جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم

"دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)"

من إعداد الطالبة : صليحة حجاج

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :26 ماي 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/ عبد الباقي بضياف	(أستاذ مساعد "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
د/ محمد زرقون	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
أ/ سعيد هتهات	(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم

"دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)"

من إعداد الطالبة : صليحة حجاج

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :26 ماي 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/ عبد الباقي بضياف	(أستاذ مساعد "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
د/ محمد زرقون	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
أ/ سعيد هتهات	(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015

* الإهداء *

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى الوالدين الكرمين راجية من الله عز وجل أن يطيل في عمرهما ويغفر لهما ويرحمهما ويرزقهما العافية كما ربياني وسعيا من أجل نجاحي وسعادتي في الحياة.

إلى دفئ البيت وسعادته إخوتي وأخواتي حماهم الله وبارك فيهم.

إلى كل من يحمل لقب حجاج وغربي.

إلى رفيقات دربي : نوال، صليحة، إيمان، حليمة،حليمة، إكرام، كنزة، رانيا، كلثوم، فتيحة وهاجر.

إلى زملاء دفعة 2015-2016 ماستر مالية المؤسسة.

إلى كل من سعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي.

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع، وأسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء والحمد آمين.

"اللهم انفعنا بما علمتنا وانفع غيرنا بعلمنا"

* الشكر *

أشكر الله الذي وهبني نعمة العلم ووفقني على إنجاز هذا العمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف الدكتور **محمد زرقون** على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة، حفظه الله ورعاه.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان للأساتذة الكرام : محمد الهاشمي حجاج، اسماعيل بن قانة، عبد الرؤوف حجاج، رشيد مناصرية وعبلة مخرمش على توجيهاتهم القيمة، حفظهم اللهم ورعاهم.

كما أتوجه بجزيل الشكر لكل من ساعدني من قريب أو بعيد لإتمام هذا العمل وأخص منهم بالذكر : صليحة غربي، محي الدين طرفاوي ومحمد حقيقة، حفظهم الله ورعاهم.

كما لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر والاحترام لأعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات حول هذا العمل المتواضع، حفظهم الله ورعاهم.

إلى كل هؤلاء أدعو الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة

والحمد الله رب العالمين.

"عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"

ملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROE & ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA & MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015)، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وكذا اختبارات الاستقرارية واختبار BDS لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 9 & Spss 23

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الاداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44.6 في المائة، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30 في المائة لعوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية : أداء مالي، مؤشرات تقليدية، مؤشرات حديثة وعائد السهم.

Abstract:

The present study aimed at testing the ability of traditional financial performance indicators (ROE & EVA) in comparison with recent financial performance indicators (EVA & MVA) in interpreting stock returns. The sample study comprised 30 institutions involved in Qatar market securities during (2010 – 2015). A correlation matrix as well as multi and simple linear regression, stationary tests and BDS tests to check the low level efficiency by basing on the two statistical programs EVIEWS9.0& SPSS23.

The study concluded that there is a reciprocal relationship between the all the studied traditional and recent indicators of financial performance and stock revenues in which the interpretation rate reached 44.6 per cent comparing with recent indicators where the interpretation rate not exceeding 30 per cent of stock revenues. The study also concluded that Qatar market is not efficient on the low level.

Keywords: financial performance, traditional indicators, recent indicators and stockrevenues.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	الصفحة
الإهداء	III
الشكر	IV
ملخص	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال البيانية	VIII
قائمة الاختصارات والرموز	IX
قائمة الملاحق	X
المقدمة	أ
الفصل الأول : مدخل حول الأداء المالي وعوائد الأسهم	01
المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وعوائد الأسهم	03
المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأداء المالي وعوائد الأسهم	11
الفصل الثاني : اختبارقدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر	20
المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة	22
المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج	29
الخاتمة	55
المصادر والمراجع	59
الملاحق	65
الفهرس	73

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول 1.1	مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي	09
الجدول 2.1	مقارنة بين الدراسات السابقة العربية	15
الجدول 3.1	مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية	16
الجدول 1.2	طريقة حساب متغيرات الدراسة	27
الجدول 2.2	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة	30
الجدول 3.2	مصفوفة الارتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم	31
الجدل 4.2	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي	33
الجدل 5.2	نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية	34
الجدول 6.2	نتائج اختبار وايت العادي	34
الجدول 7.2	نتائج التقدير الأمثل للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي	36
الجدول 8.2	مصفوفة الارتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم	39
الجدول 9.2	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي	40
الجدول 10.2	نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية	41
الجدول 11.2	نتائج اختبار ARCH	42
الجدول 12.2	نتائج التقدير الامثل للعائد على السهم بدلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة	43
الجدول 13.2	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	46
الجدول 14.2	نتائج اختبار ADF	47
الجدول 15.2	نتائج اختبار pp	47
الجدول 16.2	نتائج اختبار KPSS	48
الجدول 17.2	نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة قطر	49
الجدول 18.2	نتائج إحصائية BDS	50

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل 1.2	تطور المؤشر العام لبورصة قطر للفترة (2010-2015)	23
الشكل 2.2	تطور إدراج الشركات في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (1995-2015)	24
الشكل 3.2	نمو القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2010-2015)	24
الشكل 4.2	توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات	25
الشكل 5.2	التمثيل النقطي لعوائد الأسهم TSR بدلالة المؤشرات التقليدية ROE & ROA	32
الشكل 6.2	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	35
الشكل 7.2	التمثيل النقطي لعوائد الأسهم TSR بدلالة المؤشرات التقليدية EVA & MVA	40
الشكل 8.2	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	42
الشكل 9.2	تطور مؤشر بورصة قطر خلال الفترة الشهرية (2010-2015)	45
الشكل 10.2	تطور الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	58

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار	المصطلح باللغة الاجنبية	المصطلح باللغة العربية
AEVA	Adjusted Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
CFO	Cash Flow Operating	التدفق النقدي التشغيلي
CI	Capital Invested	رأس المال المستثمر
CSV	Created Shareholder Value	خلق قيمة للمساهمين
DR	Debt Ratio	مؤشر المديونية
EPS	Earnings Per Share	حصة السهم من الأرباح
ER	Equity Ratio	مؤشر الملكية
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
LR	Liquidity Ratio	مؤشر السيولة
MV	Market Value	القيمة السوقية
MVA	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة
MVS	Market value of the shares	القيمة السوقية للسهم
NICM	Net Interests and Commissions Margine	هامش صافي الفوائد والعمولات
NP	Net Profit	النتيجة الصافية
P/E	Price / Earnings Ratio	سعر السهم إلى عائده
RI	Residual Income	الربح المتبقي
ROA	Return On Asset	العائد على الأصول
ROE	Return On Equity	العائد على حقوق الملكية
ROI	Return On Investment	العائد على الاستثمار
ROS	Return On Selling	العائد على المبيعات
SVA	Shareholder Value Added	القيمة المضافة للمساهمين
TSR	Total Shareholder Return	عائد السهم الكلي
WACC	Weighted Average Cost of Capital	التكلفة المرجحة لرأس المال

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1	شركات عينة الدراسة	70
الملحق 2	متغيرات الدراسة	71
الملحق 3	سلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	72
الملحق 4	جداول اختبار نماذج عائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي	73
الملحق 5	جداول اختبار نماذج عائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي	73
الملحق 6	نتائج إختبار ADF لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	74
الملحق 7	نتائج إختبار PP لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	74
الملحق 8	نتائج اختبار KPSS لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	75
الملحق 9	نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)	75
الملحق 10	جدول توزيع كاي دوا	77

المقدمة

أ. توطئة :

تسعى الشركة باعتبارها عصب الاقتصاد الوطني ومركز الثقل المالي في الدولة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، ويعتبر هدف تعظيم القيمة والربح من أهم الأهداف التي تسعى الشركة إلى تحقيقها، من أجل تعظيم قيمة أسهمها ومنه الرفع من قيمة العائد على السهم، بما يضمن لها البقاء في السوق وجلب المستثمرين المرتقبين إليها، لذلك تحتاج الشركة دائما إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في سوق الأوراق المالية، ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن، وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات.

إن الأساليب المحاسبية التقليدية المستخدمة في تقييم أداء المؤسسة قد واجهت عدة انتقادات لاعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بالطرق المحاسبية المستخدمة، ومنه أصبح من الضروري مراجعة هذه الطرق للتغلب على عيوبها، فأصبحت الحاجة ملحة لتوفير أدوات أكثر دقة من خلال الاعتماد على الطرق القياسية مثل القيمة الاقتصادية المضافة، التي تم تطويرها من قبل شركة "استيرن ستيورت" (Stern Sterwarts) الأمريكية.

ب. طرح الإشكالية :

مند بداية التداول في سوق الأوراق المالية أصبحت الشركة تبحث عن الأدوات والمؤشرات التي تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها، ومع تطور أهداف الشركة من هدف تحقيق الأرباح إلى هدف النمو والبقاء إلى ما يعرف حديثا بخلق القيمة، تطورت المؤشرات المالية بتوازي لبلوغ هذه الأهداف، لذلك تأتي هذه الدراسة كحالة تطبيقية تقارن بين المؤشرات المحاسبية التقليدية والمؤشرات الاقتصادية الحديثة وأيهما أكثر تفسيرا لعوائد الأسهم، وذلك تحت الاشكالية الرئيسية التالية :

ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015) ؟

ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية :

- هل هناك علاقة بين المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر ؟
- هل هناك علاقة بين المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر ؟
- ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي؟
- هل تعتبر بورصة قطر كفئة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة ؟

ت. فرضيات البحث :

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية :

- هناك علاقة بين المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر؛
- هناك علاقة بين المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر؛
- المؤشرات التقليدية للأداء المالي أكبر قدرة على تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر؛
- تعتبر بورصة قطر كفئة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

ث. مبررات اختيار الموضوع :

تتمثل أهم دوافع اختيار موضوع البحث في جملة من الأسباب هي :

- الأهمية التي يكتسيها هذا الموضوع خاصة من قبل المستثمرين الماليين؛
- يلقى هذا الموضوع اهتماما كبيرا نضرا لتماشيه مع مجال التخصص؛
- الرغبة في استخدام بعض الأساليب الإحصائية في مجال علوم التسيير؛
- محاولة تسليط الضوء على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مجال تقييم الأداء.

ج. أهداف الدراسة :

الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو اختبار قدرة المؤشرات التقليدية المحاسبية للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (القيمة الاقتصادية) في تفسير عوائد الأسهم، ذلك من أجل ايجاد المؤشر أكثر ارتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم، ويمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية :

- ✓ تحليل مؤشرات الأداء المالي التقليدية والوقوف على دلالتها الفنية؛
- ✓ الوقوف على دلالة مؤشر القيمة الاقتصادية كأداة لتقييم الأداء؛
- ✓ المقارنة بين المؤشرات الحديثة (الاقتصادية) والمؤشرات التقليدية (المحاسبية) من حيث القدرة على تفسير عوائد الأسهم؛
- ✓ اختبار كفاءة بورصة قطر للأوراق الماليه عند المستوى الضعيف.

ح. أهمية الدراسة :

تكمن أهمية هذه الدراسة من خلال دور الأداء المالي الجيد في استمرارية وتطور المؤسسة، بحيث يظهر لنا نقاط قوة وضعف المؤسسة، وهذا طبعا لا يمكن الوصول إليه إلا باستخدام مؤشرات مالية تحدد بدقة مستوى الأداء المعبر عنه بعوائد الأسهم، لهذا تأتي أهمية هذه الدراسة لتكشف عن مدى نجاح استخدام المؤشرات الحديثة للأداء المالي المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي في بورصة قطر للأوراق المالية، بعد أن أثبتت الدراسات نتائج مختلفة حول قدرة المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم.

خ. حدود الدراسة :

تمثلت في :

- ✓ **الحدود المكانية** : تمت الدراسة على عينة مكونة من 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، موزعة على قطاعات مختلفة؛
- ✓ **الحدود الزمنية** : غطت الدراسة فترة زمنية قدرت بستة سنوات من 2010 إلى 2015.

د. منهج البحث والأدوات المستخدمة :

من أجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب الرظري من الدراسة، أما في الجانب التطبيقي من الدراسة فقد اتبعنا أسلوب دراسة حالة من أجل قياس تأثر عوائد الأسهم بالمؤشرات الحديثة والتقليدية للأداء المالي، كما تم استخدام أسلوب المسح المكتبي من خلال الاطلاع على الكتب، المجلات، المذكرات الجامعية المرتبطة بالموضوع ومواقع من الانترنت، أما الأدوات المستخدمة فقد تم الاعتماد على مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي، كما تم الاعتماد على اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية واختبار BDS كأدوات إحصائية لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على العناصر الواردة بالقوائم المالية، كما تم الاعتماد على تقارير بورصة قطر وصندوق النقد العربي لجمع المعطيات والمعلومات البورصية، وذلك باستخدام برنامج Excel2007 & SPSS 23, Eviews 9 .

ذ.صعوبات الدراسة :

صعوبة نقل المعلومات وتلخيصها خاصة المعلومات الخاصة بحساب القيمة الاقتصادية المضافة.

ر. هيكل الدراسة :

بهدف انجاز هده الدراسة والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبوقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة عامة للدراسة، تمثلت فصول هذه الدراسة في :

الفصل الأول : وهو الفصل المتعلق بالجانب النظري لهذه الدراسة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشرات قياسه وكذا تم التعرف إلى المفاهيم الاساسية حول عائد السهم وطرق قياسه، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة؛

الفصل الثاني : وهو الفصل المتعلق بالجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض، تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

الفصل الأول : مدخل حول الأداء المالي وعوائد الأسهم

تمهيد

يتميز موضوع تقييم الأداء بأهميته الاستراتيجية في استمرارية الشركة على المدى الطويل، كما تزداد أهميته مع ازدياد متطلبات الافصاح والشفافية، من أجل تعزيز الوعي لدى المستثمرين حول أداء الشركات، وحماية ممتلكاتهم وثرواتهم من أجل تعظيم القيمة السوقية للسهم، التي تؤدي بدورها إلى تحقيق أرباح كبيرة تنعكس على الملاك والمساهمين في الشركة في شكل توزيعات أرباح ومنه تعظيم العائد على السهم.

لقد قسم الفكر المحاسبي من خلال البحوث والدراسات المحاسبية مداخل تقييم الأداء في أكثر من مدخل، ولعل أهمها : مدخل المؤشرات المحاسبية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ومدخل بطاقة الأداء المتوازن، لكن الأوسع انتشار في الواقع التطبيقي هما طريقتا المؤشرات المحاسبية والقيمة الاقتصادية المضافة، لذلك ركزنا في هذه الدراسة على هاذين المدخلين لاختبار أفضلها دعما للقرارات الاستثمارية المؤثرة على عوائد الأسهم في الشركة الاقتصادية.

من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

- ✓ في المبحث الأول تم التطرق إلى مفهوم الأداء المالي ومؤشرات قياسه، وكذا التعرف على مفهوم عوائد الأسهم، وطرق قياسه؛
- ✓ أما في المبحث الثاني تم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة.

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وعوائد الأسهم

إن تقييم أداء الشركات باستخدام مؤشرات الأداء المالي المختلفة يعمل على قياس مدى تحقيق الشركة لأهدافها والكشف عن أي سلبيات في وقت مبكر، إلى جانب إظهار الجوانب الإيجابية في أدائها ومحاولة تعزيزها، لذلك حاولنا من خلال هذا المبحث دراسة وتقديم إطار نظري لكل من الأداء المالي وعوائد الأسهم.

المطلب الأول : مدخل حول تقييم الأداء المالي

إن عملية تقييم الأداء عبارة عن متابعة لمدى تحقيق الشركة للخطط التي رسمتها، ويمكن قياسه باستعمال عدة أساليب، لذلك تم من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على مفهوم الأداء المالي في الفرع الأول، ومؤشرات القياس في الفرع الثاني.

الفرع الأول : مفهوم الأداء المالي

أولا : تعريف الأداء المالي

قبل التطرق إلى تعريف الأداء المالي لا بد أن نشير إلى مفهوم الأداء، يعتبر مصطلح الأداء من أصعب المصطلحات التي يمكن حصرها في تعريف واحد وشامل، حيث يعرف هذا الأخير حسب Miller & Bromily "انعكاس لكيفية استخدام الشركة للموارد المالية والبشرية، واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها"[1]، وحسب P. Druker "قدرة الشركة على الاستمرارية والبقاء محققة التوازن بين رضا المساهمين والعمال"[2].

ومنه يمكن القول بأن الأداء هو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

وباعتبار أن الأداء المالي هو أحد أنواع الأداء، تعددت أيضا المفاهيم المقدمة للأداء المالي، منها :

1) يعرف الأداء المالي بمدى قدرة المؤسسة على استغلال الأمثل لمواردها ومصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل الثروة[3].

2) يعبر الأداء المالي عن تعظيم النتائج وذلك من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتدنئة التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل وذلك بغية تحقيق التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء[4].

---

[1] الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2010، ص 218 .

[2] نفسه.

[3] عبد الغني دادن، محمد الأمين كماسي، **الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011، ص 60.

[4] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دائر وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 60.

ومنه يمكن تعريف عملية تقييم الأداء كما يلي :

"تقييم الأداء هو عملية قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه، ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة"[5]

على ضوء ما سبق فإن عملية تقييم الأداء هي عملية القياس للتأكد من أن الأداء الفعلي يوافق معايير الأداء المحددة، ويعد تقييم الأداء مطلب ضروري لكي تحقق المؤسسة أهدافها بناءا على المعايير الموضوعة.

ثانيا : أهداف ومزايا تقييم الأداء المالي

إن عملية تقييم الأداء المالي تهدف إلى التحقق من النقاط التالية[6] :

1 -الكشف على مواضع الخلل و الضعف في نشاط الشركة مع بيان مسبباتها ووضع الحلول اللازمة لتصحيحها؛
2 -تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في الشركة من خلال قياس إنتاجية كل قسم وتحديد إنجازاته سلبا أو إيجابا؛
3 -الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائدا أكبر بتكاليف أقل؛
4 -تسهيل التقييم الشامل للأداء على مستوى الاقتصاد الوطني بالاعتماد على نتائج تقييم كل شركة على حده.

ثالثا : أهمية تقييم الأداء

تكمن أهمية عملية تقييم الأداء المالي في النقاط التالية :

1 -تنبع أهميته بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء المؤسسات من عدة زوايا والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين، وتنبع أهميته أيضا بشكل خاص في عملية متابعة أعمال المؤسسات وتقييم مستويات أدائها وفعاليته وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح[7]؛
2 -وعلى المستوى المالي فإن تقييم الأداء ينصب على التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية ، في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبها من مخاطر[8]؛
3 -يوضح أثر هيكل التمويل على ربحية الشركة، و يعكس كفاءتها التمويلية[9].

