جامعة قاصدي مرباح- ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

بعنـوان:

أثر خلق القيمة على التسعير في البورصة للمؤسسات الاقتصادية

دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق السعودية المالي للفترة "2013-2017"

من إعداد الطالب:العيد قدرية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 20 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ بن عبد الهادي محمد منير	**(أستاذ محاضر" أ"- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا**
الأستاذة/ تلي سعيدة	**(أستاذة مساعدة "أ"- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا**
الأستاذة /الداوي خيرة	**(أستاذة مساعدة"أ"- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا**

السنـة الجامعية: 2018/2017

جامعة قاصدي مرباح- ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

بعنـوان:

أثر خلق القيمة على التسعير في البورصة للمؤسسات الاقتصادية

دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق السعودية المالي للفترة "2013-2017"

من إعداد الطالب:العيد قدرية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 20 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ بن عبد الهادي محمد منير	**(أستاذ محاضر" أ"– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا**
الأستاذة/ تلي سعيدة	**(أستاذة مساعدة "أ"– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا**
الأستاذة /الداوي خيرة	**(أستاذة مساعدة"أ"– جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا**

السنـة الجامعية: 2018/2017

الإهداء

إلى ...

من حملتني وهنا على وهن جنينا وسقتني لبنها رضيعا وعلمتني صغيرا ورافقتني بدعائها كبيرا

التي جعلت الجنة تحت أقدامها أمي حفظها الله وأطال في عمرها

إلى ...

الذي رباني على الفضيلة والأخلاق من كان حبه وإهتمامه قوام عزيمتي...إلى ضياء حياتي

إلى سندي المتين وأنيسي المعين أبي الغالي حفظه الله وأطال في عمره

إلى ...

دفيء البيت وسعادته إخوتي : البشير، يزيد، محمد، سعود، مريم،إنتصار

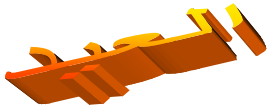
إلى...

أصدقائي ومن شاركوني أوقاتي و جميع رفقاء الدرب الدراسي ومن هم على الدرب سائرون

إلى ...

كل من حفظهم قلبي و لم يكتبهم قلمي

وفي الأخير أشكر الله تعالى على نعمه التي وهبها لعباده وأنار لنا طريق الهداية والعلم والدرب الصحيح



شكر وعرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة و السلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين و سيد الخلق أجمعين وعلى آله

وصحبه أجمعين وعلى الصحابة الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين

إن أول الشكر هو لله الواحد جل جلاله على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى نعمة العلم خاصة وتيسيره لي

كل السبل لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي أرجوا من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا

ويجعله في ميزان حسناتنا وأن نكون أحد الإثنين ممن قال فيهم الرسول الكريم

" من إجتهد فأصاب فله أجران ومن إجتهد ولم يصب فله أجر واحد "

أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان إلى الأستاذة المشرفة "تلي سعيدة" والتي كانت عونا لنا في إتمام هذا البحث

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات

كما أوجه شكري الجزيل لكل من كان له الفضل في إنجاز هذا العمل من بعيد أو من قريب.

" عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا "

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشرات خلق القيمة على التسعير من خلال القيمة السوقية، ولتحقيق هذه الدراسة تم اختار عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، خلال الفترة 2013 إلى2017، ولمعالجة هذا الموضوع اعتمدنا على القوائم المالية، ومن ثم الإستعانة ببرنامج معالج الجداول الإلكترونية Excel Microsoft 2007 ثم البرنامج الإحصائي Eviews9.0 وذلك من خلال استعمال نماذج بانل، أظهرت النتائج بأن مؤشرات خلق القيمة لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية، وتفوق مؤشر القيمة السوقية المضافة على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من خلال قدرته على تفسيره للقيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: قيمة سوقية، قيمة سوقية المضافة، قيمة الاقتصادية المضافة، خلق قيمة، تسعير.

Abstract:

The purpose of this study is to determine the extent to which value-creation indicators are capable of pricing through market value, and to achieve this study a sample of institutions has been selected included in Saudi financial market, 2013 to 2017, to address the subject relied on the financial statements, and then to use With the Microsoft Excel 2007 Spreadsheet Wizard program and then the Views 9.0 statistical program by using PANL models, the results showed that the market value added indicator is more influenced by the dependent variable relative to the economic value added indicator.

Keywords : Market value, market value added, economic value added, value creation, pricing,

قائمة المحتويات	الصفحة
الإهداء	III
الشكر وعرفان	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجدول	VII
قائمة الأشكال	VIII
قائمة الملاحق	IX
الرموز والاختصارات	X
المقدمة	ب
الفصل الأول: الأدبيات النظرية لخلق القيمة والتسعير والدراسات السابقة	01
المبحث الأول: طرح النظري لخلق القيمة	02
المبحث الثاني:الطرح النظري في كيفية التسعير في البورصة	12
المبحث الثالث: الدراسات السابقة	17
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية حول أثر مؤشرات خلق القيمة على التسعير	25
المبحث الأول: عرض منهجية وأدوات الدراسة	27
المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها	33
الخاتمة	51
قائمة المراجع والمصادر	55
الملاحق	60
الفهرس	67

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	يوضح الفرق بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة	**11**
(2-1)	يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة	**21**
(1-2)	يوضح عينة مجتمع الدراسة المدرجة في سوق المال السعودي	**28**
(2-2)	يوضح الخصائص الإحصائية لمؤشرات الدراسة	**33**
(3-2)	يوضح نتائج الارتباط بين مؤشرات الدراسة	**37**
(4-2)	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للمتغير التابع *MVS*	**38**
(5-2)	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للمتغير التابع *MVS*	**39**
(6-2)	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للمتغير التابع *MVS*	**40**
(7-2)	نتائج اختبار LM لعلاقة MVS بدلالة MVA و *EVA*	**41**
(8-2)	نتائج اختبار Hausman لعلاقة MVS بدلالة EVA و MVA	**41**
(9-2)	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للمتغير التابع *LMVS*	**43**
(10-2)	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للمتغير التابع *LMVS*	**44**
(11-2)	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للمتغير التابع *LMVS*	**45**
(12-2)	نتائج اختبار LM لعلاقة LMVS بدلالة LMVA و LEVA	**46**
(13-2)	نتائج اختبار Hausman لعلاقة LMVS بدلالة LEVA و LMVA	**46**

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(2-1)	يوضح نسبة متوسط القيمة السوقية للمؤسسات العينة	**34**
(2-2)	يوضح نسبة متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات العينة	**35**
(2-3)	يوضح نسبة متوسط القيمة السوقية المضافة للمؤسسات العينة	**36**
(2-4)	التمثيل الإنتشاري MVS مع EVA	**42**
(2-5)	التمثيل الإنتشاري MVS مع MVA	**42**

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	بيانات المحاسبية لمتغيرات الدراسة	61
02	نموذج الانحدار التجميعي	62
03	نموذج الآثار الثابتة	62
04	نموذج الآثار العشوائية	62
05	اختبار LM للعلاقة الخطية	63
06	اختبارHAUSMAN للعلاقة الخطية	63
07	نموذج التجميعي للعلاقة الغير خطية	64
08	نموذج الآثار الثابتة للعلاقة الغير خطية	64
09	نموذج الآثار العشوائية للعلاقة غير خطية	65
10	اختبارLagrange للعلاقة الغير خطية	65
11	HAUSMAN للعلاقة الغير خطية	66

قائمة الرموز والاختصارات

الرمز	الدلالة بالغة العربية	دلالة بالغة الأصلية
MVS	القيمة السوقية	Market Value
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added
MVA	القيمة السوقية المضافة	Market Value Added
EPS	حصة السهم من الأرباح	Earnings per share
CFO	صافي التدفق النقدي	net cash provided
ROI	العائد على الاستثمار	Return On Investment
ROE	العائد على حقوق الملكية	Return On Equity
ROA	العائد على الأصول	Return On Assets
NOPAT	الربح التشغيلي الصافي قبل الضريبة	Net operating profit after tax
WACC	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	Weighted average cost of capital
CI	رأس المال المستثمر	Capital Invested
SP	سعر الإغلاق	Closing price
NS	عدد الأسهم	Number of shares
LM	مضاعف لاغرانج	Lagrange multipliers

المقدمة

توطئة :

منذ ظهور المؤسسات وهي تسعى إلى تحقيق أهدافها وإلى البحث عن أدوات أو مؤشرات تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها, يعتبر تقيم المؤسسات الاقتصادية من بين أهم الأسس لمعرفة قدرات المؤسسة المالية والتجارية و التسويقية وما يمكن أن يساهم في خلق قيمتها، وإن مفهوم خلق القيمة يحظى باهتمام متزايد مع مرور الوقت و أصبح لهذا المفهوم أهمية كبيرة من خلال الاعتماد عليه كأسلوب يهدف إلى تحقيق المصلحة العامة بعدما كان يخص المساهمين فقط، ولذلك يرتبط بمستوى خلق القيمة بمدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وخلق فائض في القيمة.

وقد كان الهدف الأساسي للمؤسسة هو تحقيق أعلى ربح إلا أنه مع مرور الوقت تعدى ذلك إلى معرفة مستوى أداء المؤسسة من أجل العمل على تحسينه وتدعيمه للوصول إلى هدف تعظيم الربحية، أصبحت المؤسسة تسعى إلى قياس أدائها بالاعتماد على مؤشرات ونماذج معينة.

يعتبر تحقيق البقاء و الإستمرار الهدف الأول للمؤسسة الإقتصادية، لذلك تسعى هذه الأخيرة إلى تحقيق النمو وذلك لتحقيق فوائض إنطلاقا من خلال نشاطها الإستغلالي ومن خلاله تحقيق فائض قيمة لذلك أصبحت المؤسسات الكبرى تتسابق في ما بينها ليس لتحقيق مردودية أكبر فقط، إنما لتحقيق قيمة مضافة تفوق الموارد المستخدمة، وتوجه هذه القيمة المحققة إلى كافة الأطراف ذوي المصلحة مع المؤسسة على وجه العموم وللمساهمين على وجه الخصوص وفق المنظور المالي لخلق القيمة.

وعلى ضوء ما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية للبحث كما يلي:ش

- **إلى أي مدى يمكن أن تساهم مؤشرات خلق القيمة على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي للفترة من 2013 إلى 2017؟**

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية نطرح عدة تساؤلات أبرزها:

1هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال فترة 2013 ـ 2017؛؟

2 هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشر القيمة السوقية المضافة للمؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال فترة 2013 ـ 2017؛؟

3 أي من هذين مؤشرين أكثر تأثيرا على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2013 ـ 2017؟

الفرضيات:

وبغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة نضع الفرضيات التالية:

1 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال فترة 2013 ـ 2017؛

2 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية ومؤشر القيمة السوقية المضافة للمؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال فترة 2013 ـ 2017؛

3 يؤثر مؤشر القيمة السوقية المضافة أكثر من مؤشر القيمة الاقتصادية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال فترة 2013 ـ 2017؛

مبررات اختيار الموضوع:

هناك أهمية متزايدة للمؤسسة الاقتصادية والبورصة اللتان تلعبان دور كبير في التنمية الاقتصادية للبلدان، وكما نعرف أيضا بأن المؤسسة هي نواة الاقتصاد ومهم جدا أن نعرف أدائها من خلال إظهار الفرق بين عدة سنوات بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة.

- إبراز دور التسعير و أهميته من خلال القيمة السوقية للمؤسسات في زيادة خلق القيمة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة؛
- الاهتمام بالأسواق المالية والرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بالأسواق المالية ؛
- إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بالأسواق المالية؛
- **أهمية الدراسة:**

تمكن أهمية الدراسة على قدرة تفسير اثر التسعير من خلال القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة في خلق قيمة من خلال قياسها بمؤشرات منها القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، و إلقاء الضوء على الدور الذي تلعبه البورصة في زيادة خلق القيمة.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- معرف المؤشرات الحديثة المستخدمة لحساب خلق القيمة وكيفية حسابها ؛
- معرفة واقع المؤسسات من خلال تسعيرها في بورصة باستخدام مؤشرات خلق القيمة ؛
- معرفة دور مؤشرات خلق القيمة وقدرتها على تفسير قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة؛

حدود الدراسة:

الحدود المكانية للدراسة هي بورصة تداول السعودية لعينة مكونة من5 مؤسسات مدرجة فيها، أما الحدود الزمنية لدراسة، والتي تمت على القوائم المالية المنشورة للمؤسسات للفترة الممتدة من 2013 إلى 2017.

منهجية الدراسة:

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة اعتمدنا على المنهج الاستقرائي مستعينين بنماذج بانل panel كأداة إحصائية وهي الطريقة المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات انطلاقا من عينة مؤسسات مدرجة في بورصة السعودية باستخدام البرنامج الإحصائي EVIEWS 9.0

هيكل الدراسة:

أنجزت الدراسة وفق الخطة التالية: تناولنا مدخل الدراسة في شكل مقدمة ثم فصلين الفصل الأول نظري والثاني تطبيقي وخاتمة وجملة من التوصيات والأفاق.

تطرقنا في الفصل الأول إلى المفاهيم النظرية المتعلقة بخلق القيمة والمؤشرات التي يتم فيها حساب خلق القيمة كل هذا تم في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه الدراسات السابقة التي عالجت الموضوع نفسه أو بعض الجوانب من دراستنا.

أما في الفصل الثاني فخصص لدراسة التطبيقية، وذلك من خلال دراسة مقارنة مؤشرات خلق القيمة التي تمثلها كل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمؤسسات من قبل التسعير في البورصة والذي يمثله القيمة السوقية للمؤسسات، مع تحليل للنتائج المتوصل إليها وإبراز المؤشرات التي تفسر خلق القيمة باستخدام نماذج بانل panel.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية لخلق القيمة والتسعير والدراسات السابقة

تمهيد:

لقد أصبح العالم اليوم يتميز بالتغير السريع وكثرة الفرص المتاحة و على المؤسسة التي تريد الريادة والبقاء يجب عليها أن تتمتع بالمرونة اللازمة والعمل على اقتناص كل فرصة متاحة مع التماشي مع التطورات الراهنة، ولزاما على المؤسسة إيجاد طرق ومؤشرات تساعدها في ذلك والتي تعكس صورتها.

لذلك سنتناول في هذا الفصل إلى الطرح النظري لمفهوم خلق القيمة وأسباب ظهورها كذلك أسسها و أهدفها التي تتركز عليها وكيفية حسابها من خلال النتائج والمؤشرات التي من بينها القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كذلك سنتناول فيه مختلف الدراسات العربية والدراسات الأجنبية التي تناولت الموضوع من أجل تقديم أفضل وأنجع الطرق التي تساعد المؤسسة على الصعيدين الداخلي والخارجي،وأبرز أهم الاختلافات بينها، إضافة وما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات.

