

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



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

بعنوان :

# تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم

"دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)"

من إعداد الطالبة : خيرة عالم

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 7 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د/ خير الدين قريشي	(أستاذ محاضر "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
د/ لمياء عماني	(أستاذة محاضرة "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
أ/ حياة بزقراري	(أستاذة مساعدة "أ" جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2017/2018



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



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

بعنوان :

# تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم

"دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)"

من إعداد الطالبة : خيرة عالم

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 7 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د/ خير الدين قريشي	(أستاذ محاضر "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
د/ لمياء عماني	(أستاذة محاضرة "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقرا
أ/ حياة بزقاري	(أستاذة مساعدة "أ" جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2018/2017

\* الإهداء \*

أمي ، أبي ، عائلتي.....

أصدقائي كل باسمه.....

إلى كل من عرفني لكم جميعا

أهدي هذا العمل

## \*الشكر\*

الحمد لله و الشكر لله الذي بنعمته تتم الصالحات، و بتوفيقه تتحقق الغايات

نحمده عز وجل أن هدانا و سدد خطانا لإتمام هذا العمل المتواضع

يطيب لي في هذا المقام أن أتقدم بالشكر و أسمى معاني العرفان

إلى من كانوا لي نعم المعلم و الموجه و المحفز.

شكر خاص إلى الأستاذة الدكتورة (لمياء عماني) المشرفة على هذه المذكرة

لما قدمته من دعم و توجيه و نصح لإتمام هذا العمل بأحسن صورة

و شكر كبير لكل من قدم يد العون لي سواءا من قريب أو بعيد من أجل إنجاز هذا العمل

أقدم لهم خالص شكري و عرفاني

## ملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير مؤشرات الربحية معبرا عنها بالعائد على الأصول ROA و العائد على حقوق الملكية ROE على التغير في القيمة السوقية للأسهم، لعينة مكونة من 20 مؤسسة مدرجة في مؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)، و ذلك باستخدام مصفوفة الارتباط و نماذج الانحدار المتعدد والبسيط، بالاعتماد على البرامج الإحصائية SPSS 9 & Eviews 9.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد بين العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم و عدم وجود علاقة بين العائد على حقوق الملكية و التغير في القيمة السوقية للأسهم، و عند استخدام الانحدار البسيط وجدنا أن هناك علاقة طردية موجبة بين العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية كل على حدى و التغير في القيمة السوقية للأسهم و أن العائد على الأصول له تأثير على التغير في القيمة السوقية أكثر من العائد على حقوق الملكية.

الكلمات المفتاحية : مؤشرات ربحية، عائد على الأصول، عائد على حقوق الملكية، أداء مالي، قيمة سوقية للأسهم.

## Abstract :

This study aimed to test effect of profit indicators Expressed in return on assets (ROA) and return on equity (ROE) On the change in the market value of shares. For a sample of 20 enterprises listed in the floating MASI index of the period (2011-2016), Using the correlation matrix and the multiple and simple regression models, Relying on statistical software SPSS 9 & Eviews 9.

The study found a positive positive relationship When using multiple regression analysis between return on assets And the change in the market value of shares And the absence of a relationship between return on equity And the change in the market value of share. But on using a simple regression We found that there is a positive positive correlation between Return on Assets and Return on Equity each separately And the change in the market value of shares, And that the return on assets Has an effect on the change in market value More than the return on equity.

**key words :** Profitability indicators, Return on assets, return on equity, Financial performance , Market value of shares.

## قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء .....
IV	الشكر .....
V	ملخص .....
VI	قائمة المحتويات .....
VII	قائمة الجداول .....
VIII	قائمة الأشكال البيانية .....
IX	قائمة الاختصارات والرموز .....
X	قائمة الملاحق .....
أ	المقدمة .....
1	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للأداء المالي و القيمة السوقية</b>
2	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي والقيمة السوقية .....
14	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأداء المالي و القيمة السوقية .....
22	<b>الفصل الثاني : اختبار تأثير مؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم</b>
24	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة .....
31	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج .....
57	الخاتمة .....
61	المصادر والمراجع .....
65	الملاحق .....
74	الفهرس .....

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	مقارنة الدراسات السابقة العربية و الأجنبية	الجدول 1.1
27	عينة الدراسة	الجدول 1.2
29	طريقة حساب متغيرات الدراسة	الجدول 2.2
31	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول 3.2
32	مصنوفة الارتباط بين مؤشرات الربحية و التغير في القيمة السوقية للأسهم	الجدول 4.2
34	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين $\Delta MVS$ و ROE	الجدول 5.2
35	نتائج اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية	الجدول 6.2
35	نتائج اختبار تجانس التباين	الجدول 7.2
37	نتائج التقدير الأمثل للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية	الجدول 8.2
39	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين $\Delta MVS$ و ROA	الجدول 9.2
40	نتائج اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية	الجدول 10.2
40	نتائج اختبار تجانس التباين	الجدول 11.2
42	نتائج التقدير الأمثل للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة نسبة العائد على الأصول	الجدول 12.2
44	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين $\Delta MVS$ و ROE	الجدول 13.2
44	نتائج اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية	الجدول 14.2
45	نتائج اختبار تجانس التباين	الجدول 15.2
56	نتائج التقدير الأمثل للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة نسبة العائد على حقوق الملكية	الجدول 16.2
59	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)	الجدول 17.2
50	نتائج اختبار ADF	الجدول 18.2
50	نتائج اختبار PP	الجدول 19.2
51	نتائج اختبار KPSS	الجدول 20.2
52	نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العائم	الجدول 21.2
53	نتائج اختبار BDS	الجدول 22.2



قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
26	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)	الشكل 1.2
26	تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)	الشكل 2.2
28	التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع	الشكل 3.2
33	التمثيل النقطي للمتغير التابع $\Delta MVS$ بدلالة المتغيرات المستقلة ROA و ROE	الشكل 4.2
36	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	الشكل 5.2
41	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	الشكل 6.2
45	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	الشكل 7.2
48	تطور مؤشر مازي العائم للفترة (شهرية) (2011-2016)	الشكل 8.2
51	التمثيل البياني لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)	الشكل 9.2

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار	المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية
MVS	Marmet value of the shares	القيمة السوقية للأسهم
ROA	Return on Asset	العائد على الأصول
ROE	Return on Equity	العائد على حقوق الملكية
ADF	Augmented Dickey-Fuller test	اختبار ديكي فولر المطور
PP	Phillips-Perron test	اختبار فليب بيرون
LM	Lagrange multiplier	مضاعف لاغرونج
ARCH	Regression testing self unconditional non-homogeneity of variance conditional errors	اختبار الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء
S	Jarque-Bera	التوزيع الطبيعي للبواقي

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
66	شركات عينة الدراسة	الملحق (01)
67	متغيرات الدراسة	الملحق (02)
68	سلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2016-2011)	الملحق (03)
69	جداول اختبار الانحدار المتعدد للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية	الملحق (04)
69	جداول اختبار الانحدار المبسط للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة معدل العائد على الأصول	الملحق (05)
70	جداول اختبار الانحدار المبسط للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة معدل العائد على حقوق الملكية	الملحق (06)
70	نتائج اختبار ADF لسلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2016-2011)	الملحق (07)
71	نتائج اختبار PP لسلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2016-2011)	الملحق (08)
72	نتائج اختبار KPSS لسلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2016-2011)	الملحق (09)
72	نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العائم	الملحق (10)
73	جدول توزيع كاي دوا	الملحق (11)

مقدمة

أ. توطئة :

يعتبر موضوع تقييم الأداء المالي و مختلف مؤشرات من أبرز المسائل في مجال الإدارة المالية، إذ في معظمها تهدف إلى رفع مستوى الأداء المالي، و ذلك لما توفره هذه المؤشرات من معلومات تفيد مستخدمي البيانات المالية.

ولا سيما إذا ما كانت متعلقة بالشركات المدرجة في السوق المالي للأوراق المالية فالسعي نحو رفع الربحية و تحسين الأداء يكون أكثر تنافسية نظرا لانعكاسها على تسعير تلك الشركات، و تحقيق هذا الهدف لا يكون إلا من خلال إيجاد أسواق مالية تتمتع بقدر معين من الكفاءة لضمان الإتصال المالي.

