

محددات خلق القيمة على مستوى المؤسسات المالية العاملة في الأردن - دراسة حالة البنك العربي خلال الفترة 2015-2020

Determinants of value creation in financial institutions operating in Jordan - a case study of Arab Bank during the period 2015-2020

فيلاي طارق¹

جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس - الجزائر

tf26101986@gmail.com

تاريخ النشر: 2023/11/11

تاريخ القبول: 2023/10/26

تاريخ الارسال: 2022/12/09

ملخص:

هدفت هذه الدراسة الى استقصاء العوامل المحددة لعملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات المالية العاملة في الأردن خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2015 و2020. بغية بلوغ اهداف الدراسة قام الباحث باخضاع كل من القوائم المالية وقائمة الدخل الخاصة بالبنك العربي والذي يعتبر من أقدم وأكبر البنوك التجارية الناشطة في السوق المالية الأردنية، الى عملية تحليل مالي بهدف احتساب مجموعة من المؤشرات المالية والمتمثلة في مؤشرات التوازن المالي اضافة الى نسب الربحية الخاصة بالبنك، ليتم لاحقاً حساب كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وكذا مؤشر القيمة السوقية المضافة.

خلصت الدراسة الى أنه يمكن اعتبار مؤشرات قياس الربحية المتمثلة في معدل العائد على الاصول، معدل العائد على الملكية ومعدل العائد على الموال المستثمرة، من بين المحددات الرئيسية لعملية خلق القيمة الاقتصادية على مستوى البنك محل الدراسة، في حين توصلت ذات الدراسة الى أن معدلات القيمة السوقية المضافة الخاصة بالبنك لا ترقى الى مستويات القيمة المضافة المحققة من طرف المؤسسات المالية الناشطة في الأسواق المالية المتقدمة.

الكلمات المفتاحية: قيمة مضافة، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأموال المستثمرة.

Abstract:

This study aimed to investigate the determinants of the value creation process at the level of financial institutions operating in Jordan during the period 2015-2020. In order to achieve the objectives of the study, the researcher subjected the financial statements of the Arab Bank to a financial analysis process in order to calculate a set of financial indicators represented in the indicators of financial balance in addition to the profitability ratios of the bank, then each of the market value-added and economic value-added indicators will be calculated.

The study concluded that the indicators for the profitability measurement, represented by the ROA, ROE and ROIC, can be considered as the main determinants of the process of creating value in our targeted company. The study concluded also that the level of market value added of the bank does not reach the levels of added value achieved by financial institutions operating in advanced financial markets.

Key words: Added value, ROA, ROE; ROIC.

مقدمة:

في ظل سعي الاقتصاديات النامية، وفي مقدمتها الأردن الى اقتصاديات الأسواق المالية والتخلي تدريجياً عن اقتصاديات الاستدانة، اتجهت أغلب المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية الى تبني مناهج جديدة لخلق القيمة الاقتصادية، حيث يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم أهداف السياسة المالية المتبعة على مستوى المؤسسة، فغالبا ما يسعى ملاك المؤسسة الى تحسين قيمة أسهمهم الا أن ذلك يمكن أن يتعارض مع قدرة المدير المالي لهذه الأخيرة على اختيار الهيكل المالي الأمثل بما يتناسب وامكانيات المؤسسة التمويلية ومدى قدرتها على التكيف مع معطيات الاقتصاد المتغيرة. وتبقى الأردن من بين الاقتصاديات التي عرفت تأخرا ملحوظا في عملية الانتقال من التمويل البنكي الى التمويل باللجوء الى عمليات الاكتتاب وفتح رأس المال، اضافة الى التمويل بعمليات القرض السندي. وجاءت هذه الدراسة لتبيان مدى امكانية تطبيق المناهج الحديثة لخلق القيمة السوقية، وذلك في ظل خصوصية رأسمال المؤسسات الحكومية من جهة، ضف الى ذلك اعتماد المؤسسات الاقتصادية العاملة في الأردن على التمويل البنكي بنسبة كبيرة في تغطية احتياجاتها التمويلية، من هذا المنطلق سيحاول الباحث الاجابة على الاشكالية التالية:

- هل يمكن اعتبار المؤسسات المالية العاملة في الأردن قادرة على خلق قيمة سوقية مضافة؟
- ما مدى مساهمة مؤشرات خلق القيمة في تحديد مستويات ربحية المؤسسات المالية العاملة في الأردن خلال الفترة 2015-2020-

2020؟

فرضيات الدراسة:

بغية الاجابة على تساؤلات الدراسة، قام الباحث بصياغة الفرضية التالية:

- تعتبر المؤسسات المالية العاملة في الأردن قادرة على تعظيم ثروة ملاكها من منظور خلق القيمة السوقية.
- يسهم مؤشر القيمة السوقية المضافة بشكل كبير في تحديد مستويات ربحية المؤسسات المالية العاملة في الأردن خلال الفترة

2015-2020؟

أهمية الدراسة:

تعود أهمية هذه الدراسة لمعالجتها موضوعا ذا أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، اذ يعتبر كل من موضوع خلق القيمة السوقية وقياس الأداء المالي من بين أهم العناصر التي يقوم عليها علم الادارة المالية الحديث، فاستخدام المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي أسهم بشكل كبير في تحديد الوضعية المالية الداخلية والخارجية للمنشأة، ضف الى ذلك تحديد مدى قدرتها على خلق قيمة مضافة على الصعيدين الداخلي والخارجي.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى:

- التعرف على مختلف مناهج خلق القيمة المستخدمة في المؤسسات الاقتصادية.
- تشخيص الوضعية المالية لعينة من المؤسسات الناشطة في القطاع المالي الأردني.
- تحديد مختلف العوامل المؤثرة على عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الاقتصادية.

منهجية الدراسة:

إعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف الجوانب النظرية المرتبطة بمحددات خلق القيمة المضافة وعملية قياس الربحية على مستوى المؤسسات الاقتصادية، كما تم الاعتماد في الجانب التطبيقي للدراسة على منهج دراسة الحالة وهذا بغية قياس مدى قدرة عينة من المؤسسات المالية الناشطة في الأردن على خلق قيمة سوقية واقتصادية مضافة خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2015 و2020.

الدراسات السابقة:

• دراسة صيفي وبن عمارة (2015):¹

سعت هذه الدراسة الى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك عن طريق تحديد مدى صحة تفسيره لعوائد الأسهم مقارنة بمجموعة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40. اشتملت الدراسة على عينة مكونة من 36 مؤسسة مدرجة في بورصة باريس. أثبتت نتائج الدراسة عدم قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عوائد الأسهم عكس القيمة السوقية الذي له قدرة أكبر مقارنة بجميع المؤشرات، وأما بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة فهي تساهم في قياس أداء المؤسسات من خلال قدرتها على خلق قيمة للمساهمين فهي تحتم بقياس كفاءة المدراء وقدرتهم على تعظيم الثروة.

• دراسة سويسسي ورمضاني (2017):²

هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل عام ومجمع صيدال بشكل خاص باعتباره شركة عمومية اقتصادية لصناعة الأدوية في الجزائر، على خلق قيمة اقتصادية وسوقية اضافية. اعتمدت المجموعة البحثية في هذه الدراسة على القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2015 ليتم بعد ذلك حساب كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، إضافة الى نسبة Tobin's Q. فخلصت الدراسة إلى أن مجمع صيدال حقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة لكل السنوات، وأن له قدرة على خلق ثروة للمساهمين وذلك ينطبق أيضا على مؤشر القيمة السوقية المضافة ونسبة Tobin's Q فهما يعكسان الأداء المقبول والربحية الجيدة للمجمع.

• دراسة Akgun et al (2018):³

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر مؤشرات القيمة المضافة الاقتصادية والقيمة المضافة السوقية على الأداء المالي والمحاسبي في شركات الاتصال وتكنولوجيا المعلومات في تركيا . تمثلت عينة الدراسة في 15 شركة مدرجة في بورصة اسطنبول للأوراق المالية. لبلوغ أهداف الدراسة قام الباحث بتحليل القوائم المالية وقائمة الدخل للشركات سابقة الذكر. توصلت الدراسة الى أن نماذج الدراسة تتمتع بقدرة تفسيرية عالية. كما خلصت ذات الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين متغير الدراسة التابع والمتغيرات المستقلة متمثلة في مؤشر القيمة السوقية، معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية تواليا.

• دراسة نايت عطية (2018):⁴

تسعى هذه الدراسة إلى إبراز فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية المتمثلة في: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات، وذلك للتعرف على أحسن مؤشر لقياس الأداء المالي، ومعرفة نوع العلاقة التي تربط القيمة الاقتصادية المضافة بالمؤشرات التقليدية وبالقيمة السوقية المضافة. تمت الدراسة على شركة خدمة الآبار التابعة لمجمع سونطراك خلال الفترة 2009-2016، توصلت هذه الدراسة من خلال المقارنة بين المؤشرات المذكورة إلى أن مستويات الأداء المالي الخاصة بالشركة محل الدراسة تعتبر مقبولة مقارنة بالمعدلات المحققة من طرف الشركات المنافسة، الا أن قدرة المؤسسة على خلق قيمة اقتصادية مضافة تبقى محدودة.

• دراسة بوزرية ويحياوي (2021):⁵

هدفت الدراسة الى تبيان مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي لمؤسسة Algal plus خلال الفترة 2016-2018. توصلت الدراسة إلى قياس القدرة العالية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة. كمت خلصت الدراسة الى عدم قدرة هذه الأخيرة على تعظيم قيمتها السوقية خلال فترة الدراسة، وهو ما تجسد في القيم السالبة المتحصل عليها لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، والتي عبرت عن حالة الهدم التي تعيشها المؤسسة والتي تهدد استمراريتها ونموها.

المحور الأول: الاطار المفاهيمي لخلق القيمة:

يثير موضوع خلق القيمة مجموعة من المشاكل على مستوى المؤسسات الاقتصادية، حيث يتربع هذا الأخير من بين الأهداف الرئيسية لوظيفة الادارة المالية. بناء على ذلك سيحاول الباحث في هذا الجزء من الدراسة ابراز الأطر المفاهيمية لعملية خلق القيمة من منظور داخلي وفق ما يعرف بالقيمة الاقتصادية المضافة، ليتم لاحقاً التعرّيج على مفهوم القيمة السوقية المضافة أي بالتركيز على البعد الخارجي لمفهوم القيمة.

أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة:

يرى العديد من الباحثين أنه حتى تكون للمؤسسة القدرة على خلق الثروة يجب أن تحقق أرباحاً أعلى من تكاليف رأس المال، ولقد تم تقديم هذا المفهوم تحت مسميات مختلفة بما في ذلك الربح المتبقي الذي يعتبر مؤشر داخلي للأداء، وجاءت بعده دراسة ستوارت لتقدم مؤشراً جديداً تمثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA. والذي يعتبر من أفضل البدائل لمؤشرات قياس الأداء المالي التقليدية، هذا بالإضافة الى قدرته العالية على قياس معدلات القيمة الاقتصادية المضافة.⁶ كما تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الثروة الاضافية التي حققتها المؤسسة في سنة معينة مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الديون والأموال الخاصة المستخدمة في تمويل الأصول الاقتصادية للمؤسسة خلال نفس الفترة.⁷

1- منهجية قياس القيمة الاقتصادية المضافة:

قبل تحديد قيمة المؤشر، وجب التطرق الى أهم العناصر المكونة للقيمة الاقتصادية، والتي يمكن ايجازها في النقاط التالية:

أ. صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT):

يمثل هذا العنصر مجموع الأرباح التشغيلية للشركة بعد خصم الضرائب لجميع المستثمرين، بما في ذلك المساهمين وحاملي الديون. يستخدم المحللون والمستثمرون هذا المؤشر كمقياس دقيق للربحية لمقارنة التطور التاريخي للنتائج المالية للشركة، وكذا مقارنة الشركة مع منافسيها في نفس القطاع. يتم حساب الربح التشغيلي بعد الضريبة وفق العلاقة التالية:

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة = إجمالي الأرباح التشغيلية × (1 - معدل الضريبة على الأرباح).

ب. التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC):

يعرف هذا العنصر على أنه الحد الأدنى لتكلفة مصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال الخاص بالمؤسسة. بعبارة أخرى هو المعدل الذي ينبغي على المؤسسة دفعه لكل من المساهمين والمقرضين على حد سواء. غالباً ما يخضع تحديد التكلفة الوسيطة لرأس المال الى عوامل خارجية متعلقة بالسياسات الاقتصادية الكلية وبالسوق المالي، ويمكن تحديد قيمة هذا العنصر وفق العلاقة التالية:

$$WACC = Ke \cdot \frac{E}{V} + Kd \cdot \frac{D}{V} \cdot (1-T)$$

حيث:

Ke: تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

T: معدل الضريبة على الأرباح.

V : إجمالي رأس المال (E+D)

Kd: تكلفة التمويل بالديون.

E: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

D: القيمة السوقية للدين.

ت. إجمالي الأموال المستثمرة:

يعبر عن هذا العنصر برأس المال الاقتصادي والذي يمكن حسابه وفق العلاقة التالية:

إجمالي الأموال المستثمرة = إجمالي الأصول - الخصوم المتداولة.

بعد تحديد مختلف مكونات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، يمكن تحديد قيمة هذا المؤشر كالتالي:

$$EVA=NOAPT-(WACC*CI)$$

حيث:

NOAPT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

CI: إجمالي الأموال المستثمرة.

كما يمكن أن حساب هذا المؤشر أيضا وفق العلاقة التالية:⁸

$$EVA= ROIC- (K_0*CI)$$

حيث:

ROIC: معدل العائد على الأموال المستثمرة.

K₀: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

CI: إجمالي الأموال المستثمرة.

2- استخدامات القيمة الاقتصادية المضافة:

- يسمح استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، في عملية قياس الربحية من تحقيق المزايا التالية:
- قياس مستويات الأداء الإداري، وهذا ما يمكن المساهمين من تكوين فكرة واضحة عن الحالة المالية للمؤسسة.
- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم مقاييس ربحية المشاريع التي تعتمده المؤسسة إنجازها، ومنه يمكن استخدام هذا المؤشر في المقاضلة بين المشاريع الاستثمارية.
- تأخذ هذه المقاربة بعين الاعتبار كل أنواع التكاليف، بما في ذلك تكلفة رأس المال السهمي، والتي تتجاهلها مناهج قياس الأداء المالي التقليدية.⁹
- تركز القيمة المضافة الاقتصادية على مجمل التدفقات الاقتصادية، ولا تقتصر في تقييمها للأداء المالي للمؤسسات على التدفقات النقدية فقط.

- امكانية قياس نسبة نمو ثروة الملاك المتراكمة، من خلال التركيز على نسب السوق التي عادة ما تحملها المناهج التقليدية لقياس الأداء المالي.

ثانيا: مفهوم القيمة السوقية المضافة:

حسب ما جاء في دراسة ستوارت (1991) فان مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)، يعتبر في الحقيقة امتدادا عمليا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، والذي يمثل حسب ذات الدراسة معيارا أساسيا لتقييم الأداء المالي الخارجي لأي منشأة، أي بعبارة أخرى يقيس هذا الأخير امكانية نمو القيمة السوقية للمؤسسة، نتيجة لزيادة قيم مكونات رأس المال المتمثلة في حقوق الملكية والديون. ويمكن تحديد قيمة هذا المؤشر وفق العلاقة التالية:¹⁰

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للمؤسسة - القيمة الدفترية لاجمالي رأس المال.

كما يمكن تحديدها وفق مبدأ الاستحداث، أي بتعيين القيمة الاقتصادية المضافة الخاصة بكل سنة على حدى، وهذا كالتالي:¹¹

$$MVA = EVAt. (1 + WACC)^{-t}$$

حيث:

EVA: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

t: عدد الفترات.

المحور الثاني: عموميات حول الأداء المالي:

بعد التطرق الى مفهوم وآليات قياس القيمة المضافة ببعديها الداخلي والخارجي، ارتأى الباحث في هذا الجزء من الدراسة التطرق الى مفهوم ومؤشرات قياس الأداء المالي، وهذا في ظل ارتباط مفهوم خلق القيمة بعملية قياس ربحية الأنشطة التشغيلية والاستثمارية المنفذة من طرف المؤسسة.

أولا: مفهوم الأداء المالي ومؤشرات قياسه:

يمثل الأداء المالي جزءا أساسيا من مفهوم الأداء على مستوى أي منشأة اقتصادية، حيث يركز هذا الأخير على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى بلوغ الأهداف المالية للمنشأة، والمتمثلة أساسا في الأهداف التمويلية، الاستثمارية وتلك المتعلقة بتوزيع الارباح،

1-تعريف الأداء المالي:

يمكن تعريف الأداء المالي على أنه: الفرق بين القيمة المقدمة للسوق ومجموع القيم المستهلكة والمتمثلة في تكاليف مختلف الأنشطة.¹² واتفقت اغلب الدراسات على أن الأداء المالي يخضع لأربعة ابعاد رئيسة يمكن ايجازها كالتالي: الاستمرارية، المنافسة، الانتاجية والمردودية.¹³ كما يمكن اعتباره بمثابة الداعم الأساسي لمختلف أنشطة المؤسسة، وذلك بمساهمته في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، بما يساهم في تلبية احتياجات أصحاب المصالح (مساهمين، مسيرين، مقرضين...) وتحقيق أهدافهم.¹⁴

2- مؤشرات ومناهج قياس الأداء المالي:

يمكن في هذا الصدد التفرقة بين مؤشرات التوازن المالي، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأموال المستثمرة:

2-1 مؤشرات التوازن المالي:

أ. رأس المال العامل:

يمكن تعريف رأس المال العامل على أنه " فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة، بمعنى الحصة من الأموال الدائمة التي يمكن توجيهها لتمويل الأصول المتداولة " ¹⁵.

وبصفة أدق فهو ذلك الجزء من رؤوس الأموال الذي يتمتع بدرجة ضعيفة من الاستحقاق، والذي يصلح لتمويل جزء من عناصر الأصول التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يتم على أساسه تحديد مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. ويمكن حساب رأس المال العامل باتباع العلاقة التالية: ¹⁶.

• رأس المال العامل = موارد دائمة - إجمالي الأصول الثابتة.

ب. احتياجات رأس المال العامل:

تأخذ احتياجات رأس المال العامل مفهوما ذو طابع ديناميكي عكس ما نجد في رأس المال العامل، لأنها تتغير خلال السنة تبعا لتغير نشاط المؤسسة، فهي تبين احتياجات المؤسسة لرأس المال العامل في كل لحظة على طول دورة الاستغلال. ¹⁷. وينبغي على المؤسسة في دورة نشاطها "أن تغطي مخزونها وحقوقها بالديون قصيرة الأجل وإذا كان الفرق موجبا بين الطرفين فهو يعبر عن حاجة المؤسسة إلى موارد أخرى تزيد مدتها عن الدورة الواحدة". وعلى هذا الأساس يمكن تبيان طريقة حساب هذا المؤشر كالتالي: ¹⁸

• احتياجات رأس المال العامل = احتياجات دورية - موارد دورية.

ت. رصيد الخزينة:

يعتبر رصيد الخزينة على المدى قصير الأجل من أهم المؤشرات الدالة على التوازن المالي للمؤسسات الاقتصادية، إذ يعبر هذا المؤشر عن القيم سريعة التحويل إلى سيولة والتي تكون متاحة للمؤسسة في دورة استغلالها من أجل التصرف فيها فعليا. ويمكن حساب رصيد الخزينة بإتباع الطريقة التالية: ¹⁹

• رصيد الخزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل.

2-2 نسب قياس الربحية:

سيتم في هذا العنصر الاقتصار على تبيان أهم النسب المالية المحددة لربحية المنشأة، والمتمثلة في معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية (المردودية المالية)، معدل العائد على الأموال المستثمرة (المردودية الاقتصادية).

أ. معدل العائد على الأصول:

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة أصول الشركة في توليد إيرادات نقدية، عادة ما تحوز هذه النسبة على اهتمام المسيرين إذ تبين هذه الأخيرة العائد النقدي لكل وحدة نقدية مستثمرة من إجمالي أصول المؤسسة، ويمكن ترجمة هذه النسبة في الصيغة التالية: ²⁰

معدل العائد على الأصول = النتيجة الصافية / متوسط إجمالي الأصول.

ب. معدل العائد على حقوق الملكية:

يعبر هذا المقياس عن مدى جودة استخدام الشركة لحقوق الملكية الخاصة بما لتوليد الأرباح، إذ غالبا ما تحوز هذه النسبة على اهتمام المساهمين، نظرا لقدرتها على حساب القيمة المضافة لأنشطة المؤسسة انطلاقا من هيكل مالي قائم على حقوق الملكية فقط، ويمكن ترجمة هذه النسبة وفق الشكل التالي: ²¹

معدل العائد على حقوق الملكية = النتيجة الصافية / إجمالي حقوق المساهمين.

ت. معدل العائد على الأموال المستثمرة:

تقيس هذه النسبة العلاقة بين صافي الدخل المتأتي من مختلف أنشطة الشركة والتكاليف الناتجة عن استثمار أموال المؤسسة. كما يمكن استخدام هذا المؤشر كمقياس لتقييم كفاءة الاستثمار أو لمقارنة كفاءات العديد من الاستثمارات المختلفة. ويمكن تحديد هذه النسبة وفق الشكل التالي:

معدل العائد على الأموال المستثمرة = (العوائد المتأتية من الاستثمار - تكاليف الاستثمار) / تكاليف الاستثمار.

المحور الثالث: محددات خلق القيمة على مستوى المؤسسات المالية العاملة في الأردن خلال الفترة 2015-2020:

3-1 الاطار العام للدراسة التطبيقية:

أ. عينة الدراسة:

تم اختيار واحد من بين أقدم البنوك التجارية الحكومية في الأردن كعينة للدراسة. تأسس هذا البنك سنة 1930، كما بلغ رأسماله سنة 2018 ما يقرب من 8,7 مليار دولار أمريكي²². خدمة لمتطلبات الدراسة تم اخضاع القوائم المالية وقائمة الدخل الخاصة بالبنك العربي (Arab bank)، الى عملية تحليل مالي، وهذا بغية تحديد مختلف العوامل الداخلة في عملية خلق القيمة الاقتصادية والسوقية على مستوى هذه المؤسسة المالية، وقد تم اختيار هذه المؤسسة نظرا لقدمها وكبر رأسمالها من جهة، ضف الى ذلك سهولة الحصول على معلوماتها المالية والمحاسبية بحكم ادراج أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE).

ب. منهجية الدراسة:

تم اتباع أسلوب دراسة الحالة، حيث تم اللجوء الى الميزانيات المحاسبية وجداول حسابات النتائج الخاصة بالبنك العربي خلال الفترة الممتدة بين 2015-2020، والتي تم تحصيلها مباشرة من الموقع الالكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية. أما فيما يخص متغيرات الدراسة فقد سعى الباحث الى حساب العوامل المساهمة في عملية خلق القيمة، والتي تم حصرها في: مؤشرات التوازن المالي، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأموال المستثمرة.

3-2 عرض وتحليل نتائج الدراسة:

قبل الشروع في تحديد العوامل المساهمة في خلق القيمة الاقتصادية والسوقية على مستوى المؤسسة محل الدراسة، وجب احتساب مختلف المؤشرات المحددة لربحية وأداء هذه الأخيرة، وذلك وفق الترتيب التالي:

أولاً: نتائج مؤشرات التوازن المالي:

يتضمن الجدول رقم (01) عرضاً لأهم نتائج مؤشرات التوازن المالي الخاص بالبنك العربي خلال فترة الدراسة²³:

الجدول 01: مؤشرات التوازن المالي الخاصة بالبنك العربي خلال الفترة 2015-2020:

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان (مليون دينار أردني)
22526,6	17661,05	18657	14627,25	12753,45	9297,45	رأس المال العامل الاجمالي
21589,35	15072,61	16158,9	11281,34	9994,24	4093,1	احتياج رأس المال العامل الاجمالي

937,25	2588,44	2498,1	3345,91	2759,21	5204,35	الخزينة الصافية
--------	---------	--------	---------	---------	---------	-----------------

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المالية والمحاسبية الخاصة بالبنك العربي.