المبحث الأول: طرح النظري لخلق القيمة

من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بخلق القيمة،ومؤشراتها

المطلب الأول: ماهية خلق القيمة

الفرع الأول: تعريف خلق القيمة

يرى Michel Albouy (2006) أن الفكرة الأساسية لخلق القيمة أو الثروة تقوم على إنشاء قيمة للمساهمين وذلك من خلال تحقيق عائد على رأس المال يفوق تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي استخدمتها المؤسسة أو تكلفة رأس المال، وهذا يعني أنه لايكفي أن تحقق المؤسسة ربحا محاسبيا فقط فربح بمعنى المحاسبي لا يعني بضرورة خلق قيمة، ولتحديد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة يجب تحديد كل من ربحية رأس المال وتكلفة رأس المال وكيفية تقديرها.[1]

ظهر مفهوم خلق القيمة في الولايات المتحدة الأمريكية، بمثابة معيار معبر عن أداء المسيرين، ويقصد بخلق القيمة للمساهمين، مما يعني وضع المساهمين (أصحاب الأموال) في مركز عمليات إتخاذ القرار، وبمعنى أخر فإن القرارات في المؤسسة ستتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك، ويرجع السبب في تقديم المساهمين على بقية الأطراف والتي لها علاقة مع المؤسسة من مستخدمين، وعملاء،موردين .....إلى أن هذه الأطراف تتمتع بقدرة المفاوضة؛ وكذا إن تمكنت المؤسسة من خلق القيمة لمساهميها فإن الأطراف الأخرى حتما ستستفيد من ذلك فعلى سبيل المثال: إذا تمكن المسيرون من خلق القيمة للملاك (المساهمين) فإنهم سيحصلون على جزء من هذه القيمة كمكافأة لهم لتحقيقهم لهذا الهدف.[2]

تعاريف أخرى لمفهوم خلق القيمة:[3]

اهتم الاقتصاديون الأوائل والدارسون لمفهوم القيمة بمعدل الفائدة على التدفقات النقدية وكذلك الدراسات المعروفة لفيشر (1907 ـ1930) و ويليامز (1938) اللذان عرضا المعنى المالي للقيمة الذي يجمع بين سعر الأصل أو ثمنه والدخل المحتمل الحصول عليه.

أما الفكر الأكاديمي الأكثر حداثة و الأقراب لمفهوم خلق القيمة كان الاهتمام بيه بارزا في أعمال كل من هيكس و مخلوف (1984) رابابورت(1986)،كوبلاند و كولار و مارين (1990ـ 1996) اولسن(1990ـ 1992) .

---

[1] Michel Albouy, **Théorie, Applications et Limites De La Mesure De La Création De Valeur**, Lavoisier, Revue française de gestion, 2006/1 - No 160, p: 141.

[2] عادل عشي، **قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002 ص: 79

[3] البرزنجي أحمد محمد فهمي، **سوق المال مدخل مالي مصرفي**، ط1، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية،2016،ص:17

حيث أن مفهوم خلق القيمة برز بوضوح في عقد التسعينات من القرن العشرين وأصبح بمثابة مسار استراتجي لعدد كبير من المنشآت الاقتصادية، ونعني دائما بمصطلح خلق القيمة إيجاد قيمة للسهم و انطلاقا من ذلك المفهوم يكرس وضع المساهم في خدمة إستراتجية المنشأة.

النظرة التقلدية والحديثة لخلق القيمة :

تقلديا:

قياس خلق القيمة: ← اختيار الاستثمار ← توزيع امثل للموردين

حديثا:

قياس خلق القيمة أدة للحوكمة ← أداة للتحفيز والرقابة ← خلق القيمة للمساهمين

Source: Gérard Charreaux – **les mesures de la création de valeur** : fondementsthéoriques et limites – Revue Echanges – n0 150 – Décembre 1998 – p 50 ..53

ويرى البعض أن تطور هذا المفهوم وتبلور ظروفه، يمكن عرضها كمايلي:[4]

أ- الحاجة إلى الأموال والمنافسة:

فتطور مفهوم خلق القيمة لحملة الأسهم سمح للمنشآت بطلب مختلف حاجياتها مما أداه إلى إرتفاع أسعار الفائدة في سنوات الثمانينات من القرن الماضي الأمر الذي أدى إلى تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين في سوق رأس المال، فساد عدم التنظيم المالي وصعب من حرية إقتناء الأموال بصفة مباشرة من السوق المالي مما جعل المنشآت تبحث عن معايير تحتكم إليها لتحقيق الاستقرار المالي، لاسيما في ظل المنافسة الشديدة من أجل الحصول على الأموال ونمو الاقتصاديات العالمية؛ بحيث برزت بعض القواعد المحاسبية والمالية مثل خلق القيمة ويبدوذلك واضحا من خلال نجاح بعض الشركات التي تهتم بالرفع المالي، فضلا عن التوجهات التي تميل إلى التركيز على دور السوق في التقييم كانعكاس للتوجهات العالمية على المستوى المالي.

ب- بروز حملة الأسهم:

ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط حملة الأسهم، ففي التسعنيات من القرن الماضي تجسد ذلك في صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد والمنظمات الأخرى المسيرة لمنتجات الادخار الجماعي، والتي كانت تهدف إلى إيجاد مكانه لحملة الأسهم لتحقيق استقرارهم؛ وتمكنهم من المطالبة بمردودية مقبولة في إطار ظروف السوق، فتطور مفهوم خلق القيمة ميزته العودة القوية لحملة الأسهم في الدول الأوروبية، ولقد اتضح ذلك بعد تداول العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) والتي أسهمت في إبداء شفافية الاستثمارات بتشكيل محفظة مالية تتميز بالتنويع في

[4] عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، **تقيم الأداء المالي باستخدام مؤشرات خلق القيمة**، مجلة العلوم الإدارية و الاقتصادية، جامعة المستنصرية،العراق،عدد 99 المجلد 23، 2017، ص:469

إطار التوجهات الإستراتجية للشركات مما أعطى مزيد من الدعم لحملة الأسهم في ممارسة الضغط على هذه الشركات.

الفرع الثاني: أسس خلق القيمة

نقدمها على سبيل الحصر لا الإجمال في ثلاثة عناصر كالآتي:[5]

أ . المؤسسة وهدف تعظيم ثروة المالكين:

من خلال هدف خلق القيمة للمساهم ولا يمكن حصول هذا إلا عن طريق خلق القيم من طرف المؤسسة ومقارنة ما تقدمه مؤسسات أخرى للمساهمين، مما يجعل هناك علاقة تعاقدية بين المسير والمالك، بالاهتمام على الأقل بثروة المؤسسة الاقتصادية، كما يسهل عملية التعاقد مع أطراف آخرين وأصحاب المصالح.

ب . خلق القيمة ورأس المال:

إن المنافسة الشديدة بين المؤسسات واقتناص كل الفرص للحصول على التمويل اللازم مما جعل لهذه الأموال الخاصة أموالاً ذات تكلفة للمؤسسة من خلال معدل العائد الذي يطلبه المساهم، و إذا لم توفر المؤسسة العائد اللازم فإنها تتعرض إلى خروج المساهمين وبحثهم عن فرص بديلة أخرى، مما يجعل ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة محددًا للعوائد ومعدلات مردودية أصول المؤسسة للمالكين في السوق وليس العكس.

ج . مستوى العائد:

إذا كانت المؤسسة لا تحقق عائدا يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستخدمة لكل من الديون والأموال الخاصة فهذا يجعل المتعاملين من خارج المؤسسة يبحثون عن فرص بديلة أخرى، أما داخل المؤسسة فهذا يعطي حقيقة الوضع وكيفية تحسينه في المستقبل من خلال الاعتماد على معطيات متوقعة ومراعاة تطور المؤسسة وبالتالي بناء استراتيجية تعطي جدوى للمشاريع المختارة وسياسات التنويع مما يحقق أهداف المؤسسة وجميع الأطراف والشركاء من خارج المؤسسة.

[5] بلقاسم قريشي، **دراسة القدرة التفسرية لمؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية للأداء المالي لشركات**،مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2014، ص ص: 4 ،5

الفرع الثالث: أهداف خلق القيمة

ويمكن سردها من خلال النقاط التالية:[6]

- الهدف الأساسي الأول لخلق القيمة هو تعظيم قيمة السهم المشكلة لرأس المال مؤسسة مسعرة في البورصة؛
- مساعدة المؤسسة على رسم إستراتجيات للبقاء لمواجهة ما يصادفها من ربط مستوى الأرباح المستقرة في المدى المتوسط للنظر في المدى البعيد، وهذا لأن سياسة توزيع الأرباح المحققة تشكل عنصر إيجابي للمساهمين؛
- تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين؛
- تحقيق تكلفة رأس مال من خلال تخفيض الديون وحتى الأموال الخاصة؛

المطلب الثاني: مؤشرات ونتائج تطور مفهوم خلق القيمة

الفرع الأول : التغير في نمط إدارة المؤسسة والتركيز على نتيجة المردودية

ا . التركيز على المردودية:

ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في نهاية الثمانينات أدى إلى صعوبة الحصول على الاستثمارات، مما جعل المؤسسات تبحث عن بدائل لتمويل استثماراتها، وبالتالي أعادت بعض المؤسسات نظرتها إلى العائد ومع نمو مقاييس العائد وإعادة تعريفها وتوجيه استراتيجية المؤسسة حول العائد، بالإضافة إلى صناديق المعاشات التي جعلت من المساهم ينتظر العائد الذي يأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة والخطر الملازم للمؤسسة أو ما يعرف بإجراءات التحكيم.

ب . تغير نمط إدارة المؤسسة:

قبل بروز مفهوم خلق القيمة بواقعه العملي كان هناك تداخل بين أهداف المسير والمالك، وعدم الشفافية في التقارير والمعلومات المالية الخاصة بالمؤسسة، ومع بروز خلق القيمة تم إدراج سلطة ثانية في إدارة المؤسسة أو ما يعرف بالحوكمة تحت هدف واحد وهو خلق القيمة تحت تقرير لجنة المراقبة التي تتميز باستقلاليتها في إعداد التقارير المالية للمؤسسة، كل هذا يؤدي إلى ارتباط وثيق بين خلق القيمة للمساهم وعمل المسير لأن عمل الأخير مرتبط بعوائد الأسهم الذي أساسه نظام المكافآت.

---

[6] سعيد بريكة، ومسعي سمير، **تقييم المنشاة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2009، ص:7

الفرع الثاني:مؤشرات الحديثة لقياس لخلق القيمة

1مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي حيث يمكن الفرق بين المفهومين، حيث يستعمل مؤشر الربح المتبقي للمؤسسة لمختلف وحدتها أي أنه مؤشر داخلي، أما بالنسبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي كأداة اتصال يستعملها المدراء لتمرير معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة مدرجة في البورصة، ويضاف لذلك أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة البديلة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية، بينما تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة في احتسابها على تكلفة رأس المال المستثمر (المملوك والمقترض).[7]

وقد عرفها Stewart & Stern مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بأنه مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المستثمر، التي تحسب عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.[8]

وقد أجمعت مراجع الفكر المالي على أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA أو ما يسمى بالربح الاقتصادي Economic Profit هو أحد معايير الأداء المالي التي طرحت في نظرية الإدارة المالية المعاصرة، ويعود السبب في ذلك إلى شمولية هذا المعيار لمتغيرات هامة تعكس الأداء بشكله العام وكذلك المجالات التي من خلالها تستطيع الإدارة المالية إلى زيادة فاعلية قرارتها وبشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم فيها،باعتبارها الهدف الذي لا يزال يمثل بوصلة العمل لديها في الشركات الأعمال.

وبذلك يمكن القول أن القيمة الاقتصادية المضافة هي عبارة عن صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وبعد التعديل مخصوما منه تكلفة التمويل الكلي لفترة زمنية معينة، وفي ضوء هذا المؤشر فإن الاستثمارات التي تحقق EVA موجبة القيمة، لها أفضلية على البدائل التي لا تستطيع تحقيق EVA موجبة.[9]

مما سبق يمكن القول أنه عندما تكون EVA موجبة فهذا يعني أن العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال، وبذلك تكون المؤسسة قد حققت أداء جيد، مما زاد من خلق القيمة في ثروة المساهمين،

---

[7] شعبان محمد لولو، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم**، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2015، ص: 46

[8] stern stewart , 25-03-2014 , http :www.stern setwart .com ؟content :propriietary &p = eva

[9] شعبان محمد لولو، مرجع سبق ذكره، ص: 47

والعكس صحيح فإذا كانت EVA سالبة فإن ذلك يعني أن العائد على رأس المال أقل من تكلفة رأس المال مما يعني تدمير القيمة للمساهمين.

ويمكن التعبير عن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVAبالمعادلة التالية:

$$\mathbf{EVA = NOPAT - IC\ (WACC)}$$

حيث أن EVA :القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT:صافي الربح من العمليات قبل الفوائد وبعد الضرائب؛

IC:رأس المال المستثمر؛ WACC:التكلفة المرجحة لرأس المال؛

كما يمكن التعبير عن EVA بالمعادلة التالية:[10]

EVA = [المردودية الاقتصادية – معدل تكلفة هيكل رأس المال] رأس المال المستثمر.

EVA > 0 ⟸ ثروة للمساهمين تم تحقيقها إضافة إلى مكافئتهم على الخطر

2مزايا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

تعددت المزايا والفوائد والإسهامات التي قدمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ونذكر منها مايلي:

1. يأخذ هذا المقياس في إعتباره تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، أي يتم تخصيص كافة التكاليف التي تحملها المؤسسة من الإيرادات المحققة، وبالتالي فإن الربح المتبقي يمثل لحملة الأسهم؛
2. يرتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه نظرة إدارة المؤسسة للأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم؛
3. يقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية الإجمالية لرأس المال المستثمر؛[11]
4. يمتاز بنظرته الخلفية بدلا من الإهتمام بما يجري في المستقبل، ويعتمد بدرجة أولى على رأس المال التاريخي؛
5. يفيد استخدام هذا المؤشر المؤسسات التي تتميز بعدم مرونة أنظمة المعلومات المحاسبية، فهو يعمل على تخفيض أعباء العمل بإعداد التقارير الداخلية ؛[12]

[10] عماتي لمياء و شهرزاد زغيب، مدخلة بعنوان إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، **الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة**،يومي 10 و 11 جامعة المسيلة، 2009، ص: 8

[11] هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية في الجزائر**، أطروحة دكتوره، جامعة الجزائر، 2008، ص:247

عيوب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

إن هذا الأسلوب جيد إلا أنه لا يخلو من العيوب، ولعلى أهم العيوب التي فيه تتمثل في مايلي:

1. يتمثل الانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لخلق القيمة في أنه لا يمثل سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحمل أي إضافة عليها؛
2. صعوبة تحديد تكلفة الأموال الخاصة فتحديدها يتطلب الحصول على معلومات يصعب الحصول عليها أو حسابها[13]
3. وبدراسة Villiers (1997 من خلال تأثير التضخم على القيمة الاقتصادية المضافة وذكر أن هذا المؤشر لايمكن استخدمه كمقياس لتحديد الربحية الفعلية للمؤسسة خلال فترات التضخم؛[14]
4. يقيس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الربحية فقط في الأجل القصير، ومن ثم فإنه يجب تدعيمه بمؤشرات مالية أخرى تقيس مستوى الجودة ودرجة مرونة العمليات الإنتاجية و كفاءة عمليات التشغيل ودرجة رضا العاملين وولائهم؛[15]

2 مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA:

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وتعطي تقييما شاملا لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروبا في عدد الأسهم، وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم الثروة، ويستخدم كذلك على الحكم على الأداء المالي الداخلي للمؤسسة، من خلال تحفيز المسيرين لاتخاذ القرارت التي من شأنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، الذي يتجلى في مؤشر القيمة السوقية المضافة والتي تحسب على مجموعة من السنوات[16]،وتعد القيمة السوقية المضافة المؤشر الثاني إلى جانب القيمة الاقتصادية المضافة الذي تم تسويقه من طرف شركة **Stern Stewart** كمؤشر لتقييم الأداء من وجهة نظر المستثمرين، إذا كانت القيمة السوقية

---

[12] هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم**، مجلة آداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 01، 2012، ص: 16

[13] هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الأداء من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد7، 2010، ص: 64

[14] Johann de Villiers, The **Distortions in Economic Value Added(EVA) Caused by Inflation**, Journal of Economics and Business, 49(3), p: 300.