و تعتبر أيضا المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي تؤثر في تسعير الشركات المدرجة في السوق المالي للأوراق المالية، لما لها من قدم في الاستخدام من ناحية و لما لها من تأثير على بقية المؤشرات من ناحية أخرى، فهي تسمح بمعرفة مسار الشركة خاصة من ناحية مؤشرات الربحية، لذلك سنحاول من خلال هذه الدراسة التعرف على قدرة مؤشرات الربحية في تفسير القيمة السوقية للأسهم.

ب. طرح الإشكالية :

على ضوء هذا المدخل نطرح الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير مؤشرات الربحية على تفسير أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية للفترة (2011-2016) ؟

و لتمكن من الإلمام بكل جوانب الموضوع قمنا بتجزئة هذه الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية :

- ما مدى تأثير مؤشرات الربحية مقاسة بالعائد على الأصول على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم ؟
- ما مدى تأثير مؤشرات الربحية مقاسة بالعائد على حقوق الملكية على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم ؟

ج. فرضيات الدراسة :

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية :

- مؤشرات الربحية مقاسة بالعائد على الأصول لها تأثير على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم ؟
- مؤشرات الربحية مقاسة بالعائد على حقوق الملكية لها تأثير على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم ؟

ث. مبررات إختيار الموضوع :

تتمثل أهم مبررات إختيار هذا الموضوع في مجموعة من الأسباب هي :

- إضافة دراسة لمكتبة الجامعة ربما يستفيد منها آخرون في دراساتهم.
- الإهتمام بدور مؤشرات الربحية في تأثيرها على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي، إذ نجد أن لها في ذلك دور لا يستهان به، لأن المحاسبة تمثل قاعدة بيانات أساسية.

ج. أهداف الدراسة :

الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو معرفة أثر مؤشرات الربحية للأداء المالي على القيمة السوقية للأسهم، و يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية :

- ✓ قياس، تحليل، و تقييم الأداء المالي للشركات محل الدراسة من خلال مؤشرات الربحية.
- ✓ معرفة أثر تلك المؤشرات على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات.

ح. أهمية الدراسة :

هناك الكثير من الدراسات التي تناولت مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية منها و الحديثة وأثرها على القيمة السوقية للأسهم و على قرارات المستثمرين.

و تتمثل أهمية هذه الدراسة في كونها من الدراسات التي تناولت مؤشرات الربحية و أثرها على التغير في القيمة السوقية للأسهم في البيئة المغربية، و ذلك من خلال تطبيقها على الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، و بالتالي تعتبر هذه الدراسة مفيدة في معرفة مدى تأثر المستثمر المغربي بالأداء المالي للشركات و المقاس في هذه الدراسة بمؤشرات الربحية و التي على أساسها يتخذ المستثمر المغربي قراراته.

خ. حدود الدراسة :

تمثلت في :

- ✓ الحدود المكانية : تمت الدراسة على عينة مكونة من 20 شركة مدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، موزعة على قطاعي الصناعة و الخدمات.
- ✓ الحدود الزمنية : غطت الدراسة فترة زمنية قدرت بستة سنوات من 2011 إلى 2016.

**د. منهج البحث و الأدوات المستخدمة :**

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة و دراسة هذا الموضوع، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري من خلال الإمام بكل المفاهيم الخاصة بالأداء المالي و مؤشرات الربحية و أثرها على التغير في القيمة السوقية للأسهم و كذا الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد إعتدنا على منهج دراسة الحالة من أجل معرفة أثر مؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية للأسهم، أما الأدوات المستخدمة فقد تم الإعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط ، و ذلك بالاعتماد على البيانات المالية و التقارير السنوية لسوق الدار البيضاء للأوراق المالية، و ذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية التالية 9 Eviews, SPSS 19 & Exsel2007.

**ذ. صعوبات الدراسة :**

واجهت عملية إنجاز هذه الدراسة صعوبات تتمثل في فيما يلي :

- صعوبة تلخيص المعلومات و نقلها و هذا فيما يخص الجانب التطبيقي.
- صعوبة بناء و تحديد النموذج المناسب للدراسة.

**ر. هيكل الدراسة :**

بهدف إنجاز الدراسة و التوصل إلى النتائج المطلوبة بناء على منهجية علمية، تم تقسيم هذه الدراسة إلى إلى فصلين و تم تقسيمهما كما يلي :

**الفصل الأول :** سنهتم فيه بالدراسة النظرية، حيث سيقسم إلى مبحثين نجد في المبحث الأول عرض للمفاهيم المتعلقة بالأداء المالي و المؤشرات المحاسبية و كذا التعرف على القيمة السوقية و العوامل المؤثرة بها، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لعرض و تقييم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة.

**الفصل الثاني:** فيتضمن الدراسة التطبيقية، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين تم تخصيص المبحث الأول لعرض الأدوات و الطريقة المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض و تحليل النتائج.

الفصل الأول : الإطار

النظري للأداء المالي

والقيمة السوقية



## تمهيد

يعد موضوع تقييم الأداء المالي ومؤشراته من أبرز المواضيع في مجال الإدارة المالية، فمعظمها تهدف إلى رفع مستوى الأداء المالي ومن ثم اتخاذ القرار، ولا شك أن المعلومات المحاسبية الأكثر إستعمالاً وذلك لما توفره من مؤشرات مفيدة لمستخدمي البيانات المالية، حيث لكل منهم نظرتة في تقييم الأداء وغرضه منها ولكن الغرض الأبرز لدى المساهمين والملاك هو تعظيم أرباح المؤسسة والتي تنعكس عليهم في شكل توزيعات أرباح و منه تعظيم القيمة السوقية للأسهم.

ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

- ✓ في المبحث الأول تم التطرق إلى مفهوم الأداء المالي والمؤشرات المحاسبية، و كذلك تم التعرض إلى مفهوم القيمة السوقية والعوامل المؤثرة عليها؛
- ✓ أما في المبحث الثاني فقد تناولنا أهم الدراسات السابقة باللغة العربية و الأجنبية المرتبطة بالموضوع.

## المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي و القيمة السوقية للأسهم

إن قياس أداء المؤسسات باستخدام مختلف مؤشرات الأداء المالي يساهم بشكل كبير في معرفة مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها و الكشف عن أي سلبيات في وقت مبكر وأيضا إظهار الجوانب الإيجابية في أدائها والعمل على تعزيزها، فكلما حققت نتائج محاسبية إيجابية كلما زاد ذلك من ثروة المساهمين ومنه زيادة سعرها في السوق المالي.

### المطلب الأول : مدخل إلى الأداء المالي

قبل التطرق إلى مفهوم الأداء المالي يجب أن نشير إلى أصل كلمة "الأداء" ، فهذا المصطلح يصعب حصره في تعريف واحد شامل ومختصر.

"أصل كلمة الأداء ينحدر من اللغة اللاتينية "performer" التي تعني المنح والعطاء، بعدها إشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح "performance" والتي أعطتها معناها الخاص والذي تعني به إنجاز، تأدية أو إتمام شئ ما: عمل، نشاط، تنفيذ مهمة... إلخ"<sup>1</sup>.

### الفرع الأول : تعريف الأداء المالي

تعددت التعاريف للأداء المالي باختلاف وجهات النظر بين الباحثين والكتاب، لهذا يصعب جمع كل تلك التعاريف في تعريف واحد، ونرى أيضا أن هناك تداخل بين مفهوم الأداء بشكل عام ومفهوم الأداء المالي لذلك سنتطرق لمفهوم الأداء بشكله العام ثم الأداء المالي.

**تعريف الأداء 1:** هو البحث عن تنظيم العلاقة بين النتائج والموارد و ذلك وفق أهداف محدّدة لعكس توجهات المؤسسة<sup>2</sup>.

**تعريف الأداء 2:** الأداء في المنظمة هو كل و فقط ما يساهم في تحقيق وبلوغ الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة والتي نعني بها الأهداف ذات المدى المتوسط و الطويل<sup>3</sup>.

أما إذا أردنا أن نقدم تعريفا مباشرا للأداء المالي فيمكن عرض التعريفات التالية :

**تعريف الأداء المالي 1:** يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، و يعبر الأداء المالي عن أداء المؤسسات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة،

<sup>1</sup> عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014، ص23.

<sup>2</sup> صالح بلاسكة، قابلية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن كأداة لتقييم الاستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012/2011، ص34.

<sup>3</sup> عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص24.

ويساهم في إتاحة الموارد المالية و تزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم<sup>1</sup>.

**تعريف الأداء المالي 2 :** يعبر الأداء المالي عن تعظيم النتائج و ذلك من خلال تحسين المدرودية، و يتحقق ذلك بتدنية التكاليف و تعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط و الطويل و ذلك بغية تحقيق التراكم في الثروة و الاستقرار في مستوى الأداء<sup>2</sup>.

و مما سبق يمكننا تعريف الأداء المالي بأنه: عملية قياس أداء المؤسسة لمعرفة ما إذا كان الأداء الفعلي يطابق الأداء المخطط له من قبل المسيرين لبلوغ أهدافها و أهمها تدنية التكاليف و تعظيم الإيرادات، أي تعظيم قيمة المؤسسة.

### الفرع الثاني : مكونات الأداء

تعد مكونات الأداء داخل المؤسسة أمر لا بد منه لاستمرارها و تطورها، حيث الجمع بين عامل الفعالية و الكفاءة في استغلال موارد المؤسسة يؤدي بالضرورة إلى أداء جيد، و فيما يلي نتناول كلا العاملين:

- 1- الفعالية :** إن مصطلح الفعالية يتعلق بدرجة بلوغ النتائج، أي الفرق بين النتائج المحققة و النتائج المتوقعة، و هي في الوقت نفسه ترتبط بدرجة تحقيق الأهداف، و عليه يمكن القول أنه كلما كانت النتائج المحققة (أي ما تم تحقيقه من أهداف) أقرب من النتائج المتوقعة (أي الأهداف المسطرة) كلما كانت المؤسسة أكثر فعالية<sup>3</sup>.
- 2- الكفاءة :** الكفاءة تعني عمل الأشياء بطريقة صحيحة، كما جوهر الكفاءة يتمثل في تعظيم النتائج، و تدنية التكاليف، بمعنى آخر يمكن تمثيل الكفاءة بمعادلة يحتوي أحد طرفيها على بلوغ أقصى ناتج بتكاليف محدودة و معينة، بينما يحتوي الطرف الآخر على بلوغ الحد المقرر من الناتج بأقل تكلفة<sup>4</sup>.

### الفرع الثالث : العوامل التي تدعم الأداء

"يقصد بها مجموعة من الخصائص و المتطلبات التي يلزم توفرها للحكم على مدى جودة و كفاءة و فعالية أداء المؤسسة".

- 1- الإدارة الإستراتيجية :** هي ذلك الأسلوب الذي من خلاله تقوم الإدارة العليا ببناء إستراتيجيات المنظمة بتحديد التوجهات طويلة الأجل، و تحقيق الأداء من خلال التصميم الدقيق لكيفية التنفيذ المناسب و التقييم المستمر للإستراتيجيات الموضوعية.
- 2- الشفافية :** هي الحق في الوصول إلى المعلومات، و معرفة آليات اتخاذ القرار المؤسسي، و حق الشفافية مطلب ضروري لوضع معايير أخلاقية، و ميثاق عمل مؤسسي، لما تؤدي إليه من الثقة، و المساعدة في إكتشاف الأخطاء.

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص45.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص60.

<sup>3</sup> الداوي الشيخ، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد السابع، 2010، ص220.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص221.

**3- إقرار مبدأ المسائلة الفعالة:** و ممارسته فعليا من الإدارات العليا كمبدأ مكمل لتقييم الأداء، فالموظف الذي يعطي مسؤوليات و صلاحيات أداء وظيفة محددة يكون مسؤولا عن أداء مهام تلك الوظيفة طبقا لما هو محدد سلفا، فعند استخدام المسائلة كآلية لتقييم الأداء يكون التركيز على كل من مستوى الأداء الذي تم تحقيقه، و مدى فعالية نظام المسائلة الذي تم إتباعه في ظل توفر عناصر تطبيق المسائلة الفعالة.

**4- تطوير النظم المحاسبية:** إذ أن وجود نظام محاسبي سليم و متطور يمكن من الحصول على البيانات المالية و المحاسبية السليمة التي تعتبر إحدى مرتكزات رقابة الأداء، كما أنه يساهم في بيان مدى التقيد بالقواعد المطبقة، و يسهل عمليات التدقيق و الرقابة التي تمارسها الجهات المختصة، هذا إلى جانب استخدام هذه النظم في إعداد الموازنات الخاصة بالمنظمات لتزويد مستخدمي القرار بالبيانات و المعلومات اللازمة للحكم على كفاءة استخدام الموارد المادية و البشرية المتاحة لتحقيق الأهداف<sup>1</sup>.

و نجد أيضا أن نظم المعلومات المحاسبية يقدم عدد من المساهمات أو العوائد للمؤسسة و من هذه المساهمات ما يمكن قياسه و بعض المساهمات الأخرى يصعب قياسها، أما بالنسبة للمساهمات التي يمكن قياسها تتمثل في تخفيض التكاليف التي تتحملها المؤسسة، أما المساهمات التي يصعب قياسها فلها مردود إيجابي على القيمة السوقية و السمعة و تحسين الربحية و تحقيق ميزة تنافسية و يمكن تحديد المنافع فيما يلي:

- رفع مستوى الإنتاجية و تحسين الكفاءة و ذلك من خلال:
- القيام بالأعمال بطريقة صحيحة؛
- زيادة كفاءة أداء المهام و أداء أعمال أكثر بنفس الموارد أو بأخرى أقل تكاليف؛
- استخدام الموارد للوصول إلى النتائج المرغوبة بجودة عالية<sup>2</sup>.

و في هذا السياق نجد أن للمعالجة المحاسبية دورا لا يستهان به داخل المؤسسة، إذ أن النقص في البيانات و المعلومات يؤثر سلبا على قدرة صناع القرار، فتلك المعلومات التي تنتجها المعالجة المحاسبية سواء كانت تشغيلية أو استثمارية أو تمويلية لما لهذه القرارات من مساهمة في رفع أداء المؤسسة و تحقيق ميزة تنافسية تنعكس إيجابيا على القيمة السوقية لها و من ثم تعظيم ثروة المساهمين واستمرارها في القطاع الذي تعمل به<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مرهم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، 2012/2013، ص.ص 33-34.

<sup>2</sup> سعيد فتحي مقداد، أثر مشاركة المحاسبين في تطوير نظم المعلومات المحاسبية على تحسين الأداء المالي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2010، ص.ص 41-42.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 46.

## الفرع الرابع : أهمية تحقيق الأداء المالي

يمكن تلخيص أهمية الأداء المالي في النقاط التالية :

- تكمن أهمية الأداء المالي بالنسبة لعوامل البيئة الخارجية، حيث أن المنظمات ذات الأداء المالي العالي، تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص و التهديدات البيئية الجديدة، و كذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح و الحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف<sup>1</sup>؛
- على المستوى المالي فإن الأداء ينصب على التأكد من توفر السيولة و مستوى الربحية، في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل و ما يصاحبها من مخاطر<sup>2</sup>؛

لا يمكننا حصر أهمية الأداء المالي في النقاط سالفة الذكر، فهو الأساس الذي تعتمد عليه المؤسسة في اتخاذ قراراتها فيما يخص الكيان و قرارات الاستثمار من عدمها، و مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات السليمة و تدارك أي أخطاء قد تقع فيها المؤسسة مستقبلا.

## المطلب الثاني : تقييم الأداء المالي

تعددت التعاريف لتقييم الأداء المالي و ذلك لاختلاف وجهات النظر و ذلك نتيجة للاختلاف في تعريف مفهوم الأداء في حد ذاته و فيما يلي بعض التعاريف لتقييم الأداء المالي :

## الفرع الأول : تعريف تقييم الأداء

- ❖ يعرف بإنه: " دراسات و بحوث تستهدف الوقوف على العلاقات التي تربط الموارد المتاحة و تبين كيفية استخدامها من قبل الوحدة الاقتصادية، و كيفية تطوير هذه العلاقة خلال مدة زمنية معينة عن طريق مقارنة ما تحقق فعلا مع معايير محددة مسبقا"<sup>3</sup>.
- ❖ تقييم الأداء المالي هو: " العملية التي تقوم فيها المؤسسة بمقارنة الأداء الفعلي بالأداء المستهدف و تحديد نواحي القوة و الضعف في الأداء، مع تحديد أسباب ذلك للتأكد من مدى مساهمة الأداء في ضمان بقاء الإستمرار للمؤسسة"<sup>4</sup>.
- ❖ كما يعرف أيضا: " العملية التي من خلالها التعرف على الجوانب السلبية و الإيجابية الخاصة بتحقيق الأهداف و إنجاز معدلات الأداء المستهدفة"<sup>5</sup>.

و من التعاريف السابقة نستنتج أن تقييم الأداء هو :

➤ تقييم و معرفة موارد المؤسسة و استخدامها إستخداما جيدا عن طريق المقارنة بين الأداء المحقق و المخطط له؛

<sup>1</sup> وائل محمد صبحي، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء و بطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص.ص 42-43.

<sup>2</sup> كراجه عبد الحميد و آخرون، الإدارة و التحليل المالي (المفاهيم و الأسس و تطبيقات)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2000، ص.ص 26.

<sup>3</sup> فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي إستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص.ص 63.

<sup>4</sup> عبد السلام أبو قحف، أساسيات التنظيم و الإدارة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.ص 483.

<sup>5</sup> سيد محمد جاد الرب، إستراتيجيات تحسين و تطوير الأداء : الأطر المنهجية و التطبيقات العملية، مطبعة العشري، مصر، 2005، ص.ص 51.

➤ و هو أيضا معرفة مدى تحقيق الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة.

### الفرع الثاني : أهمية تقييم الأداء المالي

بما أن تقييم الأداء يعتبر مقياسا مهما يتم فيه الحكم على أداء الشركة و يساهم في اتخاذ قرارات لصالح المستثمرين و المؤسسة عموما و يساعد في معالجة أي مشاكل قد تحدث في المستقبل، لهذا أصبح له أهمية لا يستهان بها، حيث نجد أن عملية تقييم الأداء تكمن فيما يلي:

- ✓ يمكن المستثمر من متابعة و معرفة نشاط المؤسسة و طبيعته و كما يساعد على متابعة الظروف الإقتصادية و المالية المحيطة، و تقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية و سهولة و نشاط و مديونية و توزيعات على سعر السهم<sup>1</sup>؛
- ✓ يوفر تقييم الأداء معلومات حول سير العمليات في المؤسسة، وبالتالي يساعد على تركيز الجهود صوب اتخاذ القرارات السليمة<sup>2</sup>؛
- ✓ تمكين المؤسسة من الإستغلال الأمثل لمواردها؛
- ✓ تقييم مدى تحمل المسؤولين للمسؤوليات المخولة لهم؛
- ✓ تشخيص الحالات التي تكون بحاجة إلى إجراءات تصحيحية و العمل على معالجتها؛
- ✓ التأكد من أن المسيرين يتحفزون نحو تحقيق الأهداف المخطط لها من قبل<sup>3</sup>؛
- ✓ الكشف عن موطن الخلل و الضعف في نشاط الوحدة الإقتصادية و إجراء تحليل شامل لها و بيان مسبباتها، و ذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها و تصحيحها<sup>4</sup>؛
- ✓ إبراز مدى سلامة السياسات و الإستراتيجيات المتبعة خلال السنة المالية<sup>5</sup>.

مما سبق نجد أن تقييم الأداء ليس فقط له أهمية داخل المؤسسة و إنما يساهم من خلال ذلك في رفع قيمة المؤسسة في السوق المالي، من خلال المراقبة الجيدة لمختلف أنشطتها و من خلال القرارات الصائبة التي يتخذها المستثمرين فيما يخص مستقبل المؤسسة.

### المطلب الثالث : المؤشرات المحاسبية لتقييم الأداء المالي

تتأثر القيمة السوقية لأسهم المؤسسات سواء سلبا أو إيجابا بالبيانات و المعلومات المتوفرة، و منها نجد و الأهم من بينها المعلومات و البيانات المحاسبية، حيث تؤدي تلك المعلومات المحاسبية دورا مهما في توجيه القرارات الاستثمارية المستقبلية، فباستخدام مختلف المؤشرات المستخرجة من القوائم المالية يتخذ عن طريقها قرارات مصيرية بشأن المؤسسة، كما أنها تكشف عن

<sup>1</sup> مجّد محمود الخطيب ، مرجع سبق ذكره، ص47.

<sup>2</sup> إبراهيم الخولف الملكاوي، إدارة الأداء باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص37.

<sup>3</sup> سحر طلال إبراهيم، تقويم بطاقة أداء الوحدات الاقتصادية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد الخامس و الثلاثون، جامعة العراق، 2013، ص348.

<sup>4</sup> فؤاد مجيد كرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية، دار المنهج للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص38.

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، مركزية الإسكندرية للكتاب، مصر، 1999، ص213.

الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة و مسار المؤسسة و الأهم أنها تبين لنا و بصورة واضحة مدى قوة أدائها و تأثيره على عوائد أسهمها.

### الفرع الأول : مؤشرات الربحية

قبل التطرق لهذه المجموعة من المؤشرات يجب أن نشير أولاً إلى مفهوم الربحية، و فيما تستخدم هذه النسب :

مفهوم مختصر للربحية :

"الربحية هو مفهوم عام جدا يعبر عن العلاقة بين النتائج و الوسائل المستخدمة للحصول على هذه النتائج"<sup>1</sup>.

و تستخدم نسب الربحية كمؤشر جيد في قياس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، و يوجد مجموعة من مقاييس أو نسب الربحية تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح<sup>2</sup>.

#### 1- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

يعبر هذا المقياس على العلاقة بين الأرباح الصافية بعد الضرائب و حجم الاستثمارات من جانب المساهمين، و بذلك فهو يقيس العائد على المعدل لكل وحدة نقدية مستثمرة من جانب حملة الأسهم، و يعتبر العائد على حقوق الملكية مؤشر شامل لأداء المؤسسة لأنه يعطي نظرة عن كيفية استخدام المسيرين لأموال المساهمين في سبيل توليد الربحية<sup>3</sup>.

و يقيس هذا المعدل كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين، إذ به يتم الحكم على مدى قدرة المستثمرين في استغلالهم للأموال بالطريقة المثلى<sup>4</sup>.

و يمكن حسابها بالطريقة التالية<sup>5</sup> :

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الدخل} / \text{حقوق الملكية}$$

#### 2- معدل العائد على الأصول (ROA)

تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية المؤسسة بالنسبة لمجموع أصولها و تقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> 1/11/2017، <http://www.vernimmen.net/Lire/Memoires de recherche.php>

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عطية، الإستثمار في البورصة (سوق المال- التحليل الأساس- التحليل الفني- أدوات التحليل المالي- مؤشرات أداء السوق- إتجاهات الأسعار- محفظة الإستثمار)، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص194.

<sup>3</sup> كلبونة و آخرون، أثر إستخدام نظم المعلومات المحاسبية على الأداء المالي، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد التاسع عشر، العدد الثاني، 2011، ص1455.

<sup>4</sup> Pourali, M.R. and Rozez. (2013), the Relationship Between Market value Added with Refined Economic Value Added and Performance Accounting Criteria in the Firms Listed in the Tehran Stock Exchange, **International Research journal of Applied and Basic Sciences**, Islamic Azad University, Iran, vol 4, p1639.

<sup>5</sup> علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إترء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص78.

<sup>6</sup> فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، فلسطين، 2008، ص44.

كما تدل هذه النسبة على فعالية الإدارة في تحقيق الأرباح من الأصول المتاحة، إضافة إلى ذلك أنه يقيس مدى نجاح المؤسسة في استخدامها لأصولها لزيادة مداخيلها بغض النظر عن طرق تمويلها<sup>1</sup>، و يحسب على النحو التالي<sup>2</sup>:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{مجموع الأصول}$$

**ملاحظة:** المقصود بصافي الدخل و صافي الربح بعد الضريبة هو النتيجة الصافية و استخدامنا لمختلف هذه المصطلحات كان بناء على ما وجد في المراجع التي أخذت منها.

### الفرع الثاني: المؤشرات المحاسبية الأخرى

لا تقتصر المؤشرات المحاسبية على المؤشرات السالفة الذكر، فهناك العديد من النسب التي تساهم في تقييم الأداء و تساهم في معرفة مسار المؤسسة و سنوجز أهمها في الآتي:

#### 1- نسب السيولة:

تهدف هذه المجموعة من النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، ذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل بتدفقاتها النقدية العادية الناتجة عن عمليات التشغيل في مواعيد استحقاقها<sup>3</sup>.

و من أهم أنواع نسب السيولة نجد:

- نسبة السيولة العامة؛
- نسبة السيولة السريعة؛
- نسبة السيولة الفورية.

#### 2- نسب هيكل رأس المال:

تعتبر هذه المجموعة من النسب عن الأموال المقترضة و مدى استخدامها الأمثل من قبل المؤسسة، حيث تسييرها الأمثل يؤدي إلى نتائج جيدة تنعكس على أسعار أسهمها.

و من و أهم أنواع نسب هيكل رأس المال نذكر:

- نسبة الرافعة المالية؛
- نسبة الإستقلالية المالية؛
- نسبة قابلية السداد.

<sup>1</sup> Ursula, T.(2015). Analysing the Effect of Return on Equity, Return on Assets and Earnings per share Toward share Price: An Empirical Study of Food and Beverage Companies Listed on Indonesia Stock Exchange, **Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi**, Sam Ratulangi University, Indonesia, vol 15, no 5, p448.

<sup>2</sup> كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، 1997، ص269.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري و محتوى عملي - الإستثمار - التخطيط - التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 2013، ص303.



3- **نسب النشاط** : تقيس نسب النشاط كفاءة استخدام الأصول الخاصة بالمؤسسة و خاصة في توليد إيرادات المبيعات كأحد المصادر الأساسية لإيرادات الشركة، و تستخدم هذه النسب لتقييم المنافع التي تم إنتاجها باستخدام هذه الأصول مثل: المخزون، أوراق القبض و إجمالي أصول الشركة و من أهم أنواع نسب النشاط نجد :

- معدل دوران المخزون؛
- معدل دوران أوراق القبض (الديون)؛
- معدل دوران الأصول الثابتة؛
- معدل دوران إجمالي الأصول<sup>1</sup>.

4- **نسب السوق (الأسهم)** : تعتبر نسب الأسهم ذات أهمية خاصة لحملة الأسهم، و للمستثمرين المحتملين في الأسهم، و لمحلي الأوراق المالية، و لبنوك الإستثمار، و حتى المقرضين. و يمكن الإضافة أن نسب الأسهم مهمة لإدارة المؤسسة لقياس تأثير أداء المؤسسة على أسعار الأسهم العادية في السوق، لأن الهدف في الإدارة التمويلية هو تعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم القيمة السوقية لهم، و من بين أهم هذه النسب نجد :

- نسبة نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة.
- القيمة السوقية إلى العائد؛
- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛
- القيمة السوقية إلى التدفق النقدي؛
- عائد الإحتفاظ بالسهم<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث : حدود استخدام النسب المالية

برغم الأهمية التي يكتسبها التحليل المالي و باعتماده على مختلف النسب المالية المستخرجة من الكشوف المالية في اتخاذ القرارات الإستثمارية، إلا أنه يعاني من كثير من النقائص و الضعف و التي سنوجزها فيما يلي :

- التحليل الكمي بالنسب ساكن و تصفوي في طبيعته، أي أن النسب تفترض أن المشروع سيتوقف عن العمل و تقيس كفايته و سيولته و قدرته على السداد في لحظة معينة، و هي اللحظة أعدت فيها القوائم المالية؛
- النسبة في حد ذاتها رقم بدون دلالة إلا إذا قورنت بغيرها، و هذا يستوجب إستعمال المعايير المختلفة التي يتم العمل بها<sup>3</sup>؛
- بعض هذه النسب تعالج في شكل إجمالي، و في الغالب تكون مضللة، لأن الإجماليات تختلف في نوعها، و تاريخ استحقاقها؛
- تؤثر المعالجة المحاسبية المستخدمة لأي بند من بنود الميزانية، على نتائج التحليل المالي، فعلى سبيل المثال قد يتم استخدام طريقة الوارد أولا أو الصادر أولا في تقييم المخزون أو استخدام طريقة الوارد أخيرا صادر أولا، أي أننا سنصل إلى نتيجتين مختلفتين من ميزانية واحدة؛

<sup>1</sup> أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، بدون طبعة، بدون دار نشر، القاهرة، بدون تاريخ، ص.ص192-193.

<sup>2</sup> فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص.66.

<sup>3</sup> عمار بن مالك ، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2011، ص.45.

- المعالجة المحاسبية لأي بند يؤثر بشكل مباشر على الأرباح و خسائر المؤسسة، أي أنه من الممكن أن تغير النتائج الفعلية، فإذا حدث أي تغير في معدلات الإهلاك أو تقويم المخزون، فإن هذا سيؤدي إلى تغير مستوى الأرباح.
- يتم إعداد القوائم المالية على أساس أن قيمة النقود ثابتة، مع أن قيمتها قد تتدهور و هذا سيعطي نتائج مضللة؛
- الإعتماد على النتيجة الصافية (إمكانية التلاعب بالنتائج)<sup>1</sup>.

من خلال ما ذكر سابقا، يلاحظ أن النسب المالية بما الكثير من الثغرات و النقائص، و لكن هذا من باب لفت انتباه المحلل إلى نقاط الضعف التي تعاني منها هذه النسب، و لكن هذا لا ينفي مطلقا أنها نسب يسهل التعامل معها إذ نجد أن هناك سلاسة و بساطة في حسابها، ضف إلى ذلك أن هناك الكثير من الدراسات كشفت عن نجاح بعض هذه النسب المالية في معرفة و التنبؤ بالمركز المالي للمؤسسة.

### المطلب الرابع : القيمة السوقية

المتعارف عليه أن أكثر ما يهم المستثمر هو القيمة السوقية لأسهم الشركة على المدى الطويل، لذا سنقوم من خلال هذا الجزء إلى التطرق لأهم ما يتعلق بالقيمة السوقية.

**الفرع الأول : تعريف القيمة السوقية :** القيمة السوقية هي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، و التي قد تفوق القيمة الإسمية أو تقل عنها، و تعد أساسا للمضاربة في سوق المال، و ذلك باعتبارها المؤشر الذي يركز عليه في إتخاذ قرارات البيع و الشراء. و تعتبر القيمة السوقية مؤشرا هاما لتقييم المؤسسة، يعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر و قدرتها على النمو، و كلها عوامل إذا ما تحققت تزيد من القيمة السوقية للسهم، و يزيد الإقبال عليها مما يؤدي إلى إرتفاع أسعارها<sup>2</sup>.

و في ظل السوق الكفاء يفترض أن يتساوى سعر الورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، و هي القيمة التي تعوض المستثمر عن مخاطر الإستثمار فيها، و لكن قليلا ما تتساوى القيمة الحقيقية للورقة المالية مع قيمتها السوقية، نظرا لأنه من الصعب تحقق للسوق الكفاءة الكاملة<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على القيمة السوقية

توجد العديد من من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة لا يمكننا حصرها في عامل أو اثنين، إذ أن هذه الاخيرة عدة تقسيمات منها ما هو خاص بالمؤسسة و منها ما هو محيط بها، لذا سنحاول التطرق لمختلف هذه العوامل.

#### **1- العوامل المتعلقة بالإقتصاد الكلي :** دائما ما يربط استقرار الأسواق المالية بنجاح السياسة الإقتصادية العامة للبلد، و

المعروف أن أسعار الأسهم لها تقلبات واسعة نتيجة للتغيرات في الأوضاع الإقتصادية العامة، و من بين هذه العوامل

نذكر:

<sup>1</sup> محمد نعيم الحلو، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2010، ص76.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص443.

<sup>3</sup> سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال و أثره على القيمة السوقية، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2009، ص179.

- أ- **النمو الإقتصادي** : يعني النمو في الدخل القومي للدولة، و عادة يتوجب قياسه بالتغير في النسبة المئوية للنتائج القومي، بحيث يكون الارتفاع أو الانخفاض فيه ضمن النطاق الذي يسبب أضرار للإقتصاد الوطني.
- ب- **التضخم** : و هو الارتفاع المحسوس في أسعار السلع الأساسية و الخدمات لفترة زمنية طويلة، ما يؤدي إلى حدوث تضخم في كل من الدخل، التكاليف، تضخم نقدي، هذا ما يجعل بالانخفاض في القوة الشرائية لعملة البلد مع زيادة في أسعار الفائدة، و بالتالي للتضخم عدة آثار سلبية تمس كل من المستهلك و المنتج، ما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض سعر السهم على المدى القصير.
- ت- **معدل الفائدة** : هي نسبة الفائدة على القروض من المصارف و المؤسسات المالية، يحددها المصرف المركزي للدولة، بحيث أعتبر رفع هذا المعدل أو خفضه وسيلة لكبح ارتفاع معدل التضخم، و الزيادة السريعة أو البطيئة في النمو الإقتصادي، حيث كلما زادت معدلات الفائدة قلت نسبة أرباح الشركة و النتيجة هي انخفاض في القيمة السوقية لأسهمها<sup>1</sup>.
- ث- **سعر صرف العملة** : قد يؤثر سعر صرف العملة على أسعار الأسهم من خلال عدة أشكال خاصة في الإقتصاديات المتقدمة، و المتكاملة ماليا مع السوق المالي، إذ أن إستبدال العملة الوطنية بالعملة الأجنبية في أوقات ضعف العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، و أيضا قد يدفع إنخفاض قيمة العملة الوطنية للأفراد إلى التخلص من إحتياجاتهم منها و استبدالها بأدوات أخرى منها الأسهم، مما يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأسهم و ارتفاع أسعارها.
- ج- **الدورة الإقتصادية** : تتقلب أسعار أسهم الشركات ما بين حالي الإقتصاد من ركود و انتعاش، حيث أن تحسن الوضع الإقتصادي العام يؤدي إلى زيادة دخول الأفراد و زيادة الطلب على الأموال لأغراض مختلفة مثل شراء الأسهم، مما يرفع سعرها و العكس صحيح، إذا تدهورت الحالة الإقتصادية<sup>2</sup>.
- 2- **العوامل الداخلية المتعلقة بأداء المؤسسة** : والتي تشمل كل المتغيرات داخل المؤسسة، والتي لها تأثير على أدائها و مستوى العائد المحقق، و الذي يؤثر على قرارات المستثمرين، و من أهمها نذكر :
- أ- **هيكل رأس المال** : و يعتبر المحرك الأساسي لأي مشروع أو عمل إستثماري، يهدف لزيادة الإنتاجية و إعادة تجديد، وله أثر واضح على عوائد الأسهم حيث أنه يظهر أثره في التحليل الإحصائي، فكلما كان حجم رأس المال كبيرا تتأثر العوائد بشكل كبير، و كلما كان حجم رأس المال صغيرا لا يؤثر تأثيرا كبيرا على عوائد الأسهم مثل حجم رأس المال الكبير.
- ب- **عدد العاملين (حجم النشاط، حجم التكاليف)** : و يعد من الأصول المتغيرة للمؤسسة، و يظهر حجم عمل هذه الشركة و إنتاجها مما يؤثر على عائد على الاستثمار و موقعه بين المؤسسات الأخرى، فعدد العاملين في المؤسسة يؤثر غالبا في كمية الإنتاج هذه الشركة مما يؤثر على قوتها و وضعها الإقتصادي بين المؤسسات الأخرى، مما يؤثر في إقبال المستثمرين على شراء الأسهم، ففي المحصلة تتأثر عوائد أسهمها<sup>3</sup>.
- ت- **ربحية المؤسسة** : تعد ربحية المؤسسة من العوامل المهمة المؤثرة على القيمة السوقية و بالتالي على أسعار أسهمها، حيث توجد علاقة طردية بين قيمة المؤسسة و ربحيتها أي بزيادة ربحية المؤسسة تزيد ربحية السهم مما يؤدي إلى زيادة القيمة

<sup>1</sup> بن مالك عمار، مرجع سبق ذكره، ص 63/61.

<sup>2</sup> محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 87/89.

<sup>3</sup> دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2008، ص 29-30.

السوقية و العكس، توجد علاقة بين كل من الربحية و غيرها من المتغيرات الأخرى كالمديونية، ملكية الإدارة، توزيعات الأرباح كل هذه المتغيرات من شأنها أن تؤثر على ربحية المؤسسة و منها على قيمتها.

**ث- توزيعات الأرباح :** أن تحقق الأرباح في المؤسسة يكون بزيادة مجموع الإيرادات عن مجموع المصاريف و الاستهلاكات خلال نفس السنة المالية، إلا أن وجود الأرباح لا يعني بالضرورة وجودها في شكل نقد جاهز للتوزيع حيث تحتفظ المؤسسات عادة بجزء صغير من النقد لأنه غير منتج في غير صالح المؤسسة لأن تجميد أموالها في موجودات غير منتجة<sup>1</sup>.

**3- العوامل المتعلقة بالسوق :** هناك العديد من العوامل السوقية التي تؤثر بدورها على القيمة السوقية للمؤسسة، سنحاول ذكر أهم هذه العوامل:

**أ- العوامل النفسية :** تلعب العوامل النفسية سواء كانت متشائمة أو متفائلة دورا مهما في توجيه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الانخفاض، تستند هذه التأثيرات النفسية على توقعات المتعاملين و التي يمكن أن تحدث farkا كبيرا في الأسعار، إذ يتركز بعضها على معلومات ذات أهمية حقيقية، فتكون القرارات الناتجة عنها أقرب من الموضوعية، و البعض الآخر يتركز على الترقب.

**ب- إتجاه أسعار سوق الأسهم نحو الصعود أو الهبوط :** تتحكم في اتجاه أسعار الأسهم نحو الارتفاع أو الانخفاض مجموعة من العوامل، منها كمية رؤوس الأموال المتداولة، فكلما زاد حجم الأموال المستثمرة في الأسهم، كلما تحسنت الأسعار و اتجهت نحو الصعود، و العكس صحيح.

**ت- درجة إتساع السوق :** يكون السوق ذا سعة إذا وجد عدد كبير من أوامر البيع و الشراء، حيث يسهل في ظله إعادة الخلل في الأسعار بسرعة.

**ث- توقعات المستثمرين و المحللين الماليين حول مستقبل المؤسسة :** لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم يجب على المستثمرين و المحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك كإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية، كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية المالية للسهم تمهيدا لقيام بتقدير قيمتها المستقبلية، و ببلوغ التحليل هذه الرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم، أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي هدف التحليل الأساسي، و هي حجر الزاوية في اتخاذ القرار الإستثماري.

**ج- الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة دول العالم الثالث :** و تنتشر هذه الظاهرة بكثرة في الأسواق المالية للدول النامية و هي ما يعرف باحتكار المعلومات، و في ظل غياب المنافسة الكاملة في السوق، و كثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية<sup>2</sup>.

مما سبق يتضح أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر بمجموعة كبيرة من العوامل، منها ما هو داخلي و منها ما هو خارجي، و منها ما تستطيع المؤسسة التحكم فيه و تعيره لصالحها و منها ما هو خارج عن سيطرتها و ربما نجد أهم تلك العوامل ربحيتها و التي تعتبر المرآة العاكسة لأدائها المالي و باعتبارها مؤشرات تقيس مدى نجاح المسيرين في إستخدامهم للأموال المؤسسة بالشكل الملائم، و في جميع الأحوال نجد أن تلك العوامل تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، إيجابية أو سلبية، و حسب طبيعتها و قوة اتجاهها بأسعار الأسهم و بالتالي القيمة السوقية لها.

<sup>1</sup> سميرة السايح، إستخدام النسب المالية في الانتقاء العقلاني للأسهم لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013/2014، ص.ص9/4.

<sup>2</sup> مرجع سابق، ص10/8.

## المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأداء المالي و القيمة السوقية للأسهم

هناك العديد من الدراسات و الأبحاث التي تناولت موضوع مؤشرات الربحية و علاقتها بالقيمة السوقية للأسهم، حيث كل منها عالجت هذا الموضوع بزوايا مختلفة، لذا سنحاول من خلال هذا الجزء عرض بعض هذه الدراسات حيث سنتناول دراسات باللغة العربية، و دراسات أخرى باللغة الأجنبية، و أيضا سنخصص جزءا نتطرق فيه للاختلافات و المقارنات بين دراستنا هذه و الدراسات السابقة لها.

### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى بعض الدراسات العربية و الأجنبية المرتبطة بموضوع الدراسة.

### الفرع الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

#### 1- الدراسة الأولى : دراسة كسري أسماء، صالحى محمد يزيد (2017)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة قدرة المؤشرات المحاسبية (نسب الربحية، نسب هيكل رأس المال، نسب السيولة و مؤشرات الأهمية النسبية للسهم) كمتغيرات مستقلة، في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع، تم إجرائها على عينة من السوق المالي الجزائري، للفترة (2004-2011)، أستخدم في التحليل نموذج الانحدار المتعدد لمعرفة القوة التفسيرية، توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية قوية بين مؤشرات الربحية و مؤشرات الأهمية النسبية للسهم و القيمة السوقية للأسهم.

#### 2- الدراسة الثانية : دراسة عماد محمد الباز، محمد عيسى الشيخ علي (2016)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية و الإقتصادية المتمثلة في (القيمة الدفترية، معدل عائد على حقوق الملكية ROE، معدل صرف العملات الأجنبية) كمتغيرات مستقلة، في تفسير التغير في أسعار الأسهم السوقية كمتغير تابع، أجريت على (14) مؤسسة كعينة من سوق فلسطين للأوراق المالية، للفترة (2004-2011)، حيث تم الاعتماد في التحليل على مصفوفة الارتباط و الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة المدروسة و أسعار الأسهم، و قد توصلت الدراسة إلى أن هذه المؤشرات لها قوة تفسيرية أكبر من المعلومات الإقتصادية (التضخم، أسعار صرف العملات الأجنبية و نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي).

<sup>1</sup> كسري أسماء، صالحى محمد يزيد، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث و الدراسات، العدد الحادي عشر، 2017.

<sup>2</sup> عماد محمد الباز، محمد عيسى الشيخ علي، مدى الإعتماد على المعلومات المحاسبية و الإقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية و ترشيد قرار الاستثمار في بورصة فلسطين، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث و الدراسات الإدارية و الإقتصادية، المجلد الثاني، العدد السادس، 2016.

### 3- الدراسة الثالثة : دراسة زرقون مُجّد، شنين عبد النور (2015)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة و قياس قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية المتمثلة في (معدل العائد على حقوق الملكية ROE، معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على الاستثمار ROI و الرافعة المالية، الإحتياج في راس المال العامل للإستغلال)، و الحديثة المتمثلة في ( عائد التدفق النقدي على الاستثمار، القيمة الاقتصادية المضافة MVA و القيمة السوقية المضافة EVA ) كمتغيرات مستقلة في تفسير التغير في عوائد الأسهم كمتغير تابع، أجريت على مؤسستين من السوق المالي الجزائري، للفترة (2000-2013)، حيث أستخدم في التحليل مصفوفة الارتباط إضافة إلى نماذج الانحدار الخطية و الغير خطية، أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء التقليدية و الحديثة ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة EVA و القيمة السوقية المضافة MVA التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية، و إن المؤشرات التقليدية أكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم.

### 4- الدراسة الثانية : دراسة مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء (2011)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية المحاسبية (معدل العائد على حق الملكية ROE، معدل نصيب السهم من صافي الأرباح، نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، معدل دوران و العائد على إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة، على عوائد الأسهم كمتغير تابع، أجريت على (10) مؤسسات مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، للفترة (2004-2008)، أظهرت النتائج أن هناك تأثير معنوي لكل من المتغيرات السابقة على أسعار الأسهم في المؤسسات الصناعية، ما عدا حقوق الملكية و معدل دوران الأصول التي أظهرت نتائجها ضعف إرتباطها مع سعر الأسهم، و بعد استخدام تحليل الانحدار المتعدد، كان هناك تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة على الأسعار، بإستثناء (نسبة التداول و نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات)، فقد أستبعد من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما.

### 5- الدراسة الخامسة : دراسة شعبان"مُجّد عقيل" شعبان لولو (2015)<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين المؤشرات التقليدية (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، و ربحية السهم EPS)، و المؤشرات الحديثة المتمثلة في (القيمة الاقتصادية المضافة EVA) كمتغيرات مستقلة، و ذلك بإختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم كمتغير تابع، أجريت على (21) مؤسسة مدرجة في بورصة فلسطين، للفترة (2010-2014)، تم الاعتماد في التحليل على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، توصلت هذه الدراسة إلى أن مؤشر ربحية السهم الواحد EPS له أعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الأداء، ثم يليه معدل العائد على

<sup>1</sup> زرقون مُجّد، شنين عبد النور، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد الأول، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015.

<sup>2</sup> مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء، العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة مؤتة للبحوث و الدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية و الاجتماعية، المجلد السادس و العشرون، العدد السابع، 2011.

<sup>3</sup> شعبان"مُجّد عقيل" شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، قدم هذا البحث إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2015.

الأصول ROA، ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، و إن المؤشرات التقليدية مجتمعة لها قدرة تفسير أكبر للقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

### الفرع الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

#### 1- الدراسة الأولى :دراسة Osman Issah (2015)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة قدرة المؤشرات المحاسبية و المتمثلة في مؤشرات الربحية (معدل العائد على الاصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، و معدل العائد على الاستثمار ROI)، كمتغيرات مستقلة في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم كمتغير تابع، حيث طبقت على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة غانا، للفترة (2009-2013)، باستخدام نموذج الانحدار و السلاسل الزمنية، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية طردية بين المتغيرات المدروسة و أسعار الأسهم و كما توصلت الدراسة إلى تأكيد على أنه كلما كان استخدام موجودات المؤسسة بالطريقة المثلى و بالكفاءة اللازمة، سوف يؤدي ذلك إلى تعظيم أسعار أسهم المؤسسة و ثروة المساهمين.

#### 2- الدراسة الثانية : دراسة A.A.A.I.Wijesundera, and Other (2015)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة قدرة المؤشرات المالية كمتغيرات مستقلة، في تفسير تغيرات عوائد الأسهم كمتغير تابع، تم إجرائها على (60) مؤسسة مدرجة في السوق المالي بسرلنكا، للفترة (2004-2013)، باستخدام تحليل الانحدار البسيط و المتعدد و كذا السلاسل الزمنية لتفسير القدرة التنبؤية للمؤشرات المالية، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين (العائد على حقوق الملكية ROE، ربحية السهم EPS، و القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية BV/MV) و عوائد الأسهم، و أنها مؤشرات يعتمد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

#### 3- الدراسة الثالثة : دراسة Amir Haghiri, Soleyman Haghiri (2012)<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر المؤشرات المحاسبية المتمثلة في (العائد على الاصول ROA، معدل العائد على حق الملكية ROE و نسبة الرافعة المالية) كمتغيرات مستقلة، على عوائد الأسهم كمتغير تابع، أجريت هذه الدراسة على (120) مؤسسة مدرجة في السوق المالي بطهران، للفترة (2003-2008)، و ذلك باستخدام الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية و قوية بين (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE) و عوائد الأسهم، بينما كانت العلاقة ضعيفة بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم.

<sup>1</sup> Osman Issah, An Empirical Study of the Relationship Between profitability Ratios and Market Share Prices of Publicly Traded Banking Financial Institutions in Ghana, International Journal of Economics, Commerce and Management, University Ghana, Vol.3, No.12, 2015.

<sup>2</sup> A.A.A.I.Wijesundera, Predictability of Stock Returns Using Financial Ratios: Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange, Kelaiya Journal of Management, Sri Lanka Institute, Vol.4, No.2, 2015

<sup>3</sup> Amir Haghiri, Soleyman Haghiri, The Investigation of Effective Factors on Stock Return With Emphasis on ROA and ROE Ratios in Tehran Stock Exchange (TSE), Journal of Basic and Applied, University Islamic Azad, Iran, 2012.

4- الدراسة الرابعة : دراسة (Majed Abdel Majid Kabajeh and other (2012)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي المحاسبية المتمثلة في (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE و العائد على الاستثمار ROI) كمتغيرات مستقلة، و القيمة السوقية كمتغير تابع، تم إجرائها على (23) مؤسسة مدرجة في سوق عمان المالي، للفترة (2007-2002)، باستخدام تحليل الارتباط و الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين المؤشرات المدرسة و أسعار الأسهم، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط قوية بين (العائد على حقوق الملكية ROE) و أسعار الأسهم.

<sup>1</sup> Majed Abdel Majid Kabajeh and other, The Relationship between the ROA, ROE and ROI with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices, International Journal of Humanities and Science, University Amman Jordan, Vol.2, No.11, 2012.



المطلب الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة و موقع الدراسة الحالية منها

سنحاول في هذا المطلب تقييم الدراسات السابقة و ذلك من خلال تحديد أوجه الشبه و الإختلاف بينها، و تحديد موقع هذه الدراسة منها.

الفرع الأول المقارنة بين الدراسات السابقة

الجدول رقم 1.1 : يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة العربية و الأجنبية

الدراسات العربية	الهدف	الحدود المكانية والزمانية و طريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
كسري أسماء	معرفة قدرة المؤشرات المحاسبية في تفسير التغير في أسعار الأسهم	مؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2004-2011)، باستعمال نموذج الانحدار الخطي	نسب الربحية، هيكل رأس المال، مؤشرات الأهمية النسبية للسهم و متغيرات مستقلة و أسعار الأسهم متغير تابع	وجود علاقة معنوية قوية بين مؤشرات الأهمية النسبية لسهم و القيمة السوقية لأسعار الأسهم
عماد محمد عياز	معرفة مدى الإعتماد على المعلومات المحاسبية و الإقتصادية في تفسير التغير في أسعار الأسهم	14 مؤسسة مدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2004-2011)، باستخدام مصفوفة الارتباط و الانحدار المتعدد	القيمة الدفترية، معدل صرف العملات الأجنبية، ROE متغيرات مستقلة و أسعار الأسهم متغير تابع	المؤشرات المحاسبية لها قوة تفسيرية أكبر من المعلومات الإقتصادية
زرغون محمد، شنين عبد النور	المقارنة بين المؤشرات التقليدية و الحديثة في تفسير التغير في عوائد الأسهم	مؤسستين مدرجتين في بورصة الجزائري للفترة (2000-2013)، باستخدام مصفوفة الارتباط و نماذج الانحدار	ROE, ROA, ROI, BFRexp, CFROI, MVA, (EVA)، كمتغيرات مستقلة و عوائد الأسهم كمتغير تابع	المؤشرات التقليدية أكثر قدرة على تفسير التغير في عوائد الأسهم من المؤشرات الحديثة
مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء	معرفة تأثير المؤشرات المحاسبية على أسعار الأسهم	10 مؤسسات مدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2004-2008)، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد	ROE, EPS, L/A, AT, CR كمتغيرات مستقلة و أسعار الأسهم كمتغير تابع	وجود تأثير معنوي بين المتغيرات المدروسة و أسعار الأسهم ما عدا CR و L/A
شعبان محمد عقيل شعبان لولو	تحليل العلاقة بين المؤشرات التقليدية و المؤشرات الحديثة و ذلك	21 مؤسسة مدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2010-2014)،	ROE, ROA, EPS, EVA كمتغيرات مستقلة و أسعار الأسهم	المؤشرات التقليدية مجتمعة لها قدرة تفسيرية أكبر للقيمة السوقية

الدراسات الأجنبية	الهدف	الحدود المكانية والزمانية و طريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
	باختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في أسعار الأسهم	باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel Data)	كمتغير تابع	لأسعار الأسهم
<b>Osman Issah</b>	معرفة قدرة المؤشرات المحاسبية على تفسير التغير في أسعار الأسهم	9 بنوك مدرجة في بورصة غانا للفترة (2009-2013)، باستخدام نموذج الانحدار و السلاسل الزمنية	ROE, ROA, ROI كمتغيرات مستقلة و أسعار الأسهم كمتغير تابع	هناك علاقة إيجابية طردية بين المتغيرات المستقلة و أسعار الأسهم
<b>I.Wijesundera, and Other</b>	معرفة قدرة المؤشرات المالية في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم	60 مؤسسة مدرجة في بورصة سرلنكا للفترة (2004-2013)، باستخدام تحليل الانحدار البسيط و المتعدد و أيضا السلاسل الزمنية	ROE, EPS, BV/MV كمتغيرات مستقلة و عوائد الأسهم كمتغير تابع	هناك علاقة إيجابية بين المتغيرات المستقلة و عوائد الأسهم
<b>Amir Haghiri, Soleyman Haghiri</b>	معرفة أثر المؤشرات المحاسبية على عوائد الأسهم	120 مؤسسة مدرجة في بورصة طهران للفترة (2003-2008)، باستخدام الانحدار المتعدد	ROA, ROE, و نسبة الرافعة المالية كمتغيرات مستقلة و عوائد الأسهم كمتغير تابع	هناك علاقة إيجابية و قوية بين ROA و ROE و عوائد الأسهم و العلاقة بنسبة الرافعة المالية ضعيفة
<b>Majed Abdle Majid Kabajeh and other</b>	معرفة العلاقة بين المؤشرات المحاسبية و أسعار الأسهم	23 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان للفترة (2002-2007)، باستخدام تحليل الارتباط و الانحدار المتعدد	ROI, ROA, ROE, كمتغيرات مستقلة و أسعار الأسهم كمتغير تابع	وجود علاقة ارتباط قوية بين ROE و أسعار الأسهم

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة

الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

سيتم من خلال هذا الفرع تحديد أوجه الشبه و الاختلاف بين هذه الدراسة و الدراسات السابقة لها و مقارنة أهم النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة مع الدراسات السابقة.

تكمن أهمية هذه الدراسة في كون كل الدراسات السابقة إعتمدت على مجموعة من المؤشرات المحاسبية و أخرى منها قامت بالمقارنة بين المؤشرات المحاسبية و المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء و هي دراسة كل من (زرqون مْجد و شنين عبد النور، شعبان مْجد عقيل شعبان لولو)، أما فيما يخص هذه الدراسة فقد ركزت على مؤشرات الربحية و المتمثلة في (العائد على الأصول ROA، العائد على حق الملكية ROE) كونها مؤشرات الأقرب إلى إهتمامات المستثمر المالي و الأكثر فهما من قبله و التي تعكس مباشرة مردودية أمواله المستثمرة و اختبار أثرها على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)، أما عن الأساليب المستعملة في هذه الدراسة، فتكمن في مصفوفة الارتباط لمعرفة العلاقة بين المتغيرات و نماذج الانحدار المتعدد و البسيط إضافة إلى دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية و اختبار كفاءة السوق خلافا لكل الدراسات السابقة التي لم تقم باختبارات الاستقرارية و الكفاءة، وذلك باستخدام البرامج الإحصائية SPSS 19 & Eviews 9 ، أما النتائج المتوصل إليها فتوافقت مع كل الدراسات السابقة فهناك من توافقت معها في تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع و هناك دراسة واحدة إتفقت معها على عدم تفسير المتغير المستقل العائد على حق الملكية للