

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء

التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم

"دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه
حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو
بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification

Student's name:

اسم الطالب/ة: شعبان محمد لولو

Signature:

التوقيع: شعبان

Date:

التاريخ: 2016 / 3 / 21



الجامعة الإسلامية - غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
برنامج المحاسبة والتمويل

قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم

"دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"

**The Ability of Economic Value Added Indicator versus
Traditional Performance Measuring Tools to Explain the Change
in the Market Value of Stocks**

"An Empirical Study of Companies Listed with Palestine Exchange"

إعداد الطالب

شعبان "محمد عقيل" شعبان لولو

إشراف الاستاذ الدكتور

علي عبد الله شاهين

قدم هذا البحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

2015-1437



نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ شعبان محمد عقيل شعبان لولو لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:

قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

The Ability of Economic Value Added Indicator versus Traditional Performance Measuring Tools to Explain the Change in the Market Value of Stocks
An Empirical Study of Companies Listed with Palestine Exchange

ويعد المناقشة العلنية التي تمت اليوم الأربعاء 10 ربيع الآخر 1437هـ، الموافق 2016/01/20م الساعة

الواحدة ظهراً بمبنى القدس، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

.....	مشرفاً و رئيساً	أ.د. علي عبد الله شاهين
.....	مناقشاً داخلياً	أ.د. سالم عبدالله حلس
.....	مناقشاً خارجياً	د. سالم أحمد صباح

ويعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله و لزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة بلده ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

نائب الرئيس لشئون البحث العلمي والدراسات العليا

.....

أ.د. عبدالرؤف علي المناعمة

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

إِنَّا فَتَحْنَا لَكَ فَتْحًا مُّبِينًا (1) لِيَغْفِرَ لَكَ اللَّهُ مَا
تَقَدَّمَ مِنْ ذَنْبِكَ وَمَا تَأَخَّرَ وَيُتِمَّ نِعْمَتَهُ عَلَيْكَ وَيَهْدِيَكَ
صِرَاطًا مُسْتَقِيمًا (2)

القرآن الكريم - الفتح {1-2}

الأهداء

الى من أشرقت أيامي وأزهرت حياتي بهما إلى من أرجو رضاها عني دائما وبدعواتهما
استنيرت فلست أنا وجهدي هذا إلا بعضا من قديم إحسانكما ومن شديد عنائكما ومن
طويل صبركما . . . والدي العزيزين حفظكم الله وزينكم بتاح الصحة والعافية .

الى من شاركتني الأمل والأمل وسمت بقربها الحياة . . . زوجتي الغالية سلمها الله .

الى من زين الله بهم حياتي أبنائي الغوالي . . . سارة ومحمد وعقيل وعمر يرعاهم الله .

الى ينبوع الحنان أختي الغالية . . . أم آدم أكرمها الله .

الى سندي وعضدي في الحياة إخوتي الكرام . . . باسل ومحمد وصالح سلمهم الله .

الى أقاربي . . وأصدقائي . . وزملائي . . أسعدهم الله .

الى أمتنا الاسلامية . . ووطننا الغالي . . وأقصانا الاسير . . وشهدائنا الأبرار . .

وأسرانا البواسل

إلى كل من ساهم في هذه الرسالة . . .

أهدي إليكم جهدي المتواضع

شكر وتقدير

قال تعالى "لئن شكرتم لأزيدنكم" فبالشكر تزيد النعم وقال النبي صلى الله عليه وسلم "لا يشكر الله من لا يشكر الناس" فالشكر لله أولاً وآخراً على ما أنعم به علي من نعم كانت خير عون لي في إنجاز هذا العمل . .

ثم الشكر موصول لصاحب الفضل بعد الله في هذا الإنجاز:

للأستاذ الدكتور / على عبد الله شاهين

الذي أسعدني بإشرافه على هذه الرسالة من البدء إلى الختام ولم يدخر جهداً ولا وقتاً إلا وقدمه في سبيل إنجاز هذا العمل، فأرجو من الله أن يمين عليه بوافر كرمه وأن يغدق عليه من واسع حسناته .

كما وأتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة الكرام:

الأستاذ الدكتور / سالم عبد الله حلس

والدكتور / سالم أحمد صباح

لتكرمهما بقبول مناقشة هذا البحث وأسأل الله أن ينفعني بإرشاداتهما في إثرائه

كما وأتقدم بوسع الشكر والامتنان إلى جامعتنا الغراء _ الجامعة الإسلامية _ التي كانت وما زالت محضنا للعلم وموئلاً للمبدعين، وإلى كليتنا _ كلية التجارة _ وأعضاء هيئتها التدريسية الكرام، فما أنا وبجشي هذا

الإثمرة من حصاد زرعهم الكريم

وإلى كل من أسدى لي نصحا أو قدم لي مشورة أو معونة أو شاركني همي

أقول لهم جزاكم الله عني خير الجزاء

الباحث

قائمة المحتويات

ب	الآية القرآنية.....
ج	الاهداء.....
د	شكر وتقدير.....
هـ	قائمة المحتويات.....
ط	قائمة الجداول.....
ي	قائمة الاختصارات.....
ك	ملخص الدراسة.....
	Abstractخطأ! الإشارة المرجعية غير معروفة.
1	الفصل الاول.....
1	الاطار العام للدراسة.....
2	1-1 مقدمة:.....
2	1-2 مشكلة الدراسة:.....
3	1-3 فرضيات الدراسة:.....
4	1-4 أهمية الدراسة:.....
4	1-5 أهداف الدراسة:.....
5	1-6 حدود الدراسة:.....
5	1-7 الدراسات السابقة:.....
16	الفصل الثاني.....
16	تقييم الأداء ومؤشرات الأداء التقليدية.....
17	المبحث الأول:.....
17	تقييم الأداء (المفهوم والدلالات).....
18	2-1-1 تمهيد:.....
18	2-1-2 الأداء في المؤسسات:.....
18	2-1-2-1 مفهوم الأداء في المؤسسة الاقتصادية:.....
19	2-1-2-2 مكونات الأداء الجيد:.....
20	2-1-2-3 مقومات الأداء الجيد:.....

21	2-1-3 تقييم الأداء ودلالاته.....
21	2-1-3-1 مفهوم تقييم الأداء.....
22	2-1-3-2 أهمية تقييم الأداء.....
24	2-1-3-3 القواعد الأساسية لتقييم الأداء.....
25	2-1-3-4 مراحل تقييم الأداء.....
26	2-1-3-5 مداخل تقييم الأداء.....
28	المبحث الثاني:
28	التحليل المالي ومؤشرات الأداء التقليدية.....
29	2-2-1 تمهيد.....
29	2-2-2 التحليل المالي.....
29	2-2-2-1 مفهوم التحليل المالي.....
30	2-2-2-2 معايير التحليل المالي.....
31	2-2-2-3 أنواع التحليل المالي.....
32	2-2-3 النظام المحاسبي وابرز مؤشرات الأداء التقليدية.....
32	2-2-3-1 النظام المحاسبي والتحليل المالي.....
33	2-2-3-2 التحليل المالي باستخدام النسب المالية.....
34	2-2-3-3 مؤشرات الربحية.....
35	2-2-3-4 الفرق بين الربح والربحية:.....
36	2-2-3-5 ابرز مؤشرات الأداء التقليدية.....
36	2-2-3-5-1 ربحية السهم العادي EPS.....
37	2-2-3-5-2 معدل العائد على الأصول ROA.....
37	2-2-3-5-3 معدل العائد على حقوق الملكية ROE.....
38	2-2-3-5-4 ابرز الانتقادات والمآخذ على مؤشرات الأداء التقليدية.....
40	الفصل الثالث:
40	مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وكفاءة الاسواق المالية.....
41	المبحث الاول:.....
41	مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.....
42	3-1-1 تمهيد:.....

42	3-1-2 خلق القيمة.....
42	3-1-2-1 خلق القيمة كهدف
43	3-1-2-2 مفهوم خلق القيمة.....
44	3-1-3 القيمة الاقتصادية المضافة EVA.....
44	3-1-3-1 نشأة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
45	3-1-3-2 مفهوم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.....
47	3-1-3-3 القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية.....
48	3-1-3-4 التعديلات والتسويات المقترحة لاحتساب EVA.....
50	3-1-3-5 أهمية القيمة الاقتصادية المضافة:.....
51	3-1-3-6 الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.....
53	المبحث الثاني
53	كفاءة الأسواق المالية ومحددات أسعار الاسهم السوقية
54	3-2-1 تمهيد.....
54	3-2-2 الأسواق المالية وكفاءتها.....
54	3-2-2-1 مفهوم الأسواق المالية.....
55	3-2-2-2 مستويات الكفاءة السعرية:.....
56	3-2-3 محددات أسعار الاسهم السوقية.....
56	3-2-3-1 مفهوم الأسهم العادية وخصائصها:.....
59	3-2-3-2 العوامل المؤثرة في أسعار الاسهم السوقية:.....
61	الفصل الرابع
61	الدراسة التطبيقية
62	4-1 تمهيد:
62	4-2 بورصة فلسطين
62	4-2-1 نشأة وتطور بورصة فلسطين.....
63	4-2-2 رؤية البورصة.....
63	4-2-3 رسالة البورصة.....
63	4-2-4 الاهداف الرئيسية للبورصة.....
63	4-3 مجتمع الدراسة:

66	4-4 متغيرات الدراسة:
67	4-5 إجراءات ومنهجية الدراسة:
72	4-6 البرامج الاحصائية المستخدمة في الدراسة.
73	4-7 التحليل الاحصائي واختبار الفرضيات:
88	الفصل الخامس
88	النتائج والتوصيات
89	5-1 النتائج:
91	5-2 التوصيات:
93	المراجع
93	المراجع العربية:
100	المراجع الاجنبية:
101	الملاحق:

قائمة الجداول

- جدول (4-1) مجتمع الدراسة وعينته 64
- جدول (4-2) الشركات عينة الدراسة 65
- الجدول (4-3) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 73
- الجدول (4-4) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 74
- الجدول (4-5) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 74
- الجدول (4-6) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 75
- الجدول (4-7) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 76
- الجدول (4-8) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 77
- الجدول (4-9) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 77
- الجدول (4-10) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 78
- الجدول (4-11) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 79
- الجدول (4-12) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 80
- الجدول (4-13) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 80
- الجدول (4-15) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 82
- الجدول (4-16) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 82
- الجدول (4-17) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 83
- الجدول (4-18) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 83
- الجدول (4-19) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 84
- الجدول (4-21) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 85
- الجدول (4-22) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 86

قائمة الاختصارات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الانجليزية	الاختصار
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
العائد على الاصول	Return On Assets	ROA
العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	ROE
نصيب السهم من الارباح	Earnings Per Share	EPS
صافي التدفقات النقدية	Free Cash Flow	FCF
الدخل المتبقي	Residual Income	RI
صافي الدخل	Net Income	NI
صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب	Net Operating Profit After Tax	NOPAT
الربح الاقتصادي	Economic Profit	EP
متوسط التكلفة المرجح	Weighted Average Cost Of Capital	WACC
راس المال المستثمر	Invested Capital	IC
العائد على رأس المال المستثمر	Return On Invested Capital	ROIC
نموذج تسعير الاصول الرأسمالية	Capital Assets Pricing Models	CAPM

ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء التقليدية (العائد على الاصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم الواحد (EPS)) من جهة وبين القيم السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين من جهة اخرى، واختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم.

ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لاختبار تأثير المؤشرات على متوسط أسعار الأسهم السوقية لعدد (21) شركة مدرجة في بورصة فلسطين (التي ينطبق عليها شروط الدراسة) في الفترة الزمنية من عام 2010 حتى عام 2014.

وكان من أهم نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم، ويتفوق على معدل العائد على حقوق الملكية في ذلك، وأن مؤشر ربحية السهم الواحد يمتلك أعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الأداء ثم يليه معدل العائد على الأصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وأن مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الاسهم.

وعليه فإن أهم ما أوصت به الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والإفصاح عنه ضمن التقارير المالية أسوةً بالمؤشرات التقليدية، والعمل على عقد ورشات عمل وتوعية المحللين والمدراء الماليين في الشركات بأهمية هذا المؤشر ودوره في خلق القيمة، إلى جانب الاعتماد على مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة عند تقييم الأداء لغرض تفسير التغيرات في القيم السوقية لأسعار الأسهم.

Abstract

This study aims at analyzing the relationship between economic value added (EVA) as a modern performance indicator and the traditional indicators {Return on Assets (ROA), Return On Equity (ROE), and Earnings per Share (EPS)} on one hand and the market value of shares in Palestine stock Exchange. This in addition to testing which of both is more able to explain the change in the market value of shares' prices.

To achieve the objectives of the study, panel data analysis was used to investigate the impact of the indicators on the stock market average prices of shares of (21) companies listed in Palestine Stock Exchange and (that conform with the study conditions) between 2010 and 2014.

The most important findings of the study show that the economic value added indicator has a greater ability to explain the change in the value market of the share prices and excels Return on Equity (ROE) indicator in this regards. The findings also show that Earnings per Share (EPS) indicator has the highest explanatory ability among performance indicator followed by Return on Assets then economic value added. Moreover, the combined traditional performance indicators form the best model for explaining the change in the market value of shares' prices.

Based on these findings, the study recommends giving much concern to the economic value added indicator and including it in the financial reports as the other traditional indicators. Workshops for increasing the awareness of financial analysts and managers in companies of the importance of the economic value added indicator should be conducted to show its role in creating value. To explain the change in the market value of shares' prices, all traditional performance indicators should be considered.

الفصل الاول

الاطار العام للدراسة

1-1 مقدمة

1-2 مشكلة الدراسة

1-3 فرضيات الدراسة

1-4 أهمية الدراسة

1-5 اهداف الدراسة

1-6 حدود الدراسة

1-7 الدراسات السابقة

الفصل الاول

الاطار العام للدراسة

1-1 مقدمة:

يعتبر موضوع تقييم الأداء ومؤشراته من ابرز المسائل الهامة في مجال الإدارة، إذ تهدف في مجملها إلى رفع مستوى الأداء ومن ثم المساعدة على اتخاذ القرار (سويبي، 2010) وذلك في ضوء ما توفره هذه المؤشرات من معلومات مفيدة لمستخدمي البيانات المالية كالملاك والمستثمرين والمقرضين وغيرهم، حيث لكل منهم نظرتة وتفسيره في تقييم الأداء .

لقد كان الربح المحاسبي إلى وقت قريب يعبر عن أداء المنشأة وظلت أساليب التقييم التقليدية المبنية على هذا الربح (كالعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE وربحية السهم الواحد EPS) هي الرائدة في مؤشرات التقييم حتى نهاية القرن العشرين (المليجي، 2007) إلا أنها لاقت العديد من الانتقادات والعيوب، الأمر الذي جعل الباحثين والمهتمين يعكفون على البحث عن بديل لتلك الأساليب التقليدية.

وقد كان من ابرز نتائج هذه الجهود مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) الذي تم تطويره من قبل شركة ستيرن وستيوارت Stern Stewart & co عام 1989م، حيث اكتسب هذا المعيار شهرة كبيرة كمؤشر لقياس أداء الوحدات الاقتصادية والذي يؤخذ بعين الاعتبار تكلفة التمويل الكلية سواء كان رأس المال المملوك أو المقترض (السبي ونور، 2003) مستهدفا الانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط الاقتصادي الذي يبرز مدى قدرة المنشأة على خلق القيمة. وأصبح ينظر إليه بأنه المقياس الحقيقي لأداء المنشأة بالنظر إلى قدرته في تفسير تغيرات قيمة المنشأة وعوائد أسهمها بصورة أفضل من المؤشرات التقليدية.

لذلك تحاول هذه الدراسة التعرف على قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغيرات في القيمة السوقية للأسهم مقارنةً بمؤشرات الأداء التقليدية، من خلال تطبيق الدراسة على البيانات المالية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية.

1-2 مشكلة الدراسة:

في ضوء ما تقدم وبالنظر إلى أهمية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA كأداة تقييم يتم من خلالها تجنب العديد من الانتقادات الموجهة إلى أساليب التقييم التقليدية، وقياسه للربح من

منظور أوسع واشمل من الربح المحاسبي وانه قادر على إبراز قدرة المنشأة على خلق القيمة للمساهمين.

وعليه فان مشكلة الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي: ما هي قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟ ويتفرع منه الأسئلة التالية:

- ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم؟
- ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالية التقليدية (ROA, ROE, EPS) على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم؟

3-1 فرضيات الدراسة:

تعتمد الدراسة في الاجابة على مشكلة البحث وتساؤلاته بالفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر العائد على الاصول (ROA) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الخامسة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعةً وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

4-1 أهمية الدراسة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت أدوات التقييم ودورها وأهميتها وقدرتها على مساعدة أصحاب القرار سواء داخليا أو خارجيا على اتخاذ القرار الأنسب والأفضل من خلال ما يتوصلون إليه من معلومات ملائمة.

وتتمثل أهمية هذه الدراسة في كونها من الدراسات التي تتناول مؤشر القيمة الاقتصادية الزائدة وقدرته على خلق القيمة لحملة الاسهم وعلاقته بالقيمة السوقية لأسعار الاسهم ومدى قدرته على تفسير التغيرات التي تحدث في تلك القيم في البيئة الفلسطينية من خلال التطبيق على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، ومقارنتها بأدوات التقييم المالية التقليدية، وذلك في محاولة للوصول إلى المقياس والنموذج الأنسب للتقييم وتفسير التغيرات في الاسعار السوقية للاسهم، مما يساعد المستثمرين ومستخدمي القوائم المالية وغيرهم على اتخاذ القرارات المناسبة سواء في الاستثمار او التمويل او البيع والشراء للاسهم في البورصة في الربط بين هذه المتغيرات، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض عنصر المخاطرة المصاحب لتلك القرارات، ويسهم في تعزيز دور بورصة فلسطين وزيادة عمق وحجم عمليات التداول واتساعها.

وبالتالي تعتبر هذه الدراسة مفيدة في عدة مجالات اقتصادية مهمة، تتعلق بالقطاع المصرفي والمالي والمستثمرين في البورصة الفلسطينية ومستخدمي التقارير المالية.

5-1 أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- الوقوف على مفهوم تقييم الأداء وأساليب تقييم الأداء المالي التقليدية في المؤسسات الاقتصادية ودلالاتها الفنية.
- التعرف على مفهوم القيمة الاقتصادية وقدرته على تحقيق القيمة لحملة الأسهم وتحديد أسس وخطوات قياسه ومعرفة مزايا ومحددات استخدامه كمؤشر للأداء.
- تحليل العلاقة بين مؤشر EVA ومؤشرات الأداء التقليدية (ROA, ROE, EPS) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم.
- تحديد النموذج الأنسب والاقدر على تفسير التغيرات في القيم السوقية لأسعار الاسهم في بورصة فلسطين للأوراق المالية

6-1 حدود الدراسة:

- الحدود المكانية: تقتصر الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية.
- الحدود الزمانية: تجري الدراسة وفقا للبيانات المالية المنشورة للشركات خلال الفترة من عام 2010 وحتى عام 2014.
- تقتصر الدراسة لأغراض احتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومؤشرات الأداء التقليدية (ROA, ROE, EPS) وذلك يرجع لشهرة هذه المؤشرات وشيوع استخدامها.

7-1 الدراسات السابقة:

اولا: الدراسات العربية

- 1- دراسة (الجعدي، 2015) بعنوان: "مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية لاسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان".

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين كل من العائد على الاصول ROA كمقياس اداء تقليدي والقيمة الاقتصادية المضافة EVA كمقياس حديث للأداء وبين العوائد غير العادية لاسهم، ومعرفة ما اذا كان هناك اثر لمتغيري نوع القطاع وحجم الشركة على العلاقات السابقة. وطبقت الدراسة على عدد (60) شركة اردنية مساهمة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية من قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة من عام 2008 وحتى عام 2011.

وكان من أهم النتائج التي توصلت لها الدراسة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين EVA والعوائد غير العادية لاسهم للشركات الكبيرة والشركات الصغيرة الحجم والشركات الصناعية ولم تكن ذات دلالة احصائية للشركات الخدمية، وتوصلت ايضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين ROA والعوائد غير العادية لاسهم لجميع النماذج لكنها كانت اقرب للمعنوية للشركات الخدمية حيث كانت قيمة $\text{sig} = 0.08$. تقريبا.

وكان من أهم توصيات الدراسة الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس الأداء في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، والاعتماد على المؤشرات التقليدية لقياس الأداء للشركات الخدمية في بورصة عمان.

2- دراسة (المهتدي، 2014) بعنوان: "استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم - دراسة حالة بنك فلسطين".

هدفت الدراسة إلى تحليل مؤشرات تقييم الأداء التقليدية (ربحية السهم والعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية والندفق النقدي التشغيلي) والوقوف على دلالاتها الفنية وكذلك على دلالات مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشر لتقييم الأداء واستخدامها في قياس التغير في القيمة السوقية لأسعار أسهم بنك فلسطين، خلال الفترة من عام 2004 وحتى عام 2012.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين كانت ذات ارتباط قوي بمؤشرات الأداء التقليدية المالية مجتمعة بشكل أفضل مما لو كانت منفردة في قياس التغير في القيمة السوقية للسهم، وكذلك كانت مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ذات قدرة تفسيرية عالية في هذا التغير، وتنفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على باقي المؤشرات في قدرته على قياس التغير في القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الاعتماد على مؤشرات تقييم الأداء المالية والاقتصادية معا عند اتخاذ القرار الاستثماري، وضرورة إجراء التحليلات اللازمة لتقييم سعر السهم باستخدام مؤشرات تقييم الأداء بصورة منفردة ثم مجتمعة للحصول على نتائج تفسيرية أفضل، كما أوصت الدراسة بضرورة التأكيد على تدريب وزيادة ثقافة العاملين على تطبيق مؤشرات القيم الاقتصادية المضافة EVA

3- دراسة (قدومي وآخرون، 2012) بعنوان: "أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم أم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير تقييم الأداء التقليدية - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الأردنية".

هدفت الدراسة إلى معرفة أيهما أكثر قدرة (استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء) في تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم، ومن خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية للأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من (40) شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة من عام 2000 وحتى عام 2009.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان القيم السوقية للاسهم ترتبط بعلاقة قوية بمعايير تقييم الأداء التقليدية اعلى من ارتباطها بـ EVA، وان معايير تقييم الأداء التقليدية لها قدرة

تفسيرية للتغير الذي يحصل في القيمة السوقية للأسهم أكبر من الـ EVA، وأنه لا يوجد للقيمة الاقتصادية المضافة أي تأثير على القيم السوقية للأسهم لكن الطرق التقليدية تؤثر فيها.

وكان من أهم توصيات الدراسة بأنه يجب على المستثمرين الاعتماد على معايير تقييم الأداء التقليدية عند اتخاذ القرار الاستثماري وعدم الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية وحده والعمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات الاقتصادية مثل معدلات التضخم في الدولة ومعدل دخل الفرد أو الناتج القومي والتي قد يكون لها اثر في القرار الاستثماري في الأوراق المالية.

4- دراسة (المليجي، 2007) بعنوان: "دراسة واختبار مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء الشركات المساهمة المصرية".

هدفت الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي وعلاقة كل منهما بالقيمة السوقية للأسهم، وتحديد مدى قدرة هذه المؤشرات على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للأسهم لغرض تقييم انجازات المنشأة، وذلك بالتطبيق على بيانات (32) شركة من البورصة المصرية تشمل قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2005.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج تشير إلى أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي، وأن مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي أكثر ارتباطا بالقيمة السوقية للأسهم من مؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي، وارتفاع نسبة ما تفسره من تغيرات في القيمة السوقية للأسهم مقارنة بما تفسره مؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الإفصاح في التقارير المالية للشركات عن مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي وبخاصة معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية نظرا لارتباطها بالقيمة السوقية للأسهم وأهميتها لمستخدمي القوائم المالية.

5- دراسة (علي، 2007) بعنوان: "تمودج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لأدوات تقييم الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها".

هدفت الدراسة إلى تحليل وتوضيح الميزة الاقتصادية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على المعايير المحاسبية التقليدية في المشاريع والشركات الصناعية المساهمة، وتحديد العلاقة بين

القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المحاسبية التقليدية من جهة وبين أسعار الاسهم من جهة اخرى، وذلك بالتطبيق على بيانات احدى الشركات الصناعية الالكترونية في سوريا للفترة من عام 2007 إلى عام 2008.

وكان من أهم نتائج الدراسة أن القيمة الاقتصادية المضافة تشكل المدخل الأساسي للقياس المالي وليس القيم المحاسبية، وأن هناك علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وارتفاع أسعار الاسهم، وأن الوحدات ذات عوائد EVA العالية يميل ادائها إلى التفوق على اداء قطاعاتها السوقية، وأن حدوث أي تغير في قيمة الوحدة يرجع إلى تغير القيمة الاقتصادية المضافة وأنه بالإمكان استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات قيمة الوحدة وعوائد أسهمها بصورة أفضل من المؤشرات المحاسبية التقليدية.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة اتجاه وحدات الأعمال نحو استخدام أساليب ومؤشرات تعتمد على القيمة ومنها القيمة الاقتصادية المضافة، والتأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل الوحدة للحصول على أفضل النتائج وربط نظام الحوافز به.

6- دراسة (الشرقاوي، 2006) بعنوان: " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم- دراسة عملية لاختبار ادعاءات نظرية".

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، وتحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها، وقد تم اجراء الدراسة التطبيقية على بيانات (47) منشأة اعمال تمثل المنشآت الاكثر نشاطا والمسجلة في سوق الاوراق المالية في مصر وذلك عن الفترة من عام 2000 إلى منتصف عام 2003.

وكان من أهم نتائج الدراسة عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة، وأن تصميم سياسات استثمارية بالاستناد إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بمتوسط العوائد المتحققة بالسوق، وأن استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها انفع واقدر في تحقيق عوائد غير عادية.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الاعتماد على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في السياسات الاستثمارية لتحقيق عوائد غير عادية مقارنة بمتوسط عائد السوق، إلى جانب ضرورة تحليل اسباب ضعف العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار عوائد الاسهم.

7- دراسة (نور والسبتي، 2003) بعنوان: "مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية".

هدفت الدراسة إلى تقييم وتحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم في السوق، من خلال قياس العلاقة بين المتغيرات التقليدية للربحية واسعار الاسهم، وقياس اثر القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الاسهم، وعمل تحليل مقارن بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة. وقد تم تطبيق الدراسة على بيانات القوائم المالية لعدد (7) شركات من شركات القطاع الصناعي في البورصة الاردنية وذلك خلال الفترة من عام 1997 وحتى عام 2001.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هو عدم وجود اثر معنوي يمكن قياسه إحصائياً لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى أسعار الأسهم، كما لا يوجد تأثير معنوي لمؤشري العائد على الاستثمار والعائد على المبيعات على أسعار الأسهم السوقية، بينما يوجد علاقة معنوية بين مؤشر العائد على رأس المال وأسعار الأسهم السوقية.

وكان من أهم التوصيات ضرورة إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث لاختبار إمكانية نجاح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم أداء الشركات والعمل على تقييم المؤشرات التقليدية بحيث يتم استبعاد المؤشرات التي لا تضيف قيمة لثروة حاملي الأسهم، إلى جانب القيام بدراسات مقارنة ما بين مؤشرات الأداء للشركات التي تستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقييم الأداء مع الشركات التي لا تستخدم هذا المؤشر.

ثانياً: الدراسات الأجنبية

1- دراسة (Ray, 2014) بعنوان: "EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance"

" العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأداء الأسواق المالية".

هدفت الدراسة إلى التحقق من العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء سوق الأسهم لعدد (36) شركة من شركات المساهمة المتاحة للتداول العام في الهند خلال الفترة من عام 2006

إلى عام 2012، وحاولت التحقق من قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تحقيق المكاسب الإضافية في سوق الأسهم، مع إجراء مقارنة بين مقياس EVA ومؤشرات الأداء المحاسبية مثل ROA و ROE.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة عدم صحة القول بان الشركات ذات القيمة العالية لمؤشر EVA تكون دائما أعلى أداء في سوق الأسهم وخلق قيمة للمساهمين، وان أسعار الأسهم تكون أكثر حساسية لتوقعات النمو وان هذه التوقعات تتعكس في شكل عوائد أسهم مرتفعة وفقا لرغبات وميول المستثمرين بدلا من استراتيجيات ومعلومات القيمة الاقتصادية المضافة.

وكان من أهم توصيات الدراسة عدم الاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بمفرده في تقييم الأداء وتحقيق القيمة لحملة الاسهم، وكذلك عدم الاعتماد عليه في تفسير عوائد الاسهم، مع ضرورة إجراء دراسات اخرى تشمل شركات اكثر للتحقق من اسباب فشل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم.

2- دراسة (Parvaei & Farhadi, 2013) بعنوان: "The Ability of Explaining and Predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income (NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE)"

"المقدرة التفسيرية والتنبؤية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA مقابل صافي الدخل NI، الدخل المتبقي RI والتدفقات النقدية FCF في بورصة طهران".

هدفت الدراسة إلى اختبار مؤشرات الأداء الرئيسية (صافي الدخل (NI)، الدخل المتبقي (RI)، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والتدفق النقدي الحر (FCF)) للشركة وإدارتها وذلك للوقوف حول ما إذا كان EVA يعمل بشكل أفضل من مؤشرات الأداء الأخرى من حيث تقييم أداء الشركة، مع تحليل إمكانية قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على التنبؤ بالأداء المستقبلي. ولتحقيق ذلك تم إجراء تحليل للبيانات المالية ذات العلاقة لعينة مكونة من (80) شركة إيرانية تشمل على العديد من القطاعات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، باستثناء البنوك وشركات التمويل، خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2009.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن EVA هو أفضل مقياس لتقييم أداء إدارة الشركة بالمقارنة مع المؤشرات الأخرى المستخدمة في الدراسة، ولكن وجدت الدراسة أن EVA لها قدرة منخفضة على التنبؤ بالأداء و أن مؤشر التدفقات النقدية FCF لديه قدرة اكبر على التنبؤ بالأداء المستقبلي ومنفوق قليلا على غيره من المؤشرات.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم أداء المؤسسات وتفسير التغير في عوائد الاسهم إلى جانب مؤشر التدفقات النقدية FCF لتقدير تنبؤ افضل لعوائد الاسهم.

3- دراسة (Ismail, 2013) بعنوان: **"Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia"**

"القيمة الاقتصادية المضافة EVA مقابل الأدوات التقليدية في التنبؤ بأداء الشركات في ماليزيا"

هدفت الدراسة إلى دراسة وتحليل القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر حديث وإجراء مقارنة بينه وبين الأدوات التقليدية في توضيح العلاقة مع عائد الأسهم. وقد تم تطبيق الدراسة على بيانات القوائم المالية لعدد (75) شركة من الشركات المساهمة الرئيسية في السوق الاولي المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من عام 1993 إلى عام 2002.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يظهر علاقة أفضل مع عائد الأسهم أكثر من الأدوات التقليدية للشركات العامة المدرجة في السوق الأولى والثانية في بورصة ماليزيا، كما ان لهذا المؤشر (القيمة الاقتصادية المضافة) قدرة على تقييم أداء الشركات اكبر من الأدوات التقليدية، وانه الاكثر قدرة على تحقيق القيمة لحملة الاسهم.

وكان من أهم ما اوصت به الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم اداء الشركات وتفسير عوائد الاسهم.

4- دراسة (Maitah, Galalh& Bashir, 2011) بعنوان: **"The relationship between economic value added and stock return, an empirical study to test the theoretical claim"**

"العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم - دراسة ميدانية لاختبار مزاعم نظرية".

هدفت الدراسة إلى تحليل ودراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وقدرته على خلق القيمة للمساهمين وتقديم أدلة حول قدرة وإمكانيات المؤشر على تفسير عوائد الأسهم، كما عملت الدراسة على تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين عوائد الأسهم، واثرت السياسات الاستثمارية المبنية على هذا المؤشر في تحقيق العوائد العادية لعينة مكونة من (40) شركة من شركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية للأوراق المالية، ومقارنتها بمتوسط السوق ومتوسط العوائد المحققة من خلال السياسات الاستثمارية المبنية على المؤشرات المحاسبية، وذلك خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2007.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن القيمة الاقتصادية المضافة تقدم تفسيراً ضئيلاً لعوائد الأسهم، وأن المحافظ الاستثمارية المبنية على EVA لا تحقق بالضرورة عائدات مرتفعة مقارنة بعائد السوق، وأن سياسات الاستثمار للمحافظ المبنية على المؤشرات المحاسبية التقليدية كانت أكثر تفوقاً من الأولى، وأن هذه المحافظ تحقق عوائد طبيعية تصل إلى عوائد السوق.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة تبني المؤشرات التقليدية في تفسير العوائد على الأسهم لأنه يعطي تفسيراً أقوى من مؤشر EVA، مع الاعتماد على المؤشرات المحاسبية التقليدية في تكوين المحافظ الاستثمارية لتحقيق عوائد تصل إلى عائد السوق.

5- دراسة (Ismail, 2011) بعنوان: "The ability of EVA (Economic Value Added) attributes in predicting company performance"

"قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على التنبؤ بأداء الشركات"

هدفت الدراسة للوقوف على مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة في التفوق على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة السالبة لأغراض التنبؤ بأداء الشركات، بالتطبيق على الشركات الرئيسية المدرجة في السوق الأولى لبورصة ماليزيا للأوراق المالية ولمدة عشر سنوات من عام 1993 إلى عام 2002.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن كلا من القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة والقيمة الاقتصادية المضافة السالبة لا علاقة بينهما وبين عوائد الأسهم، إلى جانب عدم وجود دلالة احصائية لكل منهما، وكذلك وجدت الدراسة أنه عند إرجاع كلا من القيمتين الموجبة والسالبة إلى الأرباح ممثلة بـ EPS و NOPAT فإن القيمة المضافة الموجبة لها علاقة مع الأرباح أفضل من القيمة السلبية، وقد بينت النتائج أيضاً أن تأثير الفترة الأطول والأقصر للدراسة

يشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة على علاقة أفضل مع عوائد الأسهم خلال فترة أطول من الدراسة .

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة مراجعة جدوى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بإجراء المزيد من الدراسات عليه خاصة خلال الفترات الزمنية القصيرة، والعمل على تحديد اسباب فشل العلاقة بين مؤشر EVA سواء الموجبة او السالبة وبين عوائد الاسهم.

6- دراسة (Chmelíková, 2008) بعنوان: "Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector"

"القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية في شركات الصناعات الغذائية في التشيك".

هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومؤشرات الأداء التقليدية (العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE) وقدرتهما على قياس خلق ثروة للمساهمين في شركات تجهيز الأغذية في الجمهورية التشيكية، ولتحقيق ذلك تم اختبار فرضية وجود علاقة خطية قوية بين EVA ومؤشرات الأداء التقليدية للعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وذلك بالتطبيق على بيانات (18) شركة من شركات الصناعات الغذائية المدرجة في بورصة التشيك خلال الفترة من عام 2000 وحتى عام 2006.

وتشير أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أنه في جميع الحالات كان هناك تطابقاً ايجابياً بين القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء المالية التقليدية، غير ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كان له محتوى معلوماتي ذات جودة عالية فيما يتعلق بالقدرة على خلق ثروة للمساهمين أكثر من مؤشرات الأداء التقليدية.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة واخذه بعين الاعتبار إلى جانب المؤشرات التقليدية عند تقييم اداء الشركات الصناعية الغذائية في جمهورية التشيك.

7- دراسة (Madininos, 2006) بعنوان: "The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Greek Corporate sector"

"مدخل في القيمة الاقتصادية في قطاع الشركات اليونانية".

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وربحية السهم الواحد EPS وإيهما أكثر ارتباطاً مع عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة اليونان من خلال التطبيق على بيانات (163) شركة للفترة المالية من عام 1995 إلى عام 2001.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن عوائد الأسهم كانت أكثر ارتباطاً بربحية السهم الواحد EPS مقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وأن المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة يزيد من قدرة ربحية السهم الواحد في تفسير عوائد الأسهم.

وكان من أهم التوصيات التي توصلت إليها الدراسة ضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول مؤشرات أداء تقليدية أخرى ومقارنتها بمؤشر EVA، لأغراض اكتشاف قدرة كل منهما في تحديد العلاقة مع عوائد الاسهم وتفسير التغير في القيم السوقية لها، والعمل على إجراء مقارنات بين الدراسات المطبقة على بورصة اليونان واسواق مالية أخرى قريبة من مستواه.

التعقيب على الدراسات السابقة وأهم ما يميز الدراسة:

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوعات تتعلق بتحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتأثيراته على القيم السوقية للأسهم وعوائدها، وقدرة المؤشر على تفسير التغيرات فيها ومقارنته مع مؤشرات الأداء التقليدية (كالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد والتدفقات النقدية التشغيلية والأرباح الصافية)، وذلك في محاولة للوصول إلى المؤشر الأفضل والأقدر على بيان قدرة المنشأة على تحقيق القيمة لحملة الأسهم مما ينعكس على أسعار الأسهم السوقية، وقد شملت هذه الدراسات العديد من القطاعات الاقتصادية التي أجريت في أماكن مختلفة من العالم، ويلاحظ أن هذه الدراسات قد اختلفت فيما بينها حول النتائج التي تم التوصل إليها كنتيجة طبيعية لاختلاف الأزمنة والأماكن التي تمت فيها، بالإضافة إلى طبيعة المشاريع والقطاعات المختلفة التي أجريت عليها.

وتأتي هذه الدراسة لتستكمل ما انتهت إليه الدراسات السابقة من خلال تحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية (العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد) - باعتبارها أكثر المؤشرات التقليدية المستخدمة - والوقوف على دلالاتها الفنية وإجراء التحليلات اللازمة لبيان العلاقة بين المؤشرات محل هذه الدراسة وبين القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية.

وبذلك تتميز هذه الدراسة عن سابقتها في اختلاف البيئة الى جانب شموليتها لأغلب شركات القطاعات المدرجة في بورصة فلسطين، الامر الذي يفسح المجال للاهتمام من قبل عدد اكبر من المستخدمين ومن الاطراف المعنية بالبورصة وبالشركات المدرجة فيها، وذلك في مسعى لمساعدة المدراء الماليين والفئات المستخدمة للتقارير المالية وذات العلاقة في المفاضلة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء المالية التقليدية كأساس لاتخاذ القرار المناسب، والذي يساعد في تحقيق تعظيم ثروة المستثمرين وتقييم أداء الوحدات الاقتصادية المختلفة، وبالتالي تعزيز كفاءة الاسواق المالية في توجيه المستثمرين نحو الاستثمارات الناجحة، مما يعزز ثقة المستثمرين ويزيد من اقبالهم على التداول (بيعاً وشراءً)، وبالتالي تقوية فرص الاستثمار في البورصة الفلسطينية وزيادة عمقها واتساعها.

الفصل الثاني

تقييم الأداء ومؤشرات الأداء التقليدية

2-1 المبحث الأول: تقييم الأداء (المفهوم والدلالات)

2-2 المبحث الثاني: التحليل المالي ومؤشرات الأداء التقليدية

المبحث الأول:

تقييم الأداء (المفهوم والدلالات)

2-1-1 تمهيد

2-1-2 الأداء

2-1-2-1 مفهوم الأداء

2-1-2-2 مكونات الأداء الجيد

2-1-2-3 مقومات الأداء الجيد

2-1-3 تقييم الأداء ودلالاته

2-1-3-1 مفهوم تقييم الأداء

2-1-3-2 أهمية تقييم الأداء

2-1-3-3 دلالات تقييم الأداء وقواعده الأساسية

2-1-3-4 مراحل تقييم الأداء

2-1-3-5 مداخل تقييم الأداء

المبحث الأول: تقييم الأداء (المفهوم والدلالات)

1-1-2 تمهيد:

تسعى المؤسسات الاقتصادية لاتخاذ مواقع هامة في السوق لتحسين أدائها ووضعيتها التنافسية وذلك في ظل الانفتاح نحو العالم الخارجي، حيث تعمل المؤسسة على تحقيق العديد من الأهداف ومن أهمها ضمان استمرارها وبقائها في مجال نشاطها، وذلك يتطلب معرفة دقيقة بالتغيرات الخارجية وكذا التنبؤ الدقيق بالتغيرات المستقبلية لوضع الخطط المناسبة لمواجهتها، كما يجب تحديد الانحرافات الناتجة عن الخطط والأهداف وذلك بقياس الأداء الفعلي ومقارنته بالأداء المخطط مسبقاً ثم العمل على تصحيحها لتحديد مستوى الأداء الذي توصلت إليه المؤسسة (بن مالك، 2013).

وإذ ينظر للأداء على أنه نشاط شمولي يعكس قدرة المؤسسة على استغلال إمكانياتها وفق أسس ومعايير معينة تضعها بناء على أهدافها طويلة الأجل (عبادة، 2008)، فإن موضوع تقييم الأداء احتل مكانة هامة في المؤسسات الاقتصادية إذ يعتبر من أهم العمليات التي تقوم بها المؤسسة من أجل التحقق من بلوغ الأهداف المخطط لها وتحسين وتطوير الأداء في المؤسسة. لذلك يتناول هذا المبحث مفهوم الأداء ومقومات الأداء الجيد، وأهمية عملية تقييم الأداء وقواعدها الأساسية ومراحلها.

2-1-2 الأداء في المؤسسات:

2-1-2-1 مفهوم الأداء في المؤسسة الاقتصادية:

يحظى مفهوم الأداء بأهمية كبرى في إدارة المؤسسات، لذا نال ولا يزال الاهتمام المتزايد من طرف الباحثين والمفكرين والممارسين في مجال الإدارة والتسيير، وذلك من منطلق أن الأداء يمثل الدافع الأساسي لوجود أية مؤسسة من عدمه، كما يعتبر العامل الأكثر إسهاماً في تحقيق هدفها الرئيس ألا وهو البقاء والاستمرارية (الداوي، 2010)، فقد عرفه مزهوه (2001) بأنه "علاقة

الموارد المخصصة والنتائج المحققة"، وعرف صادق (2010) الأداء بأنه "قدرة الشركة على تحقيق أهدافها طويلة الأجل"، وعرف عشي ورجال (2002) أداء المؤسسة بأنه "يتمثل في قدرتها على تحقيق النتائج التي تتطابق مع الخطط والأهداف المرسومة بالاستغلال الأمثل للموارد الموضوعة تحت تصرفها"، وعرفه MILLER & BORMILEY (1990) بأنه "انعكاس لكيفية استخدام الشركة للموارد المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها".

بناءً على ما سبق يمكن القول أن التعريفين الأخيرين هما الأوضح والأشمل في تعريف الأداء حيث بيّن أن الأداء مرتبط بأهداف محددة ومدى القدرة على تحقيقها من خلال الاستغلال الأمثل والأفضل للموارد المتاحة، ويتضمن مكونين رئيسيين هما الكفاءة والفاعلية.

2-1-2-2 مكونات الأداء الجيد:

تعتبر مكونات الأداء الجيد للمؤسسة أمراً ضرورياً لنجاحها وتطور أدائها، حيث ان الجمع بين عاملي الكفاءة والفاعلية في استثمار واستغلال الموارد المادية والمالية والبشرية يقود إلى أداء فاعل، فقد نال المصطلحين درجة كبيرة من الأهمية في علوم إدارة المنظمات حتى كان لتعريفهم نصيب وافر من الإسهامات المتنوعة، وفيما يلي توضيحاً لمفهومي الفاعلية والكفاءة.

الفاعلية:

ينظر الباحثون إلى الفاعلية أنها أداة من أدوات المراقبة في المنظمة، وذلك لأنها معيار يعكس درجة تحقيق الأهداف المحددة والمخطط لها.

وقد عرفها (Vincent plauckt) على أنها " القدرة على تحقيق النشاط المرتقب والوصول إلى النتائج المرتقبة". (الداوي، 2010)، وعرفها كذلك (Walker et Ruibert) بأنها "قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الاستراتيجية". (الداوي، 2010)

ويلاحظ مما سبق أن الفاعلية هي العلاقة بين مخرجات أنشطة المشروع أو المنظمة مع ما تم تحديده مسبقاً من أهداف ونتائج مرتقب التوصل إليها، أي انه كلما كانت المخرجات والنتائج اقرب للأهداف المحددة سلفاً كانت المؤسسة أكثر فاعلية.

أما الكفاءة:

وهي إحدى مكونات الأداء وقد تنوعت إسهامات الباحثين والمهتمين في تعريفها، حيث عرفها (Vincent plauckt) بأنها "هي القدرة على القيام بالعمل المطلوب بقليل من الإمكانيات

والنشاط الكفاء هو النشاط الأقل تكلفة". (الداوي، 2010)، كما عرفها بلوط (2005) بأنها "الاستخدام الأمثل للموارد المؤسسية بأقل تكلفة ممكنة دون حصول أي هدر يذكر"، وعرفها (Walker Ruibert) على أنها " هي قدرة مردودية المؤسسة" (الداوي، 2010)

وبذلك يتضح أن الكفاءة هي العلاقة بين المدخلات والمخرجات أي انه كلما استغلت المؤسسة أو المنظمة مواردها استغلالا امثلا في إنتاج اكبر قدر من المخرجات كلما كانت المنظمة أكثر كفاءة .

وفي ضوء ما سبق وللوقوف على قدرة المنظمات في الجمع بين هذين العاملين في إدارة وتسيير المنظمات في ظل توفر مقومات الأداء الجيد فهي بحاجة ماسة إلى تطبيق معايير تقييم الأداء.

3-2-1-2 مقومات الأداء الجيد:

يقصد بمقومات الأداء الجيد تلك الخصائص والمتطلبات التي يجب توفرها للحكم على مدى جودة وكفاءة وفعالية أداء المنظمة، والتي يمكن عرضها من خلال التالي: (نديم، 2013)

1- الإدارة الاستراتيجية: هي ذلك الأسلوب الذي من خلاله تقوم الإدارة العليا ببناء استراتيجيات المنظمة بتحديد التوجهات طويلة الأجل، وتحقيق الأداء من خلال التصميم الدقيق لكيفية التنفيذ المناسب، والتقييم المستمر للاستراتيجيات الموضوعية.

2- الشفافية: هي الحق في الوصول إلى المعلومات، ومعرفة آليات اتخاذ القرار المؤسسي، وحق الشفافية مطلب ضروري لوضع معايير أخلاقية، وميثاق عمل مؤسسي لما تؤدي إليه من الثقة، والمساعدة في اكتشاف الأخطاء.

3- إقرار مبدأ المساءلة الفعالة: وممارسته فعليا من الإدارات العليا كمبدأ مكمل لتقييم الأداء، فالموظف الذي يعطى مسؤوليات وصلاحيات أداء وظيفة محددة يكون مسئولا عن أداء مهام تلك الوظيفة طبقا لما هو محدد سلفا، فعند استخدام المساءلة كآلية لتقييم الأداء يكون التركيز على كل من مستوى الأداء الذي تم تحقيقه، ومدى فاعلية نظام المساءلة الذي تم إتباعه في ظل توفر عناصر تطبيق المساءلة الفعالة.

4- تطوير النظم المحاسبية: أن وجود نظام محاسبي سليم ومتطور يمكن من الحصول على البيانات المالية والمحاسبية السليمة التي تعتبر إحدى مرتكزات رقابة الأداء، كما انه يساهم في بيان مدى التقيد بالقواعد المطبقة، ويسهل عمليات التدقيق والرقابة التي تمارسها الجهات المختصة، إلى جانب استخدام هذه النظم في إعداد الموازنات الخاصة بالمنظمات لتزويد

متخذي القرار بالبيانات والمعلومات اللازمة للحكم على كفاءة استخدام الموارد المادية والبشرية المتاحة لتحقيق الأهداف.

يتضح مما سبق أهمية الدور الذي تلعبه تلك المقومات، نحو تمكين المؤسسة من تحقيق أفضل أداء ممكن، وإن غياب أحدها سيكون له أثرا سلبيا على أداء المؤسسة.

3-1-2 تقييم الأداء ودلالاته

3-1-3-1 مفهوم تقييم الأداء

أن الأداء مفهوم واسع يعبر عن أسلوب الوحدة الاقتصادية في استثمار مواردها المتاحة، وفقا لمعايير واعتبارات متعلقة بأهدافها في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الوحدة الاقتصادية في سعيها لتحقيق كفاءتها وفعاليتها لتأمين بقائها، كما أن أهمية الأداء تكمن في كونه يعبر عن قابلية الوحدة الاقتصادية في خلق النتائج المقبولة في تحقيق طلبات المجموعات المهمة بالوحدة الاقتصادية كونه ممثلا للمدى الذي تستطيع من خلاله انجاز مهمة بنجاح، أو تحقق هدفا يتفوق، وبتعبير آخر فهو يمثل النتيجة النهائية التي تهدف الوحدة الاقتصادية للوصول إليها، لذا فإن الأداء محصلة لكافة العمليات التي تقوم بها الوحدة الاقتصادية، وإن أي خلل في أي منها لا بد أن يؤثر سلبا في الأداء.(نعمة، 2002)

أن عملية تقييم أداء شركات الأعمال هي انعكاس لكيفية استخدام الشركة لمواردها المالية والبشرية، واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها، وهي تلعب دورا مهما في إدارة الشركة، من خلال تزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بهذه الوحدات أو من خارجها (المساهمون والمستثمرون والعملاء والموردون والمحللون الماليون) بمعلومات مالية حول أداء الشركة تساعد في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، فيحكم المساهمون على أداء الشركة وفق مؤشرات الزيادة أو النقص في قيمة الأسهم التي يمتلكونها وتوزيعات الأرباح التي تتحقق في السنة المالية، فيما يحكم العملاء على أداء المنظمة من خلال المنفعة التي يحصلون عليها مقابل الأموال التي يدفعونها نتيجة استخدام منتجات الشركة.(المطيري، 2011)

ويعرف تقييم الأداء بأنه مجموعة الدراسات التي ترمي إلى التعرف على مدى قدرة وكفاءة الوحدة الاقتصادية في إدارة نشاطها في مختلف جوانبه الإدارية والإنتاجية والتقنية والتسويقية والتخطيطية، خلال فترة زمنية محددة ومدى مهارتها في تحويل المدخلات أو الموارد إلى مخرجات بالنوعية والكمية والجودة المطلوبة، وبيان مدى قدراتها في تطوير كفاءتها سنة بعد أخرى إضافة

إلى تحسين درجة نجاحها في التقدم على الصناعات المثلثة عن طريق تغلبها على الصعوبات التي تعترضها وابتداع الأساليب الأكثر إنتاجاً وتطوراً في مجال عملها. (الكرخي، 2007)

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن عملية تقييم الأداء هي تتمثل في استخدام إحدى أدوات القياس والتقييم للتعرف على مدى نجاح المنظمة في إدارة مواردها المادية والبشرية والمالية في مجمل أنشطتها المختلفة خلال فترة زمنية محددة بكفاءة وفعالية ووفقاً للأهداف والمعايير المحددة مسبقاً، وتحديد نقاط القوة والضعف والانحرافات وأسبابها والمسئولين عنها.

2-1-3-2 أهمية تقييم الأداء

تكتسب عملية تقييم الأداء أهميتها كونها تقوم بتقييم أداء المنظمات طبقاً لأهداف ومعايير محددة مقدماً، تمهيداً لاتخاذ الإجراءات الصحيحة الملائمة بما يضمن تطابق الأداء مع ما هو مخطط له، فهي عملية يتم من خلالها فحص وتحليل سياسات الإدارة عن طريق مجموعة من الإجراءات والوسائل المناسبة في كشف الانحرافات، واتخاذ الإجراءات اللازمة للتصحيح أولاً بأول، ورصد المظاهر الإيجابية في الأداء والسعي إلى تعميمها وترسيخ السبل التي أسهمت في إيجادها بما يحقق رقابة وتحسين الكفاءة والفاعلية التي تنفذ بها الأعمال. (العيسوي، 2005).

إضافة لكونها أحد أهم الأدوات المستخدمة في عملية اتخاذ القرار والتي يلجأ إليها العديد من الأطراف المعنية بالتعامل مع المنظمة موضع التقييم كالمساهمين والمستثمرين والمقرضين.

ويعد تقييم الأداء أحد العمليات الإدارية المهمة للوحدات الاقتصادية لكونه يتجه إلى حصيلة الأعمال، وهو ما يجعله متأثراً بمختلف أوجه النشاط ويعكس نتائجها، وتبرز أهمية تقييم الأداء في الجوانب التالية: (المطيري، 2011)

أ. يوفر تقييم الأداء مقياساً لمدى نجاح الوحدة الاقتصادية من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها، كما يوفر المعلومات لمختلف المستويات في المنظمة لأغراض التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات المستندة إلى حقائق علمية، فضلاً عن أهمية هذه المعلومات للجهات الأخرى خارج الشركة.

ب. يستهدف تقييم الأداء التأكد من تحقيق التنسيق بين مختلف أوجه النشاط للوحدة الاقتصادية المتمثلة بالإنتاج والتسويق والتمويل والأفراد وغير ذلك لتحقيق الوفورات الاقتصادية، وتلافي الفقد والضياع والإسراف المالي.

ج. على مستوى العمليات يؤدي تقييم الأداء إلى إجراء مسح ميداني شامل للوحدة الاقتصادية لغرض التعرف على سائر عملياتها الإنتاجية، والوقوف على العلاقات التي تربط بين مختلف مراحل الإنتاج والتوصل إلى خصائص النشاط الإنتاجي الذي تمارسه الوحدة الاقتصادية واثراً ذلك على إدارتها ودراسة اقتصاديات برامج التشغيل، وأثرها على كفاءة الإنتاج بعوامل الإنتاج في مستويات التشغيل تمهيدا للوصول إلى الإجراءات العلاجية اللازمة لتلافي القصور في الأداء والعمل على استمرار نجاح الوحدة الاقتصادية في المستقبل.

د. على مستوى الأفراد فان تقييم الأداء يؤدي إلى خلق مناخ من الثقة والتعامل الأخلاقي عن طريق تأكيد الأسس العلمية في التقييم والنهوض بمستوى العاملين من خلال استثمار طاقاتهم الكامنة، وتوظيف طموحاتهم بأساليب تؤهلهم للتقدم وتحديد تكاليف العمل الإنساني والمساعدة في تحديد سبل تطوير العاملين ودفعهم باتجاه تطوير أنفسهم، وتعزيز حالة الشعور بالمسئولية من خلال توليد القنوات الكاملة من أن الجهود المبذولة في سبيل تحقيق أهداف الشركة ستقع تحت عملية التقييم.

هـ. على مستوى التسويق، فان تقييم الأداء يهدف إلى التحقق من الوصول إلى حجم مبيعات مريح ومستوى الاحتفاظ بالزبائن أو زيادتهم بوصفهما مؤشرين للمنافسة والتأكد من الكفاءة التسويقية بشقيها التشغيلي والسعري، ذلك لان الكفاءة التسويقية بشطريها التشغيلي والسعري هي معيار لقوة الشركة ومثانة اقتصادياتها.

و. على المستوى المالي، فان تقييم الأداء ينصب على التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر، بالإضافة إلى مقسوم الأرباح في إطار السعي لتعظيم القيمة الحالية للمنشأة، باعتبار أن أهداف الإدارة المالية هو زيادة القيمة الحالية للمؤسسة والمحافظة على سيولة المؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية، وتحقيق العائد المناسب على الاستثمار.

بذلك تتضح المكانة المهمة التي تحتلها عملية تقييم الأداء بجميع جوانبها، اذ ان مردودية هذه العملية تؤثر على مختلف المستويات العاملة في المنظمة، والجهات الخارجية، الأمر الذي ينعكس على نجاح المؤسسة في تحقيق اهدافها والحفاظ على بقائها واستمراريتها ونموها.

3-1-2 القواعد الأساسية لتقييم الأداء

تستند عملية تقييم الأداء إلى مجموعة من الأسس والقواعد التي من شأنها الارتقاء بها إلى مستوى من الدقة والموثوقية، كي تساعد الجهات المعنية على اتخاذ القرارات السليمة وتصحيح الانحرافات وتحديد المسؤوليات، والتي يمكن عرضها في النقاط التالية (بشناق، 2011)

1. تحديد أهداف المشروع

يعد تحديد الهدف الرئيسي للمنشأة وما يتبعه من أهداف ثانوية أمراً غاية في الأهمية، حيث ان التحديد الدقيق للهدف الرئيسي يتطلب ترجمته الى مجموعة من الاهداف الاقتصادية والاجتماعية والمالية الفرعية، انسياقا مع مجالات وانشطة المشروع المختلفة، مثل مجال الربحية والتسويق والقيمة المضافة والموارد المالية واداء العاملين، اضافة الى ضرورة الموازنة بين الاهداف القصيرة الامد والبعيدة المدى، لذا يعتبر احد وظائف دراسة كفاءة الاداء هو التعرف على امكانية تحديد تلك الاهداف ووضوحها لكافة العاملين والمسؤولين بالمنشأة.

2. تحديد مراكز المسؤولية:

يعتبر تحديد مراكز المسؤولية المتعددة ضمن اطار أي مشروع من اهم العناصر الاساسية لتقييم كفاءة الاداء، حيث ان عملية تقييم الاداء لا تقتصر على معرفة مدى تحقيق الوحدة لاهدافها بل تمتد لتشمل تفسير الانحرافات وتحليلها وتشخيص اسبابها وتحديد الجهة المسؤولة عنها، حتى يتم ربط تلك الانحرافات بالمراكز التي اخفقت في انجازها بالمستوى والكفاءة المطلوبة، وذلك في محاولة لدفع تلك المراكز لتحسين ادائها وتجاوز تلك الانحرافات مستقبلا.

3. تحديد الخطط التفصيلية لإنجاز الفعاليات التي تمارسها المنشأة:

يعتبر وضع الخطط التفصيلية لجميع نشاطات المنشأة احد ابرز محددات استمرار العمليات الانتاجية بالشكل المطلوب، مع تحديد الموارد والطاقات المادية والبشرية اللازمة لتنفيذها والتي تضمن تحقيق الاهداف وباقل تكلفة ممكنة، مع مراعاة ان تتصف تلك الخطط بمستوى معين من المرونة بحيث تسمح باجراء بعض التعديلات عليها عند الضرورة، مع مراعاة ضرورة وضوح الاهداف العامة والجزئية وتغطيتها جميع اوجه انشطة المشروع، والتناسق بين اهداف اقسام وفروع المشروع وضرورة مساهمة العاملين في تحديد تلك الاهداف، وان تكون قابلة للتكيف مع الظروف.

4. تحديد معايير تقييم كفاءة الأداء:

أن عملية تحديد المعايير تعتبر من الخطوات الأساسية في عملية التقييم، لكن تعدد هذه المعايير أصبح يشكل مشكلة صعبة في الوقت الحاضر، حيث أصبح هناك استحالة تطبيق كافة المعايير سواء التجارية منها أو الاجتماعية، مع التأكيد على مسألة الاختيار بين تلك المعايير بما يتناسب والأهداف المحددة للمشروع ولأقسامه المختلفة، وعادة فان هذه المعايير تختلف من وحدة إلى وحدة إنتاجية أخرى وذلك باختلاف طبيعة العملية الإنتاجية وباختلاف الأهداف المرسومة والمحددة وباختلاف الفترة الزمنية.

5. وجود جهاز مناسب للرقابة على تقييم الأداء:

إن نجاح عملية تقييم كفاءة الأداء في تحقيق أهدافها، تتطلب وجود جهاز مناسب للرقابة يختص بمتابعة ومراقبة التنفيذ الفعلي للأهداف المحددة، وتسجيل النتائج التي يحصل عليها. ونظرا للصلة الوثيقة بين فاعلية الرقابة ومدى دقة وصحة البيانات والمعلومات المسجلة، لذا فان تطوير أجهزة الاتصال في المشروع، يعتبر أمراً ضروريا من اجل الحصول على المعلومات المطلوبة لمختلف الأغراض وبالذقة اللازمة.

في ضوء ما سبق تتضح أهمية توفر تلك الأسس لجني ثمار عملية التقييم المرجوة ولتكون عملية منظمة ومستمرة تحقق أهدافها بما تقدمه من معلومات حول مستوى الأداء والانحرافات وأسبابها والمسئولية عنها.

4-3-1-2 مراحل تقييم الأداء

تتضمن عملية تقييم الأداء مراحل عدة متعاقبة، يمكن توضيحها في النقاط التالية:
(الكرخي، 2007)

1. جمع البيانات والمعلومات الإحصائية: تتطلب عملية تقييم الأداء توفير البيانات والمعلومات والتقارير والمؤشرات اللازمة لحساب النسب والمعايير المطلوبة عن نشاط المنشأة والتي يمكن الحصول عليها من حسابات الإنتاج والأرباح والخسائر والميزانية العمومية والمعلومات المتوفرة عن الطاقات الإنتاجية ورأس المال وعدد العاملين وأجورهم وغير ذلك. أن جميع هذه المعلومات تخدم عادة عملية التقييم خلال السنة المعنية، إضافة للمعلومات المتعلقة بالسنوات السابقة والبيانات عن أنشطة المنشآت المشابهة في القطاع نفسه أو في الاقتصاد الوطني أو مع بعض المنشآت في الخارج لأهميتها في إجراء المقارنات.

2. تحليل ودراسة البيانات والمعلومات الإحصائية: للوقوف على مدى دقة وصلاحيه حساب المعايير والنسب والمؤشرات اللازمة لعملية تقييم الأداء. يتعين توفير مستوى من الموثوقية والاعتمادية في هذه البيانات وقد يتم الاستعانة ببعض الطرق الإحصائية اللازمة لذلك.
 3. إجراء عملية التقييم: تتم هذه العملية باستخدام المعايير والنسب الملائمة للنشاط الذي تمارسه الوحدة الاقتصادية على أن تشمل عملية التقييم النشاط العام للوحدة أي جميع أنشطة مراكز المسؤولية فيها بهدف التوصل إلى حكم موضوعي ودقيق يمكن الاعتماد عليه.
 4. اتخاذ القرار المناسب عن نتائج التقييم: لما كان نشاط الوحدة المنفذ يقع ضمن الأهداف المخططة وان الانحرافات التي حصلت في النشاط قد تم حصرها جميعها وان أسبابها قد حددت لذلك تبدأ مرحلة اتخاذ القرار ووضع الحلول اللازمة لمعالجة هذه الانحرافات ووضع الخطط اللازمة للسير بنشاط الوحدة نحو الأفضل في المستقبل.
 5. تحديد المسؤوليات ومتابعة العمليات التصحيحية للانحرافات: تتعلق هذه المرحلة بتحديد المسؤولية عن الانحرافات التي حدثت في الخطة ومحاسبتها وتزويد الإدارات التخطيطية والجهات المسؤولة عن المتابعة بالمعلومات والبيانات التي تمخضت عن عملية التقييم للاستفادة منها في رسم الخطط القادمة وزيادة فاعلية المتابعة والرقابة.
- يتضح مما سبق أن مراحل عملية التقييم هي عبارة عن حلقات متتابعة تتم بانتظام وبشكل مستمر خلال حياة المشروع وان هذه العملية تمثل حلقة داخل سلسلة متكاملة مترابطة من مراحل العمليات الإدارية والتي تبدأ بتحديد الأهداف والتخطيط وتوفير الموارد والتنفيذ والرقابة على عملية التنفيذ ثم يأتي دور مرحلة التقييم لتحديد نقاط القوة والضعف واكتشاف الانحرافات وتحديد أسبابها والمسؤولين عنها والعمل على معالجتها.

5-3-1-2 مداخل تقييم الأداء

يمكن تناول عملية تقييم الأداء من خلال المداخل التالية: (فهد، 2009)

1- المدخل المالي لتقييم الأداء

يتناول هذا المدخل عملية تقييم الأداء من جانب التطورات المالية للأداء والتي تظهر في القوائم المالية، ويعتبر التحليل المالي باستخدام المؤشرات المالية من أهم وأقدم وسائل التحليل المستخدمة في دراسة أداء المنشآت وتقييمها، وتعتبر تلك المؤشرات عن علاقة بين بنود الميزانية مع بعضها البعض أو لبعض بنود قائمة الدخل بغرض الكشف عن نواحي الضعف أو القوة في أداء المنشآت.

2- مدخل أصحاب المصالح لتقييم الأداء

يركز هذا المدخل في تقييمه للأداء، على تقييم الآثار المباشرة وغير المباشرة للأداء على جميع الجهات المستفيدة "أصحاب المصالح"، ويفترض أن أصحاب المصالح أو الجهات المستفيدة يتنافسون للحصول على منافعهم، وكل بحسب احتياجاته ورغباته مما يخلق نوعاً من التعارض، فقد لا تستطيع إدارة المنشأة مثلاً الحفاظ على جميع الموظفين في وقت نقص الطلب على منتجات المنشأة وخدماته، حيث سيكون ذلك على حساب حملة الأسهم أو أن تستجيب لمطالب النقابات برفع أجور الموظفين في وقت يطالب به المتعاملين مع المنشأة بتخفيض رسوم الخدمات وأسعار السلع، وبذلك فإن تقييم الأداء بحسب هذا المدخل ينطلق من قدرة المنظمة على إرضاء الجهات المستفيدة، أو تقليل التعارض بأداء متوازن بين احتياجات المستفيدين ومصالحهم.

3- مدخل قواعد المقارنة لتقييم الأداء

يتم في هذا المدخل تقييم الأداء للمنظمات والمنشآت من خلال عمليات المقارنة بين أداء المنشأة مع أداء منشآت أخرى تمتاز بالأداء السليم والمتطور مما يجعلها نموذجاً للمقارنة، وهناك أنواع عدة لقواعد المقارنة، أهمها:

أ- **قواعد المقارنة الداخلية:** وتعني أن تتم عمليات المقارنة في إطار نشاط المنشأة نفسها وعملياتها أو مقارنة نشاط فرع من فروع المنشأة مع نشاط فرع آخر لنفس المنشأة.

ب- **قواعد المقارنة الخارجية:** وهي أن تتم عمليات المقارنة بين أداء المنشأة محل التقييم وأداء المنشآت المنافسة لها وتقسم قواعد المقارنة الخارجية إلى نوعين هما:

☒ **قواعد المقارنة التنافسية:** ويقصد بها مقارنة أداء المنشأة مع أداء المنشآت المنافسة لها بصورة مباشرة، من خلال تحليل الأداء وتوضيح مدى التباين في أداء تلك المنشآت وآليات تطويره لتعزيز القدرة التنافسية للمنشأة.

☒ **قواعد المقارنة الوظيفية:** وتشمل مقارنة مجالات وظيفية معينة في المنشأة مع الوظائف نفسها في منشآت أخرى لا يشترط أن تكون منافسة لها.

يتضح مما سبق تنوع مداخل التقييم، مما يفتح الباب أمام إمكانية تنوع الأدوات والأساليب المستخدمة، وكذلك يتيح لها أن تشمل أكبر قدر ممكن من جوانب وأنشطة المنشأة المختلفة، مما يجعلها مرنة ومنسجمة مع الأهداف المحددة لعملية التقييم.

المبحث الثاني:

التحليل المالي ومؤشرات الأداء التقليدية

2-2-1 تمهيد

2-2-2 التحليل المالي

2-2-2-1 مفهوم التحليل المالي

2-2-2-2 معايير التحليل المالي

2-2-2-3 أنواع التحليل المالي

2-2-3 النظام المحاسبي وابرز مؤشرات الأداء التقليدية

2-2-3-1 النظام المحاسبي والتحليل المالي

2-2-3-2 التحليل المالي باستخدام النسب المالية

2-2-3-3 مؤشرات الربحية

2-2-3-4 الربح والربحية

2-2-3-5 ابرز مؤشرات الأداء التقليدية

2-2-3-6 ربحية السهم العادي EPS

2-2-3-7 معدل العائد على الأصول ROA

2-2-3-8 معدل العائد على حقوق الملكية ROE

2-2-3-9 ابرز الانتقادات والمآخذ على مؤشرات الأداء التقليدية

المبحث الثاني:

التحليل المالي ومؤشرات الأداء التقليدية

2-2-1 تمهيد

يعتبر التحليل المالي أسلوب رئيسي من الأساليب المعتمدة في عملية تقييم الاداء، والذي يلعب دوراً هاماً وحيوياً في تحويل البيانات الواردة في القوائم المالية وغيرها من المعلومات الأخرى إلى معلومات ذات معنى وفائدة، يمكن للعديد من الأطراف سواء الداخلية أم الخارجية الاعتماد عليها في عملية اتخاذ القرار المناسب.

ويعتبر التحليل المالي باستخدام النسب والمؤشرات المالية من أبرز أدوات وأساليب التحليل المالي المعتمدة، وقد حازت هذه المؤشرات على انتشار واسع في مجال التطبيق والاستخدام على مستوى الدول والمؤسسات والأطراف ذات العلاقة بها، وذلك لقدرتها على لعب دوراً بارزاً في تقييم الأداء على صعيد الأنشطة المختلفة في المنشأة، أو على مستوى الأداء الكلي للمنشأة، ملبيةً بذلك حاجات أغلب الأطراف ومنسجمةً مع أهدافهم من عملية التقييم من خلال مجموعة متنوعة من المؤشرات والنسب المالية المتعددة.

2-2-2 التحليل المالي

2-2-2-1 مفهوم التحليل المالي

لقد حظي التحليل المالي باهتمام بالغ من قبل الباحثين والأكاديميين والمدراء في الوحدات الاقتصادية، لما يلعبه من دور بارز في العديد من المجالات والتي على رأسها تقييم الأداء، ودراسة العلاقة بين عناصر القوائم المالية ومدلولاتها واتجاهاتها.

إن التحليل المالي للقوائم المالية يعد معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار وتقييم أداء المنظمة في الماضي والحاضر والمستقبل (الفيلي وعباس، 2001).

وعرفه آخرون بأنه الدراسة المنهجية باستعمال أدوات ووسائل ومعلومات محاسبية ومالية، من أجل إعطاء تقدير حول المخاطر الماضية والحالية والمستقبلية الناتجة عن الوضعية المالية والأداء (SkoLove, 2008).

وبذلك يمكن القول ان التحليل المالي عبارة عن دراسة تفصيلية للبيانات الواردة في القوائم المالية والعلاقة بينهم، للحصول على معلومات ذات مدلول تستخدم في عملية اتخاذ القرار وتقييم الأداء في الماضي والتخطيط للمستقبل.

2-2-2-2 معايير التحليل المالي

إن احتساب النسب المالية بمفردها وأي مقياس من مؤشرات الأداء بمفردها سيترك المحلل المالي بمؤشرات ذات قيمة محدودة ما لم يكن هناك معيار لقياس النتائج و مقارنتها به لأجل الحكم على مدى مناسبة النتائج أو عدم مناسبتها. ويمكن القول أن اختيار المعيار المناسب للحكم على النسبة المختارة لا يقل أهمية عن اختيار النسبة نفسها. لذلك عند إجراء التحليل لا بد من توفر مجموعة من المعايير، والتي تتلخص فيما يلي: (عبد القادر وآخرون، 2009)

المعايير التاريخية

تستمد هذه المعايير من أداء المنشأة في الماضي، إذ تمكّن المحلل المالي الداخلي فيها من حساب المؤشرات المالية من القوائم المالية للسنوات السابقة، لغرض رقابة الأداء من قبل الإدارة العليا والمالية، والكشف عن مواطن الضعف في المنشأة لكي تتم معالجتها، وعن مواطن القوة لكي يتم دعمها وإسنادها. قياساً بتلك السنوات أو بسنة واحدة منها أو بسنة الأساس أو بمتوسط عدد من السنوات الماضية.

المعايير القطاعية

هي معايير للأداء مستمدة من القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة، وهي تشير إلى معدل أداء مجموعة من الشركات في القطاع، حيث يجمع بينهما خصائص مشتركة نابعة عن طبيعة أنشطتها وتشكيلة المنتجات والخدمات التي تقدمها.

المعايير المستهدفة

وهي معايير تعمل إدارة المنشأة على بلوغها، من خلال استراتيجياتها وسياساتها وخطتها وموازناتها، ويعني الابتعاد عنها أو عدم تحقيقها انحرافاً عن الأداء المطلوب، ولا بد من تشخيص مسبباته ومعالجتها، وقد تستمد المعايير المستهدفة من معايير الأداء القطاعي عندما تكون المنشأة مبتعدة عنها وتحرك للوصول إليها.

المعايير المطلقة

تعتبر المعايير المطلقة عن المعايير السائدة المتعارف عليها في حقل التحليل المالي التي يمكن استخدامها بغض النظر عن نوع المنشأة ونوع الصناعة والظروف السائدة، قد يعكس بعضها تقاليد أو تشريعات سائدة في هذا الخصوص في العديد من الأوساط المالية، وبعضها ناشئ عن معايير دولية يتم إعدادها وتنتشر تدريجياً وتقاس بها النسبة ذات العلاقة في منشأة معينة. يتضح مما سبق أن عملية اختيار المعيار محكومة بالهدف المحدد لعملية التحليل وبالجهة التي تقوم به، حيث أن لكل طرف من الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة اهتمامات خاصة تختلف عن الآخرين.

3-2-2-2 أنواع التحليل المالي

يقوم التحليل المالي أياً كان صورته على منهج المقارنة، لذا تتحدد أنواعه حسب اتجاه وطبيعة ومجال المقارنة على النحو التالي: (أبو سميحة، 2006)

التحليل المالي الرأسي

يقوم على أساس المقارنة بين أرقام في القوائم المالية حدثت في نفس الفترة كمقارنة صافي الربح لسنة ما مع مبيعات نفس السنة، ويتصف بالسكون لانتفاء البعد الزمني عنه.

التحليل المالي الأفقي

وذلك من خلال مقارنة عنصر معين في الميزانية أو قائمة الدخل على مدار سنتين متتاليتين أو عدة سنوات، ويتم اللجوء إلى التحليل الأفقي لتلافي سمة الجمود التي يتصف بها أسلوب التحليل الرأسي، حيث التعرف على مقدار واتجاه التغير الحادث في حركة البند أو النسبة على مدار الفترة الزمنية، مما يمكن من تكوين صورة أدق عن واقع الوحدة وعن اتجاهاتها المستقبلية.

المقارنة مع الوحدات الأخرى

وهي مقارنة النسب المالية المستخرجة من الوحدة الاقتصادية مع نسب مالية لوحدات اقتصادية أخرى منافسة أو مع معدل الصناعة العام.

وبذلك يمكن القول ان أسلوب التحليل المالي يتمتع بقدر واسع من المرونة من حيث تنوع المعايير المستخدمة وأنواع التحليل واتجاهاتها، مما يفسح المجال أمام العديد من الأطراف لاعتماده كأسلوب تقييم يلبي رغباتهم وحاجاتهم المتعددة المختلفة.

2-2-3 النظام المحاسبي وابرز مؤشرات الأداء التقليدية

1-2-3-2 النظام المحاسبي والتحليل المالي

النظام المحاسبي هو احد أهم الفروع المكونة لنظام المعلومات في الوحدة الاقتصادية، إذ يتولى جمع وتبويب ومعالجة وتحليل وتوصيل المعلومات في شكل قوائم مالية إلى الأطراف المعنية بها بغية اتخاذ القرار، والنظام المحاسبي المالي كجزء منه يدعم المديرين الماليين في اتخاذ القرارات المالية الخاصة بتمويل الأعمال، وتخصيص الموارد المالية والرقابة على استخدامها، وهذا ما يجعل المؤسسة تعتمد عليه كأداة لتحديد الذمة المالية وحساب الإيرادات والتكاليف والنتائج المتعلقة بنشاطها، وكذلك استعماله كأداة للتخطيط والرقابة وتقييم الأداء واتخاذ القرار (الصالح، 2012).

وتعد القوائم المالية كالميزانية وقائمة الأرباح والخسائر من أهم مخرجات النظام المحاسبي، وتكتسب هذه القوائم أهميتها كونها محط نظر واهتمام جميع الأطراف ذات الصلة بالمنشأة، خاصة فيما تظهره من قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح وقدرتها على الاستمرارية والبقاء، وتعتبر الأرباح المحاسبية ابرز الأرقام التي تلقي اهتماما من قبل مختلف الأطراف لما تقدمه من معلومات لاتخاذ القرارات الاستثمارية (خليل، 2006).

وتزداد أهمية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات بشكل خاص من وجهة نظر المستثمرين في سوق الأوراق المالية، لأنه يوفر لهم المعلومات اللازمة عن حقيقة مستوى الأداء وطبيعة الوضع المالي للوحدات الاقتصادية التي يتعاملون بأسهمها، وهو ما يساعدهم على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة فيما يتعلق بأسهم هذه الوحدات التي يأملون من خلال التداول بها تعظيم أرباحهم المستقبلية (باشيخ، 2012).

أن التصور السائد هو أن المؤسسة التي تحقق أرباحا اكبر هي التي لديها أداء جيد، ووفقا لهذه النظرة كان أداء المؤسسة يقاس من خلال النتائج المالية المحاسبية التي حققتها، والحقيقة العلمية انه إلى يومنا هذا رغم بروز أساليب جديدة لقياس الأداء إلا أن الاعتماد على القوائم المالية في تقييم أداء المؤسسة وتشخيص وضعيتها المالية مازال معمولا به (الشيخ الداوي، 2010).

فالتحليل المالي تقنية تهدف إلى تقييم الواقع الاقتصادي والمالي للمؤسسة انطلاقا من الوثائق والبيانات المحاسبية ويعتبر كوسيلة تسمح بالاستفادة من القوائم المالية التي تعطينا تقريرا ماليا عن الانجازات المحققة (الصالح، 2012).

وتعتبر النسب المالية - وهي احد أساليب التحليل المالي المختلفة - من الوسائل الملائمة التي تمكن رجال الأعمال والأطراف المعنية من استنباط مجموعة من المؤشرات المالية عن أنشطة الشركة وبالتالي تقييم أدائها ومعرفة مدى مقدرة الإدارة على توليد الأرباح من الأصول والموارد المتاحة تحت تصرفها (شبيطة وابو نصار، 2009).

يتضح مما سبق الدور الحيوي والبارز الذي يلعبه النظام المحاسبي في المنشأة، ومدى أهمية مخرجاته لجميع الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة، مما يكسبه الأهمية المطلوبة علاوةً على اعتماد التحليل المالي وأدواته على تلك المخرجات، حيث انه كلما كانت مخرجات النظام المحاسبي وقوائمه المالية تتمتع بدرجة عالية من الدقة والموضوعية كلما انعكس ذلك على نتائج التحليل المالي واقترابه من الواقع الحقيقي لوضع المنشأة محل التقييم.

2-2-3-2 التحليل المالي باستخدام النسب المالية

توجد تقسيمات متعددة للنسب المستخدمة في قياس الأداء لجوانب المنشأة المختلفة، والتي تبنى على البيانات الواردة في التقارير المالية، ومن هذه التصنيفات ما يلي: (الراوي وسعادة، 2000)

- نسب السيولة
- نسب الرفع المالي
- نسب النشاط
- نسب الربحية

وتعتبر تلك المؤشرات المستخرجة من القوائم المالية من أهم الأدوات الرئيسية المستخدمة في تقييم أداء أنشطة المؤسسة المختلفة، حيث توفر معلومات مهمة عن العلاقة بين البنود المختلفة لأنشطة المؤسسة يمكن من خلالها دراسة هذه المتغيرات والتغير الزمني لها، وكذلك إجراء عمليات مقارنة مع مؤسسات أخرى للحكم على كفاءة الأداء في المنشأة محل التقييم، وتحليل أسباب الانحرافات في حال وجودها وبالشكل الذي يعطي الإدارة صورة واضحة عن الخلل وأسبابه (بشناق، 2011).

وتعد مؤشرات الربحية من أهم المؤشرات التي تستخدم في تقييم مجمل أداء المؤسسة، إذ أن هذه المؤشرات تمكن من قياس قدرة المؤسسة على تحقيق عائد نهائي صافي على الأموال المستثمرة، وذلك يعني أن هذه المؤشرات تركز على الربح الذي يعد المحور الفعال في استمرار المؤسسة وتوسعها، مما يعزز قدرتها على البقاء والمنافسة وضمان الاستقرار (فهد، 2009)، كما ينظر لهذه المؤشرات على أنها ترجمة مالية لنتائج القياس التشغيلي التي تستخدم في تحديد مدى

تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة. (كريم، 2004) ومن أهم مؤشرات الربحية في تقييم أداء المؤسسة الكلي والأكثر تداولاً ما يلي: (الخلايلة، 2001)

- معدل العائد على الأصول
- معدل العائد على حقوق الملكية
- ربحية السهم الواحد

و تعتبر هذه المؤشرات عن قدرة الشركة على توليد الأرباح نسبة لأصولها أو نسبة لمجموع حقوق الملكية فيها، وبالتالي التعبير عن قدرة الشركة على استغلال أصولها بشكل كفؤ وفعال وتحقيق الأرباح كمؤشر على أداء الشركة اتجاه الهدف الأساسي لها وهو تعظيم ثروة حملة الأسهم (كليونو وآخرون، 2011).

في ضوء ما تقدم يمكن القول أن النسب المالية تعتبر أحد أبرز أدوات وأساليب التحليل المالي المتعددة الأغراض والأهداف، حيث ان منها ما يهتم بقياس وتقييم جوانب وأنشطة محددة داخل المنشأة، ومنها ما يهتم بتقييم وقياس الأداء الكلي للمنشأة، ممثلةً ببعض مؤشرات الربحية والتي هي محل اهتمام الدراسة.

3-2-2 مؤشرات الربحية

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات، وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لديها، لذا نجد أن جهداً كبيراً من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه من الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر (عقل، 2011).

وتعكس نسب الربحية الأداء الكلي للمنشأة ومدى قدرة المنشأة على توليد الأرباح، وعادة ما تستخدم الأرباح مقياساً لفعالية وكفاءة السياسات التي تتبعها المنشأة خاصة السياسات التشغيلية والتمويلية، ويمكن القول أيضاً أن نسب الربحية تعكس نتائج تحليل باقي النسب المالية الأخرى وهي محصلة سياسات وقرارات المنشأة فيما يتعلق بالسيولة والرفع المالي (الراوي وسعادة، 2000).

وتعمل المنشأة على تحقيق هدفها في الربحية من خلال قرارين هما: (عقل، 2011)

- **قرار الاستثمار:** هو القرار المتعلق بكيفية استخدام المؤسسة للموارد المتاحة لها لاقتناء مختلف أنواع الموجودات، ويظهر اثر قرار الاستثمار في الربحية من خلال التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة على مختلف أنواع الأصول بطريقة توازن بين الاستثمار المناسب في كل بند من بنود الموجودات دون زيادة تؤدي إلى أي تعطيل للموارد، ودون نقص يؤدي إلى فوات الفرص لتمكين المؤسسة من تحقيق أفضل عائد ممكن.

- **قرار التمويل:** وهو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها، وينعكس اثر القرار التمويلي على الربحية من خلال ترتيب مصادر الأموال (من ديون وحقوق ملكية) بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على اكبر عائد ممكن.

يتضح مما سبق أن الربحية هدف تسعى المؤسسات إلى تحقيقه، وتعمل على تعظيمه من خلال أنشطتها المختلفة كالتشغيلية والتسويقية والتمويلية وغيرها، لذلك يمكن القول ان نسب الربحية ومؤشراتها تعكس صورة مجملتها لباقي المؤشرات الاخرى داخل المنشأة.

4-3-2 الفرق بين الربح والربحية:

الربح: يعتبر الربح من ناحية اقتصادية هو مردود للمخاطرة وعدم التأكد بشأن تخصيص الموارد لغرض استخدامها في ظل ظروف غير واضحة والتي يتوقع أن تؤتي ثمارها في المستقبل. (أبو شعبان، 1997) أو هو مقدار التغير في القيمة المضافة للوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة. (كراجه، 2009) أما من الناحية المحاسبية فهو يعبر عن الفرق بين الدخل المحقق من قبل الوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة والمصروفات التي تكبدتها هذه الوحدة خلال نفس الفترة لتحقيق الدخل (عقل، 2011).

أما الربحية: فهي عبارة عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها المؤسسة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيقها إضافة لكونها هدفاً للمؤسسة فهي مقياس على كفاءتها على مستوى الوحدة الاقتصادية الكلية أو الوحدات الجزئية، وتقاس الربحية إما من خلال العلاقة بين الأرباح والمبيعات، وإما من خلال العلاقة بين الأرباح والاستثمارات، ويقصد بالاستثمارات إما الموجودات أو قيمة حقوق أصحاب المؤسسة (كلبونة وآخرون، 2011).

لذلك يمكن القول أن الربحية تعتبر معياراً أكثر أهمية من مقياس الربح في المفاضلة بين الخيارات والبدائل، حيث ان تحقيق أرباح أعلى لبعض البدائل الاستثمارية لا يشكل بالضرورة ميزة

تفاضلية إذا أخذ في الاعتبار حجم رأس المال المستثمر، في حين أن تحقيق مستوى مرتفع من الربحية يعد مقياساً أفضل بصرف النظر عن حجم رأس المال المستثمر.

5-3-2-2 ابرز مؤشرات الأداء التقليدية

1-5-3-2-2 ربحية السهم العادي EPS

تعتبر ربحية السهم الواحد EPS احد المؤشرات الهامة التي يستخدمها المستثمر الحالي والمرتبب لتقييم ربحية الشركة المساهمة. والهدف من حساب هذا المؤشر هو الحكم على كفاءة الشركة في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم العادية ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك كما يمكن الاعتماد على هذا المؤشر في تقييم أسعار الأسهم العادية وكذلك في تقييم قدرة الشركة على تغطية وسداد توزيعات الأرباح. (الراوي وسعادة، 2000) إذ يهتم المستثمرون اهتماماً خاصاً بالربحية المتوقعة للمنشأة وعلى الأخص ربحية السهم، على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصاحبه زيادة فيما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات (هندي، 2002) أو في شكل مكاسب رأسمالية في حال تم بيع الأسهم. (باشيخ، 2012) ويمثل مقياس ربحية السهم نسبة صافي الربح إلى عدد الأسهم المصدرة، فهو يعتبر مقياس لأداء السهم في الشركة (كيوان، 2010).

تنتج طريقة حساب ربحية السهم العادي EPS بقسمة صافي الربح النهائي على عدد الأسهم العادية: (الراوي وسعادة، 2000)

$$\text{ربحية السهم العادي EPS} = \text{صافي الربح} / \text{عدد الاسهم العادية}$$

وبذلك يستخدم هذا المؤشر لقياس قيمة صافي الدخل المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية، حيث كلما كان نصيب السهم من الأرباح يزداد عام بعد عام كان ذلك مؤشراً جيداً، ولربحية السهم اثر كبير على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم لأنها تعبر بشكل مبسط عن عائد السهم بغض النظر عن توزيع الأرباح من عدمه (محمد، 2012).

وبالرغم من أن مقياس ربحية السهم يمثل مقياساً نسبياً للأداء، حيث يأخذ في الاعتبار حجم رأس المال المستثمر في صورة عدد الأسهم المصدرة، إلا انه يتجاهل تكلفة رأس المال المستثمر لتوليد هذه الأرباح، مما يدفع المديرين إلى قبول الاستثمارات ذات العوائد الموجبة بصرف النظر عما إذا كانت هذه العوائد تغطي تكلفة رأس المال أم لا (كيوان، 2010).

يتضح مما سبق أهمية مؤشر ربحية السهم الواحد في المفاضلة بين البدائل، ولكن قد لا يعتبر هذا المؤشر ذا جدوى فعلية إذا لم يؤخذ في الاعتبار حجم التضحيات الواجب دفعها (سعر السهم) للحصول على هذا العائد، بغرض الوصول إلى مقارنة صحيحة.

2-2-3-5-2 معدل العائد على الأصول ROA

أو ما يطلق عليه البعض محل العائد على الاستثمار (كيوان، 2010) ويصنفه آخرون انه أحد نماذج العائد على الاستثمار (احمد والكسار، 2009) وهو من أكثر مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي شيوعا، ويمثل مساهمة الأصول في خلق النتيجة الصافية وهو مؤشر على ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها ومقياس كفاءة المسيرين في استخدام الأصول لتوليد الأرباح (مريزيق، 2014)

ويمكن احتساب معدل العائد على الأصول ROA بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على الأصول ROA} = \text{صافي الدخل} / \text{مجموع الأصول}$$

ولقد نال هذا المؤشر أهمية كبيرة لعدة أسباب من أهمها: (السويسي، 2010)

- يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة.
- يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمؤسسة.
- يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة، وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها.

وبالرغم من الأهمية والمزايا التي يحظى بها هذا المؤشر إلا انه يكتنفه بعض الانتقادات التي قد تحد من مزاياه: (كيوان، 2010)

- ❖ تقييم الأصول على أساس مبدأ التكلفة التاريخية وليس السوقية قد يؤدي إلى مقارنة غير دقيقة في المفاضلة بين المشاريع.
- ❖ لا يؤخذ في الحسبان تكلفة الاستثمار (تكلفة تمويل الأصول)، مما لا يمكن معه المقارنة بين نوعين من الاستثمار لهما نفس معدل العائد إلا إذا كان لهما نفس تكلفة هذا الاستثمار.

2-2-3-5-3 معدل العائد على حقوق الملكية ROE

يشير هذا المؤشر ROE إلى الأرباح التي تجنيها المنشأة من الأموال المستثمرة لديها بواسطة الملاك (كيوان، 2010)، ويعتبر هذا المقياس من مؤشرات الأداء المالي الشائعة الاستخدام (القضاة، 2015) إذ يعبر هذا المقياس عن العلاقة بين الأرباح الصافية بعد الضرائب وحجم

الاستثمارات من جانب الملاك، وبذلك فهو يقيس العائد بالمعدل لكل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم، ويعتبر العائد على حقوق الملكية مقياس شامل لأداء الشركة لأنه يعطي مؤشر عن كيفية استخدام المدراء لأموال المالكين في سبيل توليد الربحية (كليونو وآخرون، 2011).

ويمكن احتساب مؤشر ROE كما يلي:

العائد على حقوق المساهمين ROE = صافي الدخل / حقوق المساهمين

وفي نفس السياق هناك نموذج مطور لاحتساب العائد على حقوق الملكية Du Point Model ويعتبر أحد المؤشرات المهمة لوصف وقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة وبالتالي يقيس أداء الشركات فيما يتعلق بمحاولة إدارات تلك الشركات تحقيق أقصى عوائد ممكنة بأقل مخاطر ممكنة من أجل تحقيق أقصى ربحية والتي تنعكس بالتأكيد على ثروة أصحاب المشروع (قريشي، 2004).

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

وبلاحظ من النموذج انه مكون من ثلاث مؤشرات أداء مهمة وهي كالتالي: (صالح وفاضل، 2012)

1- مؤشر تقييم الربحية: وهي نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات، والتي تمثل مدى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح ومراقبة التكاليف.

2- مؤشر تقييم كفاءة إدارة الأصول: وهي نسبة إجمالي الإيرادات إلى إجمالي الموجودات، والتي تمثل مدى كفاءة الإدارة في تحقيق المنفعة من الموجودات في تحقيق الإيرادات.

3- مؤشر مضاعف حق الملكية: أو الرفع المالي وهي نسبة إجمالي الموجودات إلى حقوق الملكية والتي تقيس المخاطر المتعلقة باستخدام أموال الملكية ضمن هيكل رأسمال الشركة.

ورغم ما يتميز به هذا المؤشر من أهمية في تقييم الأداء وقدرته على تحليل نقاط القوة والضعف ورغم ما لحقه من تطوير إلا انه من المآخذ عليه انه لم يؤخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال المتمثلة في حقوق الملكية (كيوان، 2010).

4-2-3-5-2 أبرز الانتقادات والمآخذ على مؤشرات الأداء التقليدية

بالرغم من الدور المهم والحيوي الذي لا زالت أساليب التقييم التقليدية تلعبه وأنها الأكثر استخداماً حتى هذه اللحظة خاصة في الدول النامية، إلا أنها تعاني من العديد من المآخذ والقصور

التي تحد من دورها ولربما يؤدي إلى نتائج غير سليمة، وتتمثل أهم جوانب القصور فيما يلي:
(شيلي، 2009)

- عدم المقدرة على تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية لثروة الملاك والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة.
 - تجاهل كلفة التمويل عن طريق الملكية أو الأسهم في احتساب الربح المحاسبي، إذ انه من المتعارف عليه أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان كلفة التمويل فقط عن طريق القروض والسندات ويتجاهل كلفة التمويل بالملكية تماما مما قد يعطي الانطباع في كثير من الأحيان بان أداء الشركة مرضيا، مع العلم بأنه لو تم اخذ هذه التكلفة في الحسبان لتغيرت نتيجة التقييم.
 - الاعتماد بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على مبدأ الاستحقاق، إذ قد تصبح هذه المعلومات قديمة وغير ذات قيمة في حالة التضخم، وأنها تعتمد على قياس الأرباح وليس التدفقات النقدية الأهم بالنسبة لبقاء الوحدة الاقتصادية ونجاحها والاستمرار في أعمالها وتحقيق أهدافها الاستراتيجية.
 - عدم فاعليتها في كشف حالات التعثر والإفلاس التي تتعرض لها المنظمة، فضلا عن عدم مقدرتها على مساعدة المستثمرين الحاليين والمرقبين في تحديد قراراتهم الاستثمارية السليمة، وذلك بسبب ارتكاز المؤشرات التقليدية للأداء على المعلومات المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق والقيم التاريخية والطرائق المحاسبية.
- بذلك يتبين مدى الأهمية التي يلعبها التحليل المالي، ودوره في عملية اتخاذ القرار، وقدرته على اشباع اهتمامات العديد من الأطراف المختلفة سواء الداخلية منها او الخارجية. كما ان التحليل المالي باستخدام مؤشرات القياس المبنية على النموذج المحاسبي (مؤشرات الأداء التقليدية) تتمتع بقدر واسع من المرونة والديناميكية التي تستطيع من خلالها تقييم وقياس أداء مجالات متنوعة، كأداء أنشطة وأقسام محددة معينة أو الأداء الكلي للمنشأة، وبالرغم من الأهمية والمزايا التي نالتها هذه المؤشرات إلا انها ظلت مقيدة بالعديد من السلبيات التي أعاقت فاعليتها، مما زاد الحاجة إلى أدوات ومؤشرات تقييم جديدة تبنى على أساس تجاوز تلك الانتقادات والعيوب، يمكن الاعتماد عليها في توفير معلومات إضافية ملائمة وأكثر نفعاً من باقي المؤشرات الأخرى، وذلك من خلال الدمج بين الربح المحاسبي والربح الاقتصادي ومحاولة خلق القيمة للمساهمين ومن أبرزها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

الفصل الثالث:

مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وكفاءة الاسواق المالية

3-1 المبحث الاول: خلق القيمة ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

3-2 المبحث الثاني: كفاءة الاسواق المالية ومحددات أسعار الاسهم السوقية.

المبحث الأول:

مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

3-1-1 تمهيد

3-1-2 خلق القيمة

3-1-2-1 خلق القيمة كهدف

3-1-2-2 مفهوم خلق القيمة

3-1-3 القيمة الاقتصادية المضافة EVA

3-1-3-1 نشأة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

3-1-3-2 مفهوم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

3-1-3-3 القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية

3-1-3-4 التعديلات والتسويات المقترحة لاحتساب EVA

3-1-3-5 أهمية القيمة الاقتصادية المضافة

3-1-3-6 الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

المبحث الاول

خلق القيمة ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

1-1-3 تمهيد:

يشهد العالم في هذه الحقبة من الزمن ما يمكن تسميته بثورة التطور والتغيير والتي يمكن مشاهدة آثارها في جميع المجالات والأصعدة سواء صناعيا أو تكنولوجيا أو غيرها، وما عالم المال والأعمال عنها ببعيد، وذلك يتضح جليا في تطور الأهداف والمفاهيم التي يسعى مديري المؤسسات إلى تحقيقها والتي توجت بمفهوم "خلق القيمة" إلى جانب أدوات وأساليب التقييم التي من شأنها إبراز مدى قدرة المؤسسة على تحقيق القيمة لحملة الأسهم.

حيث أصبح مفهوم خلق القيمة وتحقيق نمو في ثروة الملاك هدف رئيسي تسعى المؤسسات إلى تحقيقه من خلال الاستثمار في مشاريع تعمل على تحقيق تدفقات نقدية تفوق تكلفة رأس المال لمشروع معين، ويعتبر البعض أن هذا الهدف هو الأقدر على دمج مصالح الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة. وفي هذا السياق فقد نجحت شركة ستيرن وستيوارت (Stern & Stewart) في الولايات المتحدة الأمريكية في إنتاج مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لقياس أداء المؤسسات، ولأقوى هذا المؤشر قبولا وانتشارا واسعا في كثير من الشركات الدولية، واصبح من ابرز مؤشرات تقييم الأداء المستخدمة القادرة على ابراز قدرة المؤسسة في خلق القيمة لحملة الاسهم. (الخولي، 2000)

2-1-3 خلق القيمة

1-2-1-3 خلق القيمة كهدف

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز التسيير والقيادة داخل المؤسسات الاقتصادية فالإدارة بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمنشآت الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط الاقتصادي والذي يؤدي إلى خلق قيمة، حيث أوضحت المنشآت تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم، وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية الشاملة والدائمة. (السعيد وسمير، 2004)

وتهتم المؤسسات الاقتصادية مهما كان نوعها في تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهمة بها، وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة من جهة، وبالنظر لتطور نظرية هدف المؤسسة من جهة أخرى، ويدعم ذلك هو ان استمرارية المؤسسة _ هدف إنشائها _ مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق القيمة، لذلك يتعين على مديري المؤسسات توجيه مختلف القرارات نحو ذلك الهدف. (سويسي، 2010)

إن المؤسسات التي تتبنى ذلك الطرح بشكل عملي، إذ تجعل من القيمة المحرك والهدف الذي ترتكز عليه عملية الادارة، يحتم عليها ضرورة إجراء عملية التقييم الدوري سواء للمؤسسة ككل أو لفروعها أو لوحداتها الاستراتيجية (نشاط معين) بما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، من ثم ليتسنى لها اتخاذ التدابير والقرارات المناسبة وان ما سبق يتجاوز الجانب الاستراتيجي والمالي حيث يمتد لكافة مستويات المؤسسة، وعليه نجد أن الجوانب التشغيلية اليومية والمنكررة هي الأخرى توجه لخدمة هدف خلق القيمة، ومن ثم فكل مديري المؤسسة عند جميع المستويات وحتى عمالها يمكن ربطهم وتسخيرهم في خدمة ذلك الهدف (من خلال قياس أدائهم بواسطة القيمة، وربط المكافآت بخلق القيمة). (سويسي، 2010)

مما سبق يتضح أهمية خلق القيمة كهدف تسعى الإدارة وجميع المستويات العاملة بالمؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقه لما له من انعكاس على جميع الفئات والأطراف أصحاب العلاقة بالمؤسسة من أعلى الهرم إلى أدناه.

2-2-1-3 مفهوم خلق القيمة

ظهر مفهوم خلق القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوما استراتيجيا ثم استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واسع كمعيار لأداء الإدارة، ويقصد به خلق القيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية، والعمل بهذا المعيار يعني وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار، أي أن جميع القرارات تتخذ من اجل تعظيم ثروة الملاك، وقد تزايدت أولوية الاهتمام بخلق قيمة لحملة الأسهم باعتبارهم الذين يتحملون المخاطرة، فإذا تمكنت المنشأة من إنشاء وخلق القيمة لمساهميها فان الأطراف الأخرى حتما ستستفيد من ذلك، حيث تتحقق مردودية من الأموال المستثمرة تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل، ومن هنا يتضح أن المنشأة التي تحقق ربحا بالمفهوم المحاسبي ليست بالضرورة أنها تمكنت من إنشاء وخلق القيمة، مع إن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان تكلفة الاقتراض في حساب النتيجة، على الرغم من أن المنشأة

المحققة للقيمة هي التي تستطيع تحقيق الربح بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة بالافتراض. (مطوع، 2009)

ويعرف مصطلح القيمة المحققة لحملة الأسهم بعملية زيادة فوائد حملة الأسهم، ويعني هذا المصطلح قيمة المنشأة بالنسبة لحملة أسهمها، ويتم بحصر العوائد الفعلية المحققة لحملة الأسهم، بعد استبعاد تكلفة رأس المال كعائد طبيعي يقدم لهم وكبدل للمخاطرة المنتظمة، ويرتبط التوسع في استخدام مفهوم القيمة المحققة لحملة الأسهم بضرورة استخدام مقياس دقيق لتلك القيمة، فقد أكدت الدراسات على ملائمة مفهوم الربح الاقتصادي بالمقياس الحديث المعروف بالقيمة الاقتصادية المضافة، الذي يتمثل في الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوماً منه تكلفة رأس المال المملوك والمقترض. (حال، 2014)

في ضوء ذلك يبرز مفهوم خلق القيمة والفرق بينه وبين تعظيم الربحية وأهميته للمستثمر، وقدرته على تقليص الفجوة بين علم الاقتصاد والتطبيقات والمبادئ المحاسبية المتعارف عليها من خلال تحويل الربح المحاسبي إلى ربح اقتصادي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وان العمل في ظل هذا المفهوم يؤدي إلى التوافق بين مصالح الأطراف المختلفة داخل المنشأة بدلاً من تعارضها.

3-1-3 القيمة الاقتصادية المضافة EVA

3-1-3-1 نشأة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

تواجه المؤسسة في العديد من الحالات مشكلة في التوفيق بين مصالح المالكين (المساهمين) ومصالح الإدارة، وهو ما يطرح مشكلة سلطة اتخاذ القرار التي تكون نتيجة فصل الملكية عن الإدارة، ولقد أقيمت العديد من الدراسات لأجل حل هذه المشكلة ومعرفة أسبابها الرئيسية والعمل على إيجاد وسيلة للحد منها من خلال وضع أسلوب عادل لقياس ثروة المساهمين. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى مؤشرات ومعايير لتقييم أداء المؤسسة تهدف إلى تحديد مدى قدرة المديرين على خلق قيمة للمساهمين وتحقيق عائد يتناسب مع حجم رأس المال المستثمر، ولقد توصل العديد من الباحثين إلى أن الربح المحاسبي يعتبر من بين أهم معايير قياس الأداء، إلا أن هذا المؤشر تعرض للانتقاد نظراً لكون البيانات المحاسبية التي يتم الاعتماد عليها في حسابه قد تكون مشوهة، كما أنه قد يتم التلاعب بها من طرف المديرين وبالتالي قد لا يعكس هذا المؤشر الأداء الحقيقي للمؤسسة.

ويرى العديد من الباحثين انه حتى تكون المؤسسة القادرة على خلق ثروة يجب أن تحقق أرباح أعلى من تكلفة رأس المال، ولقد تم تقديم هذا المفهوم تحت مسميات مختلفة بما في ذلك الريح المتبقي الذي يعتبر مؤشرا داخليا للأداء، وجاء بعدها Stewart وشركاه ليقدّموا بديلا له وهو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والذي يمثل حسب رأيهم أفضل مقياس للأداء مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية التي تعتبر مؤشرات مضللة للأداء، فمقياس القيمة الاقتصادية المضافة يمثل أحسن مؤشر لتحديد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة للمساهمين. (صيفي وعمارة، 2015)

ويعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA من أكثر المؤشرات انتشارا وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الاقتصادي منذ عصر الفكر الاقتصادي الكلاسيكي (Marshall, Hamilton) والذين قدموا شروحا للوحدات لتعظيم الثروة إلا أن الاهتمام الحالي بهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern & Stewart Co. وهي شركة استشارية أمريكية في نيويورك والتي أسسها كل من Joel Stern و G. Bennet Stewart وذلك لخدمة الإدارة المالية ولتطوير قياس الأداء، وقد قامت هذه الشركة بنشر المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA في ثمانينات القرن الماضي. (الشرقاوي، 2006)

3-1-3-2 مفهوم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

في ظل تزايد وتيرة الانتقادات الموجهة إلى البيانات المحاسبية وطرق قياسها وأدوات التقييم المبنية عليها اتجه الباحثون إلى تركيز اهتمامهم نحو ترميم حلقة الوصل بين علم الاقتصاد من جهة والممارسات المحاسبية المهنية من جهة أخرى، وظهرت دعوات تنادي بضرورة إعادة الاعتبار إلى المفاهيم الاقتصادية في الممارسات المحاسبية. (مطر، 2004)

وفي ظل ظهور مفهوم خلق القيمة والاهتمام بتحقيق القيمة لحملة الأسهم، ظهر العديد من المؤشرات التي تعني بقياس أداء الوحدات الاقتصادية من خلال إبراز قدرتها على خلق القيمة لحملة الأسهم والتي كان من أبرزها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (علي، 2010) والذي يعد مؤشرا لقياس الأداء، كما أنها طريقة للتحفيز، بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مديري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفعهم لبذل المزيد من الجهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للإدارة فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرفهم، حيث يمكن

استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء وتنفيذها. (سويسي، 2010)

ويعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الشكل المطور لمفهوم "الربح المتبقي" حيث يكمن الفرق بين المفهومين في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر الربح المتبقي لخدمة مدراء المؤسسات في سنوات الستينات من القرن الماضي كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها (مؤشر داخلي) بينما استعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي كأداة اتصال يستعملها المدراء لترميز معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة المدرجة منها في البورصة، يضاف لذلك أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة البديلة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية، بينما تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة في احتسابها على تكلفة رأس المال المستثمر (المملوك والمقترض). (الشرقاوي، 2006)

وقد أجمعت مراجع الفكر المالي على أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA أو ما يسمى بالربح الاقتصادي Economic Profit هو احد معايير الأداء المالي التي طرحت في نظرية الإدارة المالية المعاصرة، ويعود السبب في ذلك إلى شمولية هذا المعيار لمتغيرات هامة تعكس الأداء بشكله العام وكذلك المجالات التي من خلالها تستطيع الإدارة المالية زيادة فاعلية قراراتها وبالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم فيها، باعتباره الهدف الذي ارتضته الإدارة لقراراتها، والذي لا يزال يمثل بوصلة العمل لديها في شركات الأعمال. (الزبيدي والكيلاني، 2005)

وقد عرف كل من Stern & Stewart مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بأنه: مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح المتبقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو "الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض". (علي، 2010)، وقد عرفها سويسي (2010) بأنها: "الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرق المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد المالية التي استخدمتها"، كما عرفها بحري (2012) بأنها: "فائض القيمة الذي يتم توليده من الاستثمار أو محفظة الاستثمار، وتساوي إلى العائد الإضافي (الفرق بين العائد على الاستثمار وتكلفة الأموال المستخدمة في تمويل هذا الاستثمار) مضروباً في رأس المال المستثمر، أما Scott فقد عرفها بأنها: " الفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الوحدة وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية". (علي، 2010)

وبذلك يمكن القول أن القيمة الاقتصادية المضافة عبارة عن صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وبعد التعديل مخصوصاً منه تكلفة التمويل الكلي لفترة زمنية معينة. وفي ضوء هذا المؤشر فإن الاستثمارات التي تحقق EVA موجبة القيمة لها الأفضلية على البدائل التي لا تستطيع تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة.

ويمكن التعبير عن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمعادلة التالية: (قدومي وآخرون، 2012) و (Shil, 2009)

$$EVA = NOPAT - IC (WACC)$$

حيث أن: EVA: القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT: صافي الربح من العمليات قبل الفوائد وبعد الضرائب

IC: رأس المال المستثمر

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال

كما يمكن التعبير عن EVA بالمعادلة التالية: (الخولي، 2001)

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن: ROIC: معدل العائد على رأس المال المستثمر

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر

IC: رأس المال المستثمر

مما سبق يمكن القول أنه عندما تكون EVA موجبة فهذا يعني أن العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال وبذلك تكون المؤسسة قد حققت أداءً جيداً مما زاد من خلق ثروة للمساهمين. والعكس صحيح فإذا كانت EVA سالبة فإن ذلك يعني أن العائد على رأس المال أقل من تكلفة رأس المال مما يعني تدمير القيمة للمساهمين.

3-1-3-3 القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية

تتميز القيمة الاقتصادية المضافة EVA عن مؤشرات الأداء التقليدية المتعارف عليها فيما

يلي: (الشرقاوي، 2006)

- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يأخذ في الاعتبار التكلفة الكلية لرأس المال (المقترض والمملوك)

- يتطلب حسابه إجراء العديد من التعديلات والتسويات على الربح المحاسبي ورأس المال المستثمر وغيرها، والهدف منها الوصول إلى صافي الربح الاقتصادي وبالتالي يتم استبعاد بعض التسويات المحاسبية التي لا يترتب عليها تدفقات نقدية فضلا عن تعديل رأس المال المستثمر لكي يعكس قيمة الموجودات المستثمرة بالوحدة، وكذلك فإن استبعاد اثر السياسات المحاسبية يؤدي إلى إمكانية إجراء المقارنة بين نتائج أداء الوحدات المختلفة أو الأقسام المختلفة داخل نفس الوحدة، كما يساعد ذلك في تقليص الفرص أمام الإدارة لاستخدام سياسات محاسبية تهدف إلى التحكم في الربحية.

كما أن مقياس الربح المحاسبي ومعدل العائد على الاستثمار يختلفان في الهدف والمفهوم من مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA حيث ان ارتفاع قيمة كل منهما لا تعني تحقيق قيمة لحملة الأسهم، فهدف كل منهما يتمثل في زيادة الأرباح المحاسبية، بينما هدف EVA التأكيد على تحقيق القيمة لحملة الأسهم. (علي، 2010)

يتضح مما سبق وجود بعض أوجه الاختلاف بين مؤشر EVA ومؤشرات الأداء التقليدية، وأن EVA أكثر شمولية لمتغيرات هامة تعكس مدى جودة الأداء المقدم من قبل الإدارة وقدرتها على خلق قيمة للملاك، كما يحد من قدرتها على التلاعب بالأرباح من خلال استخدام بعض الطرق والسياسات المحاسبية انسجاماً مع مصالح المدراء الخاصة على حساب الملاك.

3-1-3-4 التعديلات والتسويات المقترحة لاحتساب EVA

لقد اقترح Stern & Stewart ما يقرب من 164 تسوية وتعديلا على الربح المحاسبي ورأس المال المستثمر في المنشأة، وذلك كمحاولة لتقريب القيمة المحاسبية من القيمة الاقتصادية المضافة، لكن الواقع العملي يتطلب إجراء 5-10 تسوية رئيسية فقط وفقا لظروف كل منشأة، كالاعتراف بالتكاليف المرتبطة بتكوين مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها والضرائب المؤجلة ومخصص تقادم المخزون على أساس نقدي، مما يترتب عليه إضافة الزيادة في تكوين هذه المخصصات عن المصروف الفعلي إلى صافي الربح، وإضافة هذه المخصصات إلى رأس المال كي يعكس بصورة حقيقية قيمة رأس المال المستثمر في المنشأة، وهذا يدفع المدراء إلى الحد من المغالاة في تكوين هذه المخصصات، والتفكير في الاستثمار الأمثل لهذه الموارد. (الخولي، 2001)

من ناحية أخرى تقضي بعض التعديلات مقابلة الاتجاه المتحفظ في المحاسبة وذلك برسمة الإنفاق على الاستثمارات غير الملموسة كالاستثمار في أنشطة البحث والتطوير وتدريب

العاملين والحملات التسويقية إلى جانب صيانة الأصول، حيث تتم إضافة هذه النفقات كأحد الأصول في قائمة المركز المالي، واهلاكها على فترات زمنية معينة، وفي حال قيام المنشأة بمعالجة هذه النفقات كمصروفات إيرادية فإنه لحساب EVA يتعين إضافة هذه النفقات إلى صافي ربح التشغيل بعد الضريبة في المنشأة ثم يتم استهلاكها تدريجياً على فترات زمنية معينة. (كيوان، 2010)

ومعظم الوحدات لا تقوم بتطبيق كل التعديلات لأنها تزيد من تعقيد مؤشر EVA، هذه فضلا عن ارتفاع التكاليف عند تنفيذه في العمل وخاصة عند إعداد التقارير، ويمكن التمييز بين أربعة أنواع لمؤشر EVA وهي كما يلي: (Shill, 2009)

- القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية
- القيمة الاقتصادية المضافة المفصح عنها
- القيمة الاقتصادية المضافة الملائمة للوحدة
- القيمة الاقتصادية المضافة الحقيقية

إن أساس التمييز بين هذه الأنواع هو طبيعة التعديلات والتسويات اللازمة على صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وعلى رأس المال المستثمر، حيث تحاول هذه التعديلات سد الفجوة التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها بين القيمة المحاسبية والقيمة الاقتصادية.

وتعتبر EVA الأساسية هي نقطة البداية والتي لا تحتوي أي تعديل وإنما تعتمد على البيانات المالية الواردة في القوائم المالية كما هي، أما EVA المفصح عنها فهي التي تستخدمها شركة Stern & Stewart في تصنيفها للشركات حسب المعيار وتحتوي على عدد من التعديلات على بيانات القوائم المالية، أما EVA الملائمة للوحدة فيتم فيها ترك المجال لإدارتها لاختيار التعديلات والتسويات التي تراها مناسبة وتعكس القيمة الاقتصادية المضافة، أما EVA الحقيقية فإنها تمثل القيمة الأكثر صحة والأدق حيث تشمل على جميع التعديلات على البيانات المستخرجة من القوائم المالية، وينتج عنها ما يسمى بقائمة القيمة الاقتصادية المضافة. (على، 2010)

مما سبق يتضح انه لا يوجد مفهوم خاص ومحدد لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وأن تنوع التعديلات تحت اختلاف مسميات EVA يترك مجالاً لكل وحدة أو مؤسسة القيام بالإجراءات التي تناسبها وتتماشى مع خططها الاستراتيجية وسياساتها المحاسبية، وهذا ما يمكن اعتباره احد عيوب المؤشر التي قد تعيق تحقيق المؤشر للهدف المرجو منه، حيث انه قد لا تستطيع المقارنة

بين البدائل الاستثمارية الا بتطبيق نفس التعديلات على كل منهما، اضافة إلى ان كثرة التعديلات قد تزيد من تكلفة التطبيق مما يحد من مزاياه.

5-3-1-3 أهمية القيمة الاقتصادية المضافة:

القيمة الاقتصادية المضافة هي اقرب معيار مالي لإظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للمنظمة، حيث تجعل المديرين يركزون على مقدار ما ستولده الشركة من عوائد فوق تكلفة رأس المال لأي استثمار مطروح. لذا فهناك مجموعة من الأسباب التي قد توضح أهمية استخدام القيمة الاقتصادية المضافة منها: (الشيخ، 2012)

1- أنها الطريقة الصحيحة لحساب أرباح (عوائد) حملة الأسهم

إن إدخال تكلفة رأس المال في حسابات القيمة الاقتصادية المضافة EVA هو أهم ما يميزها؛ فمن خلال الطرق المحاسبية التقليدية قد تبدو بعض الشركات رابحة ولكن الكثير منها في الحقيقة لم يحقق أي ربح. ومن ثم فإن المبدأ الأساسي هو ان القيمة الاقتصادية المضافة لا تقوم بحساب ما إذا كان مشروع أو الصفقة مربحة أو لا ؟ ولكن تقيس كون الربح الناتج كافيا لتعويض رأس المال المستعمل في المشروع أم انه كان يمكن استغلاله في فرصة بديلة أخرى ؟ وهكذا نستطيع أن نجد مشروعا ما رابحا من وجهة نظر التقارير المحاسبية، بينما هو خاسر من وجهة نظر التقارير الاقتصادية

2- معيار مالي يفهمه المديرون التنفيذيون

تتميز القيمة الاقتصادية المضافة بان مبادئها بسيطة ومن السهل شرحها للمديرين عامة والمديرين الماليين خاصة، في الغالب يجد المديرون غير الماليين صعوبة في فهم بعض الأدوات المالية ؛ مثل مفهوم الدخل المتبقي أو مفهوم درجة النمو المستقبلية وغيرها من المصطلحات والمفاهيم المحاسبية المالية التقليدية. من هنا فان القيمة الاقتصادية المضافة تستطيع تسهيل عملية الاتصال معهم من خلال سهولة فهمها، وأيضا من خلال رفع درجة التكاتف والتعاون داخل المنظمة بين مختلف المديرين.

3- تحقق الاتساق بين القرارات الإدارية وثرورة حملة الأسهم

لقد ابتكر Stern & Stewart " القيمة الاقتصادية المضافة " ليساعد المديرين على استعمال قاعدتين مالييتين أساسيتين في أثناء عملية اتخاذ القرار وهما:

- القاعدة الأولى: الهدف المالي الأولي لأية شركة يجب أن يكون زيادة ثروة حملة الأسهم، وهو يواكب النظرية المالية الإدارية الحديثة التي تعمل على أساس فرضية أساسية، وهي ان الهدف الرئيسي للشركة هو زيادة ثروة حملة الأسهم.
- القاعدة الثانية: قيمة الشركة تعتمد على درجة توقع المستثمرين لمدى تجاوز الأرباح المستقبلية تكلفة رأس المال،

حيث يهتم المستثمرون في سوق الأوراق المالية بالأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية للشركات عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري، وعند إعادة بناء توقعاتهم وتقويم استثماراتهم سوف تتأثر بشكل عام بإظهار معلومات عن الأرباح المستقبلية، ومن ثم تأثيرها على سعر سهم الشركة في البورصة بشكل خاص.

4- إزالة التشويش وتعدد الأهداف

معظم الشركات تستخدم معايير مختلفة للتعبير عن الأهداف المالية، فمثلا الخطط الاستراتيجية يتم التعبير عنها بواسطة النمو في الأرباح وحصة السوق بينما المنتجات وخطوط الإنتاج داخل المصنع يتم التعبير عن أدائها المالي بهوامش الأرباح أو تدفقاتها النقدية، في حين نجد أن وحدات الأعمال يتم تقييمها بواسطة العائد على رأس المال، أو بالمقارنة بمستوى الربح المتوقع في الموازنة. ان النتيجة الحتمية لعدم الاتساق في القياسات والأهداف والمفاهيم غالبا ما يكون لها انعكاسات سلبية على عمليات التخطيط والاستراتيجيات والقرارات، في حين إن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة تجنبنا مثل هذا التشويش باستخدام معيار مالي واحد يربط بين جميع أنواع القرارات ويجعلها مركزة على شيء واحد: هو كيف يمكن زيادة ثروة حملة الأسهم.

3-1-3-6 الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

بالرغم من الأهمية والمكانة لمؤشر EVA وما يقدمه من منافع إلا أن هذا المقياس واجه العديد من المحددات والانتقادات، ومنها ما يلي: (شيلي، 2009)

- إن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربحية فقط بالأجل القصير وبالتالي فإنه يجب تدعيمها بمؤشرات أخرى إضافية تقيس مستوى الجودة، درجة مرونة العمليات الإنتاجية، كفاءة عمليات التشغيل والتصنيع، وسرعة الاستجابة لرغبات العملاء، ودرجة رضى العاملين.
- إن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة يتركز (مثله مثل باقي المؤشرات المالية الأخرى) على البيانات التاريخية والمعطيات الماضية في قياس كفاءة أداء الإدارة دون أن يكون له دور بارز في رصد النتائج المتوقعة لاستراتيجيات الإدارة الحالية ولعل ذلك يفسر إحجام الشركات

الناشئة على اكتساب القيمة الاقتصادية المضافة تخوفا من النتائج السلبية نظرا لكبر حجم التدفقات النقدية الخارجية وضآلة صافي الربح في بداية نشاطها.

- إن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الأداء في الأجل القصير كما أسلفنا إذ تقيس رأس المال على أساس التكلفة التاريخية للأصول المشتراة منذ سنوات طويلة وتعد تكلفة الشراء في هذه الحالة تكلفة غارقة وغير ملائمة لاتخاذ أي قرار.
- يتطلب الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة إجراء عدد كبير من التسويات الضرورية على صافي الدخل المحاسبي من العمليات التي تتجاوز 164 تعديلا وان بعض هذه التسويات قد يخضع للتقديرات الشخصية المتباينة أو قد يتم تكيفها لتنسجم مع أهداف معينة ولاشك أن ذلك سيقلل من مصداقيتها ويضعف فاعليتها.

يتبن مما سبق أن مسألة خلق وتحقيق القيمة لحملة الأسهم عبارة عن مفهوم أخذ يتمحور منذ عقود، وقد نال نصيبا وافرا من الاهتمام والاجتهاد في بلورته كمفهوم وهدف تسعى المؤسسات إلى تحقيقه، كما اثبت المفهوم انه الاقدر على ازالة التعارض بين مصالح الاطراف الرئيسية بالمنشأة كالملاك والمدراء وتحفيز كل المستويات لتحقيق القيمة لأصحاب الاسهم، ويعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من ابرز ادواته، اذ يعتبر مقياسا للربح الاقتصادي للمنشأة، حيث يعمل على قياس الربح الحقيقي بعد ادخال بعض التعديلات والتسويات (التي تؤدي إلى تشويه ربح المنشأة في نظر اصحاب المؤشر) على صافي الربح التشغيلي قبل الضرائب والفوائد ومن ثم خصم تكلفة التمويل الكلي (المملوك والمقترض)، مما اكسبه اهمية خاصة ومزايا عديدة نال بها افضلية على مؤشرات الأداء التقليدية، إلا انه يعاني من بعض السلبيات والانتقادات التي قد تضعف من فاعليته.

المبحث الثاني

كفاءة الأسواق المالية ومحددات أسعار الاسهم السوقية

3-2-1 تمهيد

3-2-2 الأسواق المالية وكفاءتها

3-2-2-1 مفهوم الأسواق المالية

3-2-2-2 مستويات الكفاءة السعرية

3-2-3 محددات أسعار الاسهم السوقية

3-2-3-1 خصائص وقيم الاسهم العادية

3-2-3-2 العوامل المؤثرة في أسعار الاسهم السوقية

المبحث الثاني

كفاءة الاسواق المالية ومحددات أسعار الاسهم السوقية

1-2-3 تمهيد

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تحقيق النمو الاقتصادي، ووجود أسواق ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، حيث أنها توفر السيولة في الاستثمارات الجديدة وتخفض من درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمارات وغيرها من المزايا، ولكي تستطيع الأسواق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، ومن أهم الأركان التي تركز على كفاءة السوق المالي وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق هذه المعلومات في الأوقات كلها وبأقل تكلفة ممكنة. (خليل، 2005)

وتتأثر القيمة السوقية للأسهم سلبا وإيجابا بالمعلومات والبيانات المتوفرة في السوق، ومن أهمها المعلومات والبيانات المحاسبية والاقتصادية، حيث تلعب هذه المعلومات دورا أساسيا في توجيه المستثمرين وتقويم اتجاهاتهم المستقبلية، فباستخدام المؤشرات المالية المستخلصة من القوائم المالية يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية كسواء أو بيع ما يملكونه من أسهم أو زيادة الاستثمار في وحدات اقتصادية أخرى. هذا فضلا عن المعلومات الاقتصادية السائدة كدرجة النمو الاقتصادي والمستوى العام للتضخم، والنتائج المحلي الإجمالي والتقلبات أو التذبذب في أسعار الصرف للعملة التي لها تأثير كبير على القرارات الاستثمارية، الأمر الذي من شأنه ان ينعكس على الاسعار الحالية للاسهم.

لذلك يتم في هذا المبحث تناول كل من الأسواق المالية وكفاءتها والاسهم العادية ومحدداتها، لفهم كيفية تأثير الأسعار السوقية للأسهم بالمعلومات الواردة عن الشركات محل التداول من خلال الأسواق المالية ودور مستويات الكفاءة في ذلك.

2-2-3 الأسواق المالية وكفاءتها

1-2-2-3 مفهوم الأسواق المالية

وهي السوق الذي تباع وتشتري فيه الأوراق المالية، ويجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة ويشار اليه بالسوق الكفو اذا كانت أسعار التبادل قريبة من القيمة الحقيقية (لهذه الأدوات)،

حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (الطلب والعرض) بهذه الأسعار (معروف، 2003) وتتمثل هذه الكفاءة في مجالين: (علوان، 2009)

الكفاءة الخارجية

ويقصد بها كفاءة التسعير، أي توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة.

إن كفاءة السوق المالي تمثل مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة لكافة المعلومات المتوافرة عنها، بمعنى انه في حال ظهور أي معلومة جديدة عن أية ورقة مالية يقوم المستثمرون بتحليل هذه المعلومة وعكس هذه المعلومة على سعر الورقة المالية إما بزيادة سعرها إذا كانت معلومة جيدة أو بهبوط سعرها إذ كانت المعلومة تعكس تراجعاً في أداء الشركة مصدرة الورقة المالية أو اقل اداءً من المتوقع.

الكفاءة الداخلية

ويقصد بها الكفاءة التشغيلية وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، وينتصف السوق بالكفاءة التشغيلية في حال تنفيذ العمليات بأقصى سرعة ممكنة وبدون تكبد المتعاملين فيه تكلفة مرتفعة، وكذلك دون أن يتاح للسماح تحقيق ربح غير مبرر.

3-2-2-2 مستويات الكفاءة السعرية:

يمكن التمييز بين المستويات الثلاث للكفاءة بما يلي: (زعرى، بدون تاريخ)

أولاً: الكفاءة عند المستوى الضعيف

يقترح هذا المستوى من الكفاءة أن أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات التاريخية وهي تلك المعلومات التاريخية التي تتعلق بأسعار الأسهم وأحجام التداول، والفحص المناسب ما إذا كان من الممكن تحديد أو حصر معلومة في الماضي والتي من الممكن أن تستخدم كأساس لوضع استراتيجية استثمارية تؤدي إلى تحقيق عائد غير مبرر من خلال تحليل تلك المعلومات، والأسلوب الأفضل هو الفحص الذي يساعد على تحليل مسلك ذات ثبات في أسعار الأسهم (استقرار معلومات الماضي لتحديد مسلكية للسهم لتحديد استراتيجية للشراء أو البيع).

ثانياً: الكفاءة عند المستوى شبه القوي

يقضي هذا المستوى من فاعلية السوق بأن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك المعلومات الحالية المتاحة، وبمعنى آخر أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وبدقة للمعلومات العامة عن الأسهم وهذه المعلومات تتضمن المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية مثل القوائم المالية والعوائد ومؤشرات الأداء والتقارير السنوية والربع سنوية وإعلانات توزيع الأرباح، وفي ظل هذه الكفاءة لا يستطيع المستثمر أن يتبع استراتيجية نتيجة لاستخدامه لتلك المعلومات للحصول على أرباح غير مبررة، فإذا تمكن من تحقيق أرباحاً غير مبررة فإن السوق يكون غير فعال على ذلك المستوى.

ثالثاً: الكفاءة عند المستوى القوي

يقضي هذا المستوى بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة المتاحة للجمهور إضافة لتلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة دون غيرها مثل إدارة الشركة والملاك الأساسيين وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها الخبرة والمهارة العالية وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته وفي ظل هذه الظروف من المستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير مبررة حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق.

وحول ما سبق يتضح ان المعلومات الواردة عن الشركات محل التداول ومنها مؤشرات الأداء المالية الناتجة عن عملية التحليل والتقييم قادرة على التأثير في أسعار الأسهم السوقية ووفقاً للمستوى الذي يعمل فيه السوق.

3-2-3 محددات أسعار الاسهم السوقية

3-2-3-1 مفهوم الأسهم العادية وخصائصها:

تشكل الأسهم رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وتكون رأس مال الشركات المساهمة، بحيث يمثل كل سهم حصة متساوية، وتمثل الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المساهمة وسيلة التمويل الرئيسية، لذا كان الاعتماد شبه رئيسي على هذا النوع من الأسهم للتمويل الدائم للشركات خصوصاً عند التأسيس، لأن هذا

النوع من الأسهم لا يحمل الشركة أي أعباء أو كلفة لا قبل لها باحتمالها، كما هي الحال بالنسبة للأسهم الممتازة. (المدهون وآخرون، 2006)

والسهم يعطي لحامله حق أو حصة في ملكية الشركة وهذه الحصة تتحدد بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها إلى عدد الأسهم المصدرة.

فالأسهم العادية عبارة عن " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (وهي قيمة الوجه)، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقنيات متباينة" (معروف، 2003)، وعرفها الحاج (2002) بأنها " عبارة عن حصص متساوية القيمة، تمثل رأس مال المشروع، لحاملها حقوق وعليه واجبات "، وعرفها موسى وآخرون (2012) بأنها " حصة معينة في ملكية شركة ما، يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة الشركة، ويحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم الشركة بتسديد التزاماتها اتجاه الغير".

مما سبق يتضح أهمية الأسهم العادية في المنشآت والوحدات الاقتصادية ذات المساهمة العامة، إذ تعتبر الأداة الأهم والمحورية في تكوين رؤوس أموالها.

☒ خصائص الأسهم العادية:

هناك العديد من الخصائص المتعلقة بالأسهم العادية ومنها: (خلف، 2006)

- حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وان هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.
- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب.
- يحق للمساهمين بيع جزء من أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية، غير أنهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها.
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية الهيئة العامة للمساهمين.
- تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية.
- تظهر قيمة الأسهم العادية في عدة صور، منها الدفترية والسوقية لاسمية.

☒ قيم الأسهم العادية:

تتغير قيمة السهم العادي تبعاً لظروف الشركة المالية والظروف الاقتصادية العامة، ويمكن للسهم أن يتقلب مع الزمن بين القيم التالية: (موسى وآخرون، 2012)

1- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يصدر فيها السهم عند تأسيس الشركة، وتكتب على وجه السهم، ويحدد هذه القيمة قانون الشركات في الدولة، ويجب أن تكون قيمة جميع الأسهم متساوية.

2- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم في السجلات المحاسبية للشركة، وتحسب القيمة الدفترية من المعادلة التالية

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم المصدرة.}$$

وتشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع، والاحتياطات والأرباح المحتجزة ومن الواضح أن القيمة الدفترية للسهم تتغير باستمرار وتعتمد على ربحية الشركة بشكل عام، أي أن القيمة الدفترية تتأثر بالظروف الداخلية للشركة أكثر من تأثرها بالظروف الخارجية.

3- القيمة التصفية: وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة المساهمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة.

4- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية (البورصة) وهذه القيمة كثيرة التذبذب إذا ما قورنت بالقيمة الاسمية والتي تظل ثابتة، وتتغير القيمة السوقية للسهم تبعاً للوضع المالي للشركة والظروف الاقتصادية وحجم العرض والطلب على ذلك السهم، وقد تزيد القيمة السوقية للسهم عن القيمة الاسمية عندها يحقق حامل السهم أرباحاً رأسمالية، وفي حال نقصان القيمة السوقية عن القيمة الاسمية فإن حامل السهم يحقق خسائر رأسمالية.

يتضح مما سبق أن القيمة المختلفة للأسهم العادية ذات طبيعة ثابتة إلى حد ما وغير متقلبة عدا القيمة السوقية، والتي تتميز بطبيعة متقلبة ومتذبذبة خلال اليوم متأثرة بمجموعة من العوامل والمحددات التي يعتبر من أبرزها النتائج المالية للشركات ومؤشرات الأداء التي تعكس نجاح وكفاءة الإدارة في استغلال وإدارة مواردها المختلفة، غير أن هناك العديد من العوامل الأخرى والتي قد يكون لها تأثير واضح في سلوك القيم السوقية لأسعار الأسهم.

2-3-3 العوامل المؤثرة في أسعار الاسهم السوقية:

تتأثر أسعار الاسهم بمجموعة من العوامل والمحددات التي تؤثر في قيمها السوقية وبشكل متفاوت، وقد حاول العديد من الباحثين والمهتمين تحديد هذه العوامل ومعرفة مدى قدرتها في التأثير على سعر السهم، ومن هذه العوامل ما يلي:

- التوقعات بخصوص مستقبل المنشأة ومدى قوة مركزها المالي: اذ تعتبر من أهم العوامل المحددة لسعر السهم، حيث انه كلما كانت الشركات تتمتع بمركز مالي قوي وقادرة على الاستمرار وتحقيق ارباح اكبر في المستقبل كلما انعكس ذلك على سعر السهم بالارتفاع، وعلى العكس من ذلك فكلما ضعف المركز المالي وضعفت قدرة الشركة على الاستمرار وتحقيق الارباح كلما انخفض سعر السهم في السوق. (خلف، 2006)
- الارباح المحققة: تعتبر ربحية المنشأة من المحددات الاساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحللون الماليون بشراء الاسهم التي يتوقع زيادة ارباحها كما انهم ينصحون ببيع الاسهم التي يتوقع اتجاه ارباحها للانخفاض، وعلى الرغم من ذلك قد يتضح في الاجل القصير عدم وجود ارتباط او علاقة مباشرة بين سعر السهم وربحية المنشأة، فقد تتجه الاسعار في اتجاه معاكس للربح او قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح، ويمكن تفسير ذلك من خلال نظرية الثقة، حيث يتضح ان سعر السهم يتوقع على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الاوراق المالية اكثر من الاعتماد على الربحية، أي ان درجة الثقة هي التي تدفع سعر السهم إلى الزيادة او الانخفاض. (حنفي، 2003)
- توزيع الارباح في نهاية كل سنة: يعتبر من ابرز الانباء السارة التي يهتم بها المستثمر هي الزيادة في الارباح النقدية الموزعة على السهم والعكس صحيح، وهناك دلائل تشير إلى انه كلما ارتفعت نسبة الارباح المدفوعة كلما ادى ذلك إلى زيادة العوائد المتوقعة من السهم، حيث انه اذا ما اعلنت الشركة عن نسب مرتفعة للأرباح النقدية الموزعة كلما اشار ذلك إلى توقعات مستقبلية عن قدرة الشركة على الحفاظ على هذه النسبة المرتفعة، مما يتبع ذلك زيادة في سعر السهم، وعلى العكس من ذلك فان العوائد المنخفضة ترتبط بنسب توزيع ارباح نقدية منخفضة. (المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2001)
- القيمة الدفترية للسهم: يتأثر سعر السهم في السوق بصورة كبيرة بالقيمة الدفترية له، حيث انه غالبا ما يكون هناك علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وسعر السهم في السوق، أي ان الزيادة في القيمة الدفترية للسهم تنعكس على زيادة سعره السوقي والعكس صحيح. (خلف، 2006)

• الاوضاع الاقتصادية العامة للبلد: تتقلب الاوضاع الاقتصادية للبلاد بين الانتعاش والانكماش، ففي حالة الانتعاش والذي يظهر اثره بوضوح في الناتج والدخل القومي المصاحب للنمو الاقتصادي تزداد الانشطة الاقتصادية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الاسهم، وبالتالي زيادة اسعارها السوقية. اما وقت الركود والانكماش الاقتصادي تنقلص النشاطات الاقتصادية، والتي تنعكس على انخفاض الطلب على الاسهم وبالتالي انخفاض اسعارها. (خلف، 2006)

• سعر الفائدة: ان الارتفاع في أسعار الفائدة من شأنه ان يخفض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، وبالتالي يؤدي إلى الانخفاض في الطلب إلى تخفيض حجم المبيعات والارباح، وفي جو يسوده التشاؤم تزداد المصاعب المالية التي تواجه المنشآت وخاصة في مجال التمويل، فمع استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة تزداد تكاليف الديون المترتبة على الشركات المقترضة، الأمر الذي يكون على حساب الارباح الموزعة لحاملي الاسهم، مما سيكون له اثره السلبي على رغبة المستثمرين في شراء الاسهم ومن ثم انخفاض اسعارها في السوق المالي. (حيدر، 2002)

يتضح مما سبق ان أسعار الاسهم في الاسواق المالية تتأثر بمجموعة من المحددات. منها ما هو داخلي وتحت سيطرة الشركة كقوة المركز المالي والارباح المحققة والتوزيعات النقدية والقيمة الدفترية للسهم، ومنها ما هو خارجي وهي التي لا تستطيع الشركة السيطرة عليه كأسعار الفائدة والايوضاع الاقتصادية الداخلية، والتي عادة ما يكون لها تأثيرات اخرى على أسعار الاسهم حسب طبيعتها وقوة اتجاهها.

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

4-1 تمهيد

4-2 بورصة فلسطين

4-2-1 نشأة وتطور بورصة فلسطين

4-2-1-1 رؤية البورصة

4-2-2 رسالة البورصة

4-2-3 الاهداف الرئيسية للبورصة

4-3 مجتمع الدراسة

4-4 متغيرات الدراسة

4-5 إجراءات ومنهجية الدراسة

4-6 البرامج الاحصائية المستخدمة في الدراسة

4-7 التحليل الاحصائي واختبار الفرضيات

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

1-4 تمهيد:

تلعب الاسواق المالية دوراً بارزاً وحيوياً في النظم الاقتصادية العالمية، حيث تعمل على تجميع المدخرات من صغار المستثمرين واعادة توجيهها وتوظيفها نحو الاستثمارات الكبيرة، مما يؤدي إلى زيادة الانتاج وتطور السلع والخدمات مما يترتب عليه تنمية اقتصادية.

ويعتبر سوق الاسهم احدى أهم مكونات الاسواق المالية، والتي يتم من خلالها الاتصال بين عرض وطلب راس المال طويل الاجل، ويحتل دوراً رائداً واستراتيجياً في عملية الاستثمار في الدول المتقدمة مما يحدث تنمية كبيرة في هذه الدول، (الفالوجي، 2007) ويمثل الاستثمار في الاسهم احد ابرز مجالات الاستثمار الجيدة التي تلقى قبولا متزايداً من جميع فئات المجتمع، لذلك فيه حاجة إلى الاهتمام المتزايد من قبل ادارتها وزيادة كفاءتها على مختلف الاصعدة، وتوفير الادوات المناسبة والقادرة على المفاضلة بين الاستثمارات المختلفة بشكل افضل، مما يعزز من دورها ويزيد من ثقة المستثمرين فيها ويخفض من حجم المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار.

2-4 بورصة فلسطين (موقع بورصة فلسطين، 2015)

1-2-4 نشأة وتطور بورصة فلسطين

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، وبدأت اول جلسات التداول في 18 شباط 1997. وفي مطلع شباط من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي ايلول 2010 اطلقت السوق هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها.

تعمل البورصة تحت اشراف هيئة سوق راس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الاوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الاوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والانظمة الحديثة التي توفر اسس الحماية والتداول الآمن.

في العام 2009 وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين حصلت البورصة على المركز (33) عالمياً، والمركز الثاني بين الاسواق العربية.

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة عدد (49) شركة كما بتاريخ 2015/11/30 بقيمة سوقية تجاوزت 3,258 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، التأمين، الاستثمار، الصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الاوراق المالية الاعضاء بالبورصة إلى (8) شركات.

وتتمثل القيم والمبادئ الاساسية للبورصة في الحوكمة الرشيدة، وتحقيق العدالة، والشفافية، والكفاءة، وتوفير الفرص المتساوية لكافة المستثمرين.

4-2-2 رؤية البورصة

بورصة وطنية نموذجية بتوجهات عالمية

4-2-3 رسالة البورصة

وضع فلسطين على خارطة الاستثمار العالمي من خلال توفير بيئة استثمار تتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة، وتتسق مع افضل الممارسات العالمية.

4-2-4 الاهداف الرئيسية للبورصة

- توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والاقليمية والدولية.
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطينيي الشتات ورأس المال الاجنبي.
- زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وادوات مالية جديدة ومنتوعة.
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الاسواق المالية.

4-3 مجتمع الدراسة:

مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات التي يتم تداول اسهمها في بورصة فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2014، والبالغ عددها (49) شركة، موزعة على خمسة قطاعات مختلفة هي

- قطاع الصناعة (12) شركة

- قطاع الاستثمار (8) شركات
- قطاع الخدمات (13) شركة
- قطاع التأمين (7) شركات
- قطاع البنوك (7) شركات

اما عينة الدراسة فتتكون من (21) شركة موزعة على مختلف القطاعات التي ينطبق عليها الشرط الحكمي (وهو تداول اسهم الشركة بشكل منتظم خلال جميع اشهر سنوات الدراسة)، كما تم استثناء قطاع البنوك لان طبيعة موارده المالية تختلف بشكل كبير عن الموارد المالية لباقي القطاعات الاخرى، على اعتبار ان الجزء الاكبر من موارد البنوك تتمركز في الودائع التي تشكل اضعاف الموارد المتأتية من الاسهم، وهذا ما اخذت به دراسة كل من قدومي واخرون (2012) ودراسة الشيخ (2012) ودراسة Paravaei & Farhadi (2013).

جدول (1-4) مجتمع الدراسة وعينته

الرقم	اسم القطاع	مجتمع الدراسة	عينة الدراسة
1	قطاع الصناعة	12	9
2	قطاع الاستثمار	8	6
3	قطاع الخدمات	13	3
4	قطاع التأمين	7	3
5	قطاع البنوك	9	-
	الاجمالي	49	21

وفيما يلي اسماء الشركات التي شملتها الدراسة:

جدول (2-4) الشركات عينة الدراسة

رمز الشركة	اسم الشركة	القطاع	م.
APC	العربية لصناعة الدهانات	الصناعة	1
AZIZA	دواجن فلسطين	الصناعة	2
BPC	بيزيت للأدوية	الصناعة	3
GMC	مطاحن القمح الذهبي	الصناعة	4
JCC	سجائر القدس	الصناعة	5
JPH	القدس للمستحضرات الطبية	الصناعة	6
LADAEN	فلسطين لصناعة اللدائن	الصناعة	7
NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	الصناعة	8
VOIC	مصانع الزيوت النباتية	الصناعة	9
ARAB	المستثمرون العرب	الاستثمار	10
PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	الاستثمار	11
PID	الفلسطينية للاستثمار والائماء	الاستثمار	12
PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	الاستثمار	13
PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	الاستثمار	14
UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار	الاستثمار	15
NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	الخدمات	16
PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	الخدمات	17
WASSEL	الفلسطينية للتوزيع الخدمات اللوجستية	الخدمات	18
AIG	المجموعة الاهلية للتأمين	التأمين	19
NIC	التأمين الوطنية	التأمين	20
TRUST	ترست العالمية للتأمين	التأمين	21

مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة من خلال:

- التقارير السنوية المنشورة للوحدات الاقتصادية محل الدراسة

- الموقع الالكتروني الرسمي للبورصة الفلسطينية
- الموقع الالكتروني الرسمي لسلطة النقد
- الكتب والمجلات والابحاث ذات العلاقة.

4-4 متغيرات الدراسة:

يتم احتساب متغيرات الدراسة المستقلة للسنوات المالية من خلال التالي:

1- ربحية السهم الواحد (EPS)

$$EPS = \text{الربح بعد الضريبة} / \text{عدد الاسهم العادية}$$

2- العائد على الاصول (ROA)

$$ROA = \text{الربح بعد الضريبة} / \text{اجمالي الاصول}$$

3- العائد على حقوق الملكية (ROE)

$$ROE = \text{الربح بعد الضريبة} / \text{حقوق الملكية}$$

4- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

EVA = صافي الربح من العمليات قبل الفوائد وبعد الضريبة - رأس المال المستثمر * التكلفة المرجحة لرأس المال.

$$EVA = NOPAT - IC * WACC$$

حيث ان:

IC: اجمالي رأس المال المستثمر (المملوك والمقترض)

NOPAT: $EBIT * (1-T)$

WACC: وهي التكلفة المرجحة لرأس المال والتي يتم احتسابها من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = K_e * W_{equity} + K_d * W_{debt}$$

حيث ان:

K_e: معدل تكلفة الاسهم

W_{equity}: الوزن النسبي للاسهم في هيكل التمويل

K_d: معدل تكلفة الديون

W_{debt}: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل

ولحساب معدل تكلفة الاسهم (K_e) تم الاعتماد على نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM من خلال المعادلة التالية: (Ehrhardt & Prigham, 2011)

$$K_e = R_{fr} + b (K_m - R_{fr})$$

حيث ان:

K_m : متوسط عائد بورصة فلسطين للأوراق المالية

b : معامل الانحدار بين العوائد الشهرية للسهم والعوائد الشهرية للبورصة، وذلك من خلال استخدام دالة slop بين العائدين في برنامج الإكسل. (المهتدي، 2014) و (القُدومي وآخرون، 2013)

R_{fr} : معدل الفائدة على اذونات الخزينة (الفائدة الخالية من المخاطر) وقد تم احتسابه بالاعتماد على معدل الفائدة على الودائع المستخدم في البنوك الفلسطينية وفقاً لنشرة سلطة النقد الفلسطينية المتعلقة بالمتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع وذلك بسبب غياب البيانات المتعلقة بعائد اذونات الخزينة في البيئة الفلسطينية، كبديل عن شراء اذونات الخزينة يلجأ اليه المستثمرون عند استثمار اموالهم.

4-5 إجراءات ومنهجية الدراسة:

تعتمد منهجية الدراسة على الأساليب القياسية المستخدمة في عملية تقدير النموذج المقترح لاختبار قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية المتمثلة في العائد على الاصول، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد وذلك لتفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم، حيث تم الاستعانة بأساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يعرف بـ (بانل داتا) (Panel Data)، من خلال تقدير النماذج المتجمعة (Pooled Model) ونماذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)، ونماذج التأثيرات العشوائية (Random Effects).

بيانات الدراسة:

تستخدم هذه الدراسة البيانات الزمنية المقطعية المعروفة بنماذج (Panel Data)، وهي مزيج من بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، حيث يتم فيها جمع بيانات ظاهرة معينة لمجموعة من الشركات لمدة فترة زمنية معينة (خمس سنوات)، وتكتسب هذه النماذج أهميتها نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن أو أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، على حد

سواء، ويتفوق تحليل Panel Data على تحليل البيانات الزمنية أو البيانات المقطعية منفردة بالعديد من الإيجابيات يمكن إجمالها بالتالي:(عبد الرؤوف وشريف، 2014)

1. القدرة على التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات الزمنية أو المقطعية، ويؤدي إلى نتائج متحيزة.
2. تتضمن بيانات (البائل) محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في البيانات المقطعية أو الزمنية، مما يعني الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى. كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات البائل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكفاءة أفضل.
3. تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي عادة إلى تقديرات متحيزة في الانحدارات المفردة.
4. كذلك تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ والخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية. حيث يضع نموذج (البائل) في الاعتبار الاختلافات أو الآثار الفردية الخاصة بكل شركة أو بعد مقطعي. ولكنها تكون ثابتة في الأجل القصير أو على الأقل خلال فترة الدراسة. كما يمكن الأخذ بالحسبان الآثار الزمنية المشتركة بين الشركات والتي تتغير عبر الزمن.

لذلك جمع الباحث متغيرات الدراسة عن (21) شركة وهي البعد المقطعي لسلسلة زمنية من عام (2010-2014) وهي البعد الزمني.

النماذج المستخدمة:

تستخدم العديد من الدراسات الاقتصادية المناهج البحثية الحديثة التي تعتمد على الأساليب الكمية المتطورة وذلك بغرض الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العالية، ومن بين الأساليب الإحصائية المستخدمة اقتصادياً بشكل واسع أساليب تحليل الانحدار لقياس العلاقة والتأثير بين المتغيرات الاقتصادية، ولكن لكل نوع من البيانات الأساليب الخاصة التي تناسبها وربما يكون هناك أكثر من أسلوب إحصائي لتقدير نموذج اقتصادي أو قياس علاقة اقتصادية بين بعض المتغيرات، ولكن يجب اختيار الأسلوب الأكثر ملاءمة ودقة لوصف وتحليل البيانات المطلوبة.

هذا و لقياس العلاقة والتأثير بين متغيرات الدراسة تم اتباع أساليب التقدير الخاصة بنماذج (البائل) والتي تتمثل فيما يلي: (الجمال، 2012)

النموذج التجميعي: Pooled Model

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات (البائل) حيث تكون فيه معاملات الانحدار المقدرّة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج، وتصاغ معادلة الانحدار للنموذج التجميعي على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث ان:

y_{it} : المتغير التابع

i : تمثل الشركة

t : يمثل الفترة الزمنية.

α : تمثل المقطع الثابت.

β : معامل الانحدار.

ε : الخطأ المعياري

ويفترض في هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الشركات موضوع الدراسة، بالإضافة لأن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب ان تساوي الصفر، إلى جانب عدم الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي بمعنى ان التباين يجب ان يساوي صفر، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى (OLS) في تقدير معاملات هذا النموذج.

نموذج التأثيرات الثابتة: Fixed Effects

يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل شركة) على حدة، وذلك بجعل معلمة الحد الثابت في النموذج تختلف من شركة لأخرى مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة ثابتة لكل شركة، ويرجع السبب في إدخال الأثر الثابت للشركات في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملحوظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن حيث يفترض عدم حدوث تغير في هذه المتغيرات على الأقل خلال الفترة الزمنية للدراسة، وتتمثل الآثار الثابتة في كافة العوامل الثابتة غير الملحوظة والتي تختلف من شركة إلى

أخرى في شركات العينة محل الدراسة، ومن ثم فإن النموذج يعكس الفروق أو الاختلافات بين الشركات المكونة لعينة الدراسة ويصاغ نموذج التأثيرات الثابتة على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \sum_{i=1}^n \alpha_i D_i + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

D_i متغير وهمي للشركة i يأخذ القيمة 1 إذا كان المراد معرفة الحد الثابت للشركة المقصودة والقيمة صفر إذا كان المراد معرفة قيمة الحد الثابت لشركة أخرى، مع ملاحظة أن حد الخطأ العشوائي يجب أن يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

نموذج التأثيرات العشوائية: Random Effects

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائماً للتقدير في حالة وجود اختراق في شروط نموذج التأثيرات الثابتة السابق ذكرها، وتقوم فكرة نموذج التأثيرات العشوائية على معاملة الحد الثابت في النموذج كمتغير عشوائي بمعدل مقداره μ بمعنى أن:

$$\alpha_i = \mu + V_i$$

V_i : يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية للشركة i

μ : يمثل المتغير العشوائي.

وبالتعويض عند الحد الثابت في النموذج التجميعي العام، نتوصل للشكل التالي للمعادلة:

$$y_{it} = \mu + V_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$w_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$$

ومن خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن النموذج يحتوي على مركبتين للخطأ العشوائي هما V_i , ε_{it} حيث w_{it} الخطأ المركب والتي تساوي حاصل جمع مكونات الخطأ العشوائي، لذلك يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) ولهذا النموذج خواص رياضية تتمثل في مساواة متوسطات مكونات الخطأ للصفر، وثبات تبايناتها ولتقدير نموذج التأثيرات العشوائية يستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Square -GLS) حيث ان طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) تفشل في تقدير معاملات النموذج وتعطي مقدرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة.

3-3 أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data

من خلال العرض المنهجي السابقة لنماذج Panel Data ، تبين لنا وجود ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها تدرج تحت منهجية تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وبناءً عليه يتم في هذه الدراسة تقدير النماذج الثلاثة مع مراعاة تحديد النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة. ولتحديد النموذج الأكثر ملاءمة تجرى اختبارات إحصائية تشخيصية على مرحلتين،:

المرحلة الأولى: تتمثل في التفضيل بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، فإذا أشارت النتائج لأفضلية وملاءمة النموذج التجميعي للبيانات نتوقف عند هذه المرحلة ونعتبر النموذج التجميعي هو الأكثر ملاءمة، بينما إذا أشارت النتائج لأفضلية وملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة على النموذج التجميعي، ننتقل للمرحلة الثانية وهي التفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. ويتم تطبيق المرحلة الأولى من التقييم بين النماذج باستخدام اختبار (F) المقيد الذي يأخذ الصيغة الرياضية الموضحة فيما يلي:

$$F = \frac{(SSR_{Pooled} - SSR_{ISDV}) / (n - 1)}{SSR_{ISDV} / (nT - n - k)} \approx F_{(n-1, n(t-1)-k)}$$

حيث أن:

K عدد المعلمات المقدر

SSR_{Pooled} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج الانحدار التجميعي

SSR_{ISDV} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

ويتم الحكم على نتيجة الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار (P_value) فإذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 يكون النموذج التجميعي هو الأكثر ملاءمة للبيانات، بينما إذا كانت

القيمة الاحتمالية أقل أو تساوي 0.05 فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة. كذلك يتم تطبيق المرحلة الثانية للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار (Hausman) والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تفترض ملاءمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة، وتكون صيغة الاختبار على النحو الآتي:

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})' [Var(\hat{\beta}_{FE}) - Var(\hat{\beta}_{RE})]^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})$$

حيث ان:

$Var(\hat{\beta}_{FE})$: هو التباين لمعاملات نموذج التأثيرات الثابتة.

$Var(\hat{\beta}_{RE})$: متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات العشوائية.

حيث تقترب دالة (Hausman) من توزيع مربع كاي بدرجات حرية مقدارها (K) ويكون نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملاءمة من نموذج التأثيرات العشوائية إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي 0.05 بينما إذا كانت أكبر من 0.05 فإن نموذج التأثيرات العشوائية سيكون هو الأكثر ملاءمة.

4-6 البرامج الاحصائية المستخدمة في الدراسة.

اعتمدت الدراسة بشكل اساسي على استخدام برنامج التحليل الاحصائي القياسي (Eviews) لتطبيق كافة الاساليب الاحصائية والقياسية التي تم ذكرها، وكذلك تقدير النماذج القياسية بصيغتها النهائية .

4-7 التحليل الاحصائي واختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار **Panel Data** بأنواعها الثلاثة لمتغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على متغير متوسط القيم السوقية لأسعار الاسهم وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4-3) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-3) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
constant	1.695	0.147	11.48	0.000
EVA	0.041	0.007	5.643	0.000
R = 0.485 - R-Square = 0.236				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4-4) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-4) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية		
Constant	5.212	0.287	18.14	0.000		
EVA	0.053	0.013	4.076	0.000		
التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)						
D7	D6	D5	D4	D3	D2	D1
-3.748	-4.204	-5.373	-4.305	-2.601	-1.750	-5.023
D14	D13	D12	D11	D10	D9	D8
-2.624	-2.422	-4.287	-4.370	-4.008	-4.707	-4.422
D21	D20	D19	D18	D17	D16	D15
-4.371	-4.494	-4.809	-1.743	-3.850	-4.428	-2.120
R = 0.945 - R-Square = 0.894						

3. نموذج التأثيرات العشوائية

النتائج الموضحة في الجدول (4-5) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-5) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
Constant	1.683	0.316	5.322	0.000
EVA	0.044	0.014	3.031	0.000
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.839	التأثيرات العشوائية المقطعية	
Idiosyncratic random		0.160	التأثيرات العشوائية غير المحددة	
R = 0.286 - R-Square = 0.082				

4. اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة:

جرت العادة الاعتماد على معامل التحديد كمؤشر رئيسي للمقارنة بين عدة نماذج قياسية من ناحية ملاءمة البيانات التي تجرى عليها الدراسة، إلا أنه في نماذج **Panel Data** لا يمكن الاعتماد على معامل التحديد في اختيار نموذج البيانات الملائم وذلك لأن معامل التحديد يعتمد على مؤشرات مختلفة في حسابه من نموذج لآخر

لذا يتم الاعتماد على قيمة اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، واختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ويوضح الجدول (4-6) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملاءمة.

الجدول (4-6) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	30.642	0.000
اختبار Hausman	6.421	0.021

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة أكثر ملاءمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن الاختبار غير دال إحصائياً عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.021) وبذلك هذا على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملاءمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (4-6) يتبين أن النموذج الأكثر ملاءمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4-4) حيث بلغ معامل الارتباط (R) = 0,945 مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية لأسعار الاسهم، وحيث أن القيمة الاحتمالية P-Value = 0,000 وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 فإن هذه العلاقة تكون دالة إحصائياً، وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، أما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R^2) والذي

يقيس القدرة التفسيرية للعلاقة المذكورة فقد بلغت 89.4% ويعني ذلك أن مؤشر القيمة المضافة يفسر ما نسبته 89.4% من التغير الحاصل في متوسط القيمة السوقية لأسعار اسهم الشركات محل الدراسة.

وبذلك تتفق هذه الدراسة مع دراسة كل من مهدي (2014) والشيخ (2012) وعلي (2007) و Paravaie & Farhadi (2013) و Ismail (2013) والذين توصلوا إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين أسعار الاسهم السوقية ومؤشر EVA وارتفاع القدرة التفسيرية لهذا النموذج، غير انها اختلفت مع دراسة كل من قديمي وآخرون (2012) والشراوي (2006) ونور والسبتي (2003) و Ray (2014) ويعزو الباحث ذلك إلى اختلاق البيئة المطبقة فيها الدراسة.

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر العائد على الاصول (ROA) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار **Panel Data** بأنواعها الثلاثة لمتغير مؤشر العائد على الاصول (ROA) على متغير متوسط القيم السوقية لأسعار الاسهم وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في **الجدول (4-7)** تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على الاصول (ROA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-7) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
Constant	1.414	0.136	10.37	0.000
ROA	13.689	1.561	8.76	0.000
R = 0.653 - R-Square = 0.427				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4-8) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على الأصول (ROA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم.

الجدول (4-8) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t- Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية		
Constant	4.690	0.419	11.17	0.000		
ROA	3.512	1.654	2.12	0.036		
(Fixed Effects) التأثيرات الثابتة						
D7	D6	D5	D4	D3	D2	D1
-3.292	-3.769	-3.651	-3.788	-2.071	-1.194	-4.526
D14	D13	D12	D11	D10	D9	D8
-2.221	-2.397	-3.508	-0.262	-3.643	-4.203	-4.090
D21	D20	D19	D18	D17	D16	D15
-0.262	-4.077	-3.819	-1.288	-3.338	-3.999	-1.710
R = 0.947 - R-Square = 0.897						

3. نموذج التأثيرات العشوائية

النتائج الموضحة في الجدول (4-9) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على الأصول (ROA) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-9) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t- Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
Constant	1.723	0.246	6.989	0.000
ROA	5.900	1.491	3.956	0.000
(Random Effects) التأثيرات العشوائية				
Cross-section random		0.765	التأثيرات العشوائية المقطعية	
Idiosyncratic random		0.234	التأثيرات العشوائية غير المحددة	
R = 0.347 - R-Square = 0.121				

4. اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (4-10) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملاءمة.

الجدول (4-10) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	95.54	0.000
اختبار Hausman	5.54	0.036

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة كان أكثر ملاءمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن الاختبار غير دال إحصائياً عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.036) ويدل هذا على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على الأصول (ROA) ومتغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملاءمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (4-10) يتبين ان النموذج الاكثر ملاءمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (8-4) حيث بلغ معامل الارتباط (R) = 0,947 مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين معدل العائد على الاصول (ROA) والقيمة السوقية لأسعار الاسهم، وحيث ان القيمة الاحتمالية P-Value = 0,037 وهي اقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 فان هذه العلاقة تكون دالة احصائياً، وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، اما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R²) والذي يقيس القدرة التفسيرية للعلاقة المذكورة فقد بلغت 89.7% ويعني ذلك أن معدل العائد على الاصول يفسر ما نسبته 89.7% من التغير الحاصل في متوسط القيمة السوقية لأسعار اسهم الشركات محل الدراسة.

وبذلك تتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من الشيخ (2012) ومهتدي (2014) ومليجي (2007) وقدمي واخرون (2012) و Chmelkova (2011) الذين توصلوا إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين أسعار الاسهم السوقية وبين مؤشر العائد على الاصول وارتفاع القدرة التفسيرية

لهذا النموذج، ويعزو الباحث ذلك إلى شيوع هذا المؤشر بين المحللين والمدراء الماليين والمستثمرين في تقييم الأداء مما ينعكس على الطلب وبالتالي على أسعار الاسهم.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار **Panel Data** بأنواعها الثلاثة لمتغير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) على متغير متوسط القيم السوقية لأسعار الاسهم وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4-11) عبارة عن نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-11) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t- Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
constant	1.596	0.146	10.84	0.000
ROE	6.545	1.026	6.37	0.000
R = 0.531 - R-Square = 0.282				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4-12) يوضح نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم.

الجدول (4-12) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية		
Constant	5.218	0.317	16.45	0.000		
ROE	0.775	0.079	9.81	0.000		
التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)						
D7	D6	D5	D4	D3	D2	D1
-3.680	-4.227	-4.097	-4.317	-2.567	-1.659	-5.047
D14	D13	D12	D11	D10	D9	D8
-2.592	-2.574	-4.130	-0.073	-4.063	-4.686	-4.564
D21	D20	D19	D18	D17	D16	D15
-4.130	-4.520	-4.692	-1.730	-3.857	-4.434	-2.028
R-Square = 0.944 - R-Square = 0.892						

3. نموذج التأثيرات العشوائية

النتائج الموضحة في الجدول (4-13) يوضح نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-13) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
Constant	1.870	0.269	6.937	0.000
ROE	1.579	0.751	2.101	0.038
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.796	التأثيرات العشوائية المقطعية	
Idiosyncratic random		0.203	التأثيرات العشوائية غير المحددة	
R = 0.192 - R-Square = 0.037				

4. اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (4-14) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملاءمة.

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	40.21	0.000
اختبار Hausman	7.05	0.001

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة أكثر ملاءمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن الاختبار غير دال إحصائياً عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.001) وبذلك هذا على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة العلاقة بين متغير مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملاءمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختبار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (4-14) يتبين ان النموذج الاكثر ملاءمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4-12) حيث بلغ معامل الارتباط (R) = 0,944 مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) والقيمة السوقية لأسعار الاسهم، وحيث ان القيمة الاحتمالية P-Value = 0,000 وهي اقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 فان هذه العلاقة تكون دالة احصائياً، وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، اما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R²) والذي يقيس القدرة التفسيرية للعلاقة المذكورة فقد بلغت 89.2% ويعني ذلك أن معدل العائد على حقوق الملكية يفسر ما نسبته 89.2% من التغير الحاصل في متوسط القيمة السوقية لأسعار اسهم الشركات محل الدراسة.

وبذلك تتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من مليجي (2001) والباز وعلي (2014) وقدمي واخرون (2012) في ان هناك علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين أسعار الاسهم السوقية وبين مؤشر العائد على حقوق الملكية وانه قادر على تفسير التغيرات فيها.

الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار **Panel Data** بأنواعها الثلاثة لمتغير مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) على متغير متوسط القيم السوقية لأسعار الاسهم وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4-15) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-15) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
constant	1.055	0.106	9.91	0.000
EPS	5.846	0.382	15.30	0.000
R = 0.833 - R-Square = 0.694				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4-16) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-16) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية		
Constant	4.156	0.387	10.73	0.000		
EPS	1.999	0.486	4.11	0.000		
التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)						
D7	D6	D5	D4	D3	D2	D1
-2.834	-3.178	-3.199	-3.257	-1.864	-1.204	-3.984
D14	D13	D12	D11	D10	D9	D8
-1.785	-2.133	-2.933	-0.037	-3.181	-3.662	-3.540
D21	D20	D19	D18	D17	D16	D15
-0.037	-3.512	-3.639	-0.984	-2.865	-3.425	-1.433
R = 0.953 - R-Square = 0.909						

3. نموذج التأثيرات العشوائية

النتائج الموضحة في الجدول (4-17) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (17- 4) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t- Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
Constant	1.374	0.145	9.423	0.000
EPS	3.780	0.389	9.703	0.000
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.505	التأثيرات العشوائية المقطعية	
Idiosyncratic random		0.494	التأثيرات العشوائية غير المحددة	
R = 0.634 - R-Square = 0.402				

4. اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (18-4) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملاءمة.

الجدول (18-4) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	36.52	0.000
اختبار Hausman	4.21	0.042

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات أكثر ملاءمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن الاختبار غير دال إحصائياً عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.042) ويدل هذا على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة العلاقة بين متغير مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم.

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملاءمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (18-4) يتبين ان النموذج الاكثر ملاءمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (16-4) حيث بلغ معامل الارتباط (R) = 0,953 مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) والقيمة السوقية لأسعار الاسهم، وحيث ان القيمة الاحتمالية P-Value = 0,000 وهي

أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 فان هذه العلاقة تكون دالة احصائياً، وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، اما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R^2) والذي يقيس القدرة التفسيرية للعلاقة المذكورة فقد بلغت 90,9% ويعني ذلك أن مؤشر ربحية السهم الواحد يفسر ما نسبته 90,9% من التغير الحاصل في متوسط القيمة السوقية لأسعار اسهم الشركات محل الدراسة.

وبذلك تتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من الشيخ (2012) وقدمي واخرون (2012) و Maditions (2006) في وجود علاقة قوية وذات دلالة احصائية بين مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) مع أسعار الاسهم السوقية وارتفاع القدرة التفسيرية لهذا النموذج، غير انها اختلفت مع دراسة مهدي (2014) ويعزو الباحث ذلك بسبب اختلاف طبيعة الهيكل التمويلي للمؤسسة محل الدراسة

الفرضية الخامسة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين مؤشرات الأداء التقليدية وبين القيم السوقية لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار **Panel Data** بأنواعها الثلاثة لمتغيرات مؤشرات الأداء التقليدية على متغير متوسط القيم السوقية لأسعار الاسهم وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. **النموذج التجميعي:**

النتائج الموضحة في **الجدول (4-19)** تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغيرات مؤشرات الأداء التقليدية ومتغير القيم السوقية لأسعار الاسهم

الجدول (4-19) نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t- Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
constant	0.995	0.099	9.94	0.000
ROA	8.325	2.815	2.95	0.000
ROE	6.476	1.516	4.27	0.000
EPS	6.414	0.600	10.67	0.000
R = 0.860 – R-Square = 0.741				

2. **نموذج التأثيرات الثابتة:**

النتائج الموضحة في الجدول (4-20) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغيرات مؤشرات الأداء التقليدية ومتغير القيم السوقية لأسعار الاسهم.

الجدول (4-20) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية		
Constant	3.389	0.493	6.872	0.000		
ROA	7.607	3.381	2.249	0.027		
ROE	-4.474	1.577	-2.836	0.000		
EPS	2.355	0.591	3.983	0.000		
التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)						
D7	D6	D5	D4	D3	D2	D1
-2.210	-2.494	-2.502	-2.488	-1.039	-0.226	-2.991
D14	D13	D12	D11	D10	D9	D8
-1.151	-1.627	-2.579	-0.287	-2.477	-2.940	-2.838
D21	D20	D19	D18	D17	D16	D15
-2.850	-2.841	-2.640	-0.332	-2.089	-2.759	-0.930
R = 0.957 - R-Square = 0.917						

3. نموذج التأثيرات العشوائية

النتائج الموضحة في الجدول (4-21) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغيرات مؤشرات الأداء التقليدية ومتغير القيم السوقية لأسعار الاسهم.

الجدول (4-21) نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

Variables المتغيرات	Coefficient المعاملات	Std Error الخطأ المعياري	t-Statistic القيمة الاحصائية المحسوبة	P-value القيمة الاحتمالية
Constant	1.241	0.132	9.379	0.000
ROA	10.894	2.662	4.092	0.000
ROE	-6.207	1.329	-4.669	0.000
EPS	4.065	0.517	7.863	0.000
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random	0.453	التأثيرات العشوائية المقطعية		
Idiosyncratic random	0.546	التأثيرات العشوائية غير المحددة		
R = 0.714 - R-Square = 0.510				

4. اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (4-22) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملاءمة.

الجدول (4-22) نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	36.52	0.000
اختبار Hausman	8.95	0.000

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملاءمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن الاختبار غير دال إحصائياً عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) ويدل هذا على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة العلاقة بين متغيرات الأداء التقليدية و متغير القيم السوقية لأسعار الاسهم.

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملاءمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (4-22) يتبين ان النموذج الاكثر ملاءمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4-20) حيث بلغ معامل الارتباط (R) = 0,957 مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين مؤشرات الأداء التقليدية (ROA, ROE, EPS) ومجموعة وبين القيمة السوقية لأسعار الاسهم، وحيث ان القيمة الاحتمالية P-Value = 0,027 و 0,00 و 0,000 على التوالي وهي اقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 فان هذه العلاقة تكون دالة احصائياً، وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، اما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R^2) والذي يقيس القدرة التفسيرية للعلاقة المذكورة فقد بلغت 91,7% ويعني ذلك أن مؤشرات الأداء التقليدية لمجموعة تفسر ما نسبته 91,7% من التغير الحاصل في متوسط القيمة السوقية لأسعار اسهم الشركات محل الدراسة.

وبذلك تتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من مهدي (2014) والمليجي (2006) وقدمي وآخرون (2012) والشرقاوي (2006) والنور والسبتي (2003) وماتاه (2011) وإسماعيل (2013) في وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشرات الأداء التقليدية ومجموعة وبين أسعار

الاسهم السوقية وانها قادرة على تفسير التغيرات فيها، غير انها اختلفت مع دراسة Paravalié & Farhadi (2013) ويعزو الباحث ذلك لاختلاف المؤشرات التقليدية التي اعتمدت عليها تلك الدراسة مع مؤشرات الأداء التقليدية التي تم اعتمادها في الدراسة الحالية، بالإضافة لاختلاف البيئة التي تم تطبيق الدراسة فيها.

وحول نتائج الفرضيات السابقة يتبين ما يلي:

- هناك تقارب واضح بين نتائج مؤشرات الأداء التقليدية واسعار الاسهم السوقية، ويعزو الباحث ذلك إلى ان اغلب الشركات في عينة الدراسة تتراوح نسبة حقوق الملكية في هيكلها التمويلي من (93% إلى 100%).

-تتفوق مؤشرات الأداء المالية التقليدية (ROA, ROE, EPS) مجتمعة على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في ارتباطها وعلاقتها بأسعار الاسهم السوقية وفي قدرتها على تفسير التغيرات فيها، ويعزو الباحث ذلك إلى ان غالبية المستثمرين في السوق المالي الفلسطيني هم من المستثمرين العرب وهم عادة يفضلون (وكما تشير دراسات سابقة في نفس المجال) الاعتماد على مؤشرات الأداء التقليدية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ويعتبرونها المصدر الاساسي التي تساعدهم في الحكم على اداء الشركات، خاصة ان بورصة فلسطين تلزم الشركات المدرجة فيها بالإفصاح عن مؤشرات الأداء التقليدية مثل (ROA, ROE, EPS) مما يجعل المستثمر يعتمد عليها عند تقييم اداء الشركات واستخدامها للمقارنة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، لذلك فان تبني السوق المالي لمؤشر EVA جنبا إلى جنب مع المؤشرات التقليدية سوف يتيح المجال للمستثمرين للاطلاع عن كثب على الاوضاع المالية والاقتصادية للشركات، وبالتالي يكون مفيدا للمستثمرين بشكل اشمل واوسع ويقود إلى اظهار تأثير اكبر لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على أسعار الاسهم السوقية.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

5-1 النتائج

5-2 التوصيات

1-5 النتائج:

في ضوء التحليلات النظرية والعملية الواردة في هذه الدراسة، نورد فيما يلي أهم النتائج التي اسفرت عنها:

- يعتبر الاداء المالي للمؤسسات في البيئة الفلسطينية من ابرز محددات اسعار الاسهم السوقية في بورصة فلسطين، وهو ما ينعكس في مدى تأثير مؤشرات الاداء في اسعار الاسهم.
- يمكن القول ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هو الاقدر على اظهار قدرة المنشأة وادارتها على تحقيق وتعظيم القيمة للمساهمين، كما ويمكن من خلاله تجاوز التعارض بين الاطراف الرئيسية المختلفة بالمنشأة كالملاك والمدراء والعاملين خاصة في مجال الحوافز والمكافئات.
- يتميز مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات الاداء التقليدية بانه اكثر شمولية لمتغيرات هامة تعكس مدى جودة الاداء وانه يحد من القدرة على التلاعب بالارباح.
- ترتبط أسعار الاسهم السوقية بعلاقة قوية مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وهو بذلك يتميز بقدرة عالية على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسعار الاسهم وذلك بشكل اقوى من مؤشر الأداء التقليدي العائد على حقوق الملكية (ROE).
- ترتبط أسعار الاسهم السوقية ايضا بعلاقة قوية مع مؤشري الأداء التقليديين العائد على الاصول (ROA) وربحية السهم الواحد (EPS) وهما قادران على تفسير التغيرات الحاصلة فيها، حيث يتفوق المؤشران المذكوران على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغيرات الحاصلة في أسعار الاسهم السوقية.

- يعتبر مؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) افضل مؤشرات الأداء من حيث القدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيم السوقية لأسعار الاسهم.
- تتمتع مؤشرات الأداء التقليدية (EPS, ROE, ROA) مجتمعة بعلاقة قوية مع أسعار الاسهم السوقية ولها قدرة تفسيرية عالية للتغيرات الحاصلة فيها وبشكل افضل مما لو كانت منفردة، وكذلك تتفوق على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير تلك التغيرات.
- يعتمد المستثمرين في بورصة فلسطين بشكل قوي على مؤشرات الاداء عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية سواء بيعاً او شراءً.

2-5 التوصيات:

بناءً على النتائج السابقة فيما يلي أهم التوصيات:

- ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من قبل البورصة، ومحاولة الزام الشركات المدرجة في البورصة بالإفصاح عنه ضمن مرفقات القوائم المالية جنباً إلى جنب مع مؤشرات الأداء التقليدية، وذلك للاعتماد عليه من قبل المستثمرين عند اتخاذ القرارات بالنظر إلى ما يعكسه من معلومات مفيدة وملاءمة، وقدرته على تقييم الأداء بشكل اوسع واشمل من مؤشرات الأداء التقليدية.
- ضرورة العمل على توعية وعقد ورشات عمل للمحللين والمدراء الماليين والمستثمرين والمهتمين حول اهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وقدرته على خلق القيمة لحملة الاسهم لما له من اثر ايجابي في توجيههم نحو الاستثمارات والمشاريع الاكثر نجاحا.
- ضرورة الاخذ في الحسبان مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعةً عند قياس الأداء لغرض تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسعار الاسهم.
- ضرورة الاخذ بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بجانب المؤشرات التقليدية لغرض تفسير التغيرات في القيمة السوقية لأسعار الاسهم بالنظر إلى ما سيوفره من دعم للقرارات المالية حول أسعار الاسهم السوقية.
- دعوة الشركات لتطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قراراتها الداخلية الاستثمارية، وربطه بنظام الحوافز للإدارة بالنظر إلى ما ينتج عنه من آثار ايجابية مفيدة في مجال تقييم الأداء وتحقيق مصلحة الادارة والمالكين.

- العمل على اعادة دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية مع
الاحذ في الاعتبار العوامل الاخرى المؤثرة في أسعار الاسهم كالتضخم واسعار الفائدة وغيرها.

المراجع

- القرآن الكريم
- المراجع العربية:
 - أبو سمهدانة، نفين عبد الله، "مجالات مساهمة استخدام المراجعة التحليلية في تخطيط واداء عملية المراجعة"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية - غزة، كلية التجارة، 2009.
 - أبو شعبان، ماهر رفعت، "الربح والربحية: الطرق الفعالة لاتخاذ القرارات وقياس الأداء (مفهوم مردود الاستثمار المعدل)"، مجلة المحاسب الفلسطيني، العدد (10)، 1997.
 - أحمد، محمود والكسار، طلال، "استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالازمات المالية للشركات (الفشل المالي)"، المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
 - باشيخ، عبد اللطيف، "اثر ربحية السهم على قرارات المستثمرين"، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الانسانية، جامعة الزرقاء، المجلد (12)، العدد (1)، 2012.
 - بحري، هشام، "مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق"، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد (1)، 2012.
 - بشناق، زاهر صبحي، "تقييم الأداء المالي للبنوك الاسلامية والتقليدية باستخدام المؤشرات المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية - غزة، كلية التجارة، 2011.
 - بلوط، حسن ابراهيم، "المبادئ والاتجاهات الحديثة في ادارة المؤسسات"، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، بيروت، 2005.
 - بن مالك، محمد حسان، "تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة شركة البناء للجنوب BAISUD بورقلة"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرداح - بورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2013.

- الجمال، زكريا يحيى، "اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"،
المجلة العراقية للعلوم المصرفية، العدد (21)، 2012.
- الحاج، طارق، "مبادئ التمويل"، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان،
الاردن، 2003.
- حال، نيفين عبد القادر، "استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء
المحاسبي للشركات"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بوسعيد، كلية التجارة،
2014.
- حنفي، عبد الغفار، "بورصة الاوراق المالية"، الطبعة الاولى، دار الجامعة الجديدة للنشر،
الاسكندرية، مصر، 2003.
- حيدر، فاخر عبد الستار، "التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الاسهم"، الطبعة الاولى،
دار المريخ، الرياض، السعودية، 2002.
- الخلايلة، محمود عبد الحليم، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء
السوقية (عوائد الاسهم)"، دراسات العلوم الادارية، المجلد (5)، العدد (1)، 2001.
- خلف، فليح حسن، "الاسواق المالية والنقدية"، الطبعة الاولى، عالم الكتب الحديث للنشر
والتوزيع، اربد، الاردن، 2006.
- خليل، عبد الفتاح احمد، "قياس المضامين التقييمية لممارسات أنشطة ادارة الارباح
للشركات المسجلة في سوق الاوراق المالية المصري"، مجلة المحاسبة والادارة والتامين،
القاهرة، العدد (17)، 2006.
- خليل، عطا الله وراذ، "دور المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الاستثمارية في
سوق عمان للأوراق المالية _ دراسة تحليلية"، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والابداع،
جامعة فلادلفيا، الاردن، 2005.
- الخولي، هالة عبد الله، "دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد
الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الاعمال"، مجلة المحاسبة
والادارة والتامين، العدد (56)، 2001.

- الداوي، الشيخ، "تحليل الاسس النظرية لمفهوم الاداء"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد (7)، 2010.
- الراوي، خالد وسعادة، يوسف، "التحليل المالي للقوائم المالية والافصاح المحاسبي"، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2000.
- الزبيدي، حمزة والكيلاني، قيس، "اعادة هيكلة نظم الادارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة _ دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية، المجلد (8)، العدد (1)، 2005.
- زعرب، حمدي، "الاسواق المالية"، محاضرات مادة الاسواق المالية، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية _ غزة، فلسطين، بدون تاريخ.
- السعيد، بريكة وسمير، مسعي، "تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر، 2004.
- سويس، هواري، "دراسة وتحليل لمؤشرات قياس اداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"، مجلة الباحث، العدد (7)، 2010.
- شبلي، عبد المحسن توفيق، "استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الاقتصادية"، مجلة العلوم الاقتصادية، 2009.
- شبيطة، معاذ وابو نصار، محمد، "الربح المحاسبي والتدفقات النقدية كمقياس لأداء المنشأة - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان"، مجلة العلوم الادارية، المجلد (32)، العدد (2)، 2009.
- الشرقاوي، أشرف، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم - دراسة عملية لاختبار مزاعم نظرية"، مؤتمر اسواق الاوراق المالية والبورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة، المجلد الثاني، 2006.
- الشيخ، عماد يوسف، "دراسة مقارنة لأثر استخدام مؤشرات الأداء التقليدية ومؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة مع أسعار الاسهم"، المجلة العربية للعلوم الادارية، المجلد (19)، العدد (2)، 2012.

- صادق، درمان ورحال، السعدي وعبد الوهاب، شمام والزيادات، محمد، "الاتجاهات الدولية الحديثة في منظمات الاعمال: التحديات والفرص والآفاق"، الطبعة الثانية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
- الصالح، زويته محمد، "دور حساب النتائج حسب الطبيعة - وفق النظام المحاسبي المالي في قياس اداء المؤسسة"، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة محمد بوقرة - بومرداس، العدد (23)، 2012.
- صالح، علاء وفاضل، عدي، "تقييم اداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة الثامنة، العدد (25)، 2012.
- صيفي، حسنية وعمار، نوال، "قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة - دراسة تحليلية على الشركات الصناعية المساهمة العامة في الاردن"، مجلة افاق اقتصادية، المجلد (27)، العدد (106)، 2015.
- عبادة، ابراهيم عبد الحليم، "مؤشرات الأداء في البنوك الاسلامية"، الطبعة الاولى، دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2008.
- عبد الرؤوف، شريرات وشريف، عروم، "بناء النماذج باستعمال Panel Data"، جامعة قاصدي مرداح - ورقلة، الجزائر، 2014.
- عبد الغني، دادن، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، العدد (4)، 2007.
- عبد القادر، علا وعرمان، زياد والخطيب، عامر، "مفاهيم حديثة في ادارة البنوك"، الطبعة الاولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الاردن، 2009.
- عشي، عادل ورحال، علي، "الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم - دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل بسكرة"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خضير - بسكرة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، 2002.
- عقل، مفلح محمد، "مقدمة في الادارة المالية"، الطبعة الثانية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011.

- علوان، قاسم نايف، "ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
- علي، مقبل، "دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، 2007.
- العيساوي، كاظم، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات"، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- الفالوجي، محمد يوسف، "اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف _ دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004 - 2005)"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية _ غزة، كلية التجارة، 2007.
- فهد، نصر حمود، "اثر السياسات الاقتصادية في اداء المصارف التجارية"، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
- الفيلي، هاني وعباس، اسماعيل، "محاسبة البنوك"، الطبعة الثانية، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، الكويت، 2001.
- قديمي، ثائر وكيلاني، قيس والعمارنة، اسماء، "ايهما اكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم أم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA ام معايير تقييم الأداء التقليدية - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الاردنية"، المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية، المجلد الرابع عشر، العدد الاول، 2012.
- قريشي، محمد جموعي، "تقييم اداء المؤسسات المصرفية _ دراسة حالة نموذجية من البنوك الجزائرية"، مجلة الباحث، العدد (3)، 2004.
- القضاة، مصطفى، "العوامل المؤثرة على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية مقاسا بالعائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية"، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد (23)، العدد (1)، 2015.
- كراجه، عبد الحليم، "الادارة والتحليل المالي (اسس، مفاهيم، تطبيقات)"، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.

- الكرخي، مجيد، "تقويم الأداء باستخدام النسب المالية"، الطبعة الاولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- كريم، عبد الحفيظ، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية والعوائد السوقية للاسهم"، رسالة ماجستير غير منشورة، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الاردن، 2004.
- كلبونة، احمد وزريقات، قاسم وزريقات، عمر وسلامة، رأفت، "اثر استخدام نظم المعلومات المحاسبية المحوسبة على الأداء المالي - دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية"، مجلة الجامعة الاسلامية، المجلد (19)، العدد (2)، 2011.
- كيوان، راندا مرسي، "اثر هيكل دخول المديرين على القيمة الاقتصادية المضافة في المنشآت المصرية - دراسة تطبيقية"، مجلة البحوث التجارية، المجلد (32)، العدد (1)، 2010.
- المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، "تمويل الاعمال والادارة المالية"، مطابع شمس، عمان، الاردن، 2001.
- محمد، سامح، "القوائم المالية وتقييم المشروعات"، مدونة الادارة والهندسة الصناعية، 2010. متاح:- <http://samehar.wordpress.com>
- المدهون، محمد والعبادلة، احمد وابو معمر، فارس وعاشور، يوسف، "ادارة الاعمال: وظائف المشروع"، الطبعة الاولى، ابداع للطباعة والنشر، غزة، فلسطين، 2006.
- مريزيق، رمضان، "تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة _ دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرداح _ ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2014.
- مزهوه، عبد المليك، "الاداء بين الكفاءة والفاعلية: مفهوم وتقييم"، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، العدد الاول، 2001.

- مطاوع، محمد عبد الحميد، "دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة _ دراسة نظرية تطبيقية"، مجلة آفاق جديدة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، 2009.
- المطيري، مشعل جهر، "تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الاوسط، كلية الاعمال، 2011.
- معروف، هوشيار، "الاستثمارات والاوراق المالية"، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2003.
- المليجي، ابراهيم، "دراسة واختبار مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس اداء الشركات المساهمة المصرية"، مجلة كلية التجارة والبحوث العلمية - جامعة الاسكندرية، المجلد (44)، العدد الاول، 2007.
- المهدي، غدير، "استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية للاسهم - دراسة حالة بنك فلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية - غزة، كلية التجارة، 2014.
- موسى، شقيري والزرقان، صالح والدويكات، مهند والحداد، وسيم، "ادارة الاستثمار"، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2012.
- نديم، مريم شكري، "تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن - دراسة اختبارية في شركة طيران الملكية الاردنية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الاوسط، كلية الاعمال، 2013.
- نعمة، نغم حسين، "اثر استثمار راس المال الفكري على الأداء المنظمي"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد، 2002.
- نور، عبد الناصر والسبتي، علاء الدين، "مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الاردنية"، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد (30)، العدد (2)، 2003.
- هندي، منير ابراهيم، "الاوراق المالية واسواق راس المال"، الطبعة الثالثة، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002.

- وطن، عبد الله جميل، "محتوى المعلومات للتقارير المالية _ دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية وعمان المالي"، مجلة القادسية للعلوم الادارية، المجلد (8)، العدد (4)، 2006.

• المراجع الاجنبية:

- Chmelikova, G., "Economic Value Added Versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food _ Processing Sector", International Food and Agribusiness Management Review, Vol. (11), No. (4), 2008.
- Ehrhardt, M. & Brigham, E., "Financial Management: Theory and Practice", 13^{ten} Edition, South _ western Cengage Learning Mason, USA, 2011.
- Ismail, I., "Economic Value Added (EVA) versus Traditional Tools in Predicting Corporate Performance in Malaysia", African Journal of Business Management, Vol. (7), No. (18), 2013.
- Ismail, I., "The Ability of EVA (Economic Value Added) Attributes in Predicting Company Performance", African Journal of Business Management, Vol. (5), No. (12), 2011.
- Maditions, D., "The Introduction of Economic Value Added (EVA) in The Greek", The South European Review of Business & Accounting, Vol. (4), No. (2), 2006.
- Maitah, M., Galalh A. and Bashir, E. "The Relationship between Economic Value Added and Stock Return, An Empirical Study to test The theoretical claim", Research Journal of Economic, Business and ITC, Vol. (1), 2011.
- Miller, K. & Bormiley, Ph. "Strategic Risk and Corporate Performance: An Analysis of Alternative Risk Measures", Academy of Management Journal, Vol. (33), No. (4), 1990.
- Paravaei, A. & Farhadi, S., "The Ability of Explaining and Predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income

(NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE)", International Journal of Economic and Finance, Vol. (5), No. (2), 2013.

- Ray, K., "EVA as A Financial Metric: The Relationship between EVA and Stock market Performance", European Journal of Business and Management, Vol. (6), No. (11), 2014.
- Shil, N., "Performance Measures: An Application of Economic Value Added", International Journal of business and Management, Vol. (4), No. (3), 2009.
- Sokolov, S., "Financial Analysis of The Russian Forest Product Companies", Master thesis, No. (20), 2008.

• المواقع الإلكترونية:

- www.pex.ps موقع بورصة فلسطين

- www.pma.ps موقع سلطة النقد

الملاحق

ادوات التقييم التقليدية

						رمز الشركة	الشركات عينة الدراسة	م.
2011			2010					
EPS	ROE	ROA	EPS	ROE	ROA			
						قطاع التأمين		
0.05	0.127	0.033	0.001	0.003	0.001	AIG	المجموعة الأهلية للتأمين	1
0.301	0.138	0.041	0.531	0.254	0.075	NIC	التأمين الوطنية	2
0.146	0.058	0.019	0.194	0.069	0.026	TRUST	ترست العالمية للتأمين	3
						قطاع الاستثمار		
0.044	0.044	0.041	0.013	0.012	0.011	ARAB	المستثمرون العرب	4
0.115	0.059	0.039	0.146	0.079	0.058	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	5
-0.018	-0.035	-0.036	-0.019	-0.034	-0.034	PID	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	6
0.039	0.025	0.017	0.216	0.123	0.095	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	7
0.045	0.036	0.035	0.049	0.04	0.032	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	8
0.045	0.036	0.035	0.049	0.04	0.019	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار	9
						قطاع الخدمات		
0.063	0.05	0.03	0.134	0.111	0.072	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	10
0.689	0.212	0.158	0.656	0.221	0.157	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	11
-0.306	-0.436	-0.173	0.002	0.002	0.001	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	12
						قطاع الصناعة		
0.301	0.196	0.121	0.433	0.276	0.178	APC	العربية لصناعة الدهانات	13
-0.022	-0.016	-0.01	0.37	0.215	0.147	AZIZA	دواجن فلسطين	14
0.226	0.093	0.074	0.338	0.132	0.11	BPC	ببرزيت للأدوية	15
0.075	0.066	0.063	0.078	0.071	0.06	GMC	مطاحن القمح الذهبي	16
0.032	0.019	0.008	0.175	0.085	0.031	JCC	سجائر القدس	17
0.185	0.046	0.033	0.477	0.105	0.082	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	18
-0.065	-0.134	-0.11	-0.052	-0.09	-0.073	LADAEN	فلسطين لصناعة اللدائن	19
0.005	0.004	0.004	0.03	0.029	0.026	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	20
0.472	0.161	0.15	0.499	0.189	0.166	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	21

2014			2013			2012		
EPS	ROE	ROA	EPS	ROE	ROA	EPS	ROE	ROA
0.057	0.147	0.049	0.051	0.128	0.04	0.016	0.05	-0.012
0.21	0.095	0.036	0.415	0.18	0.062	0.395	0.191	0.065
0.236	0.066	0.025	0.294	0.106	0.035	0.17	0.064	0.022
-0.052	-0.056	-0.054	0.009	0.009	0.009	-0.007	-0.007	-0.007
0.077	0.036	0.023	0.101	0.049	0.031	0.073	0.037	0.024
0.023	0.034	0.036	0.043	0.071	0.07	0.055	0.096	0.093
0.169	0.086	0.065	0.222	0.114	0.087	0.039	0.024	0.017
0.016	0.012	0.011	0.011	0.009	0.009	0.019	0.015	0.015
0.016	0.012	0.011	0.011	0.009	0.009	0.019	0.015	0.015
0.001	0.001	0	0.263	0.165	0.084	0.161	0.113	0.066
0.646	0.162	0.113	0.698	0.183	0.138	0.624	0.179	0.133
-0.424	-0.683	-0.194	-0.014	-0.002	-0.001	-0.061	-0.084	-0.031
0.386	0.205	0.141	0.535	0.267	0.184	0.344	0.204	0.129
0.173	0.104	0.073	0.25	0.138	0.098	0.051	0.035	0.021
0.228	0.079	0.06	0.296	0.106	0.085	0.279	0.103	0.083
0.011	0.01	0.009	0.014	0.013	0.012	0.03	0.028	0.023
-0.25	-0.147	-0.065	0.061	0.031	0.014	0.19	0.091	0.043
0.083	0.041	0.027	0.118	0.045	0.031	0.023	0.006	0.004
-0.071	-0.283	-0.183	-0.081	-0.254	-0.181	-0.083	-0.207	-0.158
0.063	0.056	0.047	0.092	0.08	0.07	0.021	0.019	0.017
1.221	0.241	0.225	0.209	0.278	0.261	0.669	0.196	0.185

متوسط أسعار الإغلاق الشهرية

م.	الشركات عينة الدراسة	رمز الشركة	2010	2011	2012	2013	2014
	قطاع التأمين						
1	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	0.597	0.328	0.259	0.184	0.143
2	التأمين الوطنية	NIC	3.391	3.502	3.573	3.353	3.25
3	ترست العالمية للتأمين	TRUST	2.738	2.977	2.787	2.57	2.492
	قطاع الاستثمار						
4	المستثمرون العرب	ARAB	0.751	0.769	0.722	0.968	0.964
5	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	1.307	1.123	0.958	1.009	1.54
6	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	PID	1.001	1	1.004	1.021	1.028
7	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	1.203	1.593	1.298	1.411	1.979
8	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.83	0.818	0.714	0.637	0.598
9	الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	0.643	0.638	0.699	0.526	0.42
	قطاع الخدمات						
10	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	0.928	1.068	1.153	1.09	1.348
11	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	5.263	5.256	5.053	5.137	5.693
12	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	0.628	0.851	0.835	0.809	0.807
	قطاع الصناعة						
13	العربية لصناعة الدهانات	APC	1.64	2.244	2.813	2.743	3.443
14	دواجن فلسطين	AZIZA	2.368	2.702	2.007	2.598	3.017
15	بيرزيت للأدوية	BPC	3.714	3.278	2.862	2.866	3.104
16	مطاحن القمح الذهبي	GMC	0.75	1	0.837	0.856	0.776
17	سجائر القدس	JCC	2.789	1.78	1.108	1.153	0.897
18	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	4.396	4.848	4.248	2.582	1.905
19	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	0.5	0.45	0.357	0.363	0.263
20	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.447	0.712	0.575	0.698	0.973
21	مصانع الزيوت النباتية	VOIC	2.806	3.381	4.007	5.516	7.502

قيم EVA							
EVA 2014	EVA 2013	EVA 2012	EVA 2011	EVA 2010	رمز الشركة	الشركات عينة الدراسة	م.
						قطاع التأمين	
2183263	1963255	-711311	1573257	-18465	AIG	المجموعة الأهلية للتأمين	1
2722440	4842940	4835150	3090677	6107258	NIC	التأمين الوطنية	2
2058898	2812580	1481582	1237832	1523274	TRUST	ترست العالمية للتأمين	3
						قطاع الاستثمار	
-523199	36143	-101993	95800	53359	ARAB	المستثمرون العرب	4
20987750	22733362	20083592	28170758	32251749	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	5
94095	195240	250738	-102519	-102065	PID	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	6
3216038	4059065	875662	691268	3593798	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	7
-2496725	-3138117	-1594164	3993179	-7818894	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	8
330602	146932	465566	1617378	1670489	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار	9
						قطاع الخدمات	
-5517	808481	505163	195933	400537	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	10
85120377	89617149	82570891	91349700	83442164	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	11
-3511720	-193123	-133302	1693908	-24035	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	12
						قطاع الصناعة	
597369	784212	518146	468774	631950	APC	العربية لصناعة الدهانات	13
2425532	3213311	784147	-187608	4256852	AZIZA	دواجن فلسطين	14
2960073	3560004	3600997	2627630	3934423	BPC	بيرزيت للأدوية	15
127595	145640	383231	1087429	1099538	GMC	مطاحن القمح الذهبي	16
-2402181	436529	1983553	264838	861709	JCC	سجائر القدس	17
1016256	983815	88898	1093871	2202282	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	18
-495947	-581507	-588636	-460578	-392435	LADAEN	فلسطين لصناعة اللدائن	19
312616	425716	103446	24152	88072	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	20
4871222	4737212	2666646	1899317	1932453	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	21

قيم EVA

EVA 2014	EVA 2013	EVA 2012	EVA 2011	EVA 2010	رمز الشركة	الشركات عينة الدراسة	م.
						قطاع التأمين	
2183263	1963255	-711311	1573257	-18465	AIG	المجموعة الأهلية للتأمين	1
2722440	4842940	4835150	3090677	6107258	NIC	التأمين الوطنية	2
2058898	2812580	1481582	1237832	1523274	TRUST	ترست العالمية للتأمين	3
						قطاع الاستثمار	
-523199	36143	-101993	95800	53359	ARAB	المستثمرون العرب	4
20987750	22733362	20083592	28170758	32251749	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	5
94095	195240	250738	-102519	-102065	PID	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	6
3216038	4059065	875662	691268	3593798	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	7
-2496725	-3138117	-1594164	3993179	-7818894	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	8
330602	146932	465566	1617378	1670489	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار	9
						قطاع الخدمات	
-5517	808481	505163	195933	400537	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	10
85120377	89617149	82570891	91349700	83442164	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	11
-3511720	-193123	-133302	1693908	-24035	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	12
						قطاع الصناعة	
597369	784212	518146	468774	631950	APC	العربية لصناعة الدهانات	13
2425532	3213311	784147	-187608	4256852	AZIZA	دواجن فلسطين	14
2960073	3560004	3600997	2627630	3934423	BPC	بيرزيت للأدوية	15
127595	145640	383231	1087429	1099538	GMC	مطاحن القمح الذهبي	16
-2402181	436529	1983553	264838	861709	JCC	سجائر القدس	17
1016256	983815	88898	1093871	2202282	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	18
-495947	-581507	-588636	-460578	-392435	LADAEN	فلسطين لصناعة اللدائن	19
312616	425716	103446	24152	88072	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	20
4871222	4737212	2666646	1899317	1932453	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	21

المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع والقروض %

Weighted average for lending and deposit rates %

Period	NIS شيقل		US \$ دولار أمريكي		JD دينار اردني		الفترة
	القروض Loans	الودائع Deposits	القروض Loans	الودائع Deposits	القروض Loans	الودائع Deposits	
2008	12.04	1.04	7.47	0.80	9.04	1.98	2008
2009	10.99	0.24	6.19	0.41	7.45	1.91	2009
2010	10.93	0.30	6.33	0.29	7.54	1.15	2010
Q1	10.79	0.25	6.30	0.29	7.53	1.22	الربع الأول
Q2	11.02	0.29	6.05	0.30	7.42	1.19	الربع الثاني
Q3	10.88	0.30	6.29	0.30	7.59	1.13	الربع الثالث
Q4	11.03	0.34	6.71	0.27	7.64	1.05	الربع الرابع
2011	11.72	1.01	6.79	0.33	7.59	1.22	2011
Q1	12.85	0.58	6.27	0.30	6.80	1.11	الربع الأول
Q2	11.26	1.06	6.84	0.30	7.87	1.18	الربع الثاني
Q3	11.15	1.10	6.84	0.31	7.91	1.22	الربع الثالث
Q4	11.60	1.29	7.19	0.40	7.80	1.37	الربع الرابع
2012	11.29	1.22	6.97	0.46	8.11	1.70	2012
Q1	11.53	1.02	7.08	0.41	7.70	1.55	الربع الأول
Q2	11.28	1.26	6.98	0.46	7.74	1.66	الربع الثاني
Q3	11.09	1.25	6.37	0.43	7.58	1.58	الربع الثالث
Q4	11.28	1.37	7.44	0.53	9.40	2.01	الربع الرابع

2013	11.58	1.32	7.51	0.62	9.17	2.08	2013
Q1	11.65	1.09	7.33	0.45	8.69	1.70	الربع الأول
Q2	11.50	1.40	7.90	0.80	9.50	2.40	الربع الثاني
Q3	11.19	1.38	7.73	0.49	9.53	2.11	الربع الثالث
Q4	11.97	1.40	7.06	0.75	8.98	2.09	الربع الرابع
2014	10.96	1.46	6.41	0.83	9.03	2.15	2014
Q1	11.35	1.40	6.01	0.77	9.38	2.13	الربع الأول
Q2	11.05	1.40	6.18	0.85	8.71	2.19	الربع الثاني
Q3	10.61	1.46	6.57	0.76	9.35	2.13	الربع الثالث
Q4	10.82	1.59	6.88	0.92	8.69	2.14	الربع الرابع
2015							2015
Q1	10.32	2.03	6.88	0.86	8.79	2.15	الربع الأول
Q2	10.34	1.50	6.46	0.97	9.18	2.22	الربع الثاني