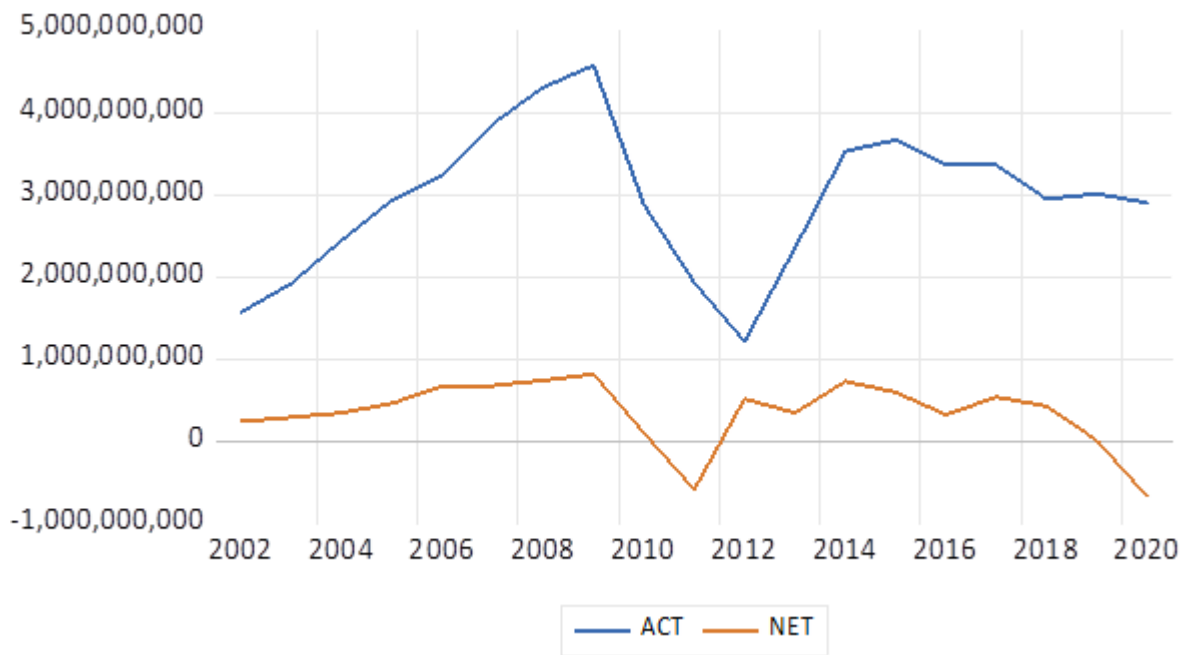
	EPS	ROA	ROI	RD	BFR	EVA	MVA
Mean	114.7967	0.037431	0.050857	0.318179	3.90E+09	8575.659	-922.937
Median	110.2192	0.029671	0.038171	0.309600	4.53E+09	78.55056	-741.130
Maximum	287.1814	0.123910	0.169536	0.540237	8.51E+09	161730.0	-128.423
Minimum	13.26011	0.004668	0.004980	0.157348	-3.28E+09	-114.1175	-2146.40
Std. Dev.	80.12309	0.030937	0.038842	0.095400	3.10E+09	37088.12	657.428
Skewness	0.682351	1.408688	1.540864	0.470503	-0.897369	4.006902	-0.49234
Kurtosis	2.648304	4.409632	5.588947	2.716443	3.056126	17.05537	2.02478
Jarque-Bera	1.572330	7.857032	12.82476	0.764669	2.552519	207.2382	1.52052
Probability	0.455589	0.019673	0.001641	0.682267	0.279079	0.000000	0.46754
Sum	2181.137	0.711181	0.966287	6.045403	7.42E+10	162937.5	-17535.8
Sum Sq. Dev.	115554.8	0.017228	0.027157	0.163821	1.73E+20	2.48E+10	777982
Observations	19	19	19	19	19	19	19

ملحق رقم (3): تطور الأصول غير الجارية والأرباح صافية

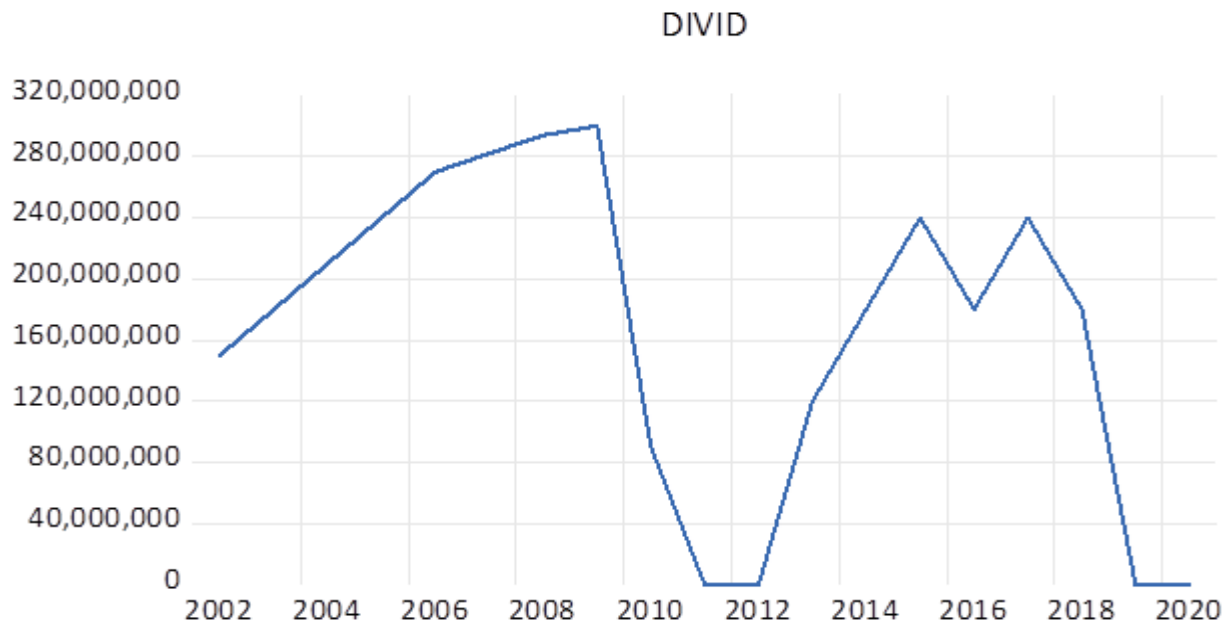
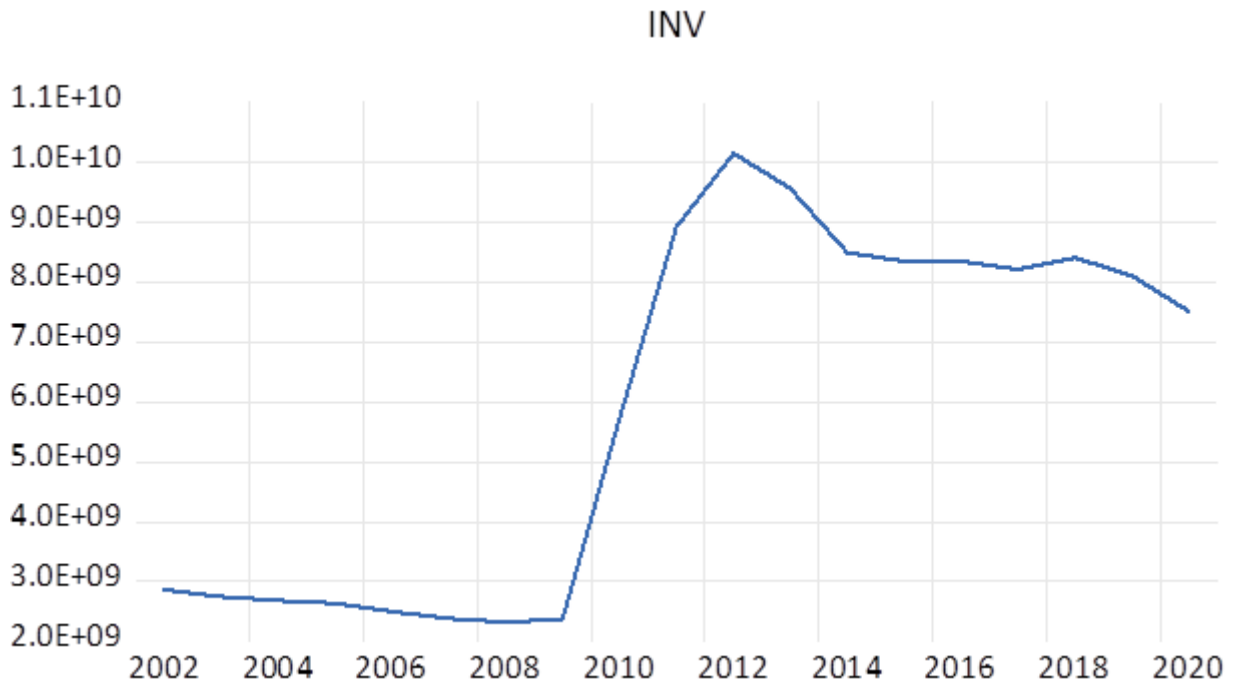




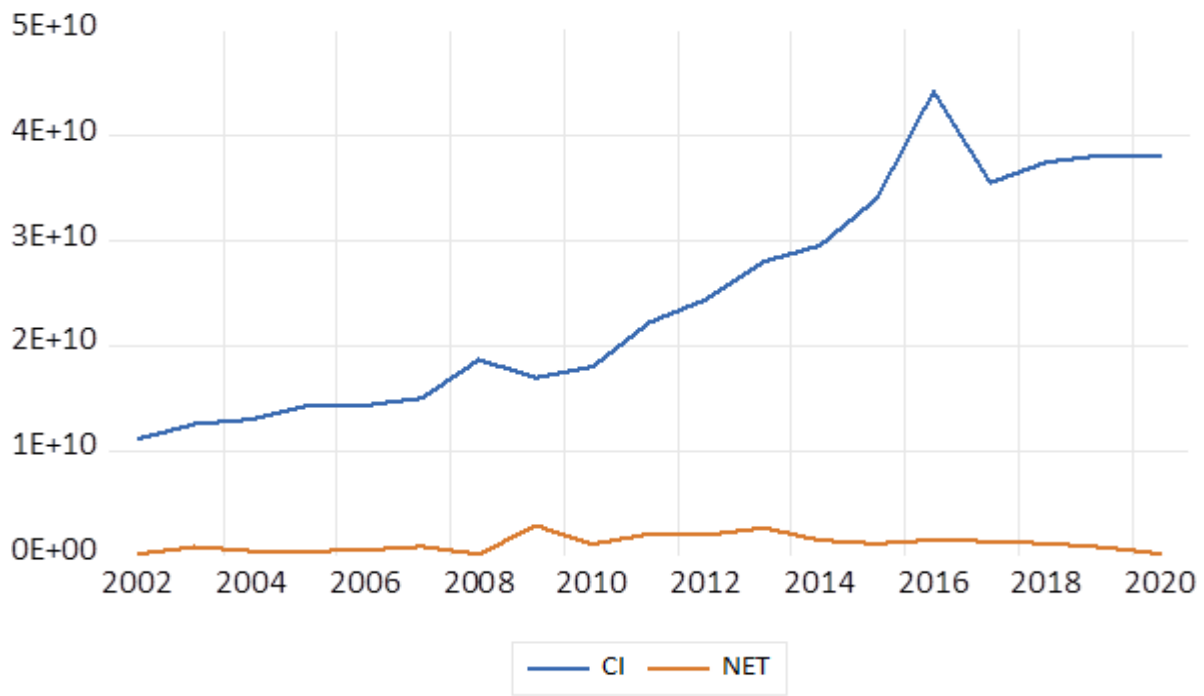
ملحق رقم (4): تطور الأصول الجارية والأرباح الصافية



## ملحق رقم (5): تطور الاستثمارات وتوزيعات الأرباح



## ملحق رقم (6): تطور الأموال المستثمرة والأرباح الصافية



## الملخص:

تهدف الدراسة الى قياس القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء المالي الحديثة مقارنة بالتقليدية لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المدرجتين في بورصة الجزائر، وذلك باستخدام نموذج ARDL لتقدير علاقة كل من المؤشرات التقليدية (BFR، RD، ROA، ROI) والمؤشرات الحديثة (MVA، EVA) بالأداء المالي مقاسا بعائد السهم (EPS) خلال للفترة 2002-2020.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية التقليدية وعائد أسهم مؤسسة صيدال، أما فيما يخص مؤسسة تسيير فندق الاوراسي توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية الحديثة وعائد السهم، وأظهرت نتائج الدراسة أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم بالنسبة لمؤسسة صيدال على عكس مؤسسة الأوراسي فإن المؤشرات الحديثة هي التي لديها قدرة تفسيرية أكثر للتغيرات في عوائد الأسهم.

**الكلمات المفتاحية:** تقييم الأداء المالي، المؤشرات المالية التقليدية، المؤشرات المالية لخلق القيمة، نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL .

### Résumé:

L'étude a pour objet de mesurer la capacité d'interprétation des indices de performance financière modernes par rapport aux indices traditionnels de Saidal et de l'Hôtel El-Aurassi, cotés à la Bourse d'Alger, en utilisant le modèle ARDL pour estimer la relation entre les indices traditionnels (ROI, ROA, RD, BFR) et les indices modernes (EVA, MVA) et la performance financière mesurés par le bénéfice par action (EPS) sur la période 2002-2020 .

L'étude a révélé l'existence d'une relation d'équilibre de long terme entre les indices financiers traditionnels et le rendement des actions de Saidal. Quant à El-Aurassi, L'étude a conclu qu'il y a une relation d'équilibre de long terme entre les indices financiers modernes et le bénéfice par action, et les résultats ont montré que les indices traditionnels ont plus de capacité à expliquer les variations du bénéfice par action pour Saidal. Contrairement à cette dernière, pour El-Aurassi les indices financiers modernes sont plus pertinents.

**Mots-clés:** évaluation de la performance financière, indices financiers traditionnels, indices financiers de création de la valeur, modèle autorégressif à retards échelonnés ARDL.