في ضوء ما تقدم فإن تقييم الأداء يعد مقياسا مهما يتم الحكم فيه على أداء الشركة المالي ويساهم في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، ويساعد الشركة في تدارك أي مشاكل أو معوقات قد تحدث مستقبلاً.

[5] عشي عادل، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم**، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002، ص 36.
[6] مجيد الكرخي، **تقويم الأداء باستخدام النسب المالية**، دار المناهج، عمان، 2007، ص 32.
[7] محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص.ص 46-47.
[8] كراجة عبد الحميد وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي (المفاهيم والأسس وتطبيقات)**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 26.
[9] صالح بلاسكة، **قابلية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن كأداة لتقييم الإستراتيجية في المؤسسة الإقتصادية الجزائرية**، مذكر ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012، ص7.

الفرع الثاني : مؤشرات قياس الأداء المالي

يعتبر قياس الأداء أحد مراحل عملية التقييم، حيث يتم قياس الأداء المالي من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات التقليدية (المؤشرات المحاسبية) ومجموعة من المؤشرات الحديثة (مؤشرات خلق القيمة).

أولا : المؤشرات التقليدية للأداء المالي

يقاس الأداء المالي استنادا إلى البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، وكل مجموعة منها تقيس مفهوما مختلفا للأداء المالي، حيث يتم قياس الأداء المالي بعدة مؤشرات أبرزها :

1 ـ نسب الربحية :

تعكس نسب الربحية كفاءة السياسات، الإجراءات والقرارات التي اتخذتها إدارة المؤسسة، كما تقيس نسب الربحية مدى كفاءة وفعالية إدارة الشركة في توليد الأرباح[10]، ومن نسب هذه المجموعة نجد[11] : (نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة العائد على الأصول ونسبة العائد على الاستثمار).

2 – نسب أداء هيكل رأس المال :

كما تسمى أيضا نسب المديونية، تساعد هذه النسب المحلل المالي الحكم على مدى قدرة االشركة الوفاء بالتزاماتها، ومن نسب هذه المجموعة نجد[12] : (نسبة قابلية السداد، نسبة الاستقلالية المالية ونسبة الرافعة المالية).

3 – نسب السيولة :

تمثل نسب السيولة مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل حين استحقاقها، ومن نسب هذه المجموعة نجد[13] : (نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة ونسبة السيولة الجاهزة).

تقيس نسب الربحية مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة[14]، والسبب في اختيار هذه النسب هو أنها تعتبر مقاييس تقليدية، وشائعة الاستخدام في قياس الأداء المالي في معظم الدراسات، وعلى حسب حاجة موضوع الدراسة والجانب التطبيقي لها سنتطرق إلى مؤشرات نسب الربحية كما يلي :

---

[10] محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 36.

[11] يوسف لزمد جربوع، مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع، **مجلة الجامعة الإسلامية**، فلسطين، المجلد 13، العدد الأول، 2005، ص 270.

[12] لزعر لزمد سامي، **التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي**، مذكررة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 100.

[13] محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

[14] اليمين سعادة، **إستخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة وترشيد قراراتها** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009، ص 54.

أ – العائد على حقوق الملكية (ROE) :

تشير هذه النسبة إلى العائد المتحقق جراء استثمار المالكين في الشركة، وتعبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك وقدرتها على تحقيق أرباح مرضية لهم[15]، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي[16] :

ROE = النتيجة الصافية / حقوق الملكية

ب – العائد على الأصول (ROA) :

يبين هذا المعدل نسبة الربح المحقق على كل دينار مستثمر في الأصول، وكلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت ربحية الشركة أفضل، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي[17] :

ROA = النتيجة الصافية / مجموع الأصول

ت – العائد على الاستثمار (ROI) :

تعبر هذه النسبة على مدى كفاءة الشركة في استخدام وإدارة كل الأموال المتاحة لديها من المساهمين، والأموال المقترضة طويلة الأجل في تحقيق عائد تلك الأموال[18]، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي[19] :

ROI = النتيجة الصافية / رأس المال المستثمر

ثانيا : المؤشرات الحديثة للأداء المالي

1 ـ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث سنة 1991 للتغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات المحاسبية التقليدية نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية، يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بديلا لمؤشر الربح المتبقي الذي يعتبر مؤشر داخلي

---

[15] منير هندي، **الادارة المالية**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 110.

[16] عبد الباقي بضياف، **تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 31.

[17] عمر عيد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من EVA et ROA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم، **مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية**، المجلد الثالث وعشرون، العدد الاول، 2015، ص 215.

[18] ESA Makelainen, **Economic Value Added ASA Management Tool,** Master Thesis, Helsinki School of Economics and Business Administration, 1998, P 39.

[19] مداني بن بلغيث، عبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، **ملتقي دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة**، الجزائر، يومي 13 و 14 ديسمبر 2011، ص 16.

للأداء، حيث قام الباحثين stewart & stern بتقديم هذا النمودج[20]، لذلك قبل التطرق لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وجب علينا تحديد مفهوم الربح المتبقي التي تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة بديلا عنه، وذلك كما يلي :

✓ **الربح المتبقي (RI)** :

لقد تم استعمال مؤشر"الربح المتبقي" لأول مرة في الميدان في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، بحيث تم استعماله مع المؤشر المحاسبي الأكثر استعمالا وشيوعا في تلك الفترة والمتمثل في العائد على الاستثمار، ومرد استعمال هذا المؤشر الجديد إلى أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار إنما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة[21]، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي[22] :

RI= صافي الدخل – (رأس المال المستثمر × معدل العائد المطلوب)

وعليه يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي :

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها "القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال"[23].

وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية[24]، حيث تقيس مدى إنشاء/تدمير القيمة من طرف الشركة خلال دورة واحدة، كما أنها تأخذ في الحسبان تكلفة الاستدانة و تكلفة الأموال الخاصة[25].

ولقد قامت شركة Stern Stewart بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروح منه رأس المال، وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة الاقتصادية المضافة كالتالي[26] :

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة– (تكلفة رأس المال× رأس المال المستثمر)

[20] هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص 243.

[21] هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2009، ص 58.

[22] عبد الله صلاح سعود حردان، **نمودج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان للدراسات العليا، عمان، 2009، ص 48.

[23] Jéromecaby et Gérard hirigoyen, **Création de valuer et couvernance de enterprise**, 3edition, Paris,2005,p 27.

[24] Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi, Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In BusinessInstitute**, Islamic Azad University, Iran, VOL 4, NO 3, JULY 2012, , p 408.

[25] علي بن ضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات انشاء القيمة، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، الجزائر، العدد الثاني، 2013، ص 128.

[26] عبد الغني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007، ص 52.

2 ـ القيمة السوقية المضافة (MVA) :

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها ا لشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم[27]، ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة من خلال طريقتين كما يلي :

أ . **الطريقة الأولى** : وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة السوقية المضافة كالتالي[28] :

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

حيث : MVA : القيمة السوقية المضافة، K : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال وt : الفترة.

ب . **الطريقة الثانية** : وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة السوقية المضافة كالتالي[29] :

القيمة السوقية المضافة : القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

ثالثا : مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي

إن الأساليب المحاسبية التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المالي قد واجهت عدة انتقادات نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية، واعتمادها على التقارير المالية التي تم انتقادها بسبب الجودة المتدنية ونقص الارتباط في بيئة غنية بالمعلومات، لهذا أصبحت الحاجة ملحة لتوفير أدوات أكثر دقة من خلال الاعتماد على الطرق القياسية المختلفة[30].

الجدول التالي يلخص أهم الفروقات بين المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء المالي التي تم الاعتماد عليها في هذه الدراسة من حيث الهدف، العيوب والمزايا :

[27] Pierre vernimen et d'autres, **finance d'entreprise** , 9ème Edition, Dalloz, Paris, 2011, p 673.

[28] عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الاداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي، **مجلة الواحات للبحوث والدراسات**، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014، ص 26.

[29] حسنية صديقي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة**، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 76.

[30] ثائر عدنان قدومي وآخرون، **أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية**، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011، ص 3.

الجدول رقم 1.1 : مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة لتقييم الأداء المالي

	الهدف	العيوب	المزايا
ROE	– يبين مدى كفاءة الادارة في استغلال أموال الملاك؛ – يبين مقدار النتيجة الصافية في وحدة واحدة من الأموال الخاصة.	– الاعتماد على الأرباح المحاسبية في التقييم؛ – لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال؛	البساطة وسهولة الحساب.
ROA	يقيس نسبة الربح المحقق على كل دينار مستثمر في الأصول.	– يهتم بربحية فقط؛ – قياس الاداء قصير الاجل.	
EVA	يعتبر مقياس لخلق القيمة والربح الاقتصادي.	– صعوبة حساب تكلفة رأس المال؛ – يتطلب حسابه اجراء العديد من التعديلات؛ – قياس الأداء قصير الأجل.	– يأخذ بعين الاعتبار التكلفة الكلية لرأس المال؛ – يهتم بربحية والقيمة.
MVA	قياس القيمة التي تخلقها المؤسسة من خلال مقارنة القيمة السوقية بالقيمة الدفترية للسهم.	لا يمكن تطبيقه إلا في المؤسسات المدرجة في البورصة.	– يقيس انشاء القيمة المتراكم وليس السنوي؛ – البساطة وسهولة الحساب.

المصدر : من إعداد الطالبة من خلال المراجع المذكورة سلفا

المطلب الثاني : مفهوم عوائد الأسهم

بما أن هدف المستثمر الأساسي هو تعظيم القيمة السوقية للسهم على المدى الطويل ، يلجأ العديد من المستثمرين إلى حساب العائد على السهم والذي يعتمد على القيمة السوقية للسهم في حسابه.

الفرع الأول : تعريف عائد السهم

يعرف العائد على أنه مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة[31].

الفرع الثاني : أشكال عائد السهم وطرق حسابه

تعتبر هذه الأشكال أهم المقاييس التي يعتمد عليها المتعاملين في السوق المالي في اتخاذ قراراتهم، ومن أهم مقاييس عائد السهم نذكر ما يلي :

[31] دريد كمال آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص 61.

أولا : حصة السهم من الأرباح (EPS)

عادة ما يرظر المساهمون إلى هذا المقياس كمؤشر هام لقيمة السهم لأنه يقيس قيمة السهم من الأرباح المحققة، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية[32] :

$$\text{حصة السهم من الأرباح} = \frac{\text{صافيبهللأرباح}}{\text{عدد الاسهم المكتتب}}$$

ثانيا : عائد السهم الكلي (TSR)

يعرف معدل عائد السهم الكلي للسهم بأنه معدل المردودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة، حيث يهدف إلى إعطاء صورة على الأداء التاريخي والحالي للمؤسسة[33]، ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية[34] :

$$\text{عائد السهم الكلي} = \frac{\text{السعر الابتدائي} - \text{السعر النهائي} + \text{توزيعات الأرباح للسهم}}{\text{السعر الابتدائي}}$$

ثالثا : سعر السهم إلى عائده (R/P)

يعتبر هذا المؤشر من المعايير الأساسية لتقييم الأسهم والسوق معا، لذلك فهو من أكثر المؤشرات أهمية للمتعاملين في السوق المالي في اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم[35]، حيث يمثل العلاقة بين السعر وعائد السهم، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية[36] :

$$\text{مضاعف السعر على العوائد} = \frac{\text{سعراللسهم}}{\text{عائد}}$$

[32] عبد الله صلاح سعود حردان، مرجع سبق ذكره، ص 42.

[33] علي بن ضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسيلسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة** ، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 10.

[34] محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 112.

[35] عبد الله سعود حردان، مرجع سبق ذكره، ص 43.

[36] Pierre vernimen et d'autres, **finance d'entreprise** , 8ème Edition, Dalloz, Paris, 2010, p 549.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأداء المالي وعوائد الأسهم

سنحاول من خلال هذا المبحث إلقاء نظرة تحليلية حول الدراسات المتناولة لهذا الموضوع، منها دراسات أجريت في البيئة العربية وأخرى في البيئة الأجنبية.

المطلب الأول : عرض الدارسات السابقة

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى بعض الدراسات السابقة الأجنبية والعربية ذات الصلة بموضوع البحث، حيث سيتم ترتيبها حسب التاريخ.

الفرع الأول : عرض الدراسات العربية

أولا : دراسة سمير رواشدة، 2006

سمير رواشدة، **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوئد الأسهم** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2006.

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

ثانيا : دراسة عبد الله سعود حردان، 2009

عبد الله صلاح سعود حردان، **نمودج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان للدراسات العليا، عمان، 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر كل من المؤشرات المحاسبية (ROE, ROA, NICM, EPS, ER, DR & LR) ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على القيمة السوقية (MV)، وذلك بغرض التوصل لبناء نموذج يمكن من خلاله تقييم أداء البنوك، وذلك على عينة مكونة من 23 بنك تجاري مدرج في سوق عمان المالي، للفترة (2001-2007)، وذلك باستعمال مجموعة من الاساليب الإحصائية (تحليل التباين، تحليل الارتباط، تحليل التمايز، الانحدار اللوجستي والتحليل العاملي)، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها :

- وجود تأثير لجميع المتغيرات المدروسة على القيمة السوقية للبنوك التجارية؛
- بينت الدراسة وجود تفاوت بين المؤشرات المحاسبية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير القيمة السوقية للبنوك التجارية؛
- توصلت الدراسة إلى بناء نموذج مكون من أربعة عوامل يمكن الاعتماد عليها وبدرجة ثقة عالية في تفسير التغير في القيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالي.

ثالثا : دراسة إكرام عبد الرحمن فلاته، 2010

إكرام عبد الرحمان فلاته، **قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم ذلك لاختبار قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم، كما تضمنت الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة اللاقتصادية المضافة، والمقارنة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان (MVA & EVA) بالمؤشران المحاسبيان (ROE & ROI) في التنبؤ بعوائد الأسهم (EPS)، وأجريت الدراسة على 96 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2007-2009)، وذلك باستعمال مصفوفة الإرتباط ونماذج الانحدار الخطي وغير الخطي بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS، وخلصت الدراسة إلى أن جميع المؤشرات المدروسة المحاسبية والاقتصادية لها قدرة على التنبؤ بعوائد الأسهم، كما أظهرت الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية المضافة هو أقوى مؤشر لتنبؤ بعوائد الأسهم.

رابعا : دراسة حسنية صيفي، 2015

حسنية صديقي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.

هدفت هذه إلى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، وذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء التقليدية (ROE, ROA, CFO & EPS)، والمؤشران الحديثان (EVA & MVA) (كمتغيرات مستقلة)، وعائد السهم (TSR) (متغير تابع)، تمت الدراسة على عينة مكونة من 36 شركة مدرجة في سوق باريس للأوراق المالية، للفترة (2008-2013)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الآثار المجمعة، الثابتة ونموذج الاثار العشوائية، وذلك بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات ، عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews، خلصت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما أضهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الاداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية

الفرع الثاني : عرض الدراسات الأجنبية

أولا : دراسة 2008 ,Gabriela Chmelíková

Gabriela Chmelíková, Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector, **International Food and Agribusiness Management Review**, Mendel University, Issue 4, 2008.

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

ثانيا : دراسة 2012 ,Moreteza hajiabbasi and other

Moreteza hajiabbasi and other, Comparison of information content value creation measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and accounting measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange, **ARPN Journal of Science and Technology**, Islamic Azad University, Iran, VOL. 2, NO. 5, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على قدرة مؤشرات خلق القيمة المتمثلة في (EVA, AEVA, CSV & MVA) والمؤشرات المحاسبية المتمثلة في (ROA, ROE, EPS & CFO) بالتنبؤ بعوائد الأسهم (TSR)، وذلك على عينة مكونة من 76 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، للفترة (2007-2011)، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد وذلك باستخدام البرنامج التحليل الإحصائي Eviews، وخلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات خلق القيمة (EVA, SVA, CSV & MVA) والمؤشرات المحاسبية (ROE, EPS & CFO) مع العائد على السهم (TSR)، في حين هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين مؤشر العائد على الأصول (ROA) والعائد على السهم (TSR) كما أظهرت الدراسة أن مؤشر (CSV) هو أكثر إرتباط مع عوائد الأسهم.

ثالثا : دراسة 2012 ,Majed Abdel Majid Kabajeh and other

Majed Abdel Majid Kabajeh, The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices, **International Journal of Humanities and Social Science**, University Amman, Jordan, Vol. 2, No. 11, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين مؤشرات الأداء المتمثلة في (ROE, ROA & ROI) كمتغيرات مستقلة بالقيمة السوقية للأسهم (MV) كمتغير تابع ، حيث طبقت الدراسة على 23 شركة مدرجة في سوق عمان المالي، للفترة (2002-2007)، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews، وأظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية لكل المؤشرات المدروسة مع القيمة السوقية للأسهم، كما أ ظهرت النتائج وجود ارتباط قوي بين مؤشر (ROE) والقيمة السوقية للأسهم.

رابعا : دراسة 2013 ,Habibollah Nakhaei , Nik Intan Norhan Bnti Hamid

Habibollah Nakhaei, Nik Intan Norhan Bnti Hamid, Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) andAccounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE), **Middle-East Journal of Scientific Research**, Islamic Azad University, Iran, ISSN 1990-9233, 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية والمتمثلة في النتيجة الصافية(NP) ونتيجة الاستغلال (OP) للقيمة السوقية للأسهم، حيث طبقت الدراسة على 87 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، للفترة (2004-2008)، وذلك باستعمال الانحدار الخطي البسيط ، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews، وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات المحاسبية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية للأسهم بالمقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة.

خامسا : 2013 ,Mohanty Munmun and other

Mohanty Munmun and other, Information Content of Economic Value Added: Evidence from Indian Software Industry, **Asian Journal of Research in Business Economics and Management**, University Cuttack, India, Issue : 12, 2013.

الهدف من هذه الدراسة جاء بسبب زيادة اهتمام الصحافة الاقتصادية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأفضل مؤشر لقياس الأداء، وزيادة استخدامه من طرف الشركات والأكاديميين، ومنه حاولت هده الدراسة تقديم أدلة تجريبية على محتوى معلومات EVA بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية الربح (ROA) والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO)، طبقت الدراسة على 136 شركة مدرجة في بورصة الهند للأوراق المالية، للفترة (2000–2010)، بحيث :

- في الجزء الأول من الدراسة استخدم الباحثان تحليل السلاسل الزمنية المجمعة، وذلك لتقييم جدوى القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم، حيث أظهرت الدراسة تفوق مؤشر ROA في تفسير عوائد الأسهم يليه مؤشر EVA واخير مؤشر CFO؛
- أما في الجزء الثاني من التحليل فقد تم تحديد EVA كمتغير تفسيري وذلك باستخدام الانحدار مع عوائد الأسهم، حيث أظهرت الدراسة أن EVA أكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم من التدفق النقدي ومستحقات رأس المال.

سادسا : 2013 ,Mohammad Reza Pourali, Zeynab Roze

Mohammad Reza Pourali, Zeynab Roze, The Relationship between Market Value Added with Refined Economic Value Added and PerformanceAccounting Criteria in the Firms listed in the Tehran Stock Exchange, **International Research Journal of Applied and Basic Sciences**, Islamic Azad University, Iran, ISSN 2251-838X / Vol, 4 (6): 1636-1645, 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين مجموعة من مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في (ROA, ROE, EPS, RT & REVA) كمتغيرات مستقلة بمؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) كمتغير تابع وذلك على عينة مكونة من 67 شركة

مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Eviews، وخلصت الدراسة إلى أن جميع المؤشرات المدروسة لها علاقة مع القيمة الاقتصادية المضافة، كما أ ظهرت النتائج أن هناك علاقة قوية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة.

المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

سيتم في هذا المطلب تقييم الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه الشبه والاختلاف بينها، بغية تقييمها ومعرفة موقع الدراسة الحالية منها.

الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة

تركز أغلب الدراسات على اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية في تفسير الأداء المالي، إلا أن لكل دراسة متغيرات خاصة بها، كما أنها أجريت في بيئات مختلفة وباستعمال برامج احصائية مختلفة، ولتوضيح أكثر أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة بغية تقييمها ومقارنتها مع الدراسة الحالية، تم تلخيص المقارنة بين الدراسات في جدول يتضمن أهم أوجه الاختلاف والتشابه بين هذه الدراسات، والجدول التالي يوضح ذلك :

الجدول رقم 2.1 : مقارنة بين الدراسات السابقة العربية

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمنية وطريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
سمير رواشدة	اختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	47 شركة صناعية أردنية، للفترة (1998-2004) باستعمال مصفوفة الارتباط وتحليل الانحدار (SPSS)	ROA, CFO, ROE, EVA متغيرات مستقلة و (EPS) متغير تابع	لمؤشرات الأداء التقليدية قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم
عبد الله سعود حردان	تحديد أثر كل من المؤشرات المحاسبية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية بغرض التوصل لبناء نموذج يمكن من خلاله تقييم أداء البنوك	23 بنك تجاري مدرج في سوق عمان المالي، للفترة (2001-2007) باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية (Eviews)	ROA , NICM, EP, ROE, ER, DR, LR EVA متغيرات مستقلة و MV متغير تابع	بناء نموذج مكونة من أربعة عوامل يمكن الاعتماد وبدرجة ثقة عالية في تفسير التغير في القيمة السوقية للبنوك التجارية

.../...

.../...

إكرام عبد الرحمن فلاته	تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم ذلك لاختبار قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم	96 شركة مدرجة في بورصة السعودية للفترة (2007-2009)، باستعمال مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي وغير الخطي، (SPSS)	MVA ,EVA, ROE, ROI متغيرات مستقلة وEPS متغير تابع	مؤشر القيمة السوقية المضافة هو أقوى مؤشر لتنبؤ بعوائد الأسهم.
حسنية صيفي	معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي	36 شركة مدرجة في بورصة باريس، للفترة (2008-2013)، باستعمال مصفوفة الارتباط بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، (Eviews)	ROA, CFO, ROE, EPS, EVA, MVA متغيرات مستقلة و TSR متغير تابع	مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم

المصدر : من إعداد الطالبة بناءا على الدراسات السابقة العربية

يمكن مقارنة الدراسات الأجنبية من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم 3.1 : مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمنية وطريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
Gabriela Chmelíková	العلاقة بين EVA ومعايير الأداء التقليدية للوقوف على قدرتها على خلق قيمة للمساهمين	18 شركةمدرجة في بورصة جمهرية التشيك، للفترة (2000-2005)، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار (Eviews) (SPSS)	EVA ROE, ROA, متغيرات مستقلة MVA متغير تابع	للقيمة الاقتصادية المضافة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في ثروة المساهمين
Moreteza hajiabbasi and other	الوقوف على قدرة مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية بالتنبؤ بعوائد الأسهم	76 شركة مدرجة في بورصة طهران، للفترة (2007-2011)، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد (Eviews)	EVA, AEVA, ROE, MVA, CSV, EPS, ROA EPS, ROE, CFO, متغيرات مستقلة TSR متغير تابع	أظهرت الدراسة أن مؤشر (CSV) هو أكثر ارتباط مع عوائد الأسهم.

.../...

.../...

Majed Abdel Majid Kabajeh	العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية للأسهم	23 مؤسسة، بورصة عمان، للفترة (2002-2007)، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد (Eviews)	ROE, ROI, ROA متغيرات مستقلة MV متغير تابع	وجود ارتباط قوي بين مؤشر (ROE) والقيمة السوقية للأسهم.
Habibollah Nakhaei, Nik Intan Norhan Bnti Hamid	دراسة القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية للقيمة السوقية للأسهم	87 شركة، بورصة طهران، للفترة (2004-2008)، وذلك باستعمال الانحدار الخطي البسيط (Eviews)	OP NP متغيرات مستقلة MV متغير تابع	المؤشرات المحاسبية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية للأسهم
Mohanty Munmun and other	المقارنة بين المؤشرات التقليدية ومؤشر EVA في تفسير عوائد الأسهم	136 شركة، بورصة الهند، للفترة (2000-2010)، باستعمال تحليل والانحدار (Eviews)	ROA, EVA, CFO متغيرات مستقلة EPS متغير تابع	EVA اكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم
Mohammad Reza Pourali, Zeynab Roze	تحديد العلاقة بين مجموعة من مؤشرات الأداء المالي بمؤشر القيمة السوقية المضافة	67 شركة، بورصة طهران، باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد (Eviews)	ROA, ROE, EPS, RT, REVA متغيرات مستقلة وMVA متغير تابع	وجود علاقة قوية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة.

المصدر : من إعداد الطالبة بناءا على الدراسات السابقة الأجنبية

من خلال الجدول رقم 2.1 والجدول رقم 3.1 يمكن استنتاج بعض النقاط التالية :

- ✓ تتشابه هذه الدراسة مع جميع الدراسات في أنها تهدف إلى ايجاد أفضل المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي التي ترتبط وتفسر أكثر الأداء المالي؛
- ✓ كل دراسة اعتمدت على مؤشر معين يعبر على الأداء المالي فمنها من اختارت المؤشرات الاقتصادية، ومنها من اعتمدت على عوائد الأسهم للتعبير عن الأداء المالي ، أما هذه الدراسة اعتمدت على عائد السهم الكلي TSR الذي يعطي صورة عن الأداء التاريخي والحالي للمؤسسة؛
- ✓ جميع الدراسات اعتمدت على الأساليب الإحصائية "نماذج الارتباط والانحدار البسيط والمتعدد" لاختبار الفرضيات ما عدى دراسة "حسنية صيفي" التي اعتمدت على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية المساعدة وهي برنامج SPSS وبرنامج Eviews، في هذه الدراسة تم الاعتماد على أساليب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد؛

- ✓ جميع الدراسات اختارت عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك في بيئات اقتصادية مختلفة، ما عدى دراسة "غدير محمود المهتدي" الذي اختار بنك واحد وهو بنك فلسطين، أما هذه الدراسة تمت على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية.

الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

تكمن أهمية هذه الدراسة في كون معظم الدراسات السابقة اقتصرت على مؤشر وحيد لتمثيل المؤشرات الحديثة فمنها من اعتمدت على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومنها من اعتمدت على مؤشر القيمة السوقية المضافة، أما هذه الدراسة فهي تجمع المؤشرين معا لتمثيل المؤشرات الحديثة (EVA & MVA) لاختبار قدرتها على تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015) بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية (ROE & ROA)، حيث تعتبر هذه الدراسة من بين الدراسات الأولى التي تناولت المقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة من حيث القدرة على تفسير عوائد الأسهم في بورصة قطر للأوراق المالية "في حدود علم الباحثة".

تشير العلاقة بين القيمة السوقية والمعلومات المحاسبية إلى مفهوم كفاءة الاسواق المالية، وبما أن هذه الدراسة اعتمدت على صيغة عائد السهم الذي يعتمد على القيمة السوقية في حسابه، على غرار نقص الدراسات العربية التي تختبر كفاءة الاسواق المالية، لذلك تم اختبار كفاءة بورصة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة التي لم تتطرق لها جميع الدراسات المذكورة سابقا في هذه الدراسة.

خلاصة :

من خلال هذا الفصل يتضح أهمية تقييم الأداء المالي للشركات، لكونه عملية تمكن الشركة من تدارك نقاط الضعف وتعزيز نقاط القوة، وهذا من خلال استخدام مؤشرات مختلفة لتقييم أداء الشركة، فقد شهدت مؤشرات تقييم الأداء تطورات ففي كل مرة سعى الباحثون إلى إيجاد المقياس الملائم الذي يعكس الأداء الجيد للشركة، وفي هذا الصدد ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث سنة 1991 للتغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات المحاسبية التقليدية نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية.

ومن خلال التطرق للدراسات السابقة في المبحث الثاني لاحظنا أن معظم الدراسات هدفت إلى إثبات ما توصل إليه الباحثان Stern & Stewart بخصوص فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، إلا أنها اختلفت في النتائج فمنها من توصلت إلى أن المؤشرات التقليدية لديها أكثر قدرة على تفسير الأداء المالي، ومنها من وجدت أن المؤشرات الحديثة هي أكثر قدرة على تفسير الأداء المالي.

لذلك سيتم من خلال الفصل الثاني من الدراسة اختبار قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم، وذلك بالإسقاط على الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015)، كما سيتم اختبار الكفاءة عند المسوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

الفصل الثاني : اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر

تمهيد

بعد التطرق في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ومؤشرات قياسه وكذا التعرف إلى المفاهيم الأساسية لعوائد الأسهم، وكذا الدراسات السابقة حول الموضوع، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، وكذا المقارنة بين نتائج الدراسات السابقة ونتائج هذه الدراسة، وذلك من خلال الوقوف على مدرى قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم، على عينة من الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015).

وللإلمام أكثر بالجانب التطبيقي ارتأينا أن نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين، حيث يشمل المبحث الأول على كل من مجتمع وعينة الدراسة، مصادر البيانات، التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها وكذا الأساليب والأدوات الاحصائية المعتمدة، أما المبحث الثاني فقد خصص من أجل عرض، تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بقدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم، وكذا نتائج اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، وذلك على النحو التالي :

- ✓ المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة؛
- ✓ المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج.

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنحاول التطرق من خلال هذا المبحث إلى الطريقة المعتمدة لدراسة هذا الموضوع من خلال المطلب الأول، وكذا تحديد الأدوات المستعملة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مجتمع وعينة الدارسة، تحديد متغيرات الدراسة، كيفية قياسها ومصادر بيانات الدراسة.

الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

يمكن ايجاز مجتمع وعينة الدراسة كما يلي :

أولا : مجتمع الدراسة

1- نشأة بورصة قطر للأوراق المالية

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، حيث تأسست هذه البورصة سنة 1995 تحت اسم سوق الدوحة للأوراق المالية، وفي يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للإستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات،كما وفرت هذه الشراكة فرصةً قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول، وضمان إفصاح المؤسسات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم[37].

2- أداء بورصة قطر للأوراق المالية

تم الاعتماد على مجموعة من العناصر لعرض أداء بورصة قطر للأوراق المالية، وهي :

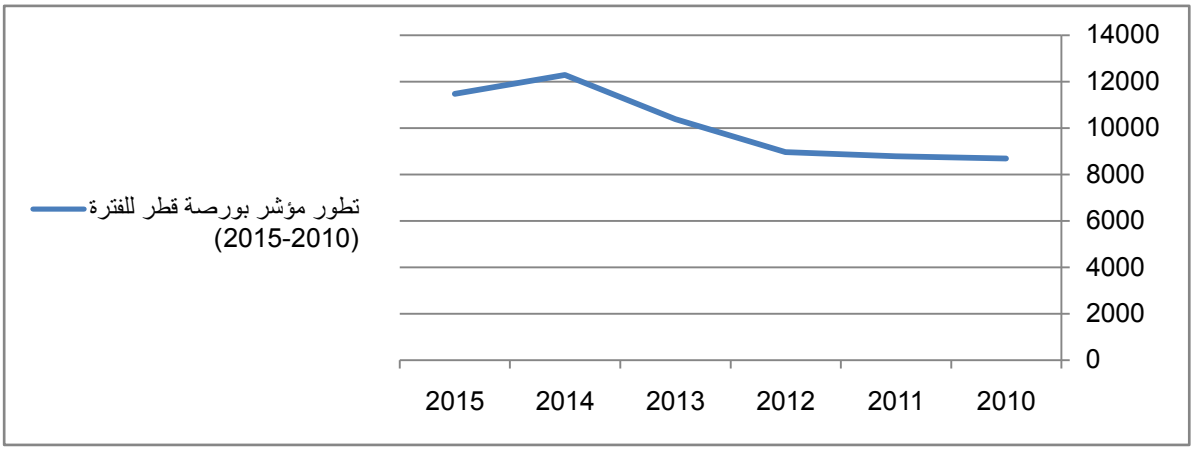
- ✓ المؤشر العام للبورصة؛
- ✓ الشركات المدرجة في البورصة؛
- ✓ القيمة السوقية.

[37] 10/02/2016, http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home/

أ. المؤشر العام للبورصة

يمكن عرض تطور المؤشر العام لبورصة قطر خلال فترة الدراسة من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم 1.2 : تطور المؤشر العام لبورصة قطر للفترة (2010–2015)



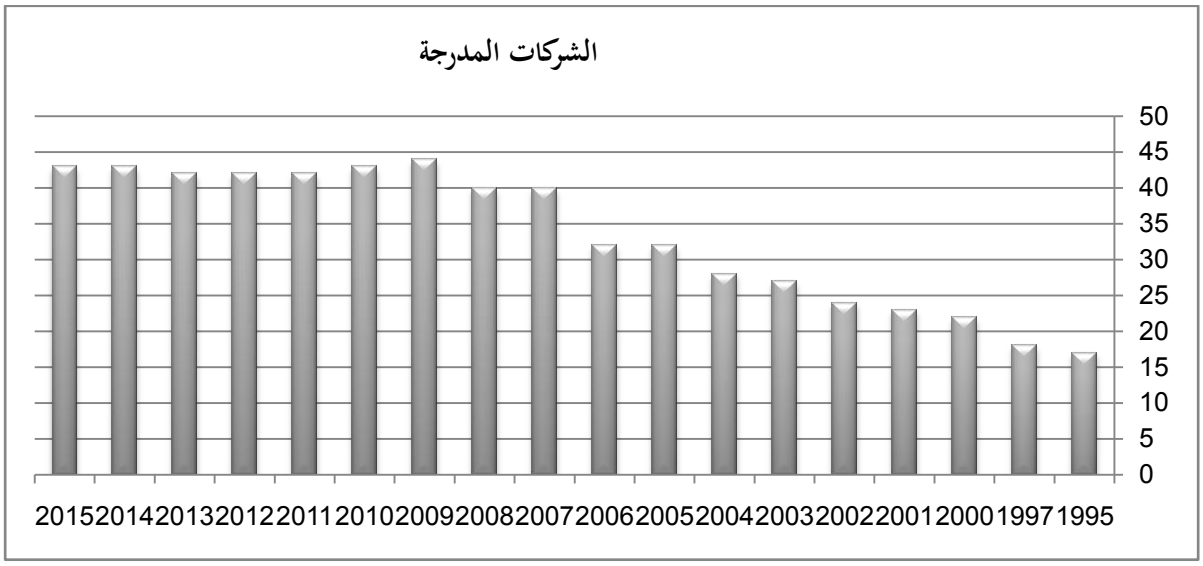
المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 وبرنامج Excel 2007

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن المؤشر في نمو مستمر ومتزايد خلال الفترة (2010–2014) كما نلاحظ أن في الفترة (2010-2013) شهد المؤشر استقرارا هذا نتيجة الأزمة الأخيرة سنة 2008، أما في سنة 2014 بلغ 12285.78 نقطة كأقصى درجة له، ويمكن إرجاع هذا المستوى المرتفع إلى تزامن البدء الفعلي لترقية البورصة القطرية من بورصة مبتدئة إلى بورصة ناشئة، حيث أعلنت وكالة ستاندرد أنديوز في أكتوبر 2014 تصنيف البورصة القطرية من البورصات الناشئة، ومنه حطمت البورصة جميع أرقامها القياسية السابقة في هذه السنة، أما في سنة 2015 نلاحظ إنخفاض في مستوى المؤشر ليصل إلى 11465.2 نقطة، جاء ذلك إنعكاسا لانخفاض أسعار النفط وتداعياته على الأداء الاقتصادي للدول المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات تطورات الاقتصاد العالمي وأسواق المال العالمية وتحديدا التراجع في اسواق المال الصينية، إضافة الى تداعيات مخاوف رفع البنك الفدرالي الأمريكي أسعار الفائدة.

ب. الشركات المدرجة في بورصة قطر

إفتتحت البورصة القطرية بـ 17 شركة لتصل سنة 2015 إلى 43 شركة مدرجة في هذه البورصة، والشكل التالي يوضح تطور إدراج الشركات في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة (1995–2015) :

الشكل رقم 2.2 : تطور إدراج الشركات في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (1995–2015)



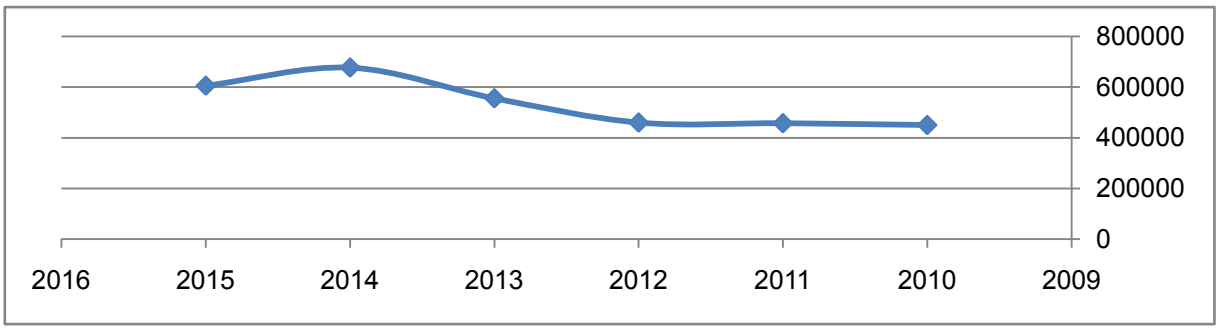
المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى التقرير السنوي الصادر عن بورصة قطر للأوراق المالية وبرنامج Excel 2007

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر من تاريخ افتتاحها كان بـ 17 مؤسسة سنة 1997 ليتطور من سنة إلى أخرى ليبلغ أكبر عدد سنة 2009 بـ 44 شركة، ليستقر سنة 2012 بـ 42 شركة، ثم وصل إلى 43 شركة مدرجة سنة 2015.

ت. القيمة السوقية

تمثل القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر على المستوى العربي ما مقداره 14.3 في المائة من إجمالي القيم السوقية للشركات المدرجة بالأسواق العربية لسنة 2015 محتلة بذلك الدرجة الثانية بعد بورصة السعودية، وتليها كل من بورصة أبو ضبي، دبي والكويت، والشكل التالي يوضح نمو القيمة السوقية خلال فترة الدراسة :

الشكل رقم 3.2 : نمو القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2010–2015)



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى التقرير السنوي الصادر عن بورصة قطر للأوراق المالية وبرناج Excel 2007

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه نمو القيمة السوقية بشكل متزايد لتصل سنة 2014 إلى 792 676 (م.ر.ق) محطمة بذلك جميع ارقامها القياسية السابقة، لتشهد انخفاض سنة 2015 حيث بلغت 254 605 (م.ر.ق) جاء هذا الإنخفاض

إنعكاسا للتراجع المحقق في مؤشرات الأسعار حيث ساهم انخفاض مستويات أسعار النفط العالمية سنة 2015 في تعميق هذا التراجع في القيمة السوقية.

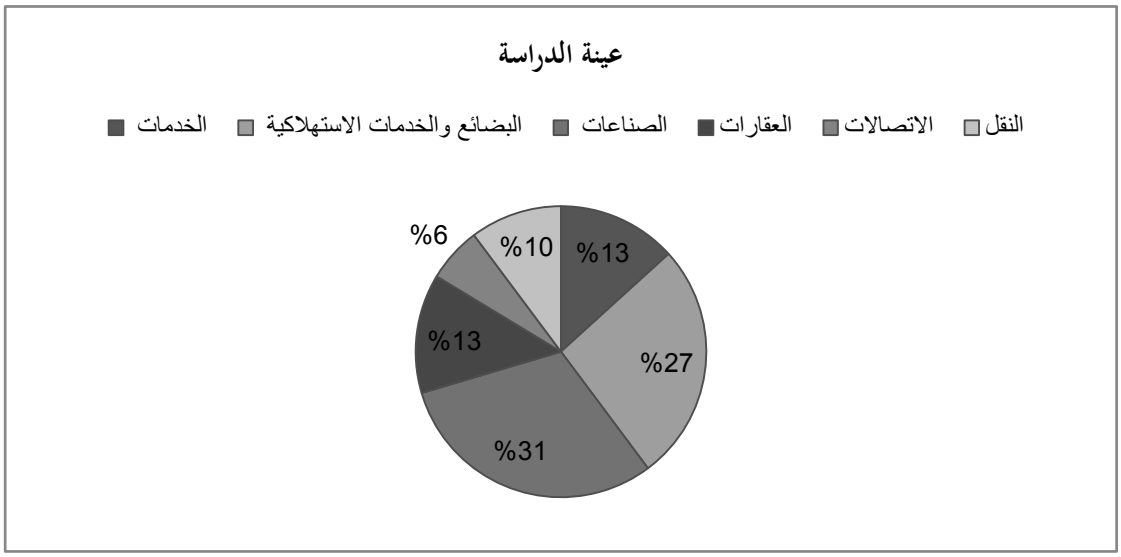
ثانيا : عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية موزعة على جميع القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات خلال الفترة (2010-2015)، وقد تم اختيار عينة الدراسة بناءا على عدة اعتبارات منها :

- أن لا تكون بنك أو شركة تأمين، ذلك لأنها تعتمد على ودائع الأفراد وأموالها الخاصة تعتبر هامش أمان، كما أنها تمتاز بخصوصية في الحساب؛
- أن لا تكون قد قامت بعملية إندماج أو إتحاد خلال فترة الدراسة؛
- توفر المعلومات المتمثلة في القوائم المالية والتقارير السنوية من نوع PDF.

ويمكن عرض عينة المؤسسات المدروسة موزعة على مختلف القطاعات من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم 4.2 : توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel 2007

يبين الشكل أعلاه التوزيع البياني للعينة حسب القطاع للشركات محل الدراسة، نلاحظ أن العينة اشتملت على جميع القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات للأسباب المذكورة أعلاه، كما نلاحظ أن مؤسسات القطاع الصناعي تأخذ حصة الأسد في العينة بنسبة 31 في المائة يليها قطاع البضائع والخدمات الاستهلاكية بنسبة 27 في المائة، قطاع العقارات بنسبة 13 في المائة، قطاع الخدمات بنسبة 13 في المائة، النقل بنسبة عشرة في المائة وأخيرا قطاع الاتصالات بنسبة ستة في المائة.

الفرع الثاني : مصادر بيانات الدراسة

لقد تم الاعتماد على مجموعة من البيانات الأولية والثانوية ذات العلاقة بموضوع الدراسة متمثلة في ما يلي :

أولا : البيانات الثانوية :

وهي بيانات الجانب النظري من الدراسة، حيث قمنا بجمع الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات المنشورة حول مؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم باستخدام الكتب، المجلات، المقالات، المذكرات الجامعية وبعض المواقع من الانترنت.

ثانيا : البيانات الأولية :

حيث تم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بمؤسسات عينة الدراسة من المصادر الآتية :

- القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في سوق قطر المالي للفترة (2010-2015) المنشورة في موقع الرسمي للسوق القطري؛
- التقارير الإحصائية السنوية وأسعار الاغلاق اليومية من الموقع الرسمي لبورصة قطر للأوراق المالية[38]؛
- التقارير المنشورة عن صندوق النقد العربي[39].

الفرع الثالث : تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

أولا : تحديد متغيرات الدراسة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار مجموعة من المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي كمتغيرات مستقلة وعائد السهم كمتغير تابع، ويمكن توضيحها فيما يلي :

1- المتغير التابع :

يتمثل المتغير التابع في الدراسة في عوائد الأسهم، وبغية الحصول على أحسن تمثيل لعائد السهم فقد تم الاعتماد على نسبة عائد السهم الكلي، بحيث تصدر المؤسسة من خلال تقاريرها نصيب السهم الواحد من التوزيعات، لذلك اعتمدت الباحثة الصيغة التي استخدمتها الدراسات التالية : (Moreteza hajiabbasi and other 2012، إكرام عبد الرحمن فلاتة 2010، حسنية صيفي 2015) وهي تحتاط لتقلب الأسعار في البورصة، ويرمز لعائد السهم بـTSR.

2- المتغيرات المستقلة :

وتمثلت في مجموعة من مؤشرات الأداء المالي المحاسبية التقليدية والحديثة، ويمكن ايجازها في ما يلي :

[38] 10/02/2016, http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home
[39] 15/02/2016, http://www.amf.org.ae/ar/amdb

أ. المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي :

تم الاعتماد في هذه الدراسة على مؤشرات الأداء الربحي، المتمثلة في العائد على حقوق الملكية(ROE) والعائد على الأصول (ROA)، لأنها تعكس الأداء الكلي للمؤسسة، لأن الأرباح هي نتائج كفاءة الإدارة في صنع القرارات التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية.

ب. المؤشرات الحديثة للأداء المالي :

وتمثلت في كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) حيث برزت هذه المؤشرات كأحد المداخل البديلة المعاصرة للتغلب على العيوب والانتقادات الموجهة إلى المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي

ثانيا : تحديد كيفية قياس متغيرات الدراسة

وهي موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 1.2 : طريقة حساب متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	طريقة الحساب	الرموز
عائد السهم	TSR	TSR = Dt + ((Pt-Pt-1)/Pt-1	TSR : عائد السهم الكلي Dt : توزيعات الأرباح للسهم Pt : سعر السهم في بداية الفترة Pt-1 : سعر السهم في نهاية الفترة
العائد على حقوق الملكية	ROE	النتيجة الصافية / حقوق الملكية	
العائد على الأصول	ROA	النتيجة الصافية / إجمالي الأصول	
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA	EVA= NOPAT-(WACC×CI)	NOPAT : الربح التشغيلي بعد الضريبة WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال CI : رأس المال المستثمر
القيمة السوقية المضافة	MVA	القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم	

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول.

الفرع الرابع : جمع وتلخيص المعطيات

بغرض تنفيذ هدف الدراسة واختبار فرضياتها تم جمع وتلخيص المعطيات اللازمة للدراسة بشكل التالي :

تتمثل المعطيات اللازمة للدراسة في القوائم المالية للشركات، وكذا أسعار إغلاق الأسهم لأغراض حساب القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وقد تم الاعتماد على طريقة المتوسطات من خلال حساب جميع متغيرات الدراسة لجميع المؤسسات خلال فترة الدراسة ومن ثم حساب المتوسط لكل متغير لوحده لجميع المؤسسات، وذلك بالاستعانة ببرنامج Excel 2007، وذلك لتوحيد وتجانس معطيات الدراسة.

المطلب الثاني : البرامج والأدوات الإحصائية المعتمدة

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى البرامج المعتمدة في هذه الدراسة، وكذا الأدوات الإحصائية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة.

الفرع الأول : البرامج المعتمدة في الدراسة

استخدمت الباحثة برنامج Excel 2007 كأساس لجمع البيانات، تلخيصها وحساب المؤشرات الخاصة بالدراسة، كما تم الاعتماد على برنامج SPSS 23 لإعداد مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وبرنامج Eviews 9 لاختبار قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، واختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف.

الفرع الثاني : الأدوات المعتمدة في الدراسة

من أجل الاجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية، يمكن ايجازها فيما يلي :

أولا : أدوات الإحصاء الوصفي

وذلك من خلال دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث تم تنظيم وتلخيص المعلومات لتسهيل فهمها ودراستها.

ثانيا : مصفوفة الارتباط (بيرسون)

والهدف من بناء مصفوفة الارتباط معرفة العلاقة بين المتغيرات المستقلة من جهة، والمتغير التابع من جهة أخرى، وكذا العلاقة بين المتغيرات فيما بينها.

ثالثا : نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط ومشاكله

وذلك لاختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم، وذلك باستعمال البرنامج الاحصائي SPSS 23 وبرنامج Eviews 9.

رابعا : اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية واختبار BDS

والهدف من دراسة استقرارية سلسلة مؤشر بورصة قطر العام واختبار BDS هو اختبار كفاءة بورصة قطر عند المسوى الضعيف ، وذلك من خلال إجراء أربعة اختبارات للكشف عن الاستقرارية وهي : AC, ADF, PP & KPSS واختبار BDS الذي يبين قابلية السلسلة المدروسة للتنبؤ على المدى القصير.

المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة، سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة التطبيقية وتحليلها إحصائيا في المطلب الأول، ومناقشة وتفسير النتائج إقتصاديا في المطلب الثاني.

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

سيتم في هذا المطلب عرض نتائج الدارسة المتوصل اليها بناءا على المعلومات التي تم جمعها، تلخيصها ومعالجتها من خلال البرامج الإحصائية سالفة الذكر.

الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنتناول من خلال هذا الفرع عرض المقاييس الإحصائية الوصفية على متغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض وذلك بحساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أصغر وأكبر قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة

والجدول التالي يلخص أهم النتائج الخاصة بدراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يلي :

الجدول رقم 2.2 : نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	Maximum	Minimum	Mean	Std. Dev.
العائد على السهم	1.22	-0.65	0.5123	0.552
العائد على حقوق الملكية	0.249	0.022	0.133	0.07
العائد على الأصول	0.668500	0.016886	0.104707	0.122709
القيمة الاقتصادية المضافة	142.721.7802	-249.387.875	164.559.454	192.365.214
القيمة السوقية المضافة	151.260	-17.086	24.554	36.783

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 2 وبرنامج Eviews 9

من خلال نتائج دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة المبينة في الجدول أعلاه يمكن تحليل كل متغير على حدى وباختصار من خلال تحديد ما يلي : أعلى قيمة، أدنى قيمة، المتوسط الحسابي والانحراف المعياري.

أولا : دراسة مؤشر العائد على السهم (TSR)

يبين الجدول اعلاه إلى أن أعلى نسبة للعائد على السهم هي 1.22، أما أدنى نسبة للعائد على السهم هي 0.65- وكانت بمتوسط حسابي 0.512، وانحراف معياري 0.552، وبالنظر الى نسبة متوسط العائد على السهم بلغت 51.2 في المائة وهي نسبة تعبر عن أن أداء الشركات المدرجة في بورصة قطر جيد ومقبول.

ثانيا : دراسة مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE)

يبين الجدول اعلاه إلى أن أعلى نسبة للعائد على حقوق الملكية هي 0.249، أما أدنى نسبة للعائد على حقوق الملكية هي 0.022، بانحراف معياري 0.07، ومتوسط حسابي 0.133، وهذه النسبة تعتبر مرتفعة اذا ما قورنت بمعدل الفائدة السائد في السوق النقدية القطرية الذي لم يتجاوز ستة في المائة خلال فترة الدراسة.

ثالثا : دراسة مؤشر العائد على الأصول (ROA)

يبين الجدول اعلاه إلى أن أعلى نسبة للعائد على الأصول هي 0.668، أما أدنى نسبة للعائد على الأصول هي 0.016 بانحراف معياري 0.122، ومتوسط حسابي 0.104، وهذه النسبة تعتبر مرتفعة اذا ما قورنت بمعدل الفائدة السائد في السوق النقدية القطرية الذي لم يتجاوز ستة في المائة خلال فترة الدراسة، وهذا يعني أن الشركات المدرجة في بورصة قطر تحقق عائد على أصولها أعلى من تكلفة الاقتراض في حالة تمويل بالقروض خلال فترة الدراسة.

رابعا : دراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

يبين الجدول اعلاه إلى أن أعلى قيمة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة هي 802 217 427 1 ريال قطري، أما أدنى قيمة للقيمة الاقتصادية المضافة هي 875 387 249- ريال قطري ، بمتوسط حسابي 454 559 164 ريال قطري، وانحراف معياري 214 365 192 ريال قطري.

خامسا : دراسة مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)

يبين الجدول اعلاه إلى أن أعلى قيمة لمؤشر القيمة السوقية المضافة هي 151.260 ريال قطري، أما أدنى قيمة للقيمة السوقية المضافة هي 17.08– ريال قطري، بمتوسط حسابي 24.554 ريال قطري وانحراف معياري 36.783 ريال قطري.

الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط والانحدار بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم

سيتم من خلال هذا الفرع عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، كما سيتم عرض نماذج الانحدار بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء المالي التقليدية.

أولا : تحليل نتائج الارتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم

يمكن توضيح نتائج الارتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم 3.2 : مصفوفة الارتباط بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الاسهم

		TSR	ROE	ROA
TSR	Corrélation de Pearson	1	.401**	.317*
	Sig. (bilatérale)		.004	.022
	N	30	30	30
ROE	Corrélation de Pearson	.401**	1	.205*
	Sig. (bilatérale)	.004		.034
	N	30	30	30
ROA	Corrélation de Pearson	.317*	.205*	1
	Sig. (bilatérale)	.022	.034	
	N	30	30	30

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي SPSS 23

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ وجود ارتباط بإشارة موجبة (علاقة طردية) بين المتغير التابع (عوائد الأسهم) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات التقليدية للأداء)، حيث بلغت درجة الارتباط بين العائد على حقوق الملكية وعوائد الاسهم بـ 40.1 في المائة عند مستوى معنوية 0.004 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.01، وكذلك وجود ارتباط بين العائد على الأصول وعوائد الأسهم بـ 31.7 في المائة عند مستوى معنوية 0.022 وهي اقل من 0.05 مستوى المعنوية االمعتمدة.

كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه يوجد ارتباط بإشارة موجبة (علاقة طردية) بين مؤشر العائد على حقوق الملكية ومؤشر العائد على الأصول، حيث بلغت درجة الارتباط 20.5 في المائة عند مستوى معنوية 0.034 وهي أقل من مستوى المعنية المعتمدة 0.05 أي ارتباط دال إحصائيا.

مما سبق نستنتج أن المتغيرات المستقلة المعبر عنها بالمؤشرات التقليدية تؤثر بشكل ايجابي على عوائد الأسهم، لأن معامل بيرسون كان ايجابي ودال إحصائيا.

ثانيا : تحليل الانحدار لعائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

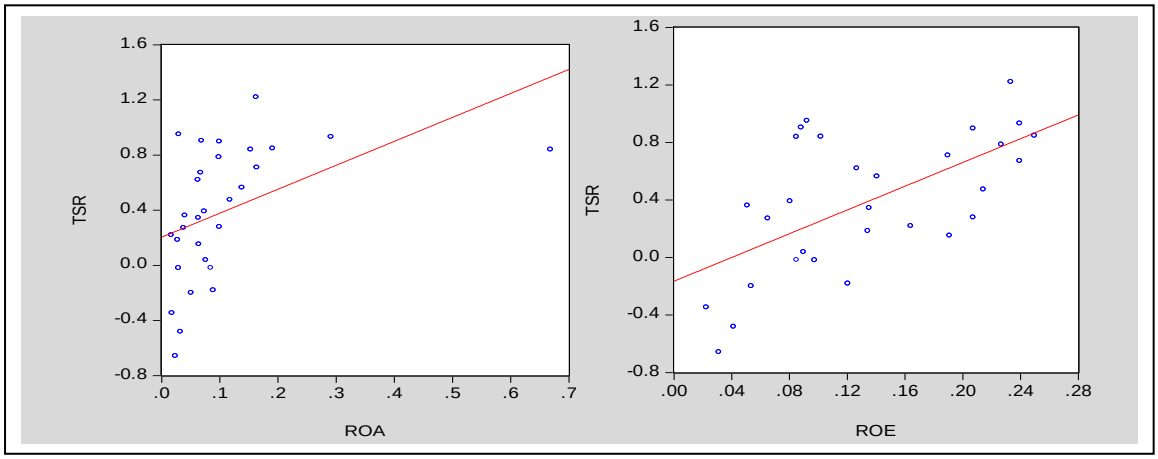
سيتم في هذا الجزء عرض نتائج الانحدار لاختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي ممثلة بمؤشرات الأداء الربحي في تفسير عوائد الاسهم ممثل بعائد السهم الكلي.

1 – شكل الانتشار :

تسبق مرحلة تحليل الانحدار مرحلة في غاية من الأهمية وهي إيجاد شكل الانتشار للمتغيرات المكونة للظاهرة المدروسة، لأنه ليس لدينا صيغة للعلاقة التي تربط بين عوائد الأسهم كمتغير تابع بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي كمتغيرات مستقلة، لذلك سنحاول الاعتماد على التمثيل النقطي لـ 30 مشاهدة بواسطة معطيات الدراسة، فإذا كان هذا الانتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية وإذا كان الانتشار على شكل قطع متكافئ تكون العلاقة أسية.

يوضح الشكل أدناه التمثيل النقطي للمتغير التابع عوائد الاسهم بدلالة المؤشرات التقليدية ROE & ROA

الشكل رقم 5.2 : التمثيل النقطي لعوائد الاسهم TSR بدلالة المؤشرات التقليدية ROE & ROA



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لكن بما أن بعض المتغيرات المدروسة سالبة، لهذا سنعتمد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وذلك بصياغة معادلتين للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية ومن ثم المفاضلة واختيار النموذج الأمثل للدراسة.

وذلك بناءا على عدة معايير أهمها :

- المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج)؛
- معنوية المعالم المقدرة (وجود أحسن دلالة إحصائية لمعاملات المعادلة المقدرة)؛
- معامل التحديد المصحح؛

2 – صياغة العلاقة بين عائد السهم TSR والمؤشرات التقليدية ROE & ROA

الجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي تعطي أحسن تمثيل للعلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي

الجدول رقم 4.2 : المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة			المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob B_0	Prob B_1	Prob B_2	Prob F		
1	TSR= $B_0 + B_1\ ROE + B_2 ROA$	0.016	0.000	0.024	0.000	0.44	1.96
2	TSR= $B_1\ ROE + B_2 ROA$	–	0.053	0.053	–	0.41	1.78

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 و4 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9

استنادا إلى المعايير المذكورة أعلاه لاختيار أفضل نموذج يتضح أن النموذج الأول هو النموذج الأمثل للدراسة الذي يمثل العلاقة بين عوائد الاسهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي.

❖ اختبار جودة النموذج :

عموما النموذج الأول مقبول من الناحية الإحصائية، لكن من أجل التأكد من أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة لهذا النموذج توجب علينا اختبار فرضياتها فيما يخص :

- ✓ عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
- ✓ فرضية ثبات التباين؛
- ✓ أن المتغير العشوائي يتوزع طبيعيا أي معتدلا.

من هذا المنطلق سوف نقوم بعرض بعض المشاكل القياسية التي تتعرض لها طريقة المربعات الصغرى العادية وذلك من خلال إجراء بعض الاختبارات للتحقق من الفرضيات المذكورة أعلاه وذلك باستعمال أسلوب تحليل البواقي.

أ. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM" :

يقيس ويختبر الارتباط الذاتي بين الأخطاء للدرجة أكثر من الواحد، وذلك باستعمال اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم 5.2 : نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.644865	Prob. F(2,25)	0.2133
Obs*R-squared	3.488613	Prob. Chi-Square(2)	0.1748

المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة والتي تساوي LM= n × R^2 = 3.488 أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي $X^2_{0.05}$ = 5.99 وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 والتي تقرر بأنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الاخطاء من الدرجة الثانية.

ب. اختبار تجانس التباين :

وفي هذا الصدد يوجد عدة إختبارات، وقد تم الاعتماد في هذا النموذج على اختبار White العادي، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم 6.2 : نتائج اختبار وايت العادي

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.692717	Prob. F(5,24)	0.6339
Obs*R-squared	3.783465	Prob. Chi-Square(5)	0.5810
Scaled explained SS	2.911545	Prob. Chi-Square(5)	0.7136

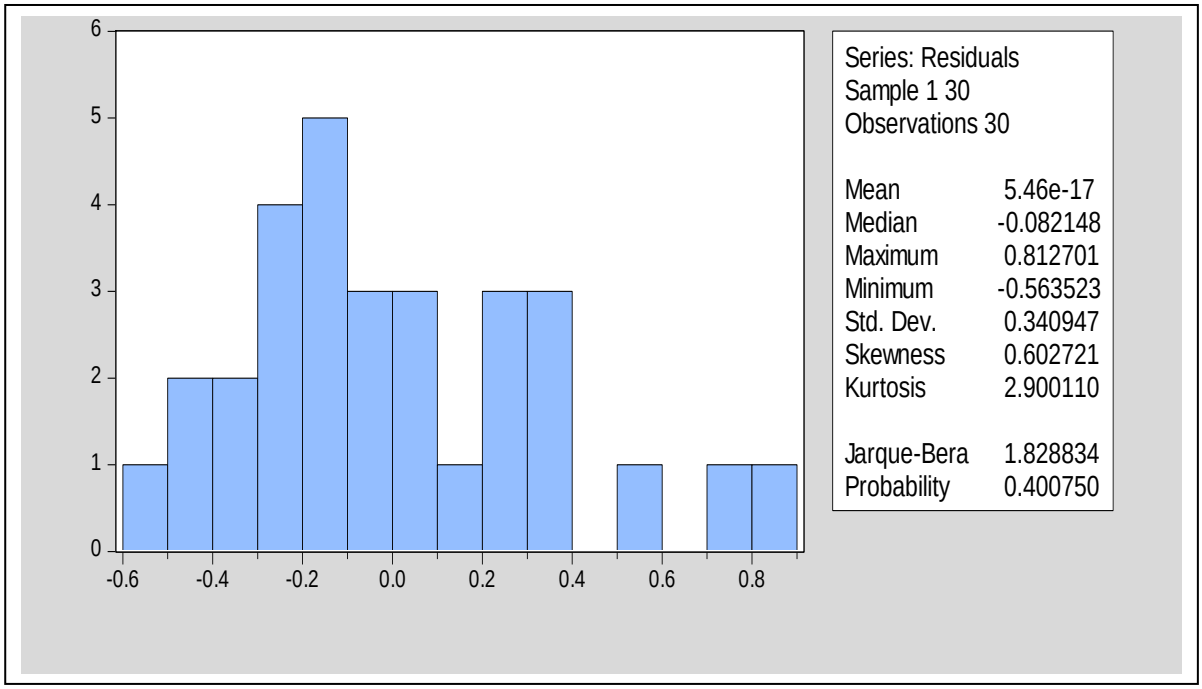
المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 والبرنامج الاحصائي Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن إحصائية فيشر أكبر من 0.05 (0.633>0.05)، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 التي تقرر بأنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

ت. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي :

لاختبار مدى توزيع البواقي طبيعيا توجد عدة اختبارات، حيث نستخدم أشهرها، وهو اختبار Jarque-Bera والذي يتبع توزيع كاي التربيعي، حيث نتائجه ملخصة في الشكل التالي :

الشكل رقم 6.2 : التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لاختبار Jarque-Bera (S= 1.82883) أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي $X^2_{0.05} = 5.99$، وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 وعليه فإن سلسلة النموذج تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي.

نستنتج مما سبق أن الفروض السابقة لاستخدام طريقة المربعات الصغرى جاءت ملائمة لاستعمال هذه الطريقة، وهي طريقة جيدة وصالحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم كمتغير تابع والمؤشرات التقليدية للأداء المالي كمتغيرات مستقلة في النموذج المختار.

والجدول التالي يلخص أهم النتائج للتقدير الأمثل للمتغير التابع العائد على السهم (TSR) بدلالة المؤشرات التقليدية العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA) :

الجدول رقم 7.2 : نتائج التقدير الامثل للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/15/16 Time: 16:05
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.209344	0.090346	2.317139	0.0283
ROE	3.662942	0.949871	3.856253	0.0006
ROA	1.306991	0.546278	2.392537	0.0240

R-squared	0.485073	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.446931	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.353349	Akaike info criterion	0.851917
Sum squared resid	3.371093	Schwarz criterion	0.992036
Log likelihood	-9.778749	Hannan-Quinn criter.	0.896742
F-statistic	12.71732	Durbin-Watson stat	1.964505
Prob(F-statistic)	0.000128		

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews 9

يبين الجدول أعلاه نتائج الانحدار بين العائد على السهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي، ومن خلاله سيتم تشخيص القوة الإحصائية لهذا النموذج.

3 – تشخيص القوة الإحصائية للنموذج

من خلال الجدول رقم 7.2 يمكن تشخيص القوة الاحصائية للنموذج المقدر، من خلال (اختبار المعنوية الكلية للنموذج، اختبار معنوية المعالم المقدرة وجودة التوفيق)، وذلك على النحو التالي :

أ. اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0 : B_0 = B_1 = 0 \\ H_1 : \text{oumois } (B_j \neq 0) \end{cases}$$

نلاحظ من خلال الجدول رقم 7.2 أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.000128 أقل من 0.05 وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا، وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر.

ب. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

– اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت

لاختبار المعنوية الإحصائية لـ **0** نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_0 = 0 \\ H_1: B_0 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقا من الجدول رقم 7.2 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_0 تساوي 0.0283 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن B_0 تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عندى مستوى معنوية 0.05.

اختبار المعنوية الإحصائية للعائد على حقوق الملكية

لاختبار المعنوية الإحصائية لـ $\boldsymbol{B_1}$ نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_1 = 0 \\ H_1: B_1 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقا من الجدول رقم 7.2 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_1 تساوي 0.0006 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن B_1 تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_1}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.05 بين العائد على حقوق الملكية وعوائد الأسهم.

– اختبار المعنوية الإحصائية للعائد على الأصول

لاختبار المعنوية الإحصائية لـ **2** نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_2 = 0 \\ H_1: B_2 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقا من الجدول رقم 7.2 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_2 تساوي 0.024 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن B_2 تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_2}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.05 بين العائد على حقوق الملكية وعوائد الأسهم.

ت. اختبار جودة التوفيق :

يعتمد اختبار جودة التوثيق على معامل التحديد المتعدد و الذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك يجب مراعاة معامل التحديد المصحح Aduste R-squared والذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي.

من خلال الجدول رقم 7.2 يمكن ملاحظة أن المعادلة المقدرة تفسر 44.6 في المائة من التغيرات الاجمالية لعوائد الأسهم، وهي تعبر عن جودة توفيق متوسطة لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى متغيرات مفسرة أخرى غير داخلة في النموذج.

بعد تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقبول وجب علينا تفسير علاقة العائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي، معادلة النموذج المقبول هي :

$$\text{TSR} = 0.209 + 3.662 \times \text{ROE} + 1.306 \times ROA$$

تفسير العلاقة

- $\boldsymbol{B_0}$: معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدر للمتغير التابع العائد على السهم عند انعدام المتغيرات المستقلة العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، بمعنى انه عندما يساوي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول الصفر القيمة المقدرة لعائد السهم هي 0.209.
- $\boldsymbol{B_1}$: معلمة المتغير المستقل العائد على حقوق الملكية، عند زيادة العائد على حقوق الملكية بـ واحد وحدة يزيد العائد على السهم بـ 3.662 وحدة، مع ثبات العائد على الأصول، أي أن العلاقة بين العائد على السهم والعائد على حقوق الملكية هي علاقة طرردية.
- $\boldsymbol{B_2}$: معلمة المتغير المستقل العائد على الأصول، عند زيادة العائد على الأصول بـ واحد وحدة يزيد العائد على السهم بـ 1.306 وحدة، مع ثبات العائد على حقوق الملكية، أي أن العلاقة بين العائد على السهم والعائد على الأصول طرردية.

الفرع الثالث : تحليل نتائج الارتباط والانحدار بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد الأسهم

سيتم من خلال هذا الفرع عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، كما سيتم عرض نماذج الانحدار بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء المالي الحديثة.

أولا : تحليل نتائج الارتباط بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد الأسهم

يمكن توضيح نتائج الارتباط بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد الأسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم 8.2 : مصفوفة الارتباط بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد الاسهم

		TSR	EVA	MVA
TSR	Corrélation de Pearson	1	.311	.214**
	Sig. (bilatérale)		.094	.000
	N		30	30
EVA	Corrélation de Pearson	.311	1	.215*
	Sig. (bilatérale)	.094		.028
	N	30	30	30
MVA	Corrélation de Pearson	.214**	.215*	1
	Sig. (bilatérale)	.000	.028	
	N	30	30	30

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي SPSS 23

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ وجود ارتباط بإشارة موجبة (علاقة طردية) بين المتغير التابع (عوائد الأسهم) والمتغير المستقل القيمة السوقية المضافة حيث بلغت درجة الارتباط 21.4 في المائة عند مستوى معنوية 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.01، وكما نلاحظ كذلك عدم وجود ارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم حيث بلغت نسبة الارتباط 31.1 في المائة عند مستوى معنوية 0.094 وهي أكبر من 0.05 مستوى المعنوية المعتمدة أي أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية في الواقع.

كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه يوجد ارتباط بإشارة موجبة (علاقة طردية) بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة، حيث بلغت درجة الارتباط 21.5 في المائة عند مستوى معنوية 0.028 وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.05 أي ارتباط دال إحصائيا.

مما سبق نستنتج أن المتغيرات المستقلة المعبر عنها بالمؤشرات الحديثة (القيمة السوقية فقط) تؤثر بشكل إيجابي على عوائد الأسهم، لأن معامل بيرسون كان إيجابي ودال إحصائيا.

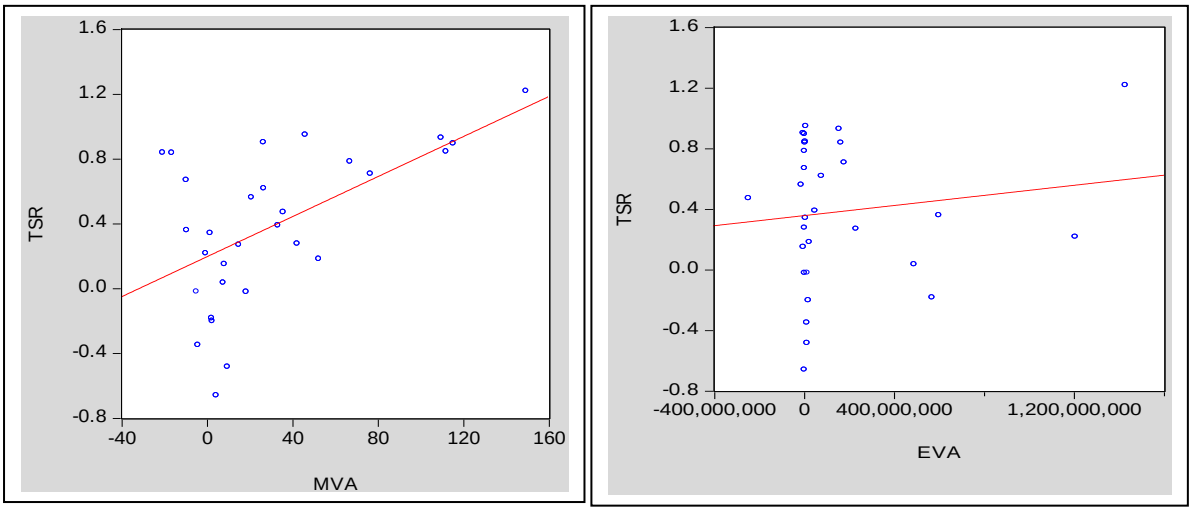
ثانيا : تحليل الانحدار لعائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي

سيتم في هذا الجزء عرض نتائج الانحدار لمعرفة قدرة المؤشرات الحديثة للأداء المالي ممثلة بمؤشرات القيمة الاقتصادية في تفسير عوائد الاسهم ممثل بعائد السهم الكلي.

1 – شكل الانتشار :

توضح الاشكال أدناه التمثيل النقطي للمتغير التابع عوائد الأسهم بدلالة المؤشرات الحديثة EVA & MVA :

الشكل رقم 7.2 : التمثيل النقطي لعوائد الاسهم TSR بدلالة المؤشرات الحديثة EVA & MVA



المصدر : من إعداد الطالبة استنادا إلى الملحق رقم 2 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لكن بما أن بعض المتغيرات المدروسة سالبة، لهذا سنعتمد على أسلوب الانحدار الخطي، وذلك بصياغة أربعة معادلات للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية ومن ثم المفاضلة واختيار النموذج الأمثل للدراسة، وذلك بناءا على المعايير المذكورة سلفا.

2 – صياغة العلاقة بين عائد السهم TSR والمؤشرات الحديثة للأداء EVA & MVA

الجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي تعطي أحسن تمثيل للعلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي :

الجدول رقم 9.2 : المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة			المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob B_0	Prob B_1	Prob B_2	Prob F		
1	TSR= $B_0 + B_1\ EVA + B_2 MVA$	0.046	0.906	0.001	0.005	0.27	1.605
2	TSR= $B_1\ EVA + B_2 MVA$	–	0.518	0.000	–	0.18	1.66
3	TSR= $B_0 + B_1 MVA$	0.0334	–	0.001	0.001	0.297	1.59
4	TSR= $B_1 MVA$	–	–	0.000	–	0.20	1.58

المصدر : من إعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه (النموذج الأول والثاني) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob أكبر من 0.05 ومنه نرفض فرضية البديلة H_1 ونقبل الفرضية العدم H_0 أي أن B_1 لاتختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_1}$ هي قيمة عشوائية، وبالتالي لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.05 بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، لذلك تم نزع هذا المتغير وإعادة تقدير علاقة عوائد الأسهم بدلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة فقط، ومنه استنادا إلى المعايير المذكورة أعلاه لاختيار أفضل نموذج يتضح أن النموذج الثالث هو النموذج الأمثل للدراسة الذي يمثل العلاقة بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي.

❖ **اختبار جودة النموذج :**

عموما النموذج الثالث مقبول من الناحية الإحصائية، لكن من أجل التأكد من أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة لهذه الدراسة توجب علينا اختبار فرضياتها فيما يخص :

- ✓ عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
- ✓ فرضية ثبات التباين؛
- ✓ أن المتغير العشوائي يتوزع طبيعيا أي معتدلا.

من هذا المنطلق سوف نقوم بعرض بعض المشاكل القياسية التي تتعرض لها طريقة المربعات الصغرى العادية وذلك من خلال إجراء بعض الاختبارات للتحقق من الفرضيات المذكورة أعلاه وذلك باستعمال أسلوب تحليل البواقي.

أ. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM" :

يقيس ويختبر الارتباط الذاتي بين الأخطاء للدرجة أكثر من الواحد، وذلك باستعمال اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم 10.2 : نتائج اختبار بروش قود فراي من الدرجة الثانية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.311125	Prob. F(2,26)	0.2868
Obs*R-squared	2.748474	Prob. Chi-Square(2)	0.2530

المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان احصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة والتي تساوي LM= n × R^2 = 2.748 أقل تماما من من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية اثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي $X^2_{0.05}$ = 5.99 وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 والتي تقرر بأنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الاخطاء من الدرجة الثانية.

ب. اختبار تجانس التباين :

وفي هذا الصدد يوجد عدة اختبارات، وقد تم الاعتماد في هذا النموذج على اختبار ARCH، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم 11.2 : نتائج اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.102338	Prob. F(1,27)	0.7515
Obs*R-squared	0.109504	Prob. Chi-Square(1)	0.7407

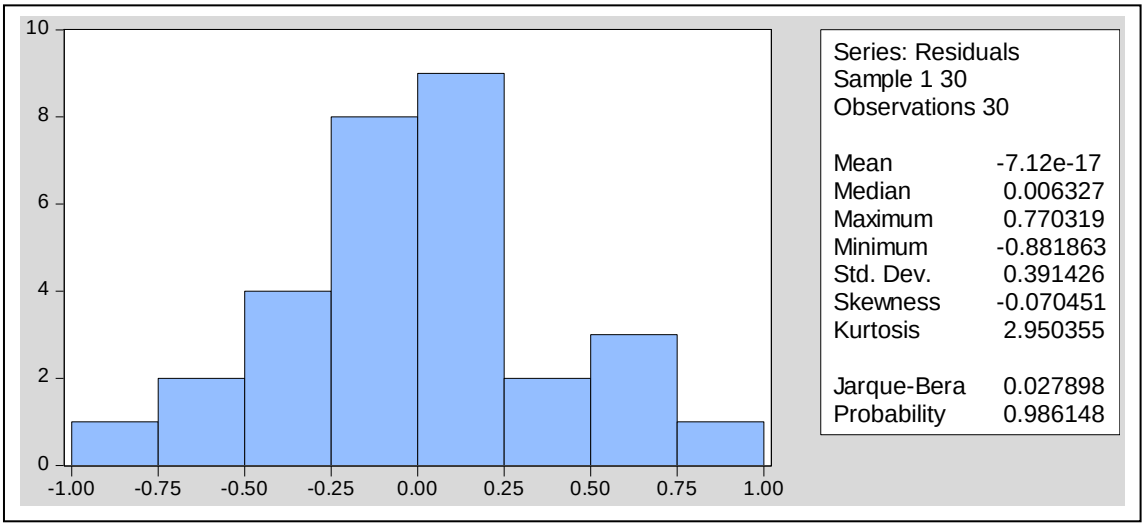
المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 والبرنامج الاحصائي Eviews 9

من خلال الجدول رقم لدينا القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج تساوي $LM = n \times R^2 = 0.109$ هي أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية واحد ونسبة معنوية 0.05، بحيث $X^2_{0.05}(1) = 3.84$، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 التي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

ت. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي :

لاختبار مدى توزيع البواقي طبيعيا توجد اختبارات، حيث نستخدم أشهرها، وهو اختبار Jarque-Bera والذي يتبع توزيع كاي التربيعي، حيث نتائجه ملخصة في الشكل التالي :

الشكل رقم 8.2 : التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لاختبار Jarque-Bera (S= 0.027) أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي 5.99 = $X^2_{0.05}$، وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 وعليه فإن سلسلة النموذج تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي.

نستنتج مما سبق أن الفروض السابقة لاستخدام طريقة المربعات الصغرى جاءت ملائمة لاستعمال هذه الطريقة، وهي طريقة جيدة وصالحة لتمثيل العلاقة بين عوائد الأسهم كمتغير تابع والمؤشرات الحديثة للأداء المالي كمتغيرات مستقلة في النموذج المختار.

والجدول التالي يلخص أهم النتائج للتقدير الأمثل للمتغير التابعTSR بدلالة المؤشر الحديث MVA :

الجدول رقم 12.2 : نتائج التقدير الامثل للعائد على السهم بدلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/17/16 Time: 16:17
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.199268	0.089074	2.237115	0.0334
MVA	0.006177	0.001697	3.640870	0.0011

R-squared	0.321310	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.297071	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.398354	Akaike info criterion	1.061390
Sum squared resid	4.443210	Schwarz criterion	1.154803
Log likelihood	-13.92085	Hannan-Quinn criter.	1.091274
F-statistic	13.25594	Durbin-Watson stat	1.598467
Prob(F-statistic)	0.001091		

المصدر : من اعداد الطالبة استنادا على الملحق رقم2 والبرنامج الإحصائي Eviews 9

يبين الجدول أعلاه نتائج الانحدار بين العائد على السهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي، ومن خلاله سيتم تشخيص القوة الإحصائية لهذا النموذج.

3 – تشخيص القوة الإحصائية للنموذج

من خلال الجدول رقم 12.2 يمكن تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر، من خلال (اختبار المعنوية الكلية للنموذج، اختبار معنوية المعالم المقدرة)، وذلك على النحو التالي :

أ. اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0 : B_0 = B_1 = 0 \\ H_1 : \text{oumois } (B_j \neq 0) \end{cases}$$

نلاحظ من خلال الجدول رقم 12.2 أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.001 أقل من 0.05 وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا، وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر.

ب. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

– اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت

لاختبار المعنوية الإحصائية نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_0 = 0 \\ H_1: B_0 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقا من الجدول رقم 12.2 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_0 تساوي 0.033 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن B_0 تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عندى مستوى معنوية 0.05.

– اختبار المعنوية الإحصائية للقيمة السوقية المضافة

لاختبار المعنوية الإحصائية نقوم بوضع فرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_1 = 0 \\ H_1: B_1 \neq 0 \end{cases}$$

انطلاقا من الجدول رقم 12.2 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_1 تساوي 0.001 أقل من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم B_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن B_1 تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_2}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.05 بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الأسهم.

ت. اختبار جودة التوفيق :

من خلال الجدول رقم 12.2 يمكن ملاحظة أن المعادلة المقدرة تفسر 29.1 في المائة من التغيرات الاجمالية لعوائد الأسهم، وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى متغيرات مفسرة أخرى غير داخلة في النموذج.

بعد تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقبول وجب علينا تفسير علاقة العائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي، معادلة النموذج المقبول هي :

$$TSR = 0.1992 + 0.0061 \times MVA$$

تفسير العلاقة

- B_0 : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدر للمتغير التابع العائد على السهم عند انعدام المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة، بمعنى انه عندما تساوي القيمة الاقتصادية الصفر القيمة المقدرة لعائد السهم هي 0.1992.

- B_1 : معلمة المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة، عند زيادة القيمة السوقية المضافة بـ واحد وحدة يزيد العائد على السهم بـ 0.0061 وحدة، أي أن العلاقة بين العائد على السهم القيمة السوقية المضافة هي علاقة طرردية.

الفرع الرابع : اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف

سنحاول من خلال هذا الفرع اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف، وذلك من خلال دراسة سلوك الأسعار لأسهم اللشركات المدرجة في بورصة قطر والمعبر عنها بمؤشر السوق، وحتى يتسنى لنا ذلك لا بد من عرض بعض الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرارية، واختبار BDS.

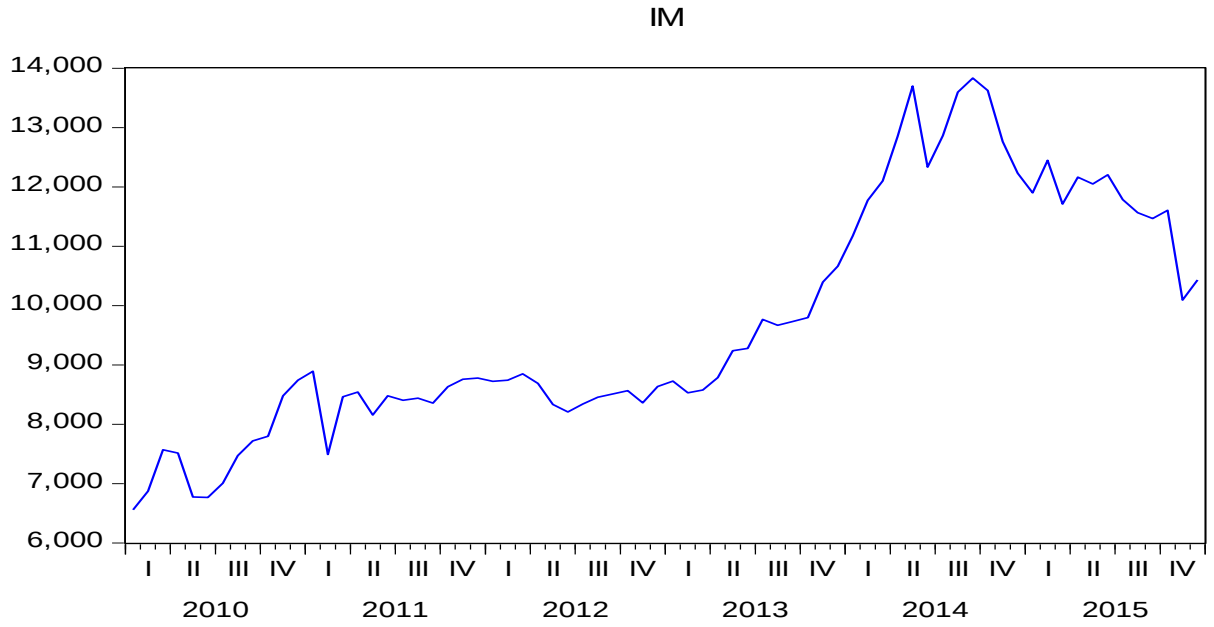
أولا : اختبار استقرارية مؤشر بورصة قطر للفترة (2010–2015)

نقوم من خلال هذه الخطوة بعرض بعض الاختبارات الخاصة بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية، وذلك من خلال دراسة سلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015).

1 – عرض تطور مؤشر بورصة قطر خلال الفترة (2010-2015)

نعرض هنا تطور مؤشر بورصة قطر خلال فترة الدراسة، وهو ما يبرزه الشكل التالي :

الشكل رقم 9.2 : تطور مؤشر بورصة قطر خلال الفترة الشهرية (2010-2015)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور مؤشر بورصة قطر في تزايد ونمو، ومما يدل مبدئيا عن وجود اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 13830.9 نقطة وادنى قيمة 6558.450 بانحراف معياري 1977.981 نقطة.

2 – دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة المدروسة

قبل اجراء اختبارات المتعلقة بالاستقرارية نقوم بدراسة دالة الارتباط الذاتي للسلسلة محل الدراسة، والجدول التالي يعرض هذا الارتباط :

الجدول رقم 13.2 : دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

Date: 04/22/16 Time: 18:28
Sample: 2010M01 2015M12
Included observations: 72

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. |*******	. |*******	1	0.952	0.952	68.004	0.000
. |*******	. | .	2	0.913	0.073	131.46	0.000
. |******	. | .	3	0.879	0.042	191.15	0.000
. |******	. | .	4	0.844	-0.024	246.93	0.000
. |******	.*| .	5	0.791	-0.201	296.73	0.000
. |*****	.*| .	6	0.734	-0.120	340.25	0.000
. |*****	.*| .	7	0.676	-0.081	377.75	0.000
. |*****	. | .	8	0.626	0.041	410.37	0.000
. |****	. | .	9	0.574	0.007	438.27	0.000
. |****	.*| .	10	0.516	-0.067	461.17	0.000
. |***	. | .	11	0.465	0.041	480.07	0.000
. |***	. | .	12	0.423	0.053	495.97	0.000
. |***	. | .	13	0.378	-0.050	508.85	0.000
. |**	**| .	14	0.316	-0.214	518.00	0.000
. |**	. | .	15	0.265	0.013	524.54	0.000
. |**	. | .	16	0.215	-0.062	528.92	0.000
. |*.	. | .	17	0.162	-0.066	531.47	0.000
. |*.	. | .	18	0.111	0.027	532.69	0.000
. | .	. |*.	19	0.073	0.146	533.23	0.000
. | .	. | .	20	0.034	-0.008	533.35	0.000
. | .	. | .	21	0.002	0.017	533.35	0.000
. | .	. | .	22	-0.026	0.043	533.42	0.000
. | .	. | .	23	-0.046	0.050	533.65	0.000
. | .	. | .	24	-0.061	-0.037	534.06	0.000
.*| .	. | .	25	-0.074	-0.036	534.68	0.000
.*| .	. | .	26	-0.091	-0.057	535.64	0.000
.*| .	. | .	27	-0.103	-0.001	536.89	0.000
.*| .	. | .	28	-0.111	-0.030	538.39	0.000
.*| .	. | .	29	-0.122	-0.009	540.24	0.000
.*| .	. | .	30	-0.136	-0.000	542.58	0.000
.*| .	. | .	31	-0.150	-0.054	545.49	0.000
.*| .	.*| .	32	-0.162	-0.070	548.99	0.000

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي معظمها خارج مجال الثقة، والخروج عن مجال الثقة يعني الاختلاف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 0.05 ومنه فالسلسلة غير مستقرة.

ويمكن تأكيد ذلك عن طريق احصائية Q Ljung –Box التي بلغت Q = 548.99 عند h = 32 وهي أكبر من الاحصائية $X^2_{0.05\ 32}$ = 45.325 المستخرجة من جدول توزيع "كاي دوا" ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 أي عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

3 – اختبار(1981) Augmented Dickey-Fuller

نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدل رقم 14.2 : نتائج إختبار ADF

Null Hypothesis: IM has a unit root		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
Test ADF	Exogenous	Prob
النموذج الأول	Constant	0.4674
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.8466
النموذج الثالث	None	0.8474

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 و6 وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار ADF أكبر من 0.05 ومنه نقبل B_0 ونرفض H_1 أي أن هناك جدر وحدوي في السلسلة، وهي غير مستقرة.

4 – اختبار(1988) Phillips-Perron

نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدل رقم 15.2 : نتائج اختبار pp

Null Hypothesis: IM has a unit root		
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Test pp	Exogenous	Prob
النموذج الأول	Constant	0.4674
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.8657
النموذج الثالث	None	0.8634

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 و7 وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار pp أكبر من 0.05 ومنه نقبل H_0 ونرفض H_1 أي أن هناك جدر وحدوي في السلسلة، وهي غير مستقرة.

خامسا : احتبار(1992) Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin

نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول رقم 16.2 : نتائج إختبار KPSS

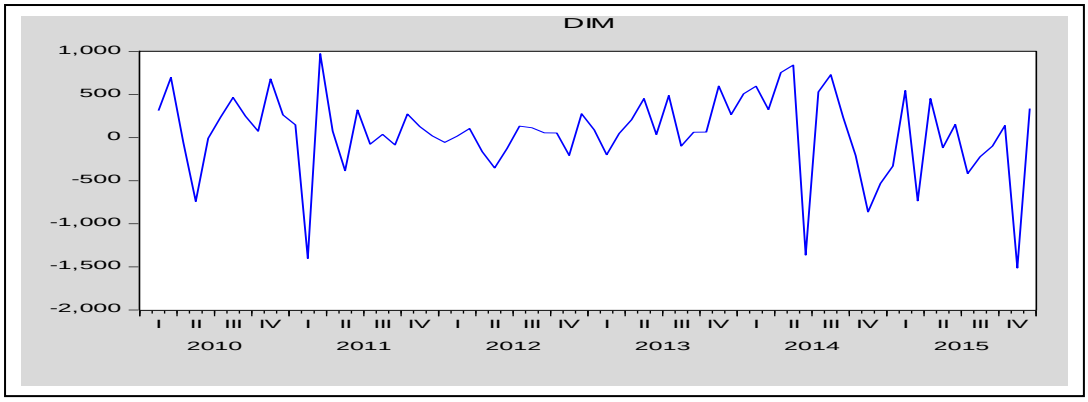
Null Hypothesis: IM is stationary			
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
Test KPSS	Exogenous	LM-Stat	Valeur Critiquue a 5%
النموذج الأول	Constant	0.917	0.463
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.099	0.146

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق 3 و8 رقم وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الحرجة LM أكبر من القيمة الحرجة عند 0.05 ومنه نقبل $_0$ ونرفض H_1 أي أن السلسلة غير مستقرة.

يبرز مما سبق تجانس جميع النتائج المتوصل إليها لجميع الاختبارات ولكل النماذج، ومن ثمة نخلص إلى أن سلسلة مؤشر بورصة قطر خلال الفترة (2010-2015) ليست مستقرة، لكن السؤال المطروح هنا هل فرضية السير العشوائي محققة؟ للتأكد من ذلك نقوم بدراسة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى، ومن ثم نحاول اختبار الاستقرارية بالاعتماد على اختبارPP والشكل التالي يبين سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى كما يلي :

الشكل رقم 12.2 : تطور الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة(2010-2015)



المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 وبرنامج Eviews 9

ما يلاحظ مبدئيا عن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة قطر أنها مستقرة، ومنه سنحاول اختبار الاستقرارية بالاعتماد على اختبار pp، نتائجه ملخصة في الجدول التالي :

جدول رقم 17.2 : نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة قطر

Null Hypothesis: IM has a unit root		
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Test pp	Exogenous	Prob
النموذج الاول	Constant	0.4674
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.8657
النموذج الثالث	None	0.8634

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار pp أقل من خمسة في المائة ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1، أي ليس هناك جدر وحدوي للسلسلة وهي مستقرة، وهي نتيجة مؤكدة من قبل بقية الاختبارات الأخرى التي تم عرضها سابقا.

ثانيا : اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة

لاختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف، سنعتمد على اختبار BDS، ويعد هذا الاختبار الاكثر شيوعا في دراسة السلاسل الزمنية[40].

فإذا كانت إحصائية BDS من أجل كل بعد m أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96 فإنه يتم رفض فرضية العدم وقبول فرضية الارتباط بين المشاهدات، التي تعني أن مؤشر البورصة قابل للتنبؤ على المدى القصير، أي أن البورصة غير كفئة عند المستوى الضعيف.

الجدول التالي يوضح نتائج احصائية BDS :

[40] محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 224.

الجدول رقم 18.2 : نتائج احصائية BDS

BDS Test for IM
Date: 05/05/16 Time: 11:02
Sample: 2010M01 2015M12
Included observations: 72

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.174017	0.006622	26.27800	0.0000
3	0.301626	0.010605	28.44240	0.0000
4	0.384834	0.012720	30.25324	0.0000
5	0.438064	0.013354	32.80477	0.0000
6	0.469107	0.012970	36.16809	0.0000

Raw epsilon	3262.021		
Pairs within epsilon	3666.000	V-Statistic	0.707176
Triples within epsilon	197074.0	V-Statistic	0.527997

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	1641.000	0.660362	1733.000	0.697384	0.486345
3	1527.000	0.632298	1670.000	0.691511	0.330672
4	1431.000	0.609974	1616.000	0.688832	0.225140
5	1341.000	0.588674	1560.000	0.684811	0.150610
6	1258.000	0.568973	1506.000	0.681140	0.099866

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 3 وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احصائية BDS من اجل كل بعد 2، 3، 4، 5 و6 أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96 عند نسبة مجازفة 0.05، اي نقبل فرضية الارتباط بين المشاهدات ونرفض فرضية الاستقلالية والتي تعني أن سلسلة مؤشر بورصة قطر قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وهو ما يدل على أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج

إن نتائج التحليل الإحصائي ليست بعينها نتيجة الرئيسية، وإنما هي أداة تحليل تساعدنا في الوصول وفهم النتيجة الرئيسية، لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل ومناقشة النتائج اقتصاديا.

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد مدى قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة والوصول إلى النموذج الأمثل الذي يحوي على المؤشرات الأكثر ارتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم، توصلت الباحثة إلى قدرة نموذج الانحدار الخطي على تحقيق نتائج أفضل، وعلى ضوء ذلك يمكن تحليل نتائج الدراسة الاحصائية بتدرج كما يلي :

بينت الدراسة التطبيقية جميع أن مؤشرات الاداء المالي التقليدية والحديثة للأداء المالي المدروسة لها علاقة وقدرة على تفسير عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة.

أولا : تحليل نتائج الانحدار بين عوائد الأسهم والمؤشرات التقليدية للأداء المالي

أظهرت نتائج الدراسة ما يلي :

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على حقوق الملكية وعائد السهم لكونه يقيس مردودية الأموال الخاصة، فكلما ارتفع هذا المعدل كلما كان الأداء مرضيا، كما أنه يقيس نمو الثروة للمساهمين، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات (Moreteza hajiabbasi and other 2012، سمير الرواشدة 2006، عبد الله سعود حردان 2009 ودراسة إكرام عبد الرحمن فلاتة 2010) التي أثبتت وجود علاقة بين العائد على حقوق الملكية وعائد السهم.

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الأصول وعائد السهم، لكون هذا المؤشر يقيس النتيجة التي حققتها الشركة من خلال استخدامها لأصولها، ويعكس مدى مساهمة كل أصل في أرباح المؤسسة، ومنه فأرباح المؤسسة هنا تعكس قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات (Mohanty Munmun and other 2013، سمير الرواشدة 2006 ودراسة عبد الله سعود حردان 2009) التي أثبتت وجود علاقة بين العائد على الأصول وعائد السهم.

ثانيا : تحليل نتائج الانحدار بين عوائد الأسهم والمؤشرات الحديثة للأداء المالي

أظهرت نتائج الدراسة ما يلي :

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم، وهذا يعود إلى درجة الارتباط بينها وبين العائد على السهم، لأن في حساب هذا المؤشر ادخلنا القيمة السوقية للسهم، لهذا ينظر المستثمر القطري إلى هذا المؤشر بأنه مؤشر عام لقياس الأداء الخارجي للشركة، بما يضمن لهم تقديم المزيد من العوائد، فقيمته الموجبة تبشر بزيادة قيمة المؤسسة مما يساهم في تعظيم العوائد المستقبلية لهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا اساسيا لتفسير عوائد الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات (حسنية صيفي 2014، إكرام عبد الرحمن فلاتة 2010)

فشل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر اقتصادي حديث في تفسر عوائد الأسهم، يمكن أن يعود ذلك لعدم الإدراك الكافي للمستثمر القطري لمفهوم تكلفة رأس المال الذي تحسبه القيمة الاقتصادية المضافة، كما يمكن ارجاع فشل هذا المؤشر في تفسير عوائد الأسهم لكون الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة يتطلب اجراء عدد كثير من التسويات على صافي الدخل المحاسبي، إلا أن هذه الدراسة لم تأخذ بعين الاعتبار هذه التعديلات لعدم كفاية المعلومات نضرا لعدم شفافية المعلومات واكتفاء المؤسسات بالإفصاح الالزامي فقط الذي حال دون إجرائها، وحتى ولو قامت المؤسسات المدرجة في بورصة قطر بإجراء هذه التعديلات، فقد تخضع هذه التعديلات للتقديرات الشخصية، أو قد يتم تكييفها لتنسجم مع اهدافهم المخططة، ولا شك أن ذلك سيقلل من مصداقيتها ويضعف من فعاليتها كمؤشر لتفسير عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا غير صالحا للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، وتتفق هذه النتيجة مع الدراسات (سمير الرواشدة 2006، حسنية صيفي 2014)، الذي أثبتت فشل مؤشر EVA في تفسير عوائد الأسهم، بينما أثبتت الدراسات (Mohanty Munmun and other 2013, Gabriela Chmelíková, 2008) نجاح مؤشر EVA في تفسير عوائد الأسهم، وترى الباحثة تضارب النتائج ربما يعود إلى اختلاف

الاختبارات الإحصائية المطبقة، كما أن اختلاف نشاط البورصة الذي يؤثر على دخل المؤسسة من الانشطة التشغيلية بعد الضرائب في الفترة التي طبقت عليها الدراسة له أثر كبير على EVA كونه أهم عناصرها.

ثالثا : تحليل نتائج قدرة تفسير المؤشرات التقليدية لعوائد الاسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي

بينت الدراسة التطبيقية تفوق المؤشرات التقليدية للأداء المالي ممثلة بنسب الأداء الربحي في تفسير عوائد الأسهم على المؤشرات الحديثة، ويمكن ارجاع ذلك إلى ما يلي :

اعتماد المؤشرات التقليدية المعتمدة في هذه الدراسة في حسابها على الأرباح، فقد أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الأرباح وأسعار الأسهم، لذلك فزيادة نسب الربحية تؤثر ايجابا على أسعار الأسهم ومنه تعظيم العائد على السهم، فبالنسبة لحملة الاسهم فإنه كلما زادت أرباح الشركة كلما زاد احتمال تعظيم توزيعات الأرباح، وتعد مصدرا لتحقيق الأرباح الرأسمالية نتيجة الارتفاع في سعر السهم السوقي، وبالنسبة للدائنين فإنه كلما زادت أرباح المؤسسة كلما زادت قدرتها على سداد ديونها، كما أنها مصدر ملائم لتغطية الديون.

حيث يتضح من نتائج الدراسة أن الأداء المالي الجيد للشركات المدرجة في بورصة قطر يعتمد بدرجة الأولى على الربحية، حيث أن لها الدور الفعال في تعظيم قيم عوائد أسهم هذه الشركات، وتساعد هذه النسب المستثمرين في فهم سلوك أسعار وعوائد أسهم الشركات والعوامل المؤثرة فيها.

كما يساعد الربح في جذب رأس المال من طرف المستثمرين الجدد الذين يأملون في الحصول على أرباح وتوزيعات للأسهم من العمليات المستقبلية الناجحة لذلك يرى المستثمر أن زيادة الثروة (الربح) هي المحرك الاساسي للقيمة السوقية، وبالتالي فالمستثمرين ينضرون إلى مؤشرات الأداء الربحي هي المعايير الأساسية التي يمكن الاعتماد عليها لتفسير عوائد الأسهم.

كما يمكن إرجاع قدرة المؤشرات المحاسبية التقليدية في تفسير عوائد الأسهم إلى أن المستثمرين في بورصة قطر يعتمدون بشكل أساسي على التحليل الفني نضرا لعدم كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف، لذلك المستثمر القطري لا يزال يعتمد على المعلومات المحاسبية، بمعنى أن المؤشرات التاريخية للشركات (سعر الإغلاق، حجم التداول، المؤشرات المستخرجة من القوائم المالية) تلعب دورا كبيرا في تحديد أسعار أسهمها، لهذا المستثمر القطري يعتمد على المؤشرات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

ومنه يمكن القول بأن المؤشرات التقليدية أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، وتتفق هذه النتائج مع نتائج الدراسات (سمير الرواشدة 2006، Habibollah Nakhaei 2013) التي أثبتت تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الاسهم بينما أثبتت الدراسات (Moreteza hajiabbasi 2012, Mohanty Munmun and other2013 and other، إكرام عبد الرحمن فلاتة 2010، حسنية صيفي 2014) تفوق المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم.

رابعا : تحليل نتائج الارتباط

أظهرت مصفوفة الارتباط أن ليس كل مؤشرات الأداء المالي قادرة على تفسير عوائد الأسهم بنفس الدرجة بل أن هناك تفاوتا في القدرة التفسيرية بين هذه المؤشرات لعوائد الأسهم.

لقد جاء مؤشر العائد على حقوق الملكية كمقياس للأداء الكلي للشركات أعلى مؤشر يفسر عوائد الأسهم كونه المقياس الشائع للعائد المطلوب على الاستثمارات، وجاء اهتمام المستثمرين بعد ذلك بمؤشر العائد على الأصول لكونه مقياسا لقدرة الشركات على توليد أرباح من الأموال المستثمرة في أصولها بغض النظر عن مصدر تمويل هذه الإحتياجات، وبعد ذلك جاء اهتمام المستثمرين بمؤشر القيمة السوقية المضافة لكونه مؤشرا ذا طبيعة بورصية وله علاقة كبيرة بالقيمة السوقية للأسهم ومنه له علاقة بعوائد الأسهم.

خامسا : تحليل نتائج اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف

استنادا إلى اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية المعتمدة(AC, ADF, PP & KPSS) في الدراسة المطبقة على المؤشر العام لبورصة قطر للفترة (2010-2015) تم التوصل أن السلسلة بها جدر وحدوي وهي غير مستقرة، وبالاعتماد على إحصائية BDS خلصنا إلى أن مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015) قابل للتنبؤ على المدى القصير، أي أن بورصة قطر للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف، تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة ذهبية بن عبد الرحمان المطبقة على بورصة عمان للفترة (2005-2009) ودراسة عائشة بخالد المطبقة على بورصة نيويورك "مؤشر داو جونز الصناعي" للفترة (1928-2014)[41]، وتتنافى هذه النتيجة مع دراسة علي بن الضب المطبقة في بورصة الكويت للفترة (2000-2008).

[41] عائشة بخالد، **اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.

خلاصة

تعتبر بورصة قطر من أهم الأسواق الخليجية والعربية، حيث تم تصنيفها سنة 2014 ضمن الاسواق العربية الناشئة من طرف وكالة "ستاندرد انديوز"، لذلك حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر، وكذا اختبار كفائتها عند المستوى الضعيف، وذلك من خلال مبحثين، حيث تم التطرق إلى الطريقة والأدوات المعتمدة في المبحث الاول، أما المبحث الثاني فخصص لعرض وتحليل نتائج الدراسة، حيث أظهرت النتائج أن جميع المؤشرات المدروسة لها علاقة مع عوائد الاسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أن المؤشرات التقليدية الممثلة بمؤشرات الأداء الربحي هي الأكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم،كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر تعتبر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الوقوف على قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال فصلين، ففي الفصل الأول تم التعرف على مفهوم الأداء المالي وعوائد الأسهم، كما تم التطرق إلى الدراسات السابقة حول الموضوع التي انقسمت بين مؤيد ومعارض حول تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي التي اختلفت الدراسات بتمثيله (MVA, MVS, EPS & TSR)، لذلك حاولنا من خلال الفصل الثاني معرفة إذا كان مدخل مؤشرات تقييم الأداء المحاسبية التقليدية لوحدها كافية في تفسير عوائد الأسهم (TSR)، أم أن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA لوحدها كافية في تفسير عوائد الأسهم (TSR)، أم أن كلا المدخلين لهم نفس القدرة التفسيرية لعوائد الأسهم (TSR)، لدعم قرارات المستثمرين في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015)، كما تم اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

أولا : نتائج الدراسة

خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج، قسمناها إلى نتائج نظرية خاصة بالجانب النظري من الدراسة، ونتائج تطبيقية والتي قمنا من خلالها اختبار الفرضيات الموضوعة في مقدمة الدراسة، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج :

1. النتائج النظرية :

يمكن ايجاز أهم النتائج النظرية في النقاط التالية :

- يعد الأداء المالي ذا أهمية كبيرة للشركة التي تطمح للنمو والتوسع، لذلك حظي موضوع الأداء المالي على اهتمام واسع النطاق خاصة في الفترة الاخيرة من هذا القرن، لذا اصبح من الضروري إيجاد مؤشرات أداء تسمح بتقييم الأداء المالي بشكل صحيح، وبطريقة تسمح للمساهمين تحديد مدى إمكانية المؤسسة على استثمار أموالهم بشكل كفئ وفعال مع قدرتها على خلق ثروة لهم لا تدميرها؛
- يعكس الأداء المالي لكل شركة قدرتها على تحقيق أقصى قدر من الربح، وتحقيق نتائج تسمح بتعظيم قيمتها مما يضمن تعظيم ثروة المساهمين؛
- تمثل مؤشرات الأداء المالي للشركة الركيزة الأساسية لقيام أي شركة، وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركة وعلى مستوى انشطتها ومدى تتحقق الاهداف بفعالية؛
- برزت المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي نتيجة الانتقادات التي وجهت للمؤشرات المحاسبية التقليدية لاعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بطرق المحاسبية؛
- إن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الذي قدمه Steuart وشركاؤه له جذور في النظرية الاقتصادية وما هو إلا تطوير الربح المتبقي من خلال إدراج تكلفة رأس المال، وبالنسبة للقيمة السوقية المضافة فهي كذلك انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية.

2. النتائج التطبيقية :

من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع حاولنا معالجة الاشكالية الرئيسية للدراسة وقد تم وضع مجموعة من الاسئلة والفرضيات، وكانت النتائج كما يلي :

أ) بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في "هناك علاقة بين المؤشرات التقليدية للأداء المالي وعوائد الأسهم"، فقد تم إثباتها، وذلك من خلال النتائج التالية :

- وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وعوائد الأسهم عند مستوى معنوية 0.05، لكونه يقيس مردودية الأموال الخاصة، فكلما ارتفع هذا المعدل كلما كان الأداء مرضيا، كما أنه يقيس نمو الثروة للمساهمين؛
- وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وعوائد الأسهم عند مستوى معنوية 0.05، حيث تعكس هذه النسبة مدى مساهمة كل أصل في أرباح الشركة، ومنه فأرباح الشركة هنا تعكس قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم.

ب) بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في "هناك علاقة بين المؤشرات الحديثة للأداء المالي وعوائد الأسهم"، فقد تم إثباتها، ولكن ليس بشكل مطلق، وذلك من خلال النتائج التالية :

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر عند مستوى معنوية 0.05، يمكن أن يعود ذلك لعدم الإدراك الكافي للمستثمر القطري لمفهوم تكلفة رأس المال الذي تحسبه القيمة الاقتصادية المضافة؛
- وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر عند مستوى معنوية 0.05، لأن في حساب هذا المؤشر أدخلنا القيمة السوقية للسهم ، فقيمته الموجبة تبشر بزيادة قيمة الشركة مما يساهم في تعظيم العوائد المستقبلية للمستثمرين.

ت) بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في "المؤشرات التقليدية للأداء المالي أكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم"، فقد تم اثباتها، وذلك من خلال النتائج التالية :

بلغت نسبة تفسير المؤشرات التقليدية الممثلة بنسب الربحية لعوائد الأسهم44.6 في المائة، بينما المؤشرات الحديثة لم تتجاوز نسبة التفسير فيها لعوائد الأسهم 30 في المائة، ومنه تفوقت المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر، يمكن أن يعود ذلك إلى اعتماد المؤشرات التقليدية المعتمدة في هذه الدراسة في حسابها على الأرباح، فقد أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الأرباح وأسعار الأسهم، لذلك فزيادة نسب الربحية تؤثر ايجابا على أسعار الأسهم ومنه تعظيم العائد على السهم.

ث) بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في "تعتبر بورصة قطر كفئة عند المستوى الضعيف"، فقد تم نفيها، وذلك من خلال النتائج التالية :

بالاعتماد على إحصائية BDS خلصنا إلى أن مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015) قابل للتنبؤ على المدى القصير، أي أن بورصة قطر للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف.

ثانيا : الاقتراحات والتوصيات

على ضوء النتاج المتوصل اليها من خلال هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من التوصيات والاقتراحات التالية :

- رغم الانتقادات الموجهة للمؤشرات التقليدية إلا أن الباحثة وبناءا على نتائج الدراسة توصي المستثمرين في بورصة قطر للأوراق المالية التركيز على الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية عند اتخاذ قرار الاستثمار وعند بناء توقعاتهم، لما لها من تأثير على عوائد الأسهم، لذا وفي هذا الصدد توصي الباحثة بمراعاة التوجه المحاسبي الذي قامت به شركة Stern Stewart، وزيادة تحلي المسؤولين بشفافية والمصداقية عند إعداد القوائم المالية ذلك لسد بعض الثغرات التي يستغلها أصحاب السلطة في تحريف نتائج الأرباح المحاسبية؛
- ضرورة الاهتمام بالعلاقة القوية بين نسب الربحية وعوائد الأسهم، حيث أن نسب الربحية تعكس الأداء الكلي للمؤسسة، وتدل على مدى إتباع المؤسسة لسياسات واجراءات استثمارية سليمة ومناسبة؛
- على الشركات زيادة الاهتمام بالمؤشرات الاقتصادية، والتأكيد على فهم الافراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة داخل المؤسسة للتحسين من أدائها بشكل ينعكس على عوائد الأسهم؛
- إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف عن مدى فعالية استخدام المؤشرات المحاسبية والاقتصادية في بورصة الأوراق المالية، وذلك للحد من عشوائية المضاربة في الأسهم، وتوعية المستثمرين باستخدام هذه المؤشرات كأحد أهم الوسائل العلمية الصحيحة للاستثمار؛
- على الشركات المدرجة في بورصة قطر التوسع في الإفصاح على المعلومات المحاسبية وعدم الاكتفاء بالإفصاح الإلزامي فقط، ذلك لتشجيع الباحثين لإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية في هذا المجال.

ثالثا : الافاق

لا يزال البحث في هذا المجال واسعا، إذ يمكن الخوض في مواضيع كثيرة تصلح أن تزيح الكثير من الغموض، من بين هذه المواضيع ما يلي :

- قياس الأداء المالي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة مع دراسة حالة في بورصة متطورة؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي مع الحفاظ على متغيرات الدراسة؛
- العمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات المالية كالمتغيرات الاقتصادية، والتي قد يكون لها أثر على قرار الاستثمار في الاوراق المالية (الأسهم)؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة في بورصة الجزائر مع تغيير صيغة عائد السهم المعتمدة في هذه الدراسة؛
- البحث عن اختبارات لقياس الكفاءة عند المستوى المتوسط.

المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب :

1. عبد الغني دادن، محمد الأمين كماسي، **الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية** ، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011.

2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دائر وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.
3. دريد كمال آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
4. محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
5. محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
6. مجيد الكرخي، **تقويم الأداء باستخدام النسب المالية**، دار المناهج، عمان، 2007.
7. محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
8. منير هندي، **الادارة المالية**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999.

الأطروحات والمذكرات الجامعية :

أطروحات الدكتوراه :

7. عائشة بخالد، **اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي ، مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.

8. عبد الغني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007.
9. عبد الله صلاح سعود حردان، **نمودج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان للدراسات العليا، عمان، 2009.
10. هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
11. حسنية صريقي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة** ، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.

مذكرات الماجستير :

12. عبد الباقي بضياف، **تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.

13. صالح بلاسكة، **قابلية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن كأداة لتقييم الإستراتيجية في المؤسسة الإقتصادية الجزائرية**، مذكرة ماجستر غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2012.

14. تامر سعيد خليل دبابنه، **العلاقة بين صافي مكاسب وخسائر القيمة العادلة غير المحققة والعوائد السوقية لأسهم البنوك التجارية الأردنية في ظل الحاكمية المؤسسية** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009.

15. سمير رواشدة، **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوئد الأسهم** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2006.

16. علي بن ضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسيلسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

17. إكرام عبد الرحمان فلاته، **قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

18. عشي عادل، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم**، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002.

19. لزعر لزمد سامي، **التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012.

20. سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر** ، مذكرة م اجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2006.

21. اليمين سعادة، **استخدام التحليل المالي في تقييم الأداء المالي وترشيد قراراتها** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة لحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009.

المجلات :

22. عمر عيد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من EVA et ROA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم، **مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية** ، عمان، المجلد الثالث وعشرون، العدد الاول، 2015.

23. عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الاداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي، **مجلة الواحات للبحوث والدراسات**، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014.

24. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر، العدد السابع، 2010.

25. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر، العدد السابع، 2010.

26. هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، الجزائر، العدد السابع، 2009.

27. علي بن ضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات انشاء القيمة، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، غير مشار لمكان الصدور، العدد الثاني، 2013.

28. بن عمارة نوال، حسنية صديقي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 15، 2015.

29. ثائر عدنان قدومي، قيس أديب الكيلاني، أسماء ابراهيم العمارنة، **أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية**، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.

30. يوسف لزمد جربوع، مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع ، **مجلة الجامعة الإسلامية**، فلسطين، المجلد 13، العدد الأول، 2005.

الملتقيات :

31. مداني بن بلغيث، عبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي على التشخيص المالي للمؤسسة، **ملتقي دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة**، الجزائر، يومي 13 و14 ديسمبر 2011.

المراجع باللغة الأجنبية

الكتب :

32. Jéromecaby et Gérard Hirigoyen, **Création de valuer et couvernance de enterprise**, 3ème Edition, Paris,2005.
33. Pierre Vernimen, Pascal Quiry, Yann le Fur, **finance d'entreprise** , 8ème Edition, Dalloz, Paris, 2010.
34. Pierre Vernimen, Pascal Quiry, Yann le Fur, **finance d'entreprise** , 9ème Edition, Dalloz, Paris 2011.

المذكرات :

35. ESA Makelainen, **Economic Value Added AS A Management Tool,** Master Thesis, Helsinki School of Economics and Business Administration, 1998, 12/12/2015, http://senverb.boun.edu.tr/pdf/EVA%20as%20a%20Management%20Tool%20Thesis.pdf

المجلات :

36. Gabriela Chmelíková, Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector, **International Food and Agribusiness Management Review**, Mendel University, Issue 4, 2008, 10/12/2015, http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/53736/2/20071026R_Formatted.pdf

37. Moreteza hajiabbasi, Meysam Kaviani and Navid Samadi Largani, Comparison of information content value creation measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and accounting measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange, **ARPN Journal of Science and Technology**, Islamic Azad University, Iran, VOL. 2, NO. 5, 2012, 10/12/2015, http://www.ejournalofscience.org/archive/vol2no5/vol2no5_18.pdf

38. Seyed Mojtaba Hasani and Zadollah Fathi, Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In BusinessInstitute**, Islamic Azad University, Iran, VOL 4, NO 3, JULY 2012.

39. Majed Abdel Majid Kabajeh, The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices, **International Journal of Humanities and Social Science**, University Amman, Jordan, Vol. 2, No. 11, 2012.

40. Mohanty Munmun, Associate Professor, Pattnaik Sanjib, Visiting Professor, Information Content of Economic Value Added : Evidence from Indian Software Industry, Asian Journal of Research in Business Economics and Management, University Cuttack, India, Issue : 12, 2013.

41. Habibollah Nakhaei, Nik Intan Norhan Bnti Hamid, Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) andAccounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE), **Middle-East Journal of Scientific Research**, Islamic Azad University, Iran, ISSN 1990-9233, 2013, 15/12/2015, http://www.idosi.org/mejsr/mejsr16(11)13/20.pdf

42. Mohammad Reza Pourali, Zeynab Roze, The Relationship between Market Value Added with Refined Economic Value Added and PerformanceAccounting Criteria in the Firms listed in the Tehran Stock Exchange, **International Research Journal of Applied and Basic Sciences**, Islamic Azad University, Iran, ISSN 2251-838X / Vol, 4 (6): 1636-1645, 2013, 16/10/2015, http://www.irjabs.com/files_site/paperlist/r_883_130522180117.pdf

المواقع الالكترونية :

34. 18/03/2016, http://www.medcalc.org/manual/chi-square-table.php

44. 10/02/2016, http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home
45. 15/02/2016, http://www.amf.org.ae/ar/amdb

الملاحق

الملحق رقم 01 : شركات عينة الدراسة

اسم الشركة	القطاع	اسم الشركة	القطاع
الرعاية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	مجمع المناعي	الصناعات
الميرة	البضائع والخدمات الاستهلاكية	مسيعيد	الصناعات
السينما	البضائع والخدمات الاستهلاكية	كهرباء وماء	الصناعات
قطر للوقود	البضائع والخدمات الاستهلاكية	المستثمرين	الصناعات
الطبية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	التحويلية	الصناعات
السلام	البضائع والخدمات الاستهلاكية	الاسمنت	الصناعات
ودام	البضائع والخدمات الاستهلاكية	بروة	العقارات
زاد	البضائع والخدمات الاستهلاكية	إزدان القابضة	العقارات
دلالة	الخدمات	مزايا قطر	العقارات
الاسلامية القابضة	الخدمات	المتحدة للتنمية	العقارات
قطر وعمان	الخدمات	أوريدو	اتصالات
الاجارة	الخدمات	فودافون قطر	اتصالات
أعمال	الصناعات	مخازن	النقل
صناعات قطر	الصناعات	ناقلات	النقل
الخليج الدولية	الصناعات	الملاحة	النقل

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة قطر.

الملحق رقم 02 : متغيرات الدراسة

	عائد السهم	المؤشرت التقليدية للأداء المالي		المؤشرت الحديثة للأداء المالي	
رقم الشركة	TSR	ROE	ROA	EVA	MVA
1	0.70932594	0.18984	0.16377	176 477 446	76.2683
2	0.27847922	0.20729	0.09937	347 776.581	42.01
3	0.03774513	0.08981	0.076005	487 311 193	7.43
4	0.56338615	0.14055	0.13827	-14 548 238	20.66
5	0.89734113	0.20729	0.09937	347 776.58	115.06
6	0.7853156	0.22677	0.09873	539 312.304	66.77
7	0.84790566	0.24968	0.19114	3 261 538.18	111.76
8	0.18469143	0.1343	0.02776	21 550 423.3	52.09
9	-0.0189066	0.09744	0.02923	49198.1445	18.09
10	-0.1988708	0.05352	0.05087	16 867 452.3	2.24
11	0.39128805	0.0805	0.07344	45 451653	33.06
12	-0.3467875	0.02245	0.017883	10 057 096.7	-4.51
13	0.21906033	0.16412	0.016886	1 203 960 239	-0.82
14	0.67172809	0.23951	0.067251	396 428.666	-9.92
15	0.61992771	0.1267	0.06261	74 909 190.9	26.38
16	0.84010609	0.0849	0.6685	1 943 192.46	-16.67
17	0.93145787	0.2395	0.29115	15 430 0340	109.41
18	0.84035706	0.1017	0.15335	161 845 082	-20.92
19	0.90363252	0.08809	0.06917	-6 147 193.4	26.15
20	1.22026503	0.23328	0.16288	1427 217 802	149.15
21	0.15228834	0.1909	0.06434	-5 387 972	7.91
22	0.47421626	0.2144	0.11789	-249 387 875	35.43
23	0.36172784	0.0509	0.04048	597 641 149	-9.73
24	0.27184161	0.06516	0.03797	229 559 320	14.71
25	0.34439227	0.13535	0.06343	3 692 624.82	1.23
26	-0.4814861	0.04131	0.03271	10863707.3	9.39
27	-0.1804561	0.1205	0.0887	567574189	1.96
28	0.95036485	0.09227	0.0298	5 625 658.42	45.81
29	-0.6575773	0.03119	0.02369	-820 227.14	4.05
30	-0.0177288	0.08505	0.08457	11 285 334.8	-5.16

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير والقوائم المالية المنشورة في بورصة قطر وكذا تقارير صندوق النقد العربي، بالاعتماد على برنامج Excel 2007.

الملحق رقم 03 : سلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

الشهر	2010	2011	2012
جانفي	6558.45	8890.58	8724.09
فيفري	6872.82	7489.25	8741.64
مارس	7570.71	8463.76	8848.27
أفريل	7514.82	8540.54	8685.19
ماي	6774.36	8156.6	8333.07
جوان	6766.8	8478.79	8206.91
جويلية	7004.66	8402.86	8340.31
أوت	7470.79	8440.88	8454.9
سبتمبر	7720.47	8356.77	8510.21
أكتوبر	7795.95	8631.11	8564.84
نوفمبر	8477.32	8758.71	8358.66
ديسمبر	8741.5	8779.03	8636.44
الشهر	**2013**	**2014**	**2015**
جانفي	8726.32	11173.97	11899.63
فيفري	8528.58	11771.83	12445.34
مارس	8577.72	12098.46	11711.4
أفريل	8785.53	12854.26	12164.48
ماي	9239.22	13696.98	12048.26
جوان	9275.66	12333.54	12201
جويلية	9764.55	12865.5	11785
أوت	9667.58	13596.66	11563.56
سبتمبر	9731.5	13830.9	11465.22
أكتوبر	9796.66	13623.33	11604.59
نوفمبر	10395.32	12760.46	10090.81
ديسمبر	10664.16	12229	10429.36

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة قطر.

الملحق رقم 04 : جداول اختبار نماذج عائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/15/16 Time: 16:05
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.209344	0.090346	2.317139	0.0283
ROE	3.662942	0.949871	3.856253	0.0006
ROA	1.306991	0.546278	2.392537	0.0240

R-squared	0.485073	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.446931	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.353349	Akaike info criterion	0.851917
Sum squared resid	3.371093	Schwarz criterion	0.992036
Log likelihood	-9.778749	Hannan-Quinn criter.	0.896742
F-statistic	12.71732	Durbin-Watson stat	1.964505
Prob(F-statistic)	0.000128		

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/15/16 Time: 16:07
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	2.389623	0.583921	4.092372	0.0003
ROA	1.108072	0.549875	2.015135	0.0536

R-squared	0.431921	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.411632	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.364450	Akaike info criterion	0.883486
Sum squared resid	3.719067	Schwarz criterion	0.976899
Log likelihood	-11.25229	Hannan-Quinn criter.	0.913370
Durbin-Watson stat	1.785104		

الملحق رقم 05 : جداول اختبار نماذج عائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/17/16 Time: 16:14
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.196335	0.093988	2.088951	0.0463
EVA	2.52E-11	2.12E-10	0.118739	0.9064
MVA	0.006137	0.001760	3.487491	0.0017

R-squared	0.321664	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.271417	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.405558	Akaike info criterion	1.127535
Sum squared resid	4.440891	Schwarz criterion	1.267654
Log likelihood	-13.91302	Hannan-Quinn criter.	1.172360
F-statistic	6.401642	Durbin-Watson stat	1.605948
Prob(F-statistic)	0.005303		

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/17/16 Time: 16:15
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA	1.42E-10	2.17E-10	0.653828	0.5186
MVA	0.007963	0.001617	4.925152	0.0000

R-squared	0.212032	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.183890	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.429228	Akaike info criterion	1.210683
Sum squared resid	5.158624	Schwarz criterion	1.304096
Log likelihood	-16.16024	Hannan-Quinn criter.	1.240566
Durbin-Watson stat	1.660409		

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/17/16 Time: 16:16
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.199268	0.089074	2.237115	0.0334
MVA	0.006177	0.001697	3.640870	0.0011

R-squared	0.321310	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.297071	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.398354	Akaike info criterion	1.061390
Sum squared resid	4.443210	Schwarz criterion	1.154803
Log likelihood	-13.92085	Hannan-Quinn criter.	1.091274
F-statistic	13.25594	Durbin-Watson stat	1.598467
Prob(F-statistic)	0.001091		

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/17/16 Time: 16:17
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MVA	0.008369	0.001478	5.662562	0.0000

R-squared	0.200002	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.200002	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.424970	Akaike info criterion	1.159168
Sum squared resid	5.237383	Schwarz criterion	1.205875
Log likelihood	-16.38753	Hannan-Quinn criter.	1.174110
Durbin-Watson stat	1.587196		

الملحق رقم 06 : نتائج إختبار ADF لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.619579	0.4674
Test critical values:	1% level	-3.525618	
	5% level	-2.902953	
	10% level	-2.588902	

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.420420	0.8466
Test critical values:	1% level	-4.092547	
	5% level	-3.474363	
	10% level	-3.164499	

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.616973	0.8474
Test critical values:	1% level	-2.597939	
	5% level	-1.945456	
	10% level	-1.613799	

الملحق رقم 07 : نتائج إختبار PP لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.619579	0.4674
Test critical values:	1% level	-3.525618	
	5% level	-2.902953	
	10% level	-2.588902	

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.354343	0.8657
Test critical values:	1% level	-4.092547	
	5% level	-3.474363	
	10% level	-3.164499	

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		0.694875	0.8634
Test critical values:	1% level	-2.597939	
	5% level	-1.945456	
	10% level	-1.613799	

الملحق رقم 08 : نتائج اختبار KPSS لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

Null Hypothesis: IM is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.917250
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

Null Hypothesis: IM is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.099258
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

الملحق رقم 09 : نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

Null Hypothesis: D(IM) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-9.052563	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.527045	
	5% level	-2.903566	
	10% level	-2.589227	

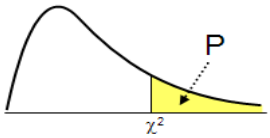
Null Hypothesis: D(IM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-9.123218	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.094550	
	5% level	-3.475305	
	10% level	-3.165046	

Null Hypothesis: D(IM) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-9.013133	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.598416	
	5% level	-1.945525	
	10% level	-1.613760	

الملحق رقم 10 : جدول توزيع كاي دوا



	P										
DF	**0.995**	**0.975**	**0.20**	**0.10**	**0.05**	**0.025**	**0.02**	**0.01**	**0.005**	**0.002**	**0.001**
1	0.0000393	0.000982	1.642	2.706	3.841	5.024	5.412	6.635	7.879	9.550	10.828
2	0.0100	0.0506	3.219	4.605	5.991	7.378	7.824	9.210	10.597	12.429	13.816
3	0.0717	0.216	4.642	6.251	7.815	9.348	9.837	11.345	12.838	14.796	16.266
4	0.207	0.484	5.989	7.779	9.488	11.143	11.668	13.277	14.860	16.924	18.467
5	0.412	0.831	7.289	9.236	11.070	12.833	13.388	15.086	16.750	18.907	20.515
6	0.676	1.237	8.558	10.645	12.592	14.449	15.033	16.812	18.548	20.791	22.458
7	0.989	1.690	9.803	12.017	14.067	16.013	16.622	18.475	20.278	22.601	24.322
8	1.344	2.180	11.030	13.362	15.507	17.535	18.168	20.090	21.955	24.352	26.124
9	1.735	2.700	12.242	14.684	16.919	19.023	19.679	21.666	23.589	26.056	27.877
10	2.156	3.247	13.442	15.987	18.307	20.483	21.161	23.209	25.188	27.722	29.588
11	2.603	3.816	14.631	17.275	19.675	21.920	22.618	24.725	26.757	29.354	31.264
12	3.074	4.404	15.812	18.549	21.026	23.337	24.054	26.217	28.300	30.957	32.909
13	3.565	5.009	16.985	19.812	22.362	24.736	25.472	27.688	29.819	32.535	34.528
14	4.075	5.629	18.151	21.064	23.685	26.119	26.873	29.141	31.319	34.091	36.123
15	4.601	6.262	19.311	22.307	24.996	27.488	28.259	30.578	32.801	35.628	37.697
16	5.142	6.908	20.465	23.542	26.296	28.845	29.633	32.000	34.267	37.146	39.252
17	5.697	7.564	21.615	24.769	27.587	30.191	30.995	33.409	35.718	38.648	40.790
18	6.265	8.231	22.760	25.989	28.869	31.526	32.346	34.805	37.156	40.136	42.312
19	6.844	8.907	23.900	27.204	30.144	32.852	33.687	36.191	38.582	41.610	43.820
20	7.434	9.591	25.038	28.412	31.410	34.170	35.020	37.566	39.997	43.072	45.315
21	8.034	10.283	26.171	29.615	32.671	35.479	36.343	38.932	41.401	44.522	46.797
22	8.643	10.982	27.301	30.813	33.924	36.781	37.659	40.289	42.796	45.962	48.268
23	9.260	11.689	28.429	32.007	35.172	38.076	38.968	41.638	44.181	47.391	49.728
24	9.886	12.401	29.553	33.196	36.415	39.364	40.270	42.980	45.559	48.812	51.179
25	10.520	13.120	30.675	34.382	37.652	40.646	41.566	44.314	46.928	50.223	52.620
26	11.160	13.844	31.795	35.563	38.885	41.923	42.856	45.642	48.290	51.627	54.052
27	11.808	14.573	32.912	36.741	40.113	43.195	44.140	46.963	49.645	53.023	55.476
28	12.461	15.308	34.027	37.916	41.337	44.461	45.419	48.278	50.993	54.411	56.892
29	13.121	16.047	35.139	39.087	42.557	45.722	46.693	49.588	52.336	55.792	58.301
30	13.787	16.791	36.250	40.256	43.773	46.979	47.962	50.892	53.672	57.167	59.703

المصدر : **http://www.medcalc.org/manual/chi-square-table.php, 18/03/2016**

الفهرس

الفهرس

العنوان	رقم الصفحة
الإهداء	III
الشكر	IV
ملخص	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال البيانية	VIII
قائمة الاختصارات والرموز	IX
قائمة الملاحق	X
المقدمة	أ
الفصل الأول : مدخل حول الأداء المالي وعوائد الأسهم	01
تمهيد	02
المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وعوائد الأسهم	03
المطلب الأول : مدخل حول تقييم الأداء المالي	03
الفرع الأول : مفهوم الأداء المالي	03
الفرع الثاني : مؤشرات قياس الأداء المالي	05
المطلب الثاني : مفهوم عوائد الأسهم	09
الفرع الأول : تعريف عائد السهم	09
الفرع الثاني : أشكال عائد السهم وطرق حسابه	09
المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأداء المالي وعوائد الأسهم	11
المطلب الأول : عرض الدارسات السابقة	11
الفرع الأول : عرض الدراسات العربية	11
الفرع الثاني : عرض الدراسات الأجنبية	13
المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها	15
الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة	15
الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة	18
خلاصة	19

الفصل الثاني : اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر 20
تمهيد 21
المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة 22
المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة 22
الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة 22
الفرع الثاني : مصادر بيانات الدراسة 26
الفرع الثالث : تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها 26
الفرع الرابع : جمع وتلخيص المعطيات 28
المطلب الثاني : البرامج والأدوات الإحصائية المعتمدة 28
الفرع الأول : البرامج المعتمدة في الدراسة 28
الفرع الثاني : الأدوات المعتمدة في الدراسة 28
المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة 29
المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة 29
الفرع الأول :التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة 29
الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط والانحدار بين المؤشرات التقليدية للأداء وعوائد الأسهم 31
الفرع الثالث : تحليل نتائج الارتباط والانحدار بين المؤشرات الحديثة للأداء وعوائد السهم 38
الفرع الرابع : اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف 45
المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج 50
خلاصة 54
الخاتمة 55
المصادر والمراجع 59
الملاحق 65
الفهرس 73