

أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة المؤسسة: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل
خلال الفترة 2009-2020

The Impact of Financial Performance Indicators on The Company Value : An
Econometric Study using Panel data over the period 2009-2020

حابي محمد شوقي¹، برودي نعيمة²

HABI Mohammed Chawki¹, BAROUDI Naima²

¹ مخبر MIFMA، جامعة تلمسان (الجزائر)،

mohammedchawki.habi@univ-tlemcen.dz

² مخبر MIFMA، جامعة تلمسان (الجزائر)،

naima.baroudi@univ-tlemcen.dz

تاريخ النشر: 2023/04/01

تاريخ القبول: 2022/10/25

تاريخ الاستلام: 2022/07/15

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أثر المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان، وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 إلى سنة 2020، حيث استخدمت هذه الدراسة تحليل البيانات الطولية باستعمال نموذج التأثيرات العشوائية، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن للعائد على الموجودات أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية أما نسبة التداول فكان لها أثرا سلبيا هي الأخرى ولكن دون دلالة إحصائية، حيث عبّر هذين المتغيرين عن المؤشرات التقليدية، في حين كان للقيمة السوقية المضافة أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية وهو المتغير الذي يمثل المؤشرات الحديثة للأداء المالي. كلمات مفتاحية: الأداء المالي، قيمة المؤسسة، المؤشرات التقليدية، المؤشرات الحديثة، بيانات بانل. تصنيفات JEL: G32.

المؤلف المرسل: حابي محمد شوقي، الإيميل: chawki131@hotmail.com

Abstract:

This study aims to demonstrate the impact of traditional and modern financial performance indicators on the value of a set of companies listed in the Amman stock exchange during the period from 2009 to 2020, where this study used panel data analysis using the random effects model and the findings of the study showed that the return on assets had a statistically significant negative effect and the current ratio also had a negative effect without statistical significance , as these two variables expressed traditional indicators, while the market value added had a positive statistically significant effect, which the variable that represents the modern indicators of financial performance.

Keywords: Financial Performance, Company Value, Traditional Indicators, Modern Indicators, Panel Data.

JEL Classification Codes : G32.

1. مقدمة:

للمؤسسات أهداف مختلفة تسعى لتحقيقها، كل حسب طبيعة نشاطها، استراتيجياتها، سياساتها وكذلك الموارد المتاحة أمامها باختلاف أشكالها، ومن بين أهم هذه الأهداف نجد الرفع من قيمة المؤسسة وتعظيمها، هذا الهدف لا يتحقق إلا بأداء مالي جيد يساهم في جذب المستثمرين، ونخص بالذكر المؤسسات المدرجة في البورصة، إذ أن البورصة هي الملاذ المفضل لدى المستثمرين نظرا لما تتسم به من مرونة في التعامل وأيضا باعتبارها مكانا للفرص الاستثمارية التي تدر العوائد، علاوة على كونها تسمح للمستثمرين بتسييل أصولهم المختلفة، فالأداء المالي الجيد للمؤسسات المدرجة في البورصة ينعكس بشكل إيجابي على أسهمها ومن ثم على قيمتها والمقصود هنا بالأساس هو القيمة السوقية للمؤسسة.

الأداء المالي للمؤسسة يعبر عنه من خلال مؤشرات تنقسم إلى مؤشرات تقليدية وهي مؤشرات مالية ومحاسبية محضه ومؤشرات حديثة تقوم على فكرة خلق القيمة، حيث أن هذه المؤشرات تسمح للمستثمرين بدراسة وتقييم وضعية المؤسسة وإمكانية الاستشراف بمستقبلها، إذ أنها مثلما قد تساهم في جذب المستثمرين قد تساهم أيضا في إحجامهم عن الاستثمار في المؤسسة، حيث

يستوجب أن تتميّز مؤشرات الأداء المالي بالمصداقية والدقة والوضوح حتى يتسنى للمستثمرين فهمها وتفسيرها وإجراء تقييم عادل لأسهم المؤسسة وقيمتها ككل، وهو ما قد سبق وأن نُوهت إليه نظرية الإشارة.

1.1 إشكالية البحث:

على ضوء ما تقدّم يمكن طرح الإشكالية التالية: كيف تؤثر مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على قيمة المؤسسة؟

2.1 فرضيات البحث:

بغرض الإجابة على إشكالية الدراسة تمّت صياغة الفرضيتين التاليتين:

- المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة.
- المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي لها تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة.

3.1 أهداف البحث:

تكمن أهداف الدراسة في توضيح المفاهيم النظرية للأداء المالي والتعرّف على أهم مؤشرات وطرق قياسها، إضافة إلى التعرّف على قيمة المؤسسة وأنواعها، فضلا عن دراسة أثر المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة المؤسسة.

4.1 أهمية البحث:

تستمد أهمية الدراسة من تلك الأهمية التي يولها المسيرين لتعظيم قيمة المؤسسات التي يتولّون تسييرها، بالإضافة لأثر الأداء المالي ومساهمته في هذه الأخيرة.

5.1 منهج البحث والأدوات المستخدمة:

اعتمدت الدراسة على منهجين رئيسيين وهما: المنهج الوصفي بغية الإلمام بالجوانب النظرية للأداء المالي وقيمة المؤسسة، والمنهج القياسي من أجل قياس أثر المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة المؤسسة، إذ يتجسّد ذلك في استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وإجراء مختلف الاختبارات القياسية عبر الاستعانة ببرنامج Eviews12.

6.1 هيكل البحث:

ينقسم البحث إلى محورين أساسيين: خصص المحور الأول للإطار النظري للدراسة؛ أما المحور الثاني فخصص للدراسة القياسية لأثر المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة المؤسسة.

7.1 الدراسات السابقة:

توجد مجموعة من الدراسات التي تطرقت لموضوع أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة

المؤسسة، وفيما يلي عرض لأهم هذه الدراسات:

- دراسة (Ida, Bambang, Elen, & Robertus, 2021) : كان الهدف من هذه الدراسة هو البحث في دور أداء المؤسسة في التأثير على قيمتها، حيث تمّ الأخذ بالتحقق المحاسبي وهيكل رأس المال كمتغيرين معدّلين والملكية الإدارية والمؤسّساتية كمتغيرين ضابطين، شملت الدراسة 53 شركة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2017-2019 باستخدام بيانات البانل، توصلت هذه الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحقق المحاسبي على قيمة المؤسسة، بينما لم يكن أي تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، كما أكدت نتائج الدراسة أن أداء المؤسسة يعمل كمتغير معدّل لهيكل رأس المال والتحقق المحاسبي في التأثير على قيمة المؤسسة، وأن متغيري الملكية الإدارية والمؤسّساتية لا يمكن اعتمادهما كمتغيرين ضابطين.
- دراسة (Senja pertiwi & Flourien, 2020) : هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الأداء المالي الذي عبّر عنه بنسب الربحية، السيولة والرفع المالي على قيمة المؤسسة، وكذا اعتماد المسؤولية الاجتماعية للمؤسّسات كمتغير معدّل، وقد شملت عيّنة الدراسة 27 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا ناشطة في قطاع تصنيع المواد الاستهلاكية خلال الفترة 2015-2018، إذ تمّ استخدام بيانات البانل وخلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للأداء المالي مقاسا بالربحية على قيمة المؤسسة، ووجود أثر إيجابي للأداء المالي مقاسا بنسبة السيولة والرفع المالي على قيمة المؤسسة ولكن دون أي دلالة إحصائية.
- دراسة (Rahma & Murdiyati, 2017) : هدفت هذه الدراسة إلى اختبار إلى أي مدى يساهم الإبلاغ الإسلامي (التقارير الإسلامية) كمتغير وسيط في تأثير الأداء المالي والبيئي على قيمة المؤسسة، حيث تمّ اتخاذ 60 شركة مدرجة في المؤشر الإسلامي ببورصة إندونيسيا خلال الفترة 2014-2016، ليستخدّم برنامج SPSS من أجل دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، والتي أفضت إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للأداء المالي على قيمة المؤسسة وعدم وجود أي تأثير للأداء البيئي على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتقارير الإسلامية على قيمة المؤسسة مع إمكانية استخدامه كمتغير وسيط.

• دراسة (Musa, 2017): سعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى التحقق من أثر الأداء المالي على قيمة المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان (الأردن) من خلال اختيار عينة مكوّنة من 40 مؤسسة خلال الفترة 2006-2015، إذ استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدّد من أجل اختبار فرضيات الدراسة، وقد انتهت هذه الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للأداء المالي على قيمة المؤسسة.

من خلال تحليل الدراسات السابقة يتّضح أنه تقريبا كلّها توصّلت إلى وجود علاقة طردية بين الأداء المالي وقيمة المؤسسة، رغم الاختلاف في العينات وفترات الدراسة، إلا أنه من الملاحظ بأن هذه الدراسات لم تأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الحديثة للأداء المالي واكتفت بالمؤشرات التقليدية فقط. وبالتالي فإن هذه الدراسة سعت إلى تحديد أثر الأداء المالي على قيمة المؤسسة باستخدام المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي.

2. الإطار النظري للدراسة

1.2 الأداء المالي للمؤسسة:

يعرّف الأداء المالي على أنه المفهوم الضيق لأداء المؤسسات ككل، إذ يركز بدرجة أولى على استخدام مؤشرات مالية من أجل قياس مدى تحقيق الأهداف. (الخطيب، 2010، صفحة 45) كما يعرف كل من Bromily و Miller الأداء المالي على أنه انعكاس للكيفية التي من خلالها تستخدم المؤسسة الموارد المالية والبشرية، وتستغلّها بكفاءة وفعالية من أجل تحقيق الأهداف. ورغم الاختلاف في تحديد مفهوم شامل للأداء المالي إلا أن جميع المفاهيم تنصبّ في خانة نجاح المؤسسة في تحقيق الأهداف حتى يمكن التعبير عن أدائها، وهذا الاختلاف يعود بالأساس إلى اختلاف المؤشرات المعبّرة عن الأداء المالي. (القادر، بوزيد، و بضيف، 2021، صفحة 64)

هذه المؤشرات التي تستخدم في التعبير عن الأداء المالي منها ما هو تقليدي يتمثّل في المؤشرات المحاسبية والمالية، ومنها ما هو حديث والذي يتمثّل في المؤشرات المرتبطة بخلق القيمة، ونذكر هذه المؤشرات بشكل أكثر وضوحا كما يلي:

1.1.2 المؤشرات التقليدية للأداء المالي:

تعدّ هذه المؤشرات بمثابة مؤشرات محاسبية ومالية بحتة، حيث تستخرج من القوائم المالية وهي متمثلة في النسب المالية حيث تنطوي على عدّة تقسيمات كالتالي:

1.1.1.2 نسب الهيكلية:

تعبّر هذه النسب عن الهيكل المالي للمؤسسة وكذلك مدى استقلاليتها المالية والاستخدام الجيد للأموال وهي بدورها تنقسم إلى قسمين كما يظهرها الجدول التالي:

الجدول 1: نسب الهيكلية المستخدمة في تقييم الأداء المالي

نسب هيكلية الخصوم	نسب هيكلية الأصول
-نسبة الأموال الخاصة= الأموال الخاصة / مجموع الخصوم	-نسبة الأصول الثابتة = الأصول الثابتة / مجموع الأصول
-نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل= الديون طويلة ومتوسطة الأجل/ مجموع الخصوم	-نسبة قيم الاستغلال = قيم الاستغلال / مجموع الأصول
-نسبة الديون قصيرة الأجل = الديون قصيرة الأجل / مجموع الخصوم	-نسبة قيم قيد التحقيق = قيم قيد التحقيق / مجموع الأصول
	-نسبة القيم الجاهزة = القيم الجاهزة / مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (سبتي، 2017، صفحة 424) بتصرف.

2.1.1.2 نسب السيولة:

توضّح نسب السيولة مدى قدرة المؤسسة على تغطية الديون قصيرة الأجل والوفاء بها في مواعيد الاستحقاق وتمثّل في:

1.2.1.1.2 نسبة السيولة العامة: تعرف كذلك بنسبة التداول، وهي تشير إلى تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل، تحسب بقسمة الأصول المتداولة على الديون قصيرة الأجل، حيث أن كلما زادت هذه النسبة عن 1 دلّ ذلك على قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة الأصول المتداولة. (Maher, Gargouri, & Komlan, 2019, p. 291)

2.2.1.1.2 نسبة السيولة المختصرة: تعبّر هذه النسبة عن مدى تغطية الديون قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة باستثناء قيم الاستغلال، تحسب بقسمة القيم قيد التحقيق والقيم الجاهزة على الديون قصيرة الأجل، وعادة ما تتراوح النسب المثلى بين 0.3 و0.5. (لسلوس، 2004، صفحة 47)

3.2.1.1.2 نسبة السيولة السريعة: تشير هذه النسبة إلى ما إذا كانت المؤسسة قادرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة السيولة المتوفرة لديها فقط أي تلك التي تكون تحت تصرفها فعلا، وعادة ما تتراوح النسب المثلثي بين 0.2 و0.3. (لسلوس، 2004، صفحة 48)

3.1.1.2 نسبة الديون:

تسمى كذلك بنسبة الرفع المالي وهي تقيس مقدار الأصول التي يتم تمويلها بالديون، تحسب بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول. (Gitman & Chad, 2010, p. 81)

4.1.1.2 نسب الربحية:

تشير هذه النسب إلى مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، وهي تنقسم إلى (اسماعيل و علي، 2022، صفحة 124):

1.4.1.1.2 العائد على حقوق الملكية: يعبر عن العائد الذي يحصل عليه المستثمرين لقاء استثمارهم في المؤسسة، يحسب بقسمة صافي الربح بعد الضرائب على حقوق الملكية.

2.4.1.1.2 هامش إجمالي الربح: وهي تقيس مساهمة المبيعات في توليد الأرباح، يتم حسابه بقسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على المبيعات.

3.4.1.1.2 هامش صافي الربح: تسمى أيضا بصافي الربح إلى المبيعات، اذ تحسب بقسمة صافي الربح على المبيعات.

4.4.1.1.2 العائد على الموجودات: يعكس ربحية الأصول (الموجودات) التي استثمرت فيها المؤسسة، كما يشير إلى كفاءة السياسات المختلفة التي تتبعها الإدارة، يحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الموجودات. (عبد القادر و السهلاوي، 2017، صفحة 76)

5.4.1.1.2 ربحية السهم: يقيس نصيب الربح عن كل سهم عادي مستثمر في المؤسسة، ويحسب بصافي الربح مقسوما على عدد الأسهم العادية التي تصدرها المؤسسة. (Gitman & Chad, 2010, p. 81).

5.1.1.2 نسب النشاط:

تدرس هذه النسب كفاءة المؤسسة في إدارة الموارد المتاحة، وكذلك إدارة الأصول المتداولة مقابل مدة استحقاق الديون قصيرة الأجل، ونوضّح هذه النسب من خلال الجدول الموالي:

الجدول 2: نسب النشاط المستخدمة في تقييم الأداء المالي

النسبة	طريقة الحساب	الدلالة
معدّل دوران الأصول	صافي المبيعات / إجمالي الأصول	يشير إلى قدرة المؤسسة على استغلال أصولها بكفاءة وفعالية.
معدّل دوران المخزونات	تكلفة شراء البضائع / متوسط المخزون	يوضّح هذا المعدّل مدى قدرة المؤسسة على تصريف مخزونها، فكلّما ارتفع هذا المعدّل كان إشارة على أن المؤسسة تسيّر مخزونها بكفاءة.
معدّل دوران الزبائن	رقم الأعمال / الزبائن + أوراق القبض	يقيس هذا المعدّل كفاءة المؤسسة في تحصيل الديون من زبائنها.
معدّل دوران الموردين	مشتريات الدورة / الموردين + أوراق الدفع	يقيس هذا المعدّل تعاملات المؤسسة مع مورديها، حيث كلّما كان أقلّ كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا، إذ يفضّل أن يكون أقلّ من معدّل دوران الزبائن.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (بوفليخ، 2018، صفحة 64) و (السرطاوي و عادل، 2019، صفحة 157) بتصرف.

2.1.2 المؤشرات الحديثة للأداء المالي:

كما سلف الذكر، فالمؤشرات الحديثة للأداء المالي هي مؤشرات تقوم على مفهوم خلق القيمة، وهي مؤشرات ظهرت بسبب قصور المؤشرات المحاسبية في الكشف عن الأداء المالي الفعلي للمؤسسات، خاصة وأن هذه المؤشرات تستخرج من القوائم المالية التي يسهل التلاعب بمضامينها. وتتمثل هذه المؤشرات في:

1.2.1.2 القيمة الاقتصادية المضافة: (Economic Value Added)

والتي يرمز لها اختصارا بـEVA، تمّ وضع هذا المؤشر من طرف كل من Joel Stern و Bennet Stewart، وهي تقدير للأرباح الاقتصادية بكونها القيمة التي تمّ إنشاؤها بما يزيد عن العائد المطلوب من طرف المستثمرين في المؤسسة (المساهمين والدائنين). وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة وفقا للعلاقة التالية (Sabol & Sverer, 2017, pp. 20-22):

أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة المؤسسة
دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2009-2020

$$EVA = NOPAT - (\text{Capital Employed} * WACC)$$

حيث أن: NOPAT يشير إلى الربح الصافي التشغيلي بعد الضريبة، Capital Employed يشير إلى رأس المال المستخدم (المستثمر) و WACC تشير إلى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

2.2.1.2 القيمة السوقية المضافة (Market Value Added) :

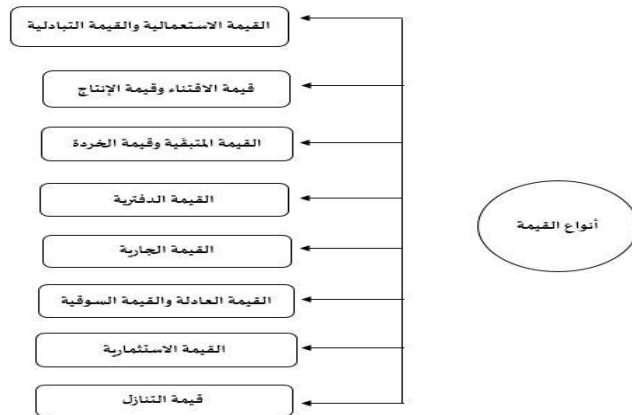
يرمز لها اختصاراً بـ MVA، هي ذلك الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر، وكذلك يرى آخرون بأنها الفرق بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين، وتدلّ القيمة السوقية المضافة عندما تكون موجبة على نجاح المؤسسة في خلق قيمة وبالتالي زيادة ثروة المساهمين والعكس صحيح. تحسب القيمة السوقية المضافة طبقاً للصيغة التالية (الجعبري، 2014، الصفحات 248-249)

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث أن: MVE يتمثل في القيمة السوقية للأسهم و BVE يتمثل في القيمة الدفترية لحقوق المالكين
2.2 قيمة المؤسسة:

تعرف قيمة المؤسسة على أنها المبلغ النقدي العادل الذي يحدده خبير متخصص، اذ يكون هذا المبلغ انعكاساً للقيمة التي تعادل أصولها المادية والمعنوية. (رابحي و بومزايد، 2018، صفحة 370)، وتنطوي قيمة المؤسسة على جملة من الأنواع نوضحها في الشكل التالي:

الشكل 1: أنواع القيمة من وجهة نظر المؤسسة.



المصدر: (نصيب، عماني، و بن علي، 2018) بتصرف.

3. الدراسة القياسية لأثر المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة المؤسسة

1.3 تقديم عام لنموذج البانل:

نماذج بيانات البانل هي تلك النماذج التي تدرس نفس مجموعة الكيانات عبر الزمن، قد تكون هذه الكيانات عبارة عن أفراد، شركات، دول وما شابه من ذلك. (Gujarati, 2011, p. 279)

1.1.3 نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model):

هو نموذج يهمل تأثير عنصر الزمن بحيث تكون كل معلمات النموذج ثابتة طيلة الفترات الزمنية، وهو يعدّ من بين أبسط نماذج البيانات المقطعية. (معطي و محمد أحمد، 2019، صفحة 266)

2.1.3 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model):

في ظل هذا النموذج يتم الأخذ بعين الاعتبار تغيير كل من الميل والقاطع وهذا عبر كل وحدة من مشاهدات المقاطع العرضية للعيّنة محل الدراسة، أين يفترض تغيير المعلمات بشكل ثابت. (بدر اوي، 2015، صفحة 209)

3.1.3 نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model):

يعتبر هذا النموذج كل من الآثار الزمنية والمقطعية على أنها عبارة عن معالم عشوائية وليست ثابتة، إذ حسب هذا النموذج تكون العيّنة التي يتم استعمالها في الدراسة مسحوبة بأسلوب عشوائي، وما يفترضه هذا النموذج هو أن الاختلاف بين الوحدات يكمن في الحدّ العشوائي. (بدر اوي، 2015، صفحة 213)

2.3 منهجية الدراسة:

بغية تحليل أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، قمنا بالاستعانة بأدوات السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية (بيانات البانل)، يرجع ذلك إلى كون أن هذه النماذج تعدّ حديثة الاستخدام في دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية المختلفة، ولكون أن استخدام الأساليب التقليدية قد يؤدي إلى وجود انحدارات زائفة وبالتالي نتائج مضلّلة، علاوة على أن نماذج بيانات البانل تعدّ الأفضل لإجراء المقارنات.

استقرّت هذه الدراسة على عيّنة مكوّنة من 22 شركة مدرجة في بورصة عمّان (الأردن)، وذلك خلال الفترة 2009-2020، حيث تنشط الشركات محل الدراسة في قطاعي الصناعة والطاقة.

وقد وقع اختيار العيّنة استناداً إلى الاعتبارات التالية:

- توفر كافة التقارير السنوية ومختلف القوائم المالية السنوية والتي تكون منتهية في 12/31؛
- إبعاد الشركات العاملة في القطاعين المالي والمصرفي ويعود ذلك لاختلاف طبيعة نشاط هذه الشركات وأدائها المالي إضافة لاختلاف النموذج العام لقوائمها المالية.

3.3 متغيرات الدراسة:

المتغيرات المستخدمة في الدراسة تتمثل في:

المتغير التابع: قيمة المؤسسة (V) والتي تمّ قياسها بالاعتماد على مؤشر Tobin's Q والذي يقاس بالعلاقة: القيمة السوقية للأسهم / القيمة الدفترية للأسهم؛

المتغيرات المستقلة: تمثلت في كل من العائد على الموجودات (ROA) ونسبة التداول (LR) والتي تعرف كذلك بنسبة السيولة العامة، والقيمة السوقية المضافة (MVA)، وقد سبق الإشارة لطرق قياس هذه المتغيرات في الإطار النظري.

ولقد تمّ جمع البيانات حول هذه المتغيرات من خلال الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة عمان: <https://www.ase.com.jo/ar> (تمّ الولوج إلى الموقع في 11 أبريل 2022).

وتجدر الإشارة إلى أنه تمّ اختيار بعض المؤشرات التقليدية والتي تعدّ ذات أهمية فقط مقارنة بنظيراتها، وكذلك تمّ استبعاد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث للأداء المالي بسبب عدم توفر المعلومات الكافية من أجل قياسه، وتمّ اختيار مؤشر Tobin's Q من أجل قياس قيمة المؤسسة، اذ يعتبر هذا المؤشر من بين أهم المؤشرات التي تفيد في قياس قيمة المؤسسة التي تكون مدرجة في سوق الأوراق المالية.

وبناء على المتغيرات الواردة في الجدول أعلاه يمكن توضيح نموذج الدراسة كالتالي:

$$V = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 LR + \beta_3 MVA$$

4.3 الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

يظهر الجدول 3 مختلف الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة وذلك كما يلي:

الجدول 3: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

LR	ROA	MVA	V	
264	264	264	264	عدد المشاهدات
2.513773	2.833792	67.99012	1.265116	الوسط الحسابي
2.089000	3.091000	-0.050736	0.989000	الوسيط
1.931925	7.753486	371.8298	1.016994	الانحراف المعياري
11.92800	36.07100	2911.205	5.721900	الحد الأعلى
0.008000	-43.79800	-541.7990	0.142000	الحد الأدنى
1.718844	-0.834630	5.696970	2.133269	الالتواء
7.041151	9.578177	39.47723	7.728548	التفلطح

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

استنادا إلى الجدول 3 الذي يوضح الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة فإننا نلاحظ ما

يلي:

- سجّلت نسبة التداول (LR) متوسطا حسابيا قدر بـ(2.51%) بقيمة عظمى بلغت (11.92%) وقيمة دنيا بلغت (0.008%) اذ تمثل هاتين القيمتين أعلى وأدنى مستويات نمو عرفتها نسبة التداول خلال فترة الدراسة، تنصّف هذه السلسلة بوسيط قدر بـ(2.08%) على أن تتشّنت القيم عن متوسطها بانحراف معياري بلغ (1.93%).
- فيما يخص العائد على الموجودات (ROA) بلغ متوسطه الحسابي (2.83%) بقيمة عظمى قدرها (36.07%) وقيمة دنيا بلغت (-43.79%)، اذ توضح هاتين القيمتين أعلى وأدنى مستويات النمو التي شهدها العائد على الموجودات خلال فترة الدراسة، وتنصّف هذه السلسلة بوسيط بلغ (3.09%)، وتتشّنت القيم عن متوسطها بانحراف معياري قدره (7.75%).
- بالنسبة للقيمة السوقية المضافة (MVA) فقد سجّلت متوسطا حسابيا قدر بـ(67.99) بقيمة عظمى بلغت (2911.2) وقيمة دنيا (-541.79)، بحيث توضح هاتين القيمتين مدى القدرة

على خلق القيمة من طرف المؤسسات المختارة كعينة خلال فترة الدراسة، تنصّف السلسلة بوسيط قدره (-0.05) وقد بلغ مستوى تشتت القيم عن متوسطها (371.82) وهو ما يظهره الانحراف المعياري.

- بالنسبة لقيمة المؤسسة (V) بلغ متوسطها الحسابي (1.26%) بقيمة عظمى قدرت بـ (5.72%) وقيمة دنيا قدرت بـ (0.14%)، اذ تظهر كلا القيمتين أعلى وأدنى المستويات التي عرفتها قيمة المؤسسة في الفترة محل الدراسة، وقد تنصّف السلسلة وسيط قدره (0.98%)، فيما قد بلغ تشتت القيم عن متوسطها (1.01%) كما يبينها الانحراف المعياري.

5.3 اختبار الاستقرار:

اعتمدت هذه الدراسة على اختبار (Levin & Lin & Chu) من أجل اختبار استقرارية متغيرات الدراسة باعتبار أن هذا الاختبار يعدّ الأكثر توافقاً مع بيانات البانل، اذ تتمثل فرضيته العدمية في أن السلسلة غير مستقرة.

الجدول 4: نتائج اختبار Levin & Lin & Chu

المتغيرات	المستوى	
	الاحتمالية	القيمة المحسوبة
LR	0.0001	-3.73644
ROA	0.0000	-4.50743
MVA	0.0000	-4.33764
V	0.0000	-7.10734

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

بناءً على نتائج اختبار Levin & Lin & Chu الواردة في الجدول 4 تبين أن متغيرات الدراسة

مستقرة عند المستوى، فقد تمّ رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5%.

6.3 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

يوضّح الجدول 5 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع التي تمّ استخدامها

في الدراسة.

الجدول 5: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	V	ROA	LR	MVA
V	1.000000			
ROA	0.080208	1.000000		
LR	-0.066213	0.395615	1.000000	
MVA	0.445836	0.347928	0.202929	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الجدول 5 أن هناك ارتباطا طرديا بين كل من العائد على الموجودات (ROA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) مع قيمة المؤسسة (V) بـ (0.08) و (0.44) على التوالي وهو ارتباط ضعيف، في حين يلاحظ وجود ارتباط عكسي بين نسبة التداول (LR) وقيمة المؤسسة (V) بـ (-0.06) وهو ارتباط ضعيف أيضا. كما نلاحظ أيضا وجود ارتباطا طرديا بين كل من نسبة التداول (LR) والقيمة السوقية المضافة (MVA) مع العائد على الموجودات (ROA) بـ (0.39) و (0.34) على التوالي وهو يعتبر ارتباطا ضعيفا، وهو نفس الارتباط الذي بين نسبة التداول (LR) والقيمة السوقية المضافة (MVA) بـ 0.2. ووفقا لهذه النتائج نستخلص أنه لا يوجد ارتباط قوي بين متغيرات الدراسة.

7.3 تقدير النماذج:

بغرض تقدير النماذج تم استخدام طريقتي: التأثيرات الثابتة؛ التأثيرات العشوائية.

الجدول 6: نتائج تقدير نماذج البانل

نموذج الآثار العشوائية		نموذج الآثار الثابتة		المتغيرات المستقلة	المتغير التابع
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient		V
0.0010	-0.016832	0.0008	-0.017375	ROA	
0.9589	-0.001608	0.8215	0.007347	LR	
0.0000	0.001446	0.0000	0.001460	MVA	
0.295606		0.784786		R ²	
0.287479		0.763175		Adjusted R ²	
36.37057		36.31348		F-Statistic	
264		264		Observations	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

ومن أجل المفاضلة بين الطريقتين وجب إجراء اختبار Hausman والذي تشير فرضيته العدمية إلى اختيار نموذج التأثيرات العشوائية في حالة كانت الاحتمالية أكبر من درجة المعنوية 5%، وتشير فرضيته البديلة إلى اختيار نموذج التأثيرات الثابتة أي عندما تكون الاحتمالية أصغر من درجة المعنوية 5%، وقد كانت نتائجه كما يظهرها الجدول 7.

الجدول 7: نتائج اختبار Hausman

الاحتمالية	القيمة
0.5632	2.044799

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

بالاعتماد على نتائج اختبار Hausman الواردة في الجدول 7 نلاحظ أن قيمة الاحتمالية (0.56) أكبر من درجة المعنوية 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية العدمية، ومنه فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأنسب.

4. تحليل نتائج الانحدار

- أثر العائد على الموجودات (ROA): أثبتت نتائج النموذج المقدر الذي تمّ اختياره والتي يظهرها الجدول 07 أن للعائد على الموجودات أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة (V) إذ أن قيمته بلغت (-0.016832) باحتمالية قدرّت بـ (0.0010) أي أصغر من مستوى المعنوية 5%.
 - أثر نسبة التداول (LR): أظهرت نتائج الانحدار الموضّحة في الجدول 07 أن لنسبة التداول أثرا سلبيا ليس ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة (V) عند مستوى المعنوية 5%، حيث قدرّت قيمته بـ (-0.001608) باحتمالية بلغت (0.9589).
 - أثر القيمة السوقية المضافة (MVA): أظهرت نتائج الانحدار أن للقيمة السوقية المضافة أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة (V) وذلك بقيمة بلغت (0.001446) باحتمالية قدرها (0.0000) أي أقل من مستوى المعنوية 5%.
- تبيّن من خلال هذه النتائج أن للمؤشرات التقليدية للأداء المالي التي تمّ استخدامها في هذه الدراسة أثرا عكسيا على قيمة المؤسسات محل الدراسة، في حين كان للمؤشرات الحديثة للأداء المالي

ممثلة في هذه الدراسة بالقيمة السوقية المضافة أثرا إيجابيا. وهو ما يؤكد أن نتائج الدراسة أثبتت صحة الفرضيتين التي بنيت عليهما الدراسة.

5. خاتمة

موضوع قيمة المؤسسة لا زال يشكّل جدلا واسعا ومحل اهتمام كبير في أوساط الباحثين، وخاصة قيمة المؤسسات التي تكون مدرجة في البورصة، فهي تكون محصلة تأثير مجموعة من العوامل والتي من بينها الأداء المالي، وهو ما هدفت لتبينه هذه الدراسة. والتي انتهت إلى النتائج التي نوجزها في النقاط الآتية:

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للعائد على الموجودات (ROA) على قيمة المؤسسة (V) وذلك بـ0.01%؛
 - وجود أثر سلبي غير معنوي لنسبة التداول (LR) على قيمة المؤسسة (V) وذلك بنسبة -0.001%؛
 - وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للقيمة السوقية المضافة (MVA) على قيمة المؤسسة (V) بنسبة 0.001%.
- تأسيسا على ما سبق من نتائج والتي تعكس أثر المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي على قيمة المؤسسة، يمكن تقديم المقترحات التالية:
- التركيز على مؤشرات الأداء المالي الحديثة عند الإفصاح عن الأداء المالي في التقارير من طرف المؤسسات، وهو نفس ما يجب أخذه بعين الاعتبار من طرف المستثمرين أي عدم توجيه الاهتمام بدرجة كبيرة نحو المؤشرات التقليدية في تشخيص وضعية المؤسسة وتقييمها؛
 - العمل على التحسين المستمر للأداء المالي ولأداء المؤسسة بصفة عامة بما يخدم تحقيق الأهداف وجذب المستثمرين.

6. قائمة المراجع

1.6 المراجع باللغة العربية:

المؤلفات:

- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، (الجزائر العاصمة، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2004)

- مجدي الجعبري. التحليل المالي المتقدم، دار الحكمة للطباعة والنشر والتوزيع، (زهراء مدينة نصر، مصر، دار الحكمة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014)
- محمد أحمد عبد الله عبد القادر، و خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، (أبها، المملكة العربية السعودية، مطابع السروات، الطبعة الخامسة، 2017)
- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، : دار حامد للنشر والتوزيع، (عمّان، الأردن، دار حامد للنشر والتوزيع، 2010)
- نبيل بوفليح، دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، (الجزائر العاصمة، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2018)
- رجم نصيب، لمياء عماني، وسمية بن علي، تقييم المؤسسات: دروس وتطبيقات محلولة، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، (الجزائر العاصمة، الجزائر، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2018)

المقالات:

- إسماعيل سبتي، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي SCF دراسة حالة: مؤسسة ملبنة التل بسطيف للفترة 2014-2016. مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 11، العدد 03، 2017.
- هيثم عبد الخالق اسماعيل، و كريم فيروز الأعرجي علي،، ضريبة المبيعات وثرها على ربحية شركة الاتصالات باستخدام مرونة الطلب السعرية. مجلة كلية العلوم الاقتصادية الجامعة، عدد المجلد غير مذكور، العدد 67، 2022.
- كوثر رانيا رابحي، و ابراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 06، العدد 10، 2018.
- سعيد عبد الفتاح السرطاوي، و عيسى حسان عادل، التحليل المالي كأداة لتقييم الأداء المالي لشركات المساهمة الصناعية في فلسطين دراسة حالة: شركات الأدوية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين 2010-2017. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 02، 2019.

- فرماج عبد القادر، عصام بوزيد، و عبد الباقي بضيف، تأثير الأداء المالي على تكلفة التمويل: دراسة قياسية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية من 2010 إلى 2017. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 10، العدد 01، 2021.
- صفاء عبد الله معطي، و سالم بلحوصيل محمد أحمد، استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة 2013-2006. مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد 02، العدد 01، 2019.

الأطروحات:

- شهيناز بدرابي. (2015). تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية خلال الفترة 1980-2012 (أطروحة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، تلمسان: جامعة أبو بكر بلقايد، الجزائر.

2.6 المراجع باللغات الأجنبية:

- Gitman, L. J., & Chad, J. Z. (2010). Principles of managerial finance (Vol. 13). Londres, Royaume Uni: Pearson Education.
- Gujarati, D. (2011). Econometrics by examples. Londres, Royaume Uni: Palgrave macmilan.
- Ida, N., Bambang, S., Elen, P., & Robertus, B. (2021). Moderating effect of firm performance on firm value. "Problems and perspectives in management, 19(03).
- Maher, K., Gargouri, I., & Komlan, S. (2019). Fondements de la gestion financière. Québec, Canada: Chenelière Education.
- Musa, I. A. (2017). The Impact of the Financial Performance on Firm Value: Evidence from Developing countries. International journal of applied business and economic research, 15(16).
- Rahma, f. r., & Murdiyati, D. (2017). The Effect of Financial Performance and Environmental Performance on Firm Value with Islamic Social Reporting (ISR)

أثر مؤشرات الأداء المالي على قيمة المؤسسة
دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2009-2020

Disclosure as Intervening Variable in Companies Listed at Jakarta Islamic Index. SHS Web of conferences, 34.

- Sabol, A., & Sverer, F. (2017). A Review of The Economic Value Added Literature and Application. UTMS Journal of Economics, 08(01).
- Senja pertiwi, & Flourien, N. C. (2020). The Effect Of Financial Performance On Firm Value With Corporate Social Responsibility As a Moderating Variable. Indonesia college of economics.