من الجدول السابق يتبين لنا أن المؤسسة محل الدراسة تتمتع بوضعية مالية جيدة، وهو ما يتجسد في التطور الايجابي لمؤشر رأس المال العامل، نتيجة لزيادة قيمة الشريحة الأولى لرأس المال والمتمثلة في رأس المال الأساسي، وهذا بفعل التزام البنك العربي بتطبيق مقررات اتفاقية بازل الثالثة، بعد تعديل الحدود الدنيا لمتطلبات رأس المال، مما يدل على تحكم مسيري البنك في عملية ادارة الأصول والخصوم خلال فترة الدراسة، أما فيما يخص احتياجات رأس المال العامل، فاننا نلاحظ تزايد قيم هذا المؤشر خلال فترة الدراسة كنتيجة لتوسيع خطوط الائتمان الممنوحة للعملاء في المدى قصير الأجل وهذا رغبة من البنك في مواجهة المنافسة التي عرفها القطاع المالي في الأردن خلال هذه الفترة. الا أن مصداقية هذا المؤشر تبقى محدودة نوعا ما فيما يخص تقييم الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية.

ثانيا: نسب قياس الربحية:

يتضمن الجدول رقم (02)، ملخصا بأهم نسب قياس الربحية الخاص بنشاطات البنك خلال فترة الدراسة، والمتمثلة في معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأموال المستثمرة:

الجدول 02: نسب الأداء المالي الخاصة بالبنك العربي خلال الفترة 2015-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
13,64%	12,42%	14,53%	13,22%	12,62%	12,46%	معدل العائد على الأصول
30,03%	33,50%	31,98%	35,67%	29,52%	19,68%	معدل العائد على حقوق الملكية
25,33%	27,51%	26,97%	29,30%	24,24%	21,50%	معدل العائد على الأموال المستثمرة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المالية والمحاسبية الخاصة بالبنك العربي.

بعد الاطلاع على نتائج الجدول السابق يتبين لنا أن البنك العربي قد حقق معدلات أداء مالية مقبولة، في ظل الاطلاع على نفس النسب المحققة من طرف البنوك المنافسة من جهة، وحتى اذا قورنت نتائج سنة 2019 مع السنوات السابقة فنجد أن البنك محل الدراسة قد حقق تطورا ايجابيا في نسب قياس الربحية، مما يدل على تحسن الأداء المالي لهذا الأخير. كما نلاحظ ان معدلات المردودية الاقتصادية (معدل العائد على الأموال المستثمرة) اذا ما قورنت بمعدل العائد على الأصول تعتبر مقبولة الى حد كبير، في حين تقل هذه المستويات عند مقارنتها مع معدلات العائد على حقوق الملكية وهذا ما يدل على عدم امكانية استفادة البنك محل الدراسة من أثر الرافعة المالية، نتيجة لعدم قدرة البنك نظريا على تغطية أتعاب الدين.

ثالثا: قياس معدلات خلق القيمة الاقتصادية:

تبعاً لما تم ذكره في الجانب النظري فيما يخص طريقة الحساب، فإن القيمة الاقتصادية المضافة تتحدد كالتالي:

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

حيث:

ROIC: معدل العائد على الأموال المستثمرة.

CI: رأس المال المستثمر.

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

وبغية حساب القيمة الاقتصادية المضافة، المحققة من طرف البنك محل الدراسة خلال الفترة الممتدة بين سنة 2015 و2020، سيتم اتباع المنهجية التالية:

أ. معدل العائد على الأموال المستثمرة:

تم تحديد قيمة هذه النسبة، انطلاقاً من العلاقة التالية:

معدل العائد على الأموال المستثمرة = (النتيجة الصافية للدورة - توزيعات الأرباح) / إجمالي الأموال المستثمرة (ديون + حقوق الملكية).

الجدول 03: طريقة تحديد قيم معدل العائد على الأموال المستثمرة

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان (مليون دينار أردني)
4759,69	4192,825	4740,42	4175,85	3216,45	3092,22	النتيجة الصافية
18790,72	15241,094	17576,64	14252,047	13269,18	14349,04	إجمالي الأموال المستثمرة (ديون + حقوق الملكية)
25,33	27,51	26,97	29,30	24,24	21,50	معدل العائد على الأموال المستثمرة (%)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول رقم 1 و2.

يبين الجدول السابق طريقة تحديد قيم معدل العائد على الأموال المستثمرة (ROIC) خلال الفترة 2015-2020، حيث نلاحظ ارتفاع قيم هذا المؤشر بصفة تدريجية ابتداء من سنة 2015 الى غاية سنة 2017 لينخفض المؤشر مرة أخرى سنة 2018 نتيجة لانخفاض مستويات نشاطات الاقراض، لتعرف سنة 2020 انخفاضا أكبر في حجم النشاط نتيجة لتبعيات أزمة كوفيد 19، حيث انخفضت نشاطات الاقراض في هذه الفترة بشكل محسوس.

ب. إجمالي الأموال المستثمرة:

يتشكل هذا العنصر من مكونات الهيكل المالي للبنك العربي خلال الفترة 2015-2020، حيث يمكن تبيان هذه العناصر في الجدول الموالي:

الجدول 04: مكونات الأموال المستثمرة للبنك محل الدراسة خلال الفترة 2015-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان (مليون دينار أردني)
10898,61	8839,83	10194,45	8266,18	7696,12	8322,44	حقوق الملكية
7892,1	6401,3	7382,2	5985,9	5573,1	6026,6	إجمالي الديون طويلة الأجل
18790,72	15241,094	17576,64	14252,047	13269,18	14349,04	إجمالي الأموال المستثمرة (CI)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المالية والمحاسبية الخاصة بالبنك العربي.

يبين الجدول السابق تركيبة الهيكل المالي للبنك محل الدراسة، حيث تمثل حقوق الملكية ما نسبته 58% من إجمالي الأموال المستثمرة، في حين تقدر نسبة الديون طويلة الأجل بحوالي 42% من إجمالي الموال المستثمرة، كنا نلاحظ انخفاضا تدريجيا في قيمة الديون خاصة في سنة 2016، وهذا راجع الى لجوء البنك محل الدراسة الى عملية رسملة سوقية تم فيها طرح ما يمثل 45% من الأسهم المتداولة.

ت. التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال:

تم الاعتماد على الصيغة الموالية في تحديد التكلفة الاجمالية لمصادر التمويل الخاصة بالبنك محل الدراسة:

$$WACC = K_e \cdot \frac{E}{E+D} + K_d \cdot \frac{D}{E+D} \cdot (1-T)$$

حيث:

K_e : تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

T : معدل الضريبة على الأرباح.

K_d : تكلفة التمويل بالديون.

E : القيمة السوقية لحقوق الملكية.

D : القيمة السوقية للدين.

بغية حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الخاصة بالبنك محل الدراسة، تم الاعتماد على المعلومات المالية المصرح بها من قبل البنك على مستوى سوق عمان للأوراق المالية. فيما يخص تكلفة الديون طويلة الأجل فقد تم الاعتماد على متوسط تكاليف إعادة التمويل على مستوى السوق المالي، أما فيما يخص تكلفة الأموال الخاصة فقد تم تحديد قيم هذا العنصر بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، وهذا وفق العلاقة التالية:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

حيث:

K_e : تكلفة التمويل بالأموال الخاصة.

R_m : معدل العائد الخاص بمحفظة السوق.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β : مقياس المخاطرة النظامية.

تم تحديد قيم بيتا الخاص بالبنك بالاعتماد على نموذج مودلياني وميلر الذي حقق العلاقة القائمة بين قيمة مؤسسة اعتمدت على الرفع المالي، حيث تمثل نسبة $(1-T)$ مقدار الوفرة الضريبية التي يستفيد منها البنك نتيجة للجوءه الى عملية الاستدانة، بناء على ما سبق يمكن تحديد قيمة البيتة الخاصة بالبنك محل الدراسة وفق العلاقة التالية:

$$L\beta = U\beta \cdot (1 + (1 - T) \cdot D/E)$$

حيث:

$L\beta$: مقياس المخاطرة النظامية لمؤسسة يعتمد هيكلها المالي على الديون والأموال الخاصة.

$U\beta$: مقياس المخاطرة النظامية لمؤسسة يعتمد هيكلها المالي على الأموال الخاصة فقط.

T : معدل الضرائب على الأرباح (ضرائب الشركات).

D/E : نسبة الديون الى حقوق الملكية.

يبين الجدول رقم (05)، تكلفة الأموال الخاصة بالبنك العربي خلال الفترة 2015-2020 والمحددة وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الا أنه وجب التذكير أن معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) تم تحديده بناء على قيم سندات الخزينة الحكومية للفترة الخاصة ب7 سنوات، والتي قدرت ب4,6%. كما قدرت معدلات العائد الخاص بمحفظة السوق بناء على المعطيات المالية المحصلة من الموقع الالكتروني لسوق عمان المالي خلال الفترة سابقة الذكر.

الجدول 05: تكلفة الأموال الخاصة على مستوى البنك العربي

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	Rf
1,43	0,76	0,42	0,43	0,38	0,35	Beta
1,8%	5,7%	5%	4,6%	4,1%	3,6%	Rm
0,60%	5,44%	4,77%	4,60%	4,41%	4,25%	تكلفة الأموال الخاصة (Ke)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المالية والمحاسبية الخاصة بالبنك العربي.

بعد تحديد تكلفة حقوق الملكية الخاصة ببنك العربي، خلال فترة الدراسة تبقى لنا تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال، وذلك وفق الجدول الموالي:

الجدول 06: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال الخاصة بالبنك العربي

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
0,60%	5,44%	4,77%	4,60%	4,41%	4,25%	تكلفة الأموال الخاصة
5%	5%	5%	5%	5%	5%	تكلفة الديون
58%	58%	58%	58%	58%	58%	E/E+D
42%	42%	42%	42%	42%	42%	D/E+D
0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	(1-T)
2,03%	4,84%	4,45%	4,35%	4,24%	4,15%	(WACC)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المالية والمحاسبية الخاصة بالبنك العربي.

تم اعداد الجدول السابق بناء على معطيات الجدول رقم (05) اضافة الى المعلومات الخاصة بسوق عمان للأوراق المالية، اين تم تحديد التكلفة المرجحة للديون (قروض سنديّة وقروض بنكية) بمعدل 05% سنويا، كما قدرت القيمة الحالية لمعدل الضرائب على ارباح الشركات في الأردن بـ 20% سنويا. ونلاحظ من الجدول السابق تقارب قيم التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال الخاص بالبنك محل الدراسة وقيم تكلفة الأموال الخاصة باستثناء نتائج سنة 2020. من جهة أخرى نلاحظ ارتفاع تكلفة الديون مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة، وهذا ما يمكن أن يعزى الى درجة الكفاءة العالية لسوق عمان المالي، الأمر الذي أدى الى انخفاض تكاليف عمليات الاكتتاب، غير أن هذه النتيجة تناقض مخزجات بعض النظريات المفسرة للهيكل المالي، والتي تنص على ان التكلفة الوسيطة لرأس المال غالبا ما تكون محصورة بين تكلفة الديون طويلة الأجل وتكلفة الأموال الخاصة.

ث. تحديد القيمة الاقتصادية المضافة:

بعد تحديد مختلف العناصر المكونة للقيمة الاقتصادية المضافة، سيتم حساب هذا المؤشر وفق الشكل التالي:

الجدول 07: نتائج خلق القيمة الاقتصادية الخاصة بالبنك العربي خلال الفترة 2015-2020

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
معدل العائد على الأموال المستثمرة	21,50%	24,24%	29,30%	26,97%	27,51%	25,33%
التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC)	4,15%	4,24%	4,35%	4,45%	4,84%	2,03%
اجمالي الأموال المستثمرة	14349,04	13269,18	14252,047	17576,64	15241,094	18790,72
القيمة الاقتصادية المضافة (مليون دينار اردني)	2489,55	2653,83	3555,88	3958,25	3455,15	4378,23

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة.

بعد الاطلاع على نتائج الجدول السابق يتبين لنا قدرة البنك محل الدراسة على توليد قيمة اقتصادية مضافة بشكل متزايد، وهذا راجع في الأساس الى انخفاض التكلفة الوسيطة المرجحة مقارنة بمعدلات العائد على الأموال المستثمرة أو ما يعرف اختصاراً بالمرودية الاقتصادية، وهذا ما يعني تبني البنك لنظم ادارية جيدة مكنته من تحسين الأداء المالي على المستوى الداخلي، ومنه المساهمة في تعظيم العوائد الاقتصادية للبنك.

الشكل 01: تطور قيم القيمة الاقتصادية المضافة للبنك العربي خلال الفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 07.

يبين الشكل السابق تطور القيمة الاقتصادية المضافة التي قام البنك محل الدراسة بخلقها خلال الفترة الممتدة بين 2015-2020، حيث نلاحظ ارتفاعاً مستمراً في هذا المؤشر وهو ما يدل على تبني نظم ادارية جيدة ساهمت في رفع راس المال الاقتصادي للبنك.

رابعا: قياس معدلات خلق القيمة السوقية:

بعد التأكد من مستويات الأداء المالي على المستوى الداخلي، سيقوم الباحث في هذه المرحلة بتحديد مدى قدرة البنك محل الدراسة على توليد قيمة سوقية مضافة. بغية حساب مؤشر القيمة السوقية المضافة سيتم اتباع المنهجية التالية:

سيتم الاعتماد على طريقة استحداث القيمة الاقتصادية المضافة بالنسبة لكل سنة على حدى، وذلك وفق العلاقة التالية:

$$MVA = EVA \cdot (1 + WACC)^{-t}$$

حيث:

EVA: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال. t: عدد الفترات.

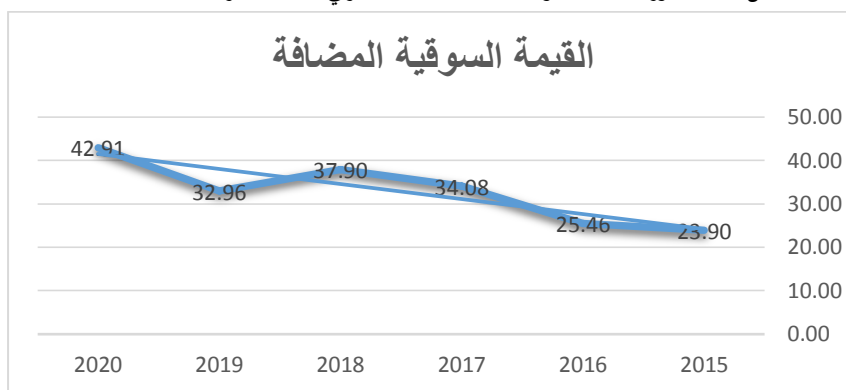
الجدول 08: نتائج خلق القيمة السوقية الخاصة بالبنك العربي خلال الفترة 2015-2020

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
القيمة الاقتصادية المضافة	2489,55	2653,83	3555,88	3958,25	3455,15	4378,23
(1+ WACC)	1,0415	1,0424	1,0435	1,0445	1,0484	1,0203
القيمة السوقية المضافة (مليون دينار أردني)	2390,35	2545,88	3407,65	3789,61	3295,64	4291,12

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 07.

بعد جمع قيم مختلف سنوات الدراسة، نجد أن إجمالي القيمة السوقية المضافة للبنك العربي قد قدر ب 19720,26 مليون دينار أردني، وهو ما يمكن اعتباره رقما معتبرا، غير أن مقارنة هذه القيمة بإجمالي الرسالة السوقية للبنك والذي قدر ب 314632,8 مليون دينار أردني، يبين أن مستويات خلق القيمة السوقية يبقى ضعيفا إذا ما قورن بالمؤسسات المالية الناشطة في الأسواق المالية المتقدمة، حيث قدرت نسبة خلق القيمة السوقية المضافة ب 6,27%.

الشكل 02: تطور القيمة السوقية المضافة للبنك العربي خلال الفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 08.

يبين الشكل السابق تطور القيمة السوقية المضافة التي قام البنك محل الدراسة بخلقها خلال الفترة الممتدة بين 2015-2020، حيث نلاحظ ارتفاعا مستمرا في هذا المؤشر، وهذا ما يعتبر انعكاسا لتحسن القيمة الاقتصادية المضافة المحققة من طرف البنك العربي خلال فترة الدراسة.

4. خاتمة:

حاول الباحث من خلال هذه الورقة البحثية، تحديد مدى قدرة المؤسسات المالية العاملة في الأردن ممثلة في البنك العربي على خلق قيمة مضافة سواء تعلق المر بالمستوى الداخلي من خلال احتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة او على مستوى السوق المالي من خلال احتساب مؤشر القيمة السوقية المضافة، وذلك خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2015 و 2020. وفي اطار ذلك تم اللجوء الى المعطيات المالية والمحاسبية للبنك محل الدراسة والمنشورة على مستوى الموقع الالكتروني لسوق عمان للأوراق المالية (Amman stock exchange). وقد تم اخضاع هذه البيانات الى عملية تحليل مالي، حتى يتمكن الباحث من تقييم الوضعية المالي للبنك خلال فترة الدراسة، اضافة الى سعي الباحث مدى قدرة البنك محل الدراسة على خلق قيمة اقتصادية وسوقية مضافة.

خلصت الدراسة الى النتائج التالية:

- تمكن البنك محل الدراسة خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2015 و 2020 من تحقيق قيمة اقتصادية مضافة، بشكل متزايد، وهذا راجع لاعتماد الهيكل المالي الخاص بالبنك على حقوق الملكية من جهة، إضافة الى انخفاض التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال. وتأتي هذه النتيجة الايجابية بالرغم من معاناة البنك من انخفاض النتيجة التشغيلية نتيجة لتذبذب مستويات النشاط التمويلي نتيجة لمخلفات أزمة كوفيد 19، حيث توقف البنك عن الخدمة لفترة قاربت الشهر.
- حقق البنك نتائج جيدة فيما يخص مستويات الأداء المالي، وهذا ما تجسد في التطور الايجابي لمؤشرات التوازن المالي، حيث سجل البنك قيمة موجبة لرأس المال العامل نتيجة لكبر حجم الموارد الدائمة التي يعتمد عليها هذا الأخير في تمويل أصوله الثابتة.
- فاقت النتائج الخاصة بنسب الربحية الحدود المسموح بها من قبل السلطات الرقابية المتمثلة في البنك المركزي الأردني، خاصة فيما تعلق بمعدل العائد على حقوق الملكية، حيث فاقت قيم هذا المؤشر والتي بلغت: 19,68%، 29,52%، 35,67%، 31,98%، 33,50% و 30,03% على التوالي، تكلفة الأموال الخاصة أو ما يعرف بمعدل العائد المطلوب من المستثمرين والتي قدرت بدورها ب: 4,25%، 4,41%، 4,60%، 4,77%، 5,44%، 0,60% على التوالي.
- يمكن اعتبار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من بين أكثر مناهج التشخيص المالي دقة، وهذا لاعتماده على مفهوم الربح الاقتصادي عوضاً عن الربح المحاسبي من جهة، ضف الى ذلك اعتماده على مبدأ التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال وهذا ما يراعي اختلاف الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية.
- عدم قدرة المؤسسة على خلق قيمة سوقية مضافة، وهذا بالرغم من تحسن قيم هذا المؤشر الا أن الأداء المالي الخارجي للبنك محل الدراسة لم يرقى بعد الى المعدلات المحققة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الناشطة على مستوى الأسواق المالية المتقدمة، حيث مثلت القيمة السوقية المضافة، ما نسبته 6,27%، من اجمالي الرسمة السوقية للبنك (Market Cap).

قائمة المراجع:

1. باللغة العربية:

- بونخلخال خالد سيف الاسلام، بن ثابت علال، قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة- دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، 12 (01)، 2021، ص ص 143-160.
- حسنية صفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة- دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر cac 40 خلال الفترة 2008-2013. مجلة الباحث، المجلد 15، 2015، ص ص 179-190.
- رشيد بوزرية، سمير بجاوي، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسة Algal plus بالمسيلة. مجلة العلوم الادارية والمالية، 05 (01)، 2021، ص ص 204-222.
- سحنون أمال، دور ادوات التحليل المالي في قياس الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة حضنة الحليب، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 14 (01)، 2021، ص ص 634-650.
- عبد الوهاب دادن ، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة الاقتصاد والتنمية، العدد 04، 2015، ص ص 48-69.
- عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية. دراسات العدد الاقتصادي، 05 (02)، 2014، ص ص 29-57.
- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- مريم نايت عطية، محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقاً لفرع نشاطها الصناعي. دراسة تطبيقية للفترة 2011-2014. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 05 (01)، 2018، ص ص 710-738.
- الهواري سويسي، حميدة رضاني، قياس اداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة-دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، 10 (02)، 2017، ص ص 795-820.

2. باللغة الأجنبية:

- Ali Ihsan Akgun, Famil Samiloglu, Ali Osman Oztop, the Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2018, 8(4), 105-112.
- G. Melyon, G, *Gestion financière, 4 eme éd, edition Breal, Paris, 2007.*
- P. Vizzavona, *Gestion financière et marchés financiers, édition Atol, Paris, 1996.*
- Ramana, D. (2005). *Market value added and economic value added: some empirical evidences. 8th capital markets conference. Mumbai: Indian institute of capital markets paper, 15 pages.*
- S. Parienté, *analyse financière et évaluation d'entreprise- méthodologie, diagnostic, prix d'offre, édition Pearson, paris, 2013.*
- <https://www.arabbank.com/mainmenu/home/investor-relations/financial>.

الهوامش:

- ¹ حسنية صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة- دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر cac 40 خلال الفترة 2008-2013. مجلة الباحث، المجلد 15، 2015، ص ص 179-190.
- ² الهواري سويسي، حميدة رمضان، قياس اداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة-دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، 10(02)، 2017، ص ص 795-820.
- ³ Ali Ihsan Akgun, Famil Samiloglu, Ali Osman Oztop, the Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2018, 8(4), 105-112.
- ⁴ مريم نايت عطية، محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي. دراسة تطبيقية للفترة 2011-2014. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 05(01)، 2018، ص ص 710-738.
- ⁵ رشيد بوزرية، سمير بجاوي، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسة Algal plus بالمسيلة. مجلة العلوم الادارية والمالية، 05(01)، 2021، ص ص 204-222.
- ⁶ حسنية صيفي، نوال بن عمارة، مرجع سبق ذكره، ص 181.
- ⁷ مريم نايت عطية، مرجع سبق ذكره، ص 717.
- ⁸ بوخلخال خالد سيف الاسلام، بن ثابت علال، قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة- دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، 12 (01)، 2021، ص 149.
- ⁹ عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية. دراسات العدد الاقتصادي، 05(02)، 2014، ص 34.
- ¹⁰ الهواري سويسي، و حميدة رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 805.
- ¹¹ Ramana, D. (2005). *Market value added and economic value added: some empirical evidences. 8th capital markets conference. Mumbai: indian institute of capital markets paper, p 03.*
- ¹² عبد الوهاب دادن ، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة الاقتصاد والتنمية، العدد 04، 2015، ص 50.
- ¹³ سحنون أمال، دور ادوات التحليل المالي في قياس الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة حضنة الحليب، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 14(01)، 2021، ص 638.
- ¹⁴ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 45.
- ¹⁵ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 63.
- ¹⁶ P. Vizzavona, *Gestion financière et marchés financiers, édition Atol, Paris, 1996, p 146.*
- ¹⁷ S. Parienté, *analyse financière et évaluation d'entreprise- méthodologie, diagnostic, prix d'offre, édition Pearson, paris, 2013, p29.*
- ¹⁸ P. vizzavona, *op.cit, p 148.*
- ¹⁹ S. Parienté, *op.cit, p 92.*
- ²⁰ G. Melyon, G, *Gestion financière, 4 eme éd, edition Breal, Paris, 2007, p 59.*
- ²¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 74.
- ²² باحساب رأس مال كل الفروع والمؤسسات المالية التابعة.
- ²³ <https://www.arabbank.com/mainmenu/home/investor-relations/financial>.