[15] الخولي هالة عبد الله، **دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال**، مجلة التأمين، العدد 56، كلية التجارة، القاهرة مصر، 2001،ص ص: 143، 144

[16] زرقون محمد و شنين عبد النور، **دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العدد 01 سنة 2015،ص245

المضافة ايجابية فإن المستثمرون يعتقدون أن قيمة رأس المال السوقي للشركة هو أكبر من قيمة رأس المال المستثمر، الأمر الذي يعني أن الشركة خلقت ثروة لمساهميها[17]

وتعتبر القيمة السوقية المضافة أفضل مقياس لأداء المؤسسة، وهي تمثل مقياس تراكميا لأداء المؤسسات وتمثل تقيم لسوق الأوراق المالية، من خلال احتساب القيمة الحالية الصافية لجميع المشاريع السابقة و المتوقعة للمؤسسة، فالمؤسسة تخلق قيمة إذا كانت mva >0 هذا يعني أن القيمة السوقية لرأس المال رأس المال المستثمر، وفي حالة العكس mva سالبة هذا يعني أن توقعات غير صائبة بشأن الاستخدام الفعال لرأس المال.[18]

كما نعرف على أنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال ويتم قياسها بالاعتماد على طريقتين:[19]

1ـ طريقة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لممتلكات المؤسسة – القيمة الدفترية لممتلكات المؤسسة

2 ـ طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية:

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

MVA القيمة السوقية المضافة.

EVA القيمة الاقتصادية المضافة.

wacc التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة:[20]

تتأثر القيمة السوقية المضافة بالعوامل التالية:

1. معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لابد أن تكون معدلات هذه تفوق كلفة رأس المال المستثمر.

---

[18] Andreea Paula, Cristina Elena, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A Comparative**, Analysis, Romanian-American University, Bucharest, p: 54.

[19] حسنية صيفي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، أطروحة دكتوراه غير منشوره، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016، ص ص: 14، 15

[20] https://books.google.dz/books?id=tk9ADwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ar&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

2. إنتاجية الدينار المستثمر، وكلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال المستثمر أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية، لاسيما في ظل إنخفاض أو ثبات كلفة رأس المال.

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة:نبرز العلاقة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (1-1) يوضح الفرق بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة

العلاقة	EVA	MVA
الفترة	يحسب لفترة واحدة	يحسب لعدة فترات
الفائض	هي القيمة الناتجة عن مركز المسؤولية أو المؤسسة	هي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة
الغرض	قياس الأداء الداخلي للمؤسسة	قياس الأداء من وجهة نظرة خارجية
الحساب	التدفق النقدي المتاح مضافا إليه التغير الصافي في رأس المال المستثمر منقوصا منه التعويضات المقابلة له.	استحداث التدفقات النقدية المتاحة إلى مالا نهاية أو استحداث القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة إلى مالا نهاية مضافا إليه رأس المال الأولى المستثمر

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على دراسات سابقة

المبحث الثاني: الطرح النظري في كيفية التسعير في البورصة

من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أهم المفاهيم المتعلقة بتسعير

المطلب الأول: كيفية التسعير في البورصة

الفرع الأول: تعريف التسعير[21]

السعر هو الكمية اللازمة من النقود للحصول على كمية من السلع والخدمات في السوق المبادلات،كما يعرف السعر على أنه القيمة التبادلية والمعبر عنها بعدد من وحدات النقد.

تعريف سعر البورصة :[22]

سعر البورصة هو القيمة التي يبلغها السند، أو سهم ما، أثناء أحد الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع و الشراء لورقة مالية معينة.

تعريف التسعيرة الرسمية :

يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في لبورصة في كل جلسة من جلستها، وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة وتحتوي هذه التسعيرة على معلومات التالية :

- عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة؛
- عدد السندات وقيمة القرض الموضوع في التدوال؛
- اسم الورقة المالية؛

أما بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت،نذكر أيضا الفائدة،مقدار الضريبة، موعد استحقاق الفوائد.

- موعد السحب في حالة وجوده؛
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم؛
- السعر السابق؛

[21] برشاشي بوعلام، **الأمين في الاقتصاد**، دار المحمدية، الجزائر، 2000، ص: 84
[22] شمعون شمعون، بورصة الجزائر،ط 2 ،دار هومة للنشر، الجزائر، 1999، ص: 45

الفرع الثاني: طرق تقنيات التسعير في البورصة

للوصول إلى هدف معين في السوق الأوراق المالية، لابد من توافر بائعين ومشترين لأسهم معينة، وتجنبا من فروقات كبيرة في الأسعار، تتضمن أنظمة أسعار الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاما خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لايتجاوز فيه نسبا معينة تنص عليها لوائح تلك الأسواق، ويمكن التمييز بين أنواع التسعير التي يمكن حصرها في :[23]

1 التسعير الدوري:

في هذه الطريقة لايتم تنفيذ أوامر المتعاملين المعطاة إلى وسطاء البورصة مباشرة، بل تبقى مخزونة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة، أي تتم مفاوضة الأوراق المالية عن طريق إجراء التسعير بطريقة شفوية، أو كتابية وينقسم هذا النوع بدوره إلى:

1ـ 1 تسعيرة المناداة: ويتم بإجماع ممثلي العروض، والطلبات حول المقصورة، ويصبح كل واحد منهم يقيم الشراء، والبيع ثم تتم المزايدات، والتخفيضات بين المتعاملين حول هذه الأسعار حتى يتم تحديد التوازن.

1ـ2 تسعير الدرج: كما يعرف بنقطة التوازن و يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة و متنوعة حيث يتم وضع مجموعة الأوراق المالية مع بعضها، وبعد ذلك تتم عملية الفرز للعروض والطلبات، وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة.

1ـ 3 التسعير بالمعارضة: وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشرائه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

1ـ 4 التسعير بالصندوق: يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة، كثيرة ومتعددة، يحث يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، وتعمد لجنة البورصة إلى حساب العرض و طلباتهم ثم تحدد أسعار البورصة ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

2 التسعير المستمر:

وهو يسمح بسرعة تنفيذ الأوامر، ومتابعة تطورات السوق و بهذا يمكن تجنب فترة انتظار تسعير الأوامر الجديدة وتعالج هذه الطريقة بإحدى هذه الطرق :

[23] صلاح الدين حسين السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، ط 1، عالم الكتاب لتوزيع والنشر، القاهرة، 1998، ص: 18

2 ـ1 التسعير المستمر بالخبراء: تعتمد هذه الطريقة في كل من لندن و الولايات المتحدة الأمريكية، إذا يتخذ الخبراء مكانا معينا في مقصورة البورصة، ويكتبون على السبورة الخاصة، القيم المسجلة في البورصة الأسعار المتوسطة المقترحة بين الأسعار المعروضة، و يتفاوضون مع أكبر عارض، و هذا دون الإشارة لهويتهم، سواء كانوا طالبين أو عارضين.

2 ـ2 التسعير المستمر بالإعلام الآلي: تستعمل هذه الطريقة نظام المعلوماتية في تحديد التسعير وتتمثل في المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة مباشرة من طرف مؤسسات البورصة (الوسطاء) في التسعيرة الالكترونية المضبوطة من طرف الحساب المركزي، والذي يقوم بإنشاء سعر التوازن عند التلاقي العرض والطلب.

2 ـ3 التسعير المراجحة: هي نظرية التوازن تحكم العلاقة بين العائد والورقة المالية والمتغيرات المؤثرة على ذلك العائد، ويقوم تسعير المراجحة بشراء الورقة ذات العائد المتوقع المرتفع وبين الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض والنتيجة هي إرتفاع الورقة المالية الأولى، و إنخفاض سعر الورقة الثانية وهنا تختفي المراجحة ويتحقق التوازن أسعار الأوراق المالية.

المطلب الثاني :أساليب وامتيازات التسعير في البورصة

الفرع الأول:أساليب القيد والتداول في البورصة

يتم قيد الأوراق المالية وتداولها بالبورصة عن طريق الاكتتاب العام في الأسهم أو السندات التي تصدرها إحدى الشركات وأهم الأساليب التي يتم بيها التداول الأوراق المالية المصدرة مايلي:[24]

1. **الاكتتاب المباشر:**

يتم عن طريق بورصة الأوراق المالية، وهو من طرق الشائعة الاكتتاب، إذا يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة إحدى بيوت الإصدار لاتفاق مع بعض كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة من إحدى الشركات التي تتميز بخصائص إدارية وتمويلية جيدة، وبمجرد تنظيم عمليات الاكتتاب يقدم السمسار طلبات لبورصة الأوراق المالية مرفقا بتصريح من بنك الإصدار، ومن ثم يقوم بإعلان هذا الإصدار مع إيداع صورة مع الإعلان لدى موثق الشركات إلا أن الشركة تحصل تصريح بالإكتتاب والتعامل بالأسهم إلا إذا تم الإكتتاب فعلا بالكمال.

[24] أمين عبد العزيز حسن، **الأسواق المالية**، دار القباء الحديثة، القاهرة مصر، 2007، ص ص: 127 - 128

2. **الإكتتاب العام:**

وهو بيع الأوراق المالية لجمهور، فإذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية المسجلة في البورصة، فإن الإكتتاب أو الإصدار العام يتم عن طريق أحدى السماسرة العاملين بالبورصة للإتفاق على حجم وشكل الإصدار ثم تتم كافة إجراءات التصريح بإصدار من قبل البورصة و الإعلان عنه حتى الإكتتاب نافذا.

3. **العرض للبيع :**

وبموجب هذه الطريقة يتم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور وبسعر أعلى من شرائها، ويتم هذا البيع في الصفقات العادية التي تتم في البورصة.

4. **الإصدار عن طريق العطاءات:**

ويهدف إلى حصول الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في الأسعار حيث تقوم الشركة في تحديد سعر مبدئي للورقة المالية ثم يتقدم المستثمرون بعطاء اتهم لشراء الكمية المصدرة بحد أقصى يتم تحديده للمستثمر الواحد ويتم البيع لأصحاب العطاءات الذين يتقدمون بسعر أعلى، ومن خلال ما سبق من أساليب تداول الأوراق المالية، فإن التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة يقتصر على الأوراق المالية المقيدة في جدول التسعير في البورصة.

الفرع الثاني: امتيازات التسعير للمؤسسات في البورصة

إن التسعير في البورصة له أهمية كبيرة في الجانب التمويلي، الجانب التسويقي والجانب التنافسي، وتتمثل في مايلي:[25]

أ- الجانب التمويلي:

1. **تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:** إن الطابع المميز للعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الاستجابة لسماع أي الأخبار، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على ما مدى التشاؤم أو التفاؤل.والبورصة في هذا المجال تقوم بدورها لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع لانفعالات التي قد تكون خاطئة، حيث يقوم المحترفون في البورصة، بعملية الشراء بحكم خبرتهم نتيجة التشاؤم كما يوجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل(المتعاملين) مما يؤدي إلى استقرار الأسعار إلى أوضاعها الطبيعية.

[25] ليندة سيوان، **واقع وآفاق بورصة الجزائر في ظل تحديات الإقتصادية**، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص ص: 36،37

2. **حصول المؤسسة من إحتياجتها من تمويل طويل الأجل:** يعتبر قيد الأوراق المالية للشركات في البورصة نوع من الإعتراف بقدتها و كفاءتها مما يدفع بالمستثمرين بتوجيه مدخرتهم نحو هذه الأوراق، مما يؤدي بالحصول الشركات على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.
3. **توضيح مؤشرات الحالة الاقتصادية:** تساعد البورصة على تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فحجم المعاملات يبن عن أهمية الأموال المتداولة، وهذا ما يساعد المستثمرين على توجههم نحو هذه الأوراق المالية التي تدر أرباحا.

ب- الجانب التسويقي:[26]

إن دخول المؤسسة للبورصة له أثر إيجابي خاصة من هذا الجانب، فمثلا إنتاج مؤسسة لمنتوج جديد فهذا يعتبر مخاطرة فحتما عندما لا يجد هذا المنتوج الجديد مكانا له في السوق ينجم عنه تكلفة بالنسبة للمؤسسة، و بالتالي فا سوق المالي سيغطي ذلك الجزء الصادر عن ذلك المنتوج، وهذا راجع لحسن استغلال مصادر التمويل المتحصل عليها.

ت- الجانب التنافسي:

يعتمد الجانب التنافسي لشركة على عدة عوامل متعددة مثل الموقع الجغرافي و الملكية التكنولوجية و الفكرية و براءات الاختراع و الأسعار التنافسية و الجودة العالية بإضافة للمنافسة المالية، التي تعتبر أحدى العوامل المؤثرة عند دخول المؤسسة للبورصة للحصول على مصادر تمويل، فا دخول المؤسسة للبورصة يمكنها الحصول على عدة مزايا من بينها عامل التنافسية، وإن الاهتمام بهذا الجانب سوف يؤدي المؤسسة إلى زيادة قوتها الربحية وتحسين مركزها المالي في السوق.

[26] نفس المرجع

المبحث الثالث :الدراسات السابقة

سنعرض في هذا المبحث مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت أثر خلق القيمة على التسعير في البورصة للمؤسسات الاقتصادية، حيث سنخصص المطلب الأول عرض الدراسات السابقة بالغة العربية ولغة الأجنبية، أما المطلب الثاني فسنخصصه بين هذه الدراسات وما يميز دراستنا عنها.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

الفرع الأول: عرض الدراسات العربية

الدراسة الأولى: للباحث هواري سويسي(2010)[27]

تهدف هذه الدراسة في مجملها إلى رفع و تقييم الأداء للمؤسسة والكشف عن مستواها، من خلال قياس مؤشرات الأداء المبنية على القيمة، في الجانب حيث تناول هذه المؤشرات بالدراسة والتحليل من خلال تتبع السياق التاريخي لتطورها في الفكر الاقتصادي، واعتمد في ذلك على المنهج الوصفي ممزوج بالمنهج المقارن، أما الجانب الثاني تطرق إلى مؤشرات الأداء الحديثة و التي ترتكز على مفهوم خلق القيمة وهي مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA وأستنتج إنما هيا تطور لفهوم الربح المتبقي من خلال إدراج التكلفة الوسطية المرجحة، كذلك مؤشر القيمة السوقية المضافة هي كذلك انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية في النظرية المالية.

ويرى الباحث في الأخير أن ما تم إضافته لنموذجين هو قيامهما بإجراء تعديلات و اقتراحات تترجم المفاهيم النظرية لواقع عملي.

الدراسة الثانية :دراسة للباحثة حسنية صيفي (2016)[28]

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية على قياس الأداء المالي وذلك من خلال إتباع الباحثة المنهج التالي:

استخدمت المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، حيث تطرقت في الدراسة إلى ثلاثة فصول، حيث تطرقت في الفصل الأول الأساس النظري للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر الأداء المالي أما الفصل الثاني فكانت حول الدراسات حول مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وكان الفصل الثالث لدراسة التطبيقية التي اعتمدت على دراسة الحالة حول قياس الأداء المالي للمؤسسات باستخدم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في بورصة باريس

---

[27] د هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة،الجزائر، العدد2010،7/2009

[28] حسينة صيفي،**قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016

لمؤشر cac40 للفترة الممتدة 2008 إلى 2013 حيث كانت عينة 40 مؤسسة لعدة قطاعات،حيث كانت متغيرات الدراسة عائد السهم وهو المتغير التابع Rit أما المتغيرات المستقلة فكانت متكونة من مؤشرات خلق القيمة ومؤشرات التقليدية (MVA) (EVA) (ROI) (CFO) (EPS) (ROE) (ROA) وتم إستخدم برنامج EVIEWS. 09 من خلال نماذج بانل panel وتم الوصول إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له القدرة على تفسير القيمة السوقية وهو يتفوق على مؤشرات الأداء التقليدية، لكن مقارنة بمؤشر القيمة السوقية المضافة كانت قدرته أكبر على تفسير العوائد للأسهم.

الدراسة الثالثة:إكرام عبد الرحمان فلاته(2010)[29]

هدفت هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على السهم لقياس التنبؤ بعوائد للأسهم مستقبلا، وركزت هذه الدراسة على مفهومي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والعلاقة بينهما، كذلك المقارنة بين المؤشرات الاقتصادية والمؤشرات المحاسبية من حيث القدرة على التنبؤ بالعوائد للأسهم المستقبلية، ومن أجل توصل لهذه النتائج تمت على عينة مكونة 96 شركة مساهمة مدرجة في سوق السعودية لفترة 2007-2009 وأختار مؤشر ROE,ROI لمقارنتها مع المؤشرات الاقتصادية والتي كانت MVA,EVA

حيث تم إختبار الفرضيات باستخدام نموذج الانحدار الخطي وغير خطي، وتوصلت إلى أن المعادلة غير خطية لها قدرة أكبر على تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و عوائد الأسهم

أظهرت النتائج بأنه يوجد على ارتباط ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة.

أثبت جميع المؤشرات قدرتها على تنبؤ بعوائد الأسهم إلا أن مؤشرات الاقتصادية كانت أكثر تنبؤا

أثبتت الدراسة على أن مؤشر القيمة السوقية المضافة تفوق على جميع المؤشرات على تنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية

[29]إكرم عبد الرحمان فلاته، **قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية**، رسالة ماجستير،كلية الاقتصاد والإدارة،جامعة الملك عبر العزيز، المملكة العربية السعودية،2010.

الدراسة الرابعة: غدير محمود المهتدي(2014)[30]

هدفت الدراسة إلى تحليل مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية (ربحية السهم والعائد على الاستثمار والتدفق النقدي التشغيلي والعائد على حقوق الملكية) ومعرفة دلالتها الفنية، كذلك الوقوف على دلالات مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية للأسعار

وكان المنهج المتبع لمتغيرات الدراسة هو منهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري أما الجانب التطبيقي أعتمد على دراسة حالة وكانت العينة بنك فلسطين المدرج في بورصة فلسطين، وكانت فترة الدراسة من2004-2012 ولتحقيق ذلك تم استخدام أسلوب الخطي البسيط من خلال برنامجspss، وكانت من أهم النتائج المتوصل إليها هي:

قيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين كانت ذات ارتباط قوي بمقياس تقييم الأداء التقليدية المالية مجتمعة، أما لمؤشرات الاقتصادية بنسبة لكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة فكانت ذات قدرة عالية على تفسير هذا التغير، وكان تفوق في ما بينهما لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

الفرع الثاني: عرض الدراسات الأجنبية

الدراسة الأولى : Jeffrey M. Bacid and other (1997)[31]

تهدف هذه الدراسة تقييم الأداء من خلال منظور خلق القيمة المساهمين، ولقد حاول الباحثين من خلال من خلال دراسة بحث عن مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للعوائد غير الطبيعية إلى جانب أيجاد أفضل مقياس للأداء مقارنة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم استخدم قاعدة بيانات Stern Stewart التي تضمن 1000 مؤسسة خلال فترة مابين سنتي 1982 ـ 1992 ولقد تم اختيار عينة تتكون من600 مؤسسة تم اختيارها عشوائيا، ولقد تمثلت متغيرات الدراسة في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA،القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، العائد على حقوق الملكية، والعائد والمعدل.

[30] غدير محمود المهتدي،**استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم**، رسالة ماجستير،جامعة الإسلامية،غزة فلسطين،**2014.**

[31] Jeffrey M. Bacidore, John A. Boquist, Todd T. Milbourn and Anjan V. Thakor, **The Search for the Best Financial Performance Measure**, Financial Analysts Journal, Vol. 53, No. 3, May - Jun., 1997.

ولقد أضهرت نتائج الدراسة تفوق مؤشر الاقتصادية المضافة المعدلة على باقي المؤشرات في التنبؤ بعوائد الأسهم، كما أنه يفوق إحصائيا على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ذلك.

الدراسة الثانية: Seoki Lee and Woo Gon Kim(2009)[32]

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد مؤشر الأمثل للأداء، وذلك من خلال المقارنة بين مجموعة من مؤشرات وهي القيمة الاقتصادية المعدلة، والقيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة،التدفق النقدي المتاح خلال تشغيل العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية وتحديد قدرة كل مؤشر من خلال تفسير القيمة السوقية المعدلة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم استخدام الانحدار المتعدد تحديد العلاقة بين مؤشرات الأداء المستقلة وعائد السوق المعدل كمتغير تابع، ولقد شملت عينة الدراسة 135 مؤسسة خلال الفترة 1985 إلى 2004

أظهر نتائج الدارسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ليس هو أفضل بين هذه المؤشرات تفسيرا لعوائد السوق، إنما توصلت النتائج بأفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المعدلة والقيمة السوقية في تفسير عائد السوق وهذا نتائج إنما تعود في الأصل إلى طبيعة المتغيرات من حيث نظرتها المستقبلية على العكس تماما من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

الدراسة الثالثة: Moreteza hajiabbasi and others(2012) [33]

هدفت هذه الدراسة على معرفة قدرة مؤشرات خلق القيمة الممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كذلك القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، والقيمة المضافة للمساهمين، القيمة النقدية المضافة، مع مؤشرات المحاسبية الممثلة في العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، التدفق النقدي من العمليات التشغيلية، وحصة السهم من الأرباح على قدرتها في التنبؤ بعوائد الأسهم، وكانت عينة الدراسة على 76 مؤسسة مدرجة في بورصة إيران للأوراق المالية خلال فترة 2007-2011 ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم استخدام الانحدار المتعدد من خلال برنامج09 .EVIEWS وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة كبيرة بين مؤشرات خلق القيمة ومؤشرات المحاسبية في حين هناك علاقة سلبية بين عائد على حقوق الملكية و العائد على السهم، وكان مؤشر خلق القيمة للمساهمين الأكثر ارتباطا بالعائد على السهم.

[32]Seoki Lee a,, Woo Gon Ki, **EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?**, International Journal of Hospitality Management 28, 2009.

[33]Moreteza hajiabbasi, Meysam, **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, VOL. 2, NO. 5, June 2012.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وما يميز هذه الدراسة

الفرع الأول: مقارنة الدراسات السابقة

جدول رقم(1-2) يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة

اسم الباحث	الهدف	الحدود الزمنية والمكانية	متغيرات الدراسة	النتائج المتوصل لها
دراسة إكرام عبد الرحمان فلاته	اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على السهم لقياس قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم مستقبلا	سوق الأوراق المالية للمملكة العربية السعودية للفترة من عام 2007إلى الربع الأول من عام2009	متغير المستقل مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة والمتغير التابع العائد على الأسهم	أظهرت الدراسة تفوق المؤشرات الاقتصادية في قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم
هواري سويسي	تقييم الأداء للمؤسسة والكشف عن مستواها، من خلال قياس مؤشرات الأداء	فترة 2009 إلى 2010 من خلال نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الذى قدمه Stewart	متغير المستقل خلق القيمة متغيرات التابعة مؤشرات الأداء	و أستنتج بأن مؤشر EVA إ نما هو تطور لفهوم الربح المتبقي من خلال إدراج wacc، كذلك مؤشر MVAهو انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية في النظرية المالية.
حسينة صيفي	قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تفسير عوائد للأسهم ومقارنته بمؤشرات التقليدية	بورصة باريس لمؤشر cac خلال الفترة الممتدة بين 2008 إلى 2013	متغير التابع Rit أما متغيرات المستقلة فكانت (ROA) (EPS) (ROE) MVA(CFO) (EVA) (ROI)	تبين نتائج الدراسة تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية على قدرة تفسيره من مؤشرات التقليدية لكن مقارنة بمؤشر القيمة السوقية المضافة كان أكبر قدرة في التفسير بنسبة لعوائد للأسهم

غدير محمود المهتدي	هدفت الدراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية و المؤشرات الاقتصادية عن طريق قياس التغير في القيمة السوقية للأسعار	بورصة فلسطين خلال الفترة 2004-2012	متغيرات المستقلة (ROE) (EPS) (CFO) (MVA) (EVA) أما المتغير التابع القيمة السوقية للأسعار	أظهرت الدراسة تفوق المؤشرات الاقتصادية في قدرتها على التنبؤ وكان أفضل مؤشر هو قيمة السوقية المضافة في تفسير قيمة السوقية المضافة
Jeffrey M. Bacid	تقييم الأداء من خلال منظور خلق القيمة للمساهمين	بيانات Stern Stewart خلال الفترة 1982 ـ 1992 ولقد تم اختيار عينة تتكون من 600 مؤسسة	المتغير التابع تقييم الأداء والمتغير المستقل خلق القيمة	أظهرت نتائج الدراسة تفوق مؤشر الاقتصادية المضافة المعدلة على باقي المؤشرات في التنبؤ بعوائد الأسهم، كما أنه يفوق إحصائيا على مؤشر EVA
Seoki Lee and Woo Gon Kim	تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد مؤشر الأمثل لقياس للأداء وذلك من خلال مؤشرات خلق القيمة	شملت عينة الدراسة 135 مؤسسة خلال الفترة 1985 إلى 2004	متغير تابع القيمة السوقية أما متغيرات المستقلة فكانت كل MVA,EVA, ،CFO ROE, ROE	توصلت النتائج بأفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المعدلة والقيمة السوقية في تفسير عائد السوق
Moreteza hajiabbasi and others	تهدف هذه الدراسة إلى معرفة قدرة مؤشرات خلق القيمة ومؤشرات المحاسبية التقليدية على التنبؤ بعوائد الأسهم	تكونت عينة الدراسة من 76 مؤسسة مدرجة في بورصة إيران خلال الفترة 2007-2011	المتغير التابع عوائد الأسهم والمتغيرات المستقلة مؤشرات خلق القيمة مع مؤشرات التقليدية المحاسبية	توجد علاقة كبيرة بين كل من مؤشرات خلق القيمة ومؤشرات المحاسبية، وكان مؤشر خلق القيمة للمساهمين هو أكثر ارتباط بالعائد على السهم.

المصدر: من إعداد الطالب إعتمادا على الدراسات السابقة

الفرع الثاني: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

من خلال إطلاعنا عن الدراسات السابقة كما هي موضحة في جدول أعلاه نلاحظ مايلي:

1 نقاط التشابه:

معظم الدراسات تتشابه مع هذه الدراسة في متغيرات الدراسة من حيث المستقلة والتابعة، كذلك يوجد تشابه من ناحية بيئة الدراسة بنسبة لدراسة إكرام عبد الرحمان فلاته وهذه الدراسة، نلاحظ كذلك أن جميع هذه الدراسات تمت بربط المتغير التابع أما بعوائد لأسهم أو القيمة السوقية، كذلك ربط مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع القيمة السوقية المضافة.

2 أوجه الاختلاف

نلاحظ معظم الدراسات ركزت في المقارنة بين كل من مؤشرات التقليدية ومؤشرات الأداء الحديثة، باختلاف هذه الدراسة فكانت على المفاضلة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير القيمة السوقية كذلك من ناحية فترة الدراسة وعينة الدراسة.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تتضح لنا أهمية خلق القيمة للمؤسسات الاقتصادية لكونها تعكس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح نتيجة استخدمها لموردها المختلفة وقدرتها على الاستمرار، وذلك من خلال مؤشرات خلق القيمة التي تعتبر مقياس أداء المؤسسات.

ومن خلال ما سبق يتبين أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يؤدي دور كبير في قياس أداء المؤسسات وتحديد قدرتها على تحقيق قيمة للمساهمين، كما أنها مؤشر أداء يربط بالمؤشرات الأخرى مثل القيمة السوقية المضافة، و هو ما يجعله أكثر فعالية فارتبط القيمة الاقتصادية المضافة مع القيمة السوقية التي تحققها الأسهم في السوق لذلك مؤشر القيمة السوقية المضافة يعتبر همزة وصل بين القيمة السوقية للأسهم مع قيمة الاقتصادية المضافة.

الفصل الثاني :

الدراسة التطبيقية حول أثر مؤشرات خلق القيمة على التسعير

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية لمفهوم خلق القيمة وأهم مؤشرات قياسها، كذلك مفهوم التسعير في البورصة و الدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع، سنقوم في هذا الفصل بدراسة المؤشرات المتعلقة بخلق القيمة، وهي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وعلاقتها بتسعير و لمعرفة مدى قدرتها على تفسير اثر التسعير والممثل في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة السعودية خلال الفترة الممتدة من 2013-2017

ولأجل تفسير أفضل نستخدم برنامج EXCEL و نماذج بانل التي تدرس العلاقة بين هذه المتغيرات وتحقيق أفضل النتائج المتوصل إليها حتى نستطيع تحليلها.

وبغرض اختبار مدى صحة الفرضيات الدراسة، و القيام بتحليل وتفسير نتائج الدراسة الميدانية تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كمايلي:

- ❖ المبحث الأول: عرض منهجية و أدوات الدراسة
- ❖ المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

المبحث الأول: عرض منهجية و أدوات الدراسة

في هذا المبحث نوضح كيفية إنجاز الدراسة وذلك بالتطرق إلى الطريقة والأدوات المستخدمة من خلال تفصيل بيانات الدراسة، وكذا شرح الأسلوب الإحصائي المستخدم.

المطلب الأول: المنهج، مجتمع وعينة الدراسة

سيتم في هذا المطلب التركيز على اختيار مجتمع الدراسة والعينة، تحديد المتغيرات وكيفية قياسها و طريقة جمعها، وتلخيص المعطيات المجمعة.

الفرع الأول: المنهج المتبع في الدراسة

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وتحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي وأسلوب دراسة الحالة، كما تم المسح المكتبي من خلال الإطلاع على الكتب والدراسات المرتبطة بالموضوع.

الفرع الثاني: اختيار مجتمع و عينة الدراسة

أولا: مجتمع الدراسة: (سوق المالي السعودي)

نشأة السوق المالي السعودي :

بداية للشركات السعودية ذات أسهم في منتصف عام 1930، عندما تم تأسيس العربية للسيارات وبحلول سنة 1975 كان هناك حوالي 14 شركة مدرجة في البورصة، ومن خلال التوسع الاقتصادي السريع، كذلك إلى جانب عودة جزء من رأس المال للبنوك الأجنبية في السبعينيات مما أدت إلى إنشاء عدد كبير من الشركات الكبرى، حتى تما تأسيس هيئة سوق المال (CMA) في عام 2003 تحت قانون سوق رأس المال بموجب المرسوم الملكي رقم (M/30) و هذه الهيئة هيا المنظمة الوحيدة والمشرفة على سوق رأس المال، والتي تصدر القواعد واللوائح المطلوبة لحماية المستثمرين وضمان العدالة و الكفاءة في السوق، وتم تأسيس السوق المالي السعودي (تدوال) في تاريخ 2006/03/19 وهو السوق الوحيد لتدوال الأسهم في المملكة العربية السعودية حاليا ويحتل المرتبة العاشرة عالميا حيث 186شركة مدرجة لسنة 2017 من مختلف القطاعات الخدماتية والإنتاجية والزراعية ...إلخ ويعتبر أسرع الأسواق نمو في العالم، أوقات العمل لسوق تداول السعودي من الأحد إلى الخميس لفترة واحدة من الساعة العاشرة صباحا إلى الساعة الثالثة مساء.

ثانيا: عينة مجتمع الدراسة

جدول رقم (2-1) يوضح عينة مجتمع الدراسة المدرجة في سوق المال السعودي

إسم الشركة	رمز	سنة التأسيس	رأس المال	قيمة الإسمية لسهم	قطاع
المدينة	3003	2005/06/19	1,892مليون (ر.س)	10ريال سعودي	الأسمنت
العربية	3010	1978/20/20	1,000مليون (ر.س)	10 ريال سعودي	الأسمنت
نجران	3002	2005/07/20	1,700مليون (ر.س)	10 ريال سعودي	الأسمنت
ينبع	3060	1976/03/18	1,575مليون (ر.س)	10 ريال سعودي	الأسمنت
الجنوبية	3050	1978/02/20	1,400مليون (ر.س)	10 ريال سعودي	الأسمنت

المصدر: من إعداد الطالب إعتمادا على بيانات المؤسسات

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة

سنعرض في هذا المطلب كل من متغيرات الدراسة وتحديدها ومصدر بيانات الدراسة كذلك الأدوات الإحصائية المستخدمة في هذه الدراسة.

الفرع الأول: تحديد المتغيرات الدراسة وطرق جمعها

المتغير التابع:

وهي القيمة السوقية: التي تعتبر عن مقياس لحجم التداول في سوق المال.

$$MVS=SP*NS$$

SP: يعتبر سعر الإغلاق أو سعر تنفيذ الصفقة

NS: تعتبر عدد الأسهم

MVS:القيمة السوقية

المتغيرات المستقلة:

1 مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: التي تعتبر من بين المؤشرات الحديثة لقياس الأداء الحديثة وتقوم على قياس مدى قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين وتحسب كما يلي:

$$EVA = NOPAT- WACC * CI$$

2 مؤشر القيمة السوقية المضافة: والتي تعتبر من توقعات القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية ولغرض الدراسة تم حسابها وفق العلاقة التالية:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم– القيمة الدفترية للأسهم

الفرع الثاني: تحديد مصادر البيانات

طريقة جمعها اعتمدت الدراسة على الأدبيات المتوفرة والمتاحة لنا من دراسات وأبحاث ذات صلة بالموضوع لتغطية الجانب النظري من الدراسة، أما الجانب التطبيقي تما الإعتماد على التقارير السنوية والمتمثلة في القوائم المالية لهذه المؤسسات، إلى جانب المنشورات الصادرة في بورصة السعودية، كما تم الاستعانة بشبكة الانترنت للحصول على بعض المعلومات.

الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

لدراسة العلاقة بين المتغيرين التابع والمستقل تم الاعتماد على نماذج "بانل" في دراستنا و المستخدمة في تقديرها، وكذا طرق الاختبار فيما بينها، ومنه صياغة نموذج الدراسة بواسطة اختبار المؤشرات الحديثة لأداء وقدرتها على تفسير المتغير التابع وذلك بواسطة برنامج Eviews9.

وبعد الحصول على الميزانيات وجدول حسابات النتائج لنستخرج العناصر التي نحتاجها لحساب المؤشرات لإدخال تلك بيانات في برنامج Eviews 9، فنتحصل على نتائج التي سنعتمد عليها في التحليل الإحصائي.

1 الطريقة المستخدمة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تحليل البيانات بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات أو ما يعرف بنماذج بانل Panel ولقد أصبحت هذه الطريقة تحظى باهتمام من قبل الباحثين لكونها تأخذ بعين الاعتبار أثر التغير في الزمن إلى جانب التغير في المشاهدات المقطعية، وتعرف البيانات المقطعية على أنها مشاهدات المقاسة في فترات زمنية معينة وقد تشمل هذه المشاهدات دول، مؤسسات، قطاعات....الخ، ويوفر هذا الأسلوب العديد من مزايا منها:

- التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في بعض البيانات المقطعية والزمنية؛
- تعطي البيانات المقطعية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وتعددية خطية أقل بين المتغيرات.

ويقوم أسلوب التحليل المقطعي على بناء 3 نماذج أساسية هي :

- نموذج الانحدار التجميعي PRM؛
- نموذج الآثار الثابتة FEM؛
- نموذج الآثار العشوائية REM؛

1ـ1 نموذج الانحدار التجميعي:

هو من أبسط النماذج وتكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع فترات الزمنية أي أنه يهمل تأثير الزمن، ويتم كتابة النموذج كما يلي:

$$Y_{it} = B_0 + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (1)$$

حيث:

$$VR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \qquad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

2ـ1 نموذج الأثيرات الثابتة:

يكون الهدف من خلال البناء هذا النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة المقاطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات المقطعية أي تتعامل مع حالات عدم التجانس والتباين بين المجاميع، حيث وفق الصياغة التالية:

$$Y_{it} = B_{0_{(t)}} + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (2)$$

حيث :

$$VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ويقصد بتأثيرات الثابتة أن المعلمة كل مجموعة من البيانات المقطعية لا تتغير خلال الزمن وتتغير جاميع المقاطع فقط.

3ـ1 نموذج الآثار العشوائية:

بالنسبة لهذا النموذج تكون فيه معلمات النموذج صحيحة وغير متحيزة ويفترض أن تبايت الخطاء ثابت أي متجانس لجميع مشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل المجموعات من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محدودة، ويعامل معامل المقطع كمتغير عشوائي له معدل مقدر

μ أي:

$$B_{0_{(t)}} = \mu + V_t \qquad t = 1.2 \dots \dots N \dots \dots . (3)$$

ويكون نموذج الآثار العشوائية كمايلي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{i=1}^{k} B_J X_{J(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \qquad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (4)$$

حيث يمثل V_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية:

2 أساليب المفاضلة بين النماذج :

2 ـ1المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والنماذج الأخرى

هناك العديد من الاختبارات التي تستخدم من أجل تحديد أي النماذج ملائم والمفاضلة بين نموذج الانحدر التجميعي ونموذج الآثار الثابتة أو العشوائية، ومن الاختبارات مضاعف لاغرانج Lagrange multipliers

ويتم تطبيق هذا الاختبار الذي اقترحه Breusch and Pagan بالاعتماد على بواقي تقدير، وتكون صيغته كمايلي:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^{N} (\sum_{i=1}^{T} \hat{e}_u)^2}{\sum_{i=1}^{N} \sum_{i=1}^{T} \hat{e}_u{}^2} - 1 \right]^2 \sim x^2 \dots \dots . (5)$$

وتقوم على فرضية العدم على لغياب الآثار والخصوصية الفردية.

بناء عليه إذ كانت إحصائية LM أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية نرفض الفرضية التي تنص على غياب الآثار العشوائية أو العكس.

2ـ 2 المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يهدف تحديد النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية نعتمد على اختبار Hausman ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما فرضية العدم التي تنص على أن عدم وجود ارتباط بين خصائص العشوائية مع المتغيرات المفسرة، والفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط بين خصائص غير مشاهدة للأفراد والخصائص المشاهدة، وتكون صياغة الاختبار كما يلي:

$$\hat{q} = \widehat{\beta_w} - \widehat{\beta_{GLS}}$$

3 صياغة نموذج الدراسة

تم اختيار القيمة السوقية كمتغير استجابة (تابع) للقطاعات الأسمنت لبورصة تداول السعودية، بينما أدرجت القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمتغيرات مستقلة، وتغطي الدراسة 5 مؤسسات مدرجة في السوق المالي السعودي، خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2017.

ولتحقيق غرض الدراسة نستخدم قاعدة بيانات مدمجة، بعدد n=5 من المقاطع i والمتمثلة في 5 مؤسسات، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية t=5 سنوات، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة 25 مشاهدة؛

يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج، ويكتب على النحو التالي:

$$MVS = f(EVAi, MVAi)$$

$$MVSi_t = \hat{\beta}0(t) + \sum_{i=1}^{3} \hat{\beta}iXi(it) \dots\dots O \qquad i = 1,2 \dots\dots 5 \qquad t = 1,2, \dots\dots 5$$

حيث:

i=تمثل الزمن أي قيمة التغير في السنة؛

MVS= تمثل القيمة السوقية؛

EVA= تمثل قيمة الاقتصادية المضافة؛

MVA= تمثل قيمة السوقية المضافة؛

$(, \beta_2, \beta_1, \beta_0)$ تمثل معلمات النموذج

المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

في هذا المبحث في المطلب الأول سنقوم بعرض النتائج لدراسة وتحليلها أما المطلب الثاني سيتم مناقشة النتائج بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات أو نفيها.

المطلب الأول: عرض النتائج المتحصل عليها

فرع الأول:الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

تتمثل مؤشرات الدراسة من متغير تابع وهو القيمة السوقية ومتغيرين مستقلين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، ويوضح الجدول التالي الخصائص الوصفية لهذه المؤشرات.

الجدول رقم(2-2) يوضح الخصائص الإحصائية لمؤشرات الدراسة

	متغيرات المستقلة		متغير التابع
	MVA	EVA	MVS
Mean	80,687	68,524	10,472.61
Median	34,787	24,972	8,558.160
Maximum	867,985	840,694	24,490.40
Minimum	-95,478	-50,908	1,239.680
Std. Dev.	1.8208	1.7208	7,527.674
Skewness	3.520508	3.885767	0.653575
Kurtosis	15.48202	17.68554	2.209810
Observations	25	25	25

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على برنامج Eviews 9

من خلال الجدول(2-2) تظهر الخصائص الوصفية للعينة المدروسة، حيث بلغت المشاهدات 25 مشاهدة خلال فترة 2013 ـ 2017 ومن خلال الجدول نلاحظ أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة بلغت68,524 بإنحراف معياري قدره 1.7208 وبلغت أدنى قيمة 50,908- وأعلى قيمة 840,694، أما متوسط القيمة السوقية المضافة بلغت 80,687 بإنحراف معياري قدره 1.8208 وبلغت أدنى قيمة 95,478- وأعلى قيمة 867,985

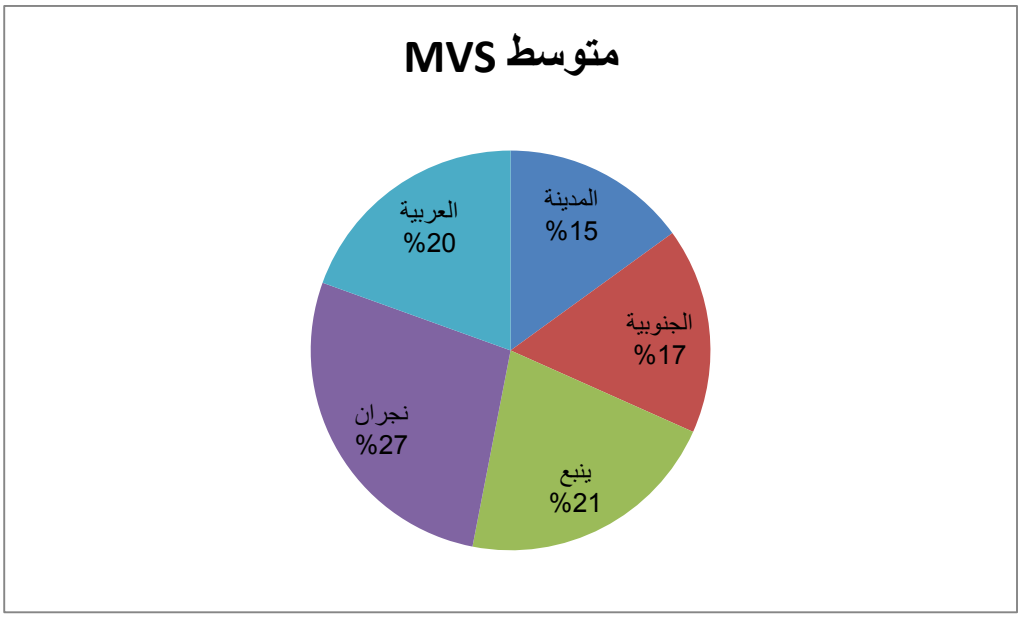
ومن خلال هذه القيم نلاحظ أن هناك تقربات كبيرة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وهذا راجع للعلاقة الرياضية فيما بينهم، أما متوسط القيمة السوقية فقد بلغت10,472.61بإنحراف معياري قدره 7,527.674 ولقدت بلغت أدنى قيمة 1,239.680 وأعلى قيمة 24,490.4.

الفرع الثاني: تحليل قيم متغيرات الدراسة

من أجل تحليل قيم متغيرات الدراسة والمتمثلة في مؤشرات خلق القيمة مع القيمة السوقية، قمنا باحتساب متوسط كل مؤشر للمؤسسات محل الدراسة.

1 متوسط القيمة السوقية:

شكل رقم (2-1) يوضح نسبة متوسط القيمة السوقية للمؤسسات العينة

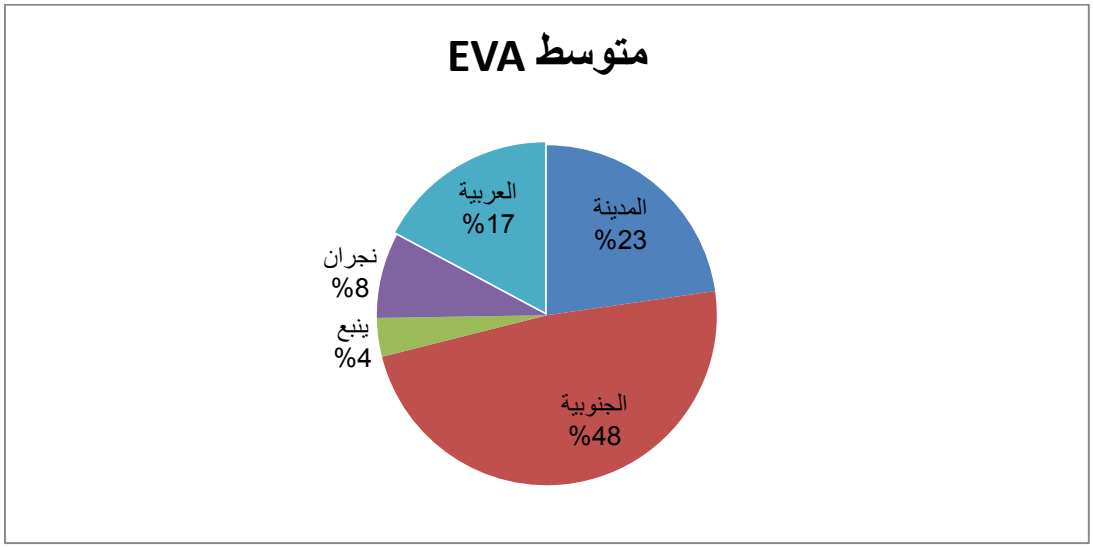


المصدر: من اعداد الطالب اعتماد على برنامج EXCEL

يوضح الشكل رقم (2 ـ1) أن المؤسسات محل الدراسة حققت نتائج متقاربة، ونلاحظ أن مؤسسة نجران قد حققت أكبر قيمة بنسبة 27 %، ثم مؤسسة ينبع بنسبة 21% تليها مؤسسة العربية بنسبة 20%،بعدها مؤسسة الجنوبية بنسبة17% وحققت أقل نسبة مؤسسة المدينة15%

2 متوسط القيمة الاقتصادية المضافة

شكل رقم (2–2) يوضح نسبة متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات العينة

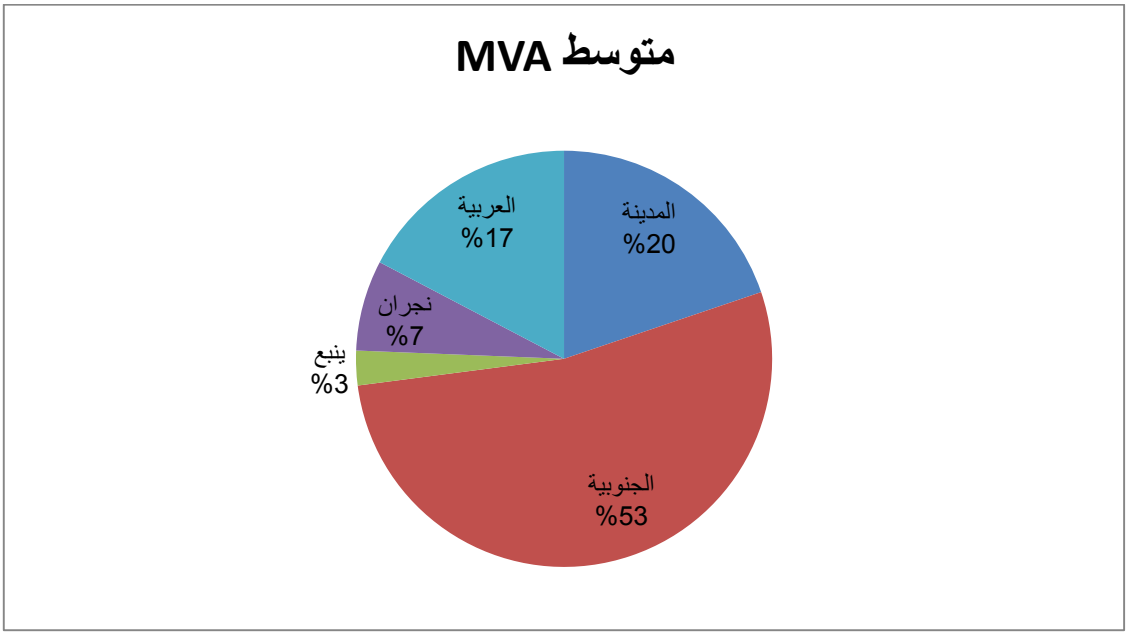


المصدر: من اعداد الطالب اعتماد على برنامج EXCEL

من خلال الشكل رقم (2 ـ2) يوضح نسب متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسات العينة خلال فترة الدراسة، وحققت هذه النتائج بحيث سجلت مؤسسة الجنوبية أكبر نسبة قدرها 48%، تليها مؤسسة المدينة 23%، ثم مؤسسة العربية 17%، ثم مؤسسة نجران8%، وكانت أقل نسبة لمؤسسة ينبع بلغت4%

3 متوسط القيمة السوقية المضافة

شكل رقم (2–3) يوضح نسبة متوسط القيمة السوقية المضافة للمؤسسات العينة



المصدر: من اعداد الطالب اعتماد على برنامج EXCEL

من جدول رقم(**2 ـ3**) يوضح نسب متوسط القيمة السوقية المضافة لمؤسسات العينة خلال فترة الدراسة، ولقد حققت هذه النتائج إذ كانت أكبر قيمة لمؤسسة الجنوبية بنسبة 53%، تليها مؤسسة المدينة بنسبة قدرها 20%، ثم مؤسسة العربية بنسبة 17%، ثم مؤسسة نجران 7%، وكانت مؤسسة ينبع أقل قيمة بنسبة 3%.

الفرع الثالث: تحليل نتائج الدراسة

من أجل تحليل نتائج الدراسة قمنا بدراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة، ليتم بعدها تقدير نماذج الانحدار

1 تحليل الارتباط:

الجدول رقم(2-3) يوضح نتائج الارتباط بين مؤشرات الدراسة

	Correlation		
Probability	**MVS**	**EVA**	**MVA**
MVS	**1.000000** **-----**		
EVA	**0.060577** **0.7736**	**1.000000** **-----**	
MVA	**0.022889** **0.9135**	**0.995292** **0.0000**	**1.000000** **-----**

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9 بتصرف

وفق الجدول رقم(2-3) أظهرت المصفوفة الارتباط أنه لا يوجد إرتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغير المستقل(القيمة الاقتصادية المضافة) وذلك بنسبة ضعيفة جدا تقدر 6% وبدلالة إحصائية قدرها0,77 كذلك (للقيمة السوقية المضافة) بنسبة 2% وبدلالة إحصائية قدرها 0,91 أما بنسبة للارتباط بين المتغيرين المستقلين فالقد أظهرت نتائج جيدة وهذا من خلال وجود ارتباط قوي بين المتغيرين يقدر 99% وبدلالة إحصائية تقدر 0,0000 أي أقل من 0,05

2 تحليل نماذج الانحدار واختبار الفرضيات:

حيث يكون النموذج المقدر لدالة الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$MVS=\beta 0 + \beta 1 EVA + \beta 2\ MVA + \varepsilon_i$$

MVS:القيمة السوقية

EVA:القيمة الاقتصادية المضافة

MVA:القيمة السوقية المضافة

εi : حد الخطأ

جدول رقم (2-4) نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM للمتغير التابع *MVS*

المتغير التابع ***MVS***		
المتغيرات المستقلة	**المعاملات**	**الدلالة *prob***
EVA	**0.000176**	**0.0595**
MVA	**-0.000165**	**0.06200**
القيمة الثابتة *C*	**12128.77**	**0.0000**
معامل التحديد R^2	**0.152613**	
احتمال فيشر *F*	**0.161771**	

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (2-4) يظهر النتائج تقدير النموذج بأن المتغيرين المستقلين تفسر المتغير التابع الذي هو القيمة السوقية بنسبة 15% وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة ضعيفة جدا، كذلك إحتمال الإحصائية فيشر تقدر**0.161771** وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية الإحصائية 0,05 أي لا توجد دلالة إحصائية.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ من خلال الجدول أن معالم القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وهي *prob* أكبر تماما من المعنوية إحصائية عند مستوى (0,05) وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية بين متغير التابع والمتغيرين المستقلين.

جدول رقم (2–5):نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتةFEM للمتغير التابع *MVS*

المتغير التابع *MVS*		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة *prob*
EVA	**9.9705**	**0.1428**
MVA	**–9.9305**	**0.1232**
القيمة الثابتة ***C***	**12074.84**	**0.0000**
معامل التحديد R^2	**0.672551**	
احتمال فيشر ***F***	**0.001186**	

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (2–5) يظهر أن المتغيرات المستقلة تفسر67% وهي نسبة جيدة،كما نلاحظ أن إحتمال فيشر الإحصائي بقدر**0.001186** أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 أما إختبار المعنوية الجزئية للمعالم للمتغيرين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على التوالي تساوي **0.1428**، **0.1232** أي أكبر تماما من المعنوية إحصائية عند مستوى 0,05 مما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية.

جدول رقم (2–6) نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية REM للمتغير التابع *MVS*

المتغير التابع *MVS*		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة *prob*
EVA	**0.000114**	**0.0887**
MVA	**–0.000112**	**0.0001**
القيمة الثابتة ***C***	**12084.84**	**0.0785**
معامل التحديد R^2	**0.138136**	
احتمال فيشر ***F***	**0.194906**	

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (2–6) أظهرت نتائج النموذج الآثار العشوائية أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير القيمة السوقية بنسبة 13% وهي نسبة ضعيفة جدا، ونلاحظ أن قيمة فيشر تساوي **0.194906** وهي أكبر

تماما عند مستوى معنوية0.05 مما لا توجد دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة بنسبة للمتغير التابع و هو القيمة السوقية.

ومن أجل المفاضلة بين نموذج الانحدر المجمع ونموذجي الآثار الثابتة ولآثار العشوائية لتحديد النموذج الملائم نستخدم مضاعف لاغرانج (LM) الذي اقترحه Breusch and Pagan

ومن خلال هذا يمكن تحديد الفرضيتين:

H0 النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي؛

H1 النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية؛

جدول رقم (2-7) نتائج اختبارLM لعلاقة MVS بدلالة MVA و *EVA*

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	**10.16431 (0.0014)**	**0.144584 (0.7038)**	**10.30889 (0.0013)**

مصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Eviews9 بتصرف

ومن خلال الجدول رقم(2-7) نلاحظ أن إحتمال Breusch-Pagan يساوي 0.0014 وهي أقل تماما من مستوي معنوية 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية H1 ونرفض H0 أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية.

ومن أجل المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية نقوم بالاعتماد على إختبار Hausman، ويقوم هذا اختبار على تحديد ما إذ كان هناك ارتباط بين المتغيرات التفسيرية ولآثار غير ملحوظة، ويكون ذلك من فرضيتين فرضية العدم وفرضية البديلة حيث:

H0 نموذج الآثار العشوائية هو ملائم؛

H1 نموذج الآثار الثابتة هو الملائم؛

جدول رقم (2-8)نتائج اختبار Hausman لعلاقة MVS بدلالة EVAو MVA

Hausman test	
Chi-Sq. Statistic	**Prob**
3.279412	**0.1940**

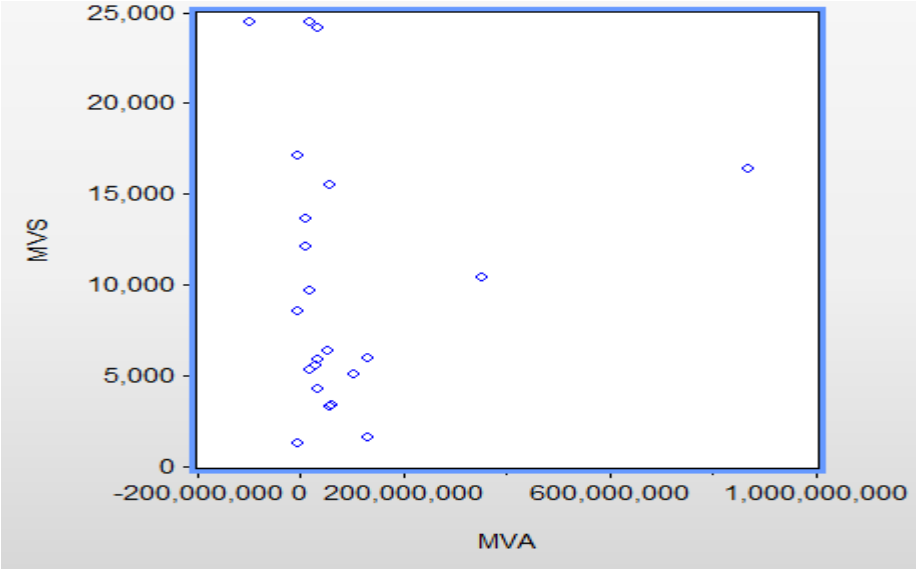
مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال جدول رقم (2-8) يتضح أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم من خلال إحتمالية إحصائية تقدر0.1940 أي أكبر تماما من مستوى المعنوية 0,05 أي نقبل فرضية H0 ونرفض فرضية H1 إي أنه مقدرة الآثار العشوائية متسقة وكفؤ.

نتائج التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة

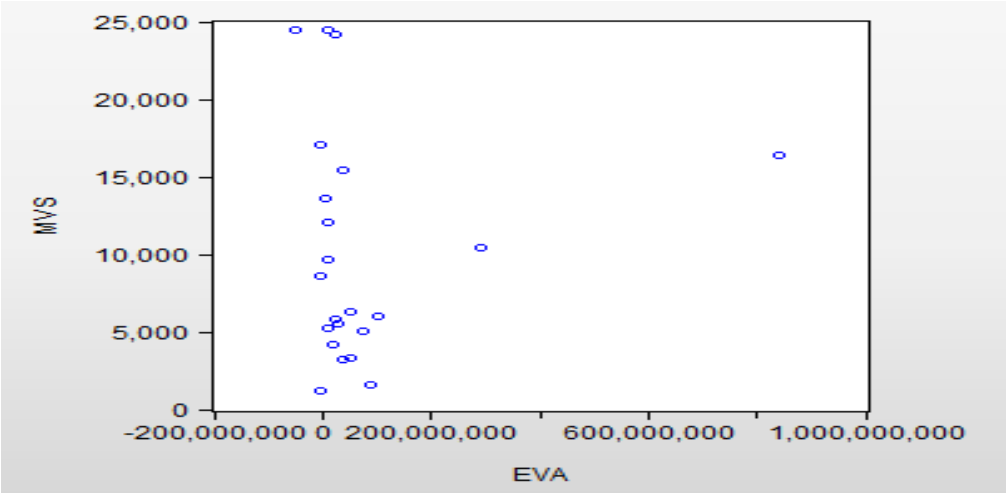
سنحاول الإعتماد على التمثيل النقطي ممثلة في25 مشاهدة بواسطة معطيات مؤشرات المتغيرات، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل خط مستقيم تكون خطية، وإذا كان الإنتشار على خلاف ذلك تكون غير خطية، ويمكن تمثيل ذلك كمايلي:

الشكل رقم(2-4) التمثيل الإنتشاري MVS مع EVA



مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامجEviews9

الشكل رقم(2-5) التمثيل الإنتشاري MVS مع MVA



مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامجEviews9

من خلال التمثيل النقطي الذي ظهر في أشكال التمثيل الإنتشاري للمتغير التابعMVS (القيمة السوقية)، مع المتغيرات المستقلة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة (EVA، MVA) على التوالي تتضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقيلة بأنها علاقة غير خطية من خلال الإنتشار العشوائي للنقط

نماذج غير خطية :

بعدما لم نجد معنوية إحصائية في النماذج الخطية قومنا بإدخال اللوغاريتم "Log" على هذه النماذج وتم حذف قيم سالبة في المتغيرات المستقلة لكي تصبح لدينا 20 مشاهدة، من أجل الوصول إلى النموذج الذي يفسر العلاقة بين MVS والمتغيرات المستقلة MVA،EVA، لنبحث في النماذج الغير خطية بحيث تكون لدينا المتغيرات الجديدة كمايلي:

LMVS = LN (MVS)

LEVA = LN (EVA)

LMVA= LN (MVA)

وتصبح المعادلة كمايلي:

$$\mathrm{MVS} = \beta_0 . MVA^{\beta_1} - EVA^{\beta_2}$$
$$\mathbf{Ln}\mathrm{MVS} = \ln\left(\beta_0 MVA^{\beta_1} - EVA^{\beta_2}\right)$$
$$\mathbf{Ln}\mathrm{MVS} = \ln\ \beta_0 + lnMVA^{\beta_1} + \ln EVA^{\beta_2}$$
$$\ln \mathrm{MVS} = ln\beta_0 + ln\beta_1 \mathrm{MVA} + ln\beta_2 \mathrm{EVA}$$
$$\ln\mathrm{MVS} = \alpha_0 + lnMVA^{\beta_1} - lnEVA^{\beta_2}$$

جدول رقم (2-9) نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع PRM للمتغير التابع *LMVS*

المتغير التابع LMVS		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة *prob*
LEVA	**0.153397**	**0.2328**
LMVA	**-0.143750**	**0.2452**
القيمة الثابتة ***C***	**12322.43**	**0.0034**
معامل التحديد R^2	**0.090919**	
Prob(F-statistic)	**0.444756**	

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (2-9) يظهر نموذج الانحدر التجمعي للمتغيرات الجديدة بعدما قومنا بإدخال اللوغارتيم النيبري ظهرت لنا هذه النتائج بأن المتغيرين المستقلين هما LEVA وLMVA يفسران المتغير التابع الذي هو القيمة السوقية **LMVS** بنسبة *3*% وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة ضعيفة جدا، كذلك إحتمال الإحصائية فيشر تقدر**0.737062** وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية الإحصائية 0,05 أي لا توجد دلالة إحصائية.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ من خلال الجدول أن معالم القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على التوالي *تقدر***0.2328** و**0.2452** *وكلها* أكبر تماما من المعنوية الإحصائية عند مستوى (0,05) إذا لا توجد دلالة ذات علاقة إحصائية بين المتغيرات،

جدول رقم (2-10) نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة FEM للمتغير التابع *LMVS*

المتغير التابع ***LMVS***		
المتغيرات المستقلة	**المعاملات**	**الدلالة *prob***
LEVA	**0.182470**	**0.0070**
LMVA	**-0.185023**	**0.0051**
القيمة الثابتة *C*	**14141.19**	**0.0000**
معامل التحديد R^2	**0.899581**	
Prob(F-statistic)	**0.000009**	

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (2-10) يظهر أن المتغيرات المستقلة تفسر87% وهي نسبة جيدة،كما نلاحظ أن إحتمال فيشر الإحصائي يقدر0.000029 أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 أما إختبار المعنوية الجزئية للمعالم للمتغيرين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على التوالي تساوي 0.0174، 0.0084 أي أقل تماما من المعنوية إحصائية عند مستوى 0,05 لذلك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين المستقلين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة مع المتغير التابع و هو القيمة السوقية.

جدول رقم (2-11) نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية REM للمتغير التابع *LMVS*

المتغير التابع ***LMVS***		
المتغيرات المستقلة	**المعاملات**	**الدلالة *prob***
LEVA	**14590.41**	**0.0061**
LMVA	**-0.177817**	**0.0044**
القيمة الثابتة *C*	**14590.41**	**0.0000**
معامل التحديد R^2	**0.419423**	
Prob (F-statistic)	**0.009836**	

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

من خلال الجدول رقم (2-11) أظهرت النتائج لنموذج الآثار العشوائية أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة بنسبة 24% من خلال معامل التحديد R^2 وهذه نسبة ضعيفة، ونلاحظ أن قيمة

فيشر تقدر0.091403 وهي أقل تماما عند مستوى معنوية 0,05 أما للمعالم الجزئية للمتغيرين المستقلين تساوي 0.0286 للقيمة الاقتصادية المضافة أما للقيمة السوقية المضافة تساوي 0.0152 و كل من قيمتين أقل من مستوى معنوية 0,05 وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع.

جدول رقم (2-12) نتائج اختبارLM لعلاقة LMVS بدلالة LMVA و *LEVA*

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	13.59634 (0.0002)	0.874611 (0.3497)	14.47095 (0.0001)

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامج Eviews9

نلاحظ من الجدول رقم(2-12) ان احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0,0002 أي اقل من 0,05 وعليه فإننا نرفض H0ونقبلH1أي ان النموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لهذه الدراسة.

جدول رقم (2-13) نتائج اختبار Hausman لعلاقة LMVS بدلالة LEVA و LMVA

Hausman test	
Chi-Sq. Statistic	Prob
5.953435	0.0510

مصدر: من إعداد الطالب إعتماد على برنامجEviews9

نلاحظ من الجدول رقم(2-13) ان قيمة الاحتمال **0.05<0.0510** أي أننا نقبل H1 ونرفض H0 أي أن النموذج الثابت أكثر معنوية وكفاءة في تحليل بيانات الدراسة عن النماذج الأخرى.

المطلب الثاني: تحليل النتائج ومناقشتها

حولنا من خلال هذه الدراسة تحديد مؤشرات خلق القيمة على التسعير في البورصة للمؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال تحديد القدرة التفسرية لمؤشرات خلق القيمة من خلال القيمة السوقية.

ومن اجل ذلك استخدمنا نموذج التحديد المقطعي الذي يعتمد على ثلاثة أساليب هي النموذج التجميعي والنموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم، وبالتالي.

و كشفت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضياتنا ومن ثم يمكن أن تساعد المستثمرين والباحثين على معرفة العوامل المؤثرة على قيمة السوقية والتي تعبر على حجم التدوال.

ومن خلال الدراسة التطبيقية استنتجنا مايلي:

الفرع الأول: تحليل نتائج الانحدار الخطي لنماذج بانل

العلاقة الرياضية مع المعلمة التقاطعية :

$$\mathrm{MVS} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{EVA} - \beta_2 \mathrm{MVA} + \varepsilon_{it}$$

أظهرت النتائج لنموذج الانحدر التجميعي للعلاقة خطية بين المتغيرات على أنه لا توجد دلالة ذات علاقة إحصائية بين المتغيرات وذلك من خلال قيم المعالم جزائية التي كانت كلها أكبر من0.05 كذلك لمعامل التحديد والذي يفسر فقط نسبة 15% وهي نسبة ضعيفة، وهذا ما يدل على أن علاقة المتغيرين المستقلين بمتغير التابع علاقة غير خطية، كذلك أظهرت نتائج نموذج الآثار الثابتة على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، من خلال قيم المعالم الجزئية والتي كانت أيضا أكبر تماما عند مستوى المعنوية0.05

حتى نموذج الآثار العشوائية تبين من خلاله على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة وذلك من خلال قيم المعالم الجزئية التي كانت كلها أكبر تماما عند مستوى معنوية 0.05

وهذا ما دل إنما يدل على أن متغيرات المستقلة ليست لها علاقة خطية مع المتغير التابع أي لا يوجد علاقة مباشرة تؤثر في القيمة السوقية.

الفرع الثاني: نتائج الانحدار غير خطي لنماذج بانل

بعدما لم نجد دلالة إحصائية في علاقة الخطية ندخل اللوغارتيم النيبري لمتغيرات الدراسة، حتى تصبح علاقة غير خطية حتى نستنتج هل يوجد علاقة أم لا وبعد إدخال اللوغارتيم تصبح المعادلة الرياضية كمايلي:

$$\ln \text{MVS} = ln\beta_0 + ln\beta_1 \text{MVA} - ln\beta_2 \text{EVA}$$
$$\ln \text{MVS} = \alpha_0 + lnMVA^{\beta_1} - lnEVA^{\beta_2}$$

من خلال جدول رقم (1- 14) يوضح اختبار LM من حيث احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0.0002 أي اقل من 0.05 وعليه فإننا نرفض H0 ونقبلH1 أي أن النموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لهذه الدراسة، ولهذا قومنا باختبار **Hausman** الذي يقوم بالمفاضلة بين نموذج العشوائي والثابت وكانت النتائج من خلال جدول رقم (1ـــ15) أن قيمة الاحتمال تقدر0.0510>0.05 أي أننا نقبل H1 ونرفض H0 أي أن النموذج الثابت أكثر معنوية وكفاءة في تحليل بيانات الدراسة عن النماذج الأخرى.

من خلال نتائج إختبار Hausman أفضل نموذج هو الآثار الثابتة وعليه سنعرض نتائج هذا النموذج حيث كانت لنموذج الآثار الثابتة التي ظهرت من خلال الجدول رقم (1-12)

في هذا الاختبار نختبر الدلالة الإحصائية للمعاملات بشكل إجمالي وفق الفرضيتين:

$$\begin{cases} H_0: \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0 \\ H_1 aumois(\alpha_j \neq 0) \forall_j = 1.2.3 \end{cases}$$

حيث كانت القيم الإجمالية للاختبار0.000009(F.stastic)brob < 0,05

و منه نرفض H0، و نقبل H1، بمعنى انه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة و بقيمة بمستوى معنوية5%.

❖ **جودة التوفيق:**

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق المثالية للمعادلة المقترحة من خلال قيمةR^2معامل للتحديد الذي يساوي0.899581، بمعنى أن المعادلة المعطاة تفسر لنا 89.9% من التغيرات الإجمالية للقيمة السوقية و هي تعبر عن نسبة جيدة جدا لتفسير العلاقة بين القيمة السوقية و مؤشرات خلق القيمة التي لخصنها في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

من خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة و من ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها.

❖ **المعالم الجزئية للمتغيرات:**

- ✓ المعالم جزئية المقدرة للمتغير القيمة الاقتصادية المضافة يساوي 0.0070 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 لذلك نرفض H0 ونقبل H1 أي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية؛
- ✓ أما القيمة السوقية المضافة تساوي0.0051 وهي أقل من مستوي معنوية 0.05 أي نرفض فرضية العدم H0 ونقبل فرضية البديلة H1 أي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية؛
- ✓ أما بنسبة التي كانت أيهما من المؤشرين أكثر تأثير على القيمة السوقية فكانت الإجابة هي مؤشر القيمة السوقية المضافة من خلال قيمة دلالة جزئية Prob 0.0051 < 0.0070 عند مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، أي أن مؤشر القيمة السوقية المضافة هو أكثر تأثير على القيمة السوقية، وذلك من خلال نسبة معلمة جزئية كانت أقل وهذا يعبر على تربط كبير بينها وبين قيمة السوقية لأن قيمة السوقية المضافة أنما هيا جزء من القيمة السوقية المضافة

وكانت نتيجة المعادلة بنسبة لنموذج الآثار الثابتة كمايلي:

LMVS=14141.1932589+0.182469900797*LEVA−0.18502348595*LMVA

التفسير الاقتصاي:

من خلال المعادلة نلاحظ أن كلما زادت LnMVA بنسبة 1%تزيد 0.182469900797 LnEVA أي يوجد علاقة طردية بينهما وذلك من خلال β_1 موجبة حيث العلاقة الأسية e^x متزايدة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة يكون في نفس اتجاه قيمة نمو القيمة السوقية، أما LnMVA فعكس تماما فكلما نقصت بنسبة1 % تنقص معها LnMVS بنسبة (0.18502348595) أي توجد علاقة طردية بينهما، وذلك من خلال أن القيمة السوقية المضافة جزء من قيمة السوقية.

للقيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير القيمة السوقية مقارنة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وهذا يعود إلى درجة الارتباط بينها وبين عوائد القيمة السوقية نظر لكوننا استخدمنا في حسابه القيمة السوقية للأسهم و

القيمة الدفترية للأسهم، وهو يقيس النتيجة التي حققتها من خلال استخدمها لأصولها ويعكس مدى مساهمة كل أصل في أرباح المؤسسة، وتعكس أرباح المؤسسة هنا قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم وبالتالي ستؤثر على القيمة السوقية.

وهو ما أثبته أغلب الدراسات وهذا ما توافق مع النتائج المتوصل إليها في دراسة كل من حسينة صيفي، وغدير محمود المهتدي، Seoki lee and Woo Gon

تؤكد الدراسة على أنه يوجد علاقة قوية بين كل من مؤشر القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، وهذا ما وصلت إليه جميع الدراسات، وهذا راجع لكون أن القيمة السوقية المضافة تمثل مجموع التوقعات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة.

خلاصة الفصل:

يعتبر سوق المالي السعودي من أهم الأسواق في دول شرق الأوسط و دول شمال أفريقيا لما تتميز به من رسملة سوقية عالية وأدائها الجيد من خلال التسعير الكفء للمؤسسات حيث بلغت 186 مؤسسة مدرجة فيها من مختلف القطاعات

ومن خلال ما تم تحصيله من نتائج حسب نماذج بانل وعلاقة غير خطية بعد إدخال اللوغارتيم النيبري يتضح أن مؤشرات خلق القيمة وهي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لها دلالة ذات علاقة إحصائية مع القيمة السوقية، ومن خلال النتائج كذلك، نلاحظ أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له علاقة أقوى من علاقة القيمة الاقتصادية بالنسبة للقيمة السوقية وذلك من خلال أن القيمة السوقية المضافة تحسب بعلاقة المباشرة من خلال القيمة السوقية

حيث أن القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية الأسهم - القيمة الدفترية للأسهم.

الخاتمة

الخاتمة

من خلال ما سبق يتضح لنا أن آثر مؤشرات خلق القيمة بتحديد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لها دور كبير في تحديد قيمة المؤسسات المسعرة في سوق المال، وبتحديد عن مدى قدرتها على خلق القيمة للمساهمين فيها، كما أنهما يعتبرن قياس للأداء لذلك يرتبطن بمؤشرات أخرى مثل القيمة النقدية المضافة، القيمة الحالية الصافية، المردودية المالية والاقتصادية ....الخ لكن يرتبط هذين المؤشرين بالقيمة السوقية عن باقي المؤشرات بناتج ما ستحققه قيمة الأسهم في السوق مما يجعل المدرين أكثر إستجابة نحو خطط استثمارية

نتائج التطبيقية المتوصل لها:

من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع حولنا معالجة الإشكالية الرئيسية من خلال مجموعة من الفرضيات كانت النتائج كما يلي :

- **الفرضية الأولى** : هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية

أظهرت نتائج الدراسة صحة الفرضية الأولى على أنه توجد علاقة من خلال العلاقات غير خطية في نموذج الآثار الثابتة، وهذا ما تؤكده العديد من الدراسات

- **الفرضية الثانية:** هل توجد دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية .

أظهرت النتائج على صحة هذه الفرضية على أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية في العلاقة غير خطية في نموذج الآثار الثابتة، وذلك من خلال أيضا أن القيمة السوقية المضافة لها علاقة حسابية مع القيمة السوقية، وأكدت العديدة من الدراسات السابقة هذا.

- **الفرضية الثالثة:** يؤثر مؤشر القيمة السوقية المضافة أكثر من مؤشر القيمة الاقتصادية على القيمة السوقية؛

والنتائج المتوصل إليها أثبتت ذلك من خلال الفرق في المعالم الجزئية ومقارنتها مع بعضها إذا كانت معنوية للمعلمة جزئية لمؤشر القيمة السوقية المضافة أقل من مؤشر القيمة الاقتصادية وكانت أكثر ارتباط مع القيمة السوقية، وذلك من خلال نتائج نموذج الآثار الثابتة ويعود ذلك للعلاقة التالية :

القيمة السوقية المضافة= القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

1. مقترحات وتوصيات :

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج من خلال هذه الدراسة، فانه يمكن تلخيص أهم الضروريات ويمكن الاستفادة منها في سوق المال السعودي خاصة والأسواق المالية عامة، وذلك على النحو التالي :

- ✓ الإتصال الدائم مع المؤسسات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة في سوق المالي؛
- ✓ التأكد من كفاءة نظام المعلومات المالية التي يتم إصدارها؛
- ✓ التأكد من إنتظام حركة السوق وذلك من خلال حجم التداول وذلك من تقلبات الأسعار ورسملة السوقية المستمرة خلال كامل فترة الدراسة؛
- ✓ التأكد من استمرارية تداول الأسهم في البيئة المختارة خلال كامل فترة الدراسة؛
- ✓ تعزيز القدرة التنافسية بشكل يتيح للمؤسسة خلق قيمة مضافة من خلال الرفع من مستويات أرباحها؛
- ✓ حرص المؤسسات على الرفع من مستوى الأرباح الصافية مقابل الخفض من ثمن تكلفة رأس المال قدر الإمكان الذي من شأنه يتيح خلق ثروة؛

2. 2 أفاق الدراسة:

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، و إنفتاح الأسواق وترابطها، ومن خلال ما تسعى له المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى ذلك وما يسعى إليه المستثمر من

تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته، وبناءا على ما ورد وما تم التوصل إليه في هذه الدراسة يمكن وضع الآفاق التالية:

- تطبيق الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تفوق خمسة سنوات حتى نعرف مدى قدرة المؤسسات المدرجة في سوق المال و ما مدى تحقيقها على خلق قيمة إضافية؛
- تطبيق الدراسة مثل هذه في البيئة الجزائرية وما منعنا من دراسة حالة السوق المالي الجزائري هو الضعف الذي يعرفه من حجم مؤسسات المدرجة وحجم التداول؛
- إدخال بعض المتغيرات المالية أو الاقتصادية الجديدة لهذه الدراسة لفهم العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم؛

قائمة المراجع

أولا: المصادر والمراجع بالغة العربية

- **الكتب :**

1) البرزنجي أحمد محمد فهمي، **سوق المال مدخل المالي المصرفي**، الطبعة الأولى، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، 2016.

2) أمين عبد العزيز حسن، **الأسواق المالية**، دار القباء الحديثة، القاهرة مصر، 2007.

3) برشاشي بوعلام، **الأمين في الاقتصاد**، دار المحمدية، الجزائر، 2000.

4) صلاح الدين حسين السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، طبعة الأولى، عالم الكتاب لتوزيع والنشر، القاهرة، 1998

5) شمعون شمعون، **بورصة الجزائر**، طبعة الثانية، دار هومة للنشر، الجزائر، 1999.

- **البحوث الجامعية**

6) إكرم عبد الرحمان فلاته، **قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية**، رسالة ماجستير،كلية الاقتصاد والإدارة،جامعة الملك عبر العزيز، المملكة العربية السعودية،2010.

7) بلقاسم قريشي، **دراسة القدرة التفسرية لمؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية للأداء المالي لشركات**، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2014.

8) حسنية صيفي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، أطروحة دكتوراه غير منشوره، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016

9) شعبان محمد لولو، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقلدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم**، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2015

10) عادل عشي، **قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

11) غدير محمود المهتدي،**استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم**، رسالة ماجستير،جامعة الإسلامية،غزة فلسطين،2014.

12) ليندة سيوان، **واقع وآفاق بورصة الجزائر في ظل تحديات الإقتصادية**، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.

13) هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية في الجزائر**، أطروحة دكتوره، جامعة الجزائر، 2008.

- **المجلات**

14) الخولي هالة عبد الله، **دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال**، مجلة التأمين، العدد 56، كلية التجارة، القاهرة مصر، 2001.

15) زرقون محمد و شنين عبد النور، **دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العدد 01 سنة 2015.

16) عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، **تقيم الأداء المالي باستخدام مؤشرات خلق القيمة،** مجلة العلوم الإدارية و الاقتصادية، جامعة المستنصرية،العراق،عدد 99 المجلد 23، 2017.

17) هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم**، مجلة الأداء للمؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 01، 2012.

18) هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الأداء من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد7، 2010.

- **الملتقيات:**

19) سعيد بريكة، ومسعي سمير، **تقييم المنشاة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2009.

20) عماتي لمياء و شهرزاد زغيب، مدخلة بعنوان إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، **الملتقي الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة**،يومي 10 و 11 جامعة المسيلة، 2009.

ثانيا: المصادر و المراجع بالغة الأجنبية:

- **المقالات:**

21) Andreea Paula, Cristina Elena, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A Comparative**, Analysis, Romanian-American University, Bucharest

22) Johann de Villiers, The **Distortions in Economic Value Added(EVA) Caused by Inflation**, Journal of Economics and Business, 49(3).

23) Michel Albouy, **Théorie, Applications et Limites De La Mesure De La Création De Valeur**, Lavoisier, Revue française de gestion, 2006.

24) Moreteza hajiabbasi, Meysam, **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, VOL. 2, NO. 5, June 2012.

25) Seoki Lee a,, Woo Gon Ki, **EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?**, International Journal of Hospitality Management 28, 2009.

ثالث: المواقع الإلكترونية

26) http :www.stern setwart .com stern stewart content :proprietary & p = eva t , 25–03–2014

بدون مؤلف، تاريخ الإطلاع 2018/04/02 على الساعة 12:20

27)https://books.google.dz/books?id=tk9ADwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ar&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

بدون مؤلف، سوق السعودي المالي، تاريخ الإطلاع 2018/04/05 على الساعة 10:20

28) https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home

الملاحق

ملحق رقم 01 بيانات المحاسبية لمتغيرات الدراسة

etr	tam	LMVA	LEVA	LMVS
1	2013	16.25699	16.07991	5,169,803.22
1	2014	16.20336	15.81916	5,758,000.95
1	2015	16.79038	16.20581	4,848,130.70
1	2016	17.4188	16.85243	16,368,081.60
1	2017			4,934,256.90
2	2013	20.58168	20.54974	11,068,290.70
2	2014	17.36475	17.0333	5,485,594.20
2	2015	17.88044	17.38965	10,496,255.20
2	2016			14,454,958.50
2	2017	16.75192	16.27725	11,297,860.25
3	2013	17.20703	17.10664	17,052,189.14
3	2014	17.96974	17.75151	15,121,641.50
3	2015	18.45006	18.1081	9,670,733.55
3	2016	18.69815	18.28972	18,096,813.30
3	2017	18.6838	18.4243	7,831,786.15
4	2013	17.83263	17.74792	1,567,298.05
4	2014	17.36475	17.0333	8,492,358.25
4	2015	17.88044	17.38965	542,307.25
4	2016			25,484,818.50
4	2017	16.75192	16.27725	12,075,354.50
5	2013	19.68498	19.48444	1,567,298.05
5	2014	17.36475	17.0333	8,492,358.25
5	2015	17.88044	17.38965	542,307.25
5	2016			25,484,818.50
5	2017			5,073,687.25

الملحق رقم 02 نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/24/18 Time: 21:27
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12128.77	1721.102	7.047097	0.0000
EVA	0.000176	8.85E-05	1.987097	0.0595
MVA	-0.000165	8.38E-05	-1.966440	0.0620

R-squared	0.152613	Mean dependent var	10890.52
Adjusted R-squared	0.075578	S.D. dependent var	7527.674
S.E. of regression	7237.625	Akaike info criterion	20.72414
Sum squared resid	1.15E+09	Schwarz criterion	20.87041
Log likelihood	-256.0518	Hannan-Quinn criter.	20.76471
F-statistic	1.981078	Durbin-Watson stat	1.221003
Prob(F-statistic)	0.161771		

الملحق رقم 03 نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/24/18 Time: 21:27
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12074.84	1202.706	10.03972	0.0000
EVA	9.97E-05	6.50E-05	1.532253	0.1428
MVA	-9.93E-05	6.14E-05	-1.617321	0.1232

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.672551	Mean dependent var	10890.52
Adjusted R-squared	0.563402	S.D. dependent var	7527.674
S.E. of regression	4973.955	Akaike info criterion	20.09331
Sum squared resid	4.45E+08	Schwarz criterion	20.43460
Log likelihood	-244.1664	Hannan-Quinn criter.	20.18797
F-statistic	6.161741	Durbin-Watson stat	2.812149
Prob(F-statistic)	0.001186		

ملحق رقم 04 نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: MVS
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/24/18 Time: 21:28
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 25
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12084.84	2498.217	4.837388	0.0001
EVA	0.000114	6.43E-05	1.781089	0.0887
MVA	-0.000112	6.07E-05	-1.846282	0.0785

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	4900.744	0.4926
Idiosyncratic random	4973.955	0.5074

Weighted Statistics

R-squared	0.138136	Mean dependent var	4501.177
Adjusted R-squared	0.059785	S.D. dependent var	5276.705
S.E. of regression	5116.541	Sum squared resid	5.76E+08
F-statistic	1.763036	Durbin-Watson stat	2.202459
Prob(F-statistic)	0.194906		

ملحق رقم 05 اختبار LM للعلاقة الخطية

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	10.16431 (0.0014)	0.144584 (0.7038)	10.30889 (0.0013)
Honda	3.188151 (0.0007)	0.380241 (0.3519)	2.523235 (0.0058)
King-Wu	3.188151 (0.0007)	0.380241 (0.3519)	2.523235 (0.0058)
Standardized Honda	3.728090 (0.0001)	0.793937 (0.2136)	0.540809 (0.2943)
Standardized King-Wu	3.728090 (0.0001)	0.793937 (0.2136)	0.540809 (0.2943)
Gourieroux, et al.*	--	--	10.30889 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

ملحق رقم 06 اختبار HAUSMAN

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.279412	2	0.1940

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EVA	0.000100	0.000114	0.000000	0.1413
MVA	-0.000099	-0.000112	0.000000	0.1734

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/24/18 Time: 21:29
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 25

ملحق رقم 07 نموذج التجميعي للعلاقة الغير خطية

Dependent Variable: L MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/30/18 Time: 09:10
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (unbalanced) observations: 20

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0002	4.840343	2545.776	12322.43	C
0.2328	1.237177	0.123989	0.153397	LEVA
0.2452	-1.203706	0.119423	-0.143750	LMVA

10615.18	Mean dependent var	0.090919	R-squared
7365.536	S.D. dependent var	-0.016032	Adjusted R-squared
20.80040	Akaike info criterion	7424.342	S.E. of regression
20.94976	Schwarz criterion	9.37E+08	Sum squared resid
20.82955	Hannan-Quinn criter.	-205.0040	Log likelihood
0.609781	Durbin-Watson stat	0.850103	F-statistic
		0.444756	Prob(F-statistic)

ملحق رقم 08 نموذج الآثار الثابتة للعلاقة الغير خطية

Dependent Variable: LMVS
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/30/18 Time: 09:12
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (unbalanced) observations: 20
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.515542	2645.327	14590.41	C
0.0061	3.133591	0.056190	14590.41	LEVA
0.0044	-3.281802	0.054183	-0.177817	LMVA

Effects Specification

Rho	S.D.	
0.7848	5388.120	Cross-section random
0.2152	2821.743	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

2752.192	Mean dependent var	0.419423	R-squared
3951.471	S.D. dependent var	0.351120	Adjusted R-squared
1.67E+08	Sum squared resid	3134.048	S.E. of regression
1.393845	Durbin-Watson stat	6.140602	F-statistic
		0.009836	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

ملحق رقم 09 نموذج الآثار العشوائية للعلاقة غير خطية

Dependent Variable: LMVS
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/30/18 Time: 09:12
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (unbalanced) observations: 20
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.515542	2645.327	14590.41	C
0.0061	3.133591	0.056190	14590.41	LEVA
0.0044	-3.281802	0.054183	-0.177817	LMVA

Effects Specification

Rho	S.D.	
0.7848	5388.120	Cross-section random
0.2152	2821.743	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

2752.192	Mean dependent var	0.419423	R-squared
3951.471	S.D. dependent var	0.351120	Adjusted R-squared
1.67E+08	Sum squared resid	3134.048	S.E. of regression
1.393845	Durbin-Watson stat	6.140602	F-statistic
		0.009836	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

ملحق رقم 10 اختبار Lagrange للعلاقة الغير خطية

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
14.47095 (0.0001)	0.874611 (0.3497)	13.59634 (0.0002)	Breusch-Pagan
1.946040 (0.0258)	-0.935206 --	3.687322 (0.0001)	Honda
1.870071 (0.0307)	-0.935206 --	3.687322 (0.0001)	King-Wu
-0.097967 --	-0.708598 --	4.493547 (0.0000)	Standardized Honda
-0.191951 --	-0.708598 --	4.493547 (0.0000)	Standardized King-Wu
13.59634 (< 0.01)	--	--	Gourieroux, et al.*

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

7.289	1%
4.321	5%
2.952	10%

ملحق رقم 11 HAUSMAN للعلاقة الغير خطية

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0510	2	5.953435	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.5308	0.000104	0.176076	0.182470	LEVA
0.4660	0.000098	-0.177817	-0.185023	LMVA

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: LMVS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/30/18 Time: 09:59
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (unbalanced) observations: 20

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	13.05452	1083.241	14141.19	C
0.0070	3.195156	0.057108	0.182470	LEVA
0.0051	-3.359358	0.055077	-0.185023	LMVA

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

10615.18	Mean dependent var	0.899581	R-squared
7365.536	S.D. dependent var	0.853234	Adjusted R-squared
18.99731	Akaike info criterion	2821.743	S.E. of regression
19.34582	Schwarz criterion	1.04E+08	Sum squared resid
19.06535	Hannan-Quinn criter.	-182.9731	Log likelihood
2.096796	Durbin-Watson stat	19.40960	F-statistic
		0.000009	Prob(F-statistic)

الفهرس

الإهداء.....III

الشكر IV

الملخص: V

قائمة المحتويات.....VI

قائمة الجداول.....VII

قائمة الأشكال.....VIII

قائمة الملاحق.....IX

قائمة الرموز والاختصارات.....X

المقدمة ..... ب

الفصل الأول:الإطار النظري لخلق القيمة ومؤشراتها والتسعير في البورصة 1

تمهيد:..... 2

المبحث الأول: طرح النظري لخلق القيمة 3

المطلب الأول: ماهية خلق القيمة 3

الفرع الأول: تعريف خلق القيمة..... 3

الفرع الثاني: أسس خلق القيمة..... 5

الفرع الثالث: أهداف خلق القيمة..... 6

المطلب الثاني: مؤشرات ونتائج تطور مفهوم خلق القيمة 6

الفهرس :.....

الفرع الأول : التغير في نمط إدارة المؤسسة والتركيز على نتيجة المردودية..... 6

الفرع الثاني:مؤشرات الحديثة لقياس لخلق القيمة 7

المبحث الثاني: الطرح النظري في كيفية التسعير في البورصة..... 12

المطلب الأول: كيفية التسعير في البورصة 12

الفرع الأول: تعريف التسعير 12

الفرع الثاني: طرق تقنيات التسعير في البورصة..... 13

المطلب الثاني :أساليب وامتيازات التسعير في البورصة 14

الفرع الأول:أساليب القيد والتداول في البورصة..... 14

الفرع الثاني: امتيازات التسعير للمؤسسات في البورصة..... 15

المبحث الثالث :الدراسات السابقة 17

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة 17

الفرع الأول: عرض الدراسات العربية..... 17

الفرع الثاني: عرض الدراسات الأجنبية 19

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وما يميز هذه الدراسة..... 21

الفرع الأول: مقارنة الدراسات السابقة 21

الفرع الثاني: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة 23

خلاصة الفصل:..... 24

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية حول أثر مؤشرات خلق القيمة على التسعير 25

تمهيد:..... 26

المبحث الأول: عرض منهجية و أدوات الدراسة 27

المطلب الأول: المنهج، مجتمع وعينة الدراسة 27

الفرع الأول: المنهج المتبع في الدراسة..... 27

الفرع الثاني: اختيار مجتمع وعينة الدراسة 27

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة 28

الفرع الأول: تحديد المتغيرات الدراسة وطرق جمعها 28

الفرع الثاني: تحديد مصادر البيانات..... 29

الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة 29

المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة ومناقشتها..... 33

المطلب الأول: عرض النتائج المتحصل عليها 33

فرع الأول:الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة..... 33

الفرع الثاني: تحليل قيم متغيرات الدراسة..... 34

الفرع الثالث: تحليل نتائج الدراسة..... 37

المطلب الثاني: تحليل النتائج ومناقشتها..... 46

الفرع الأول: تحليل نتائج الانحدار الخطي لنماذج بانل 46

الفرع الثاني: نتائج الانحدار غير خطي لنماذج بانل..... 47

خلاصة الفصل:..... 50

الخاتمة 51

قائمة المراجع..... 51

الملاحق..... 60

الفهرس..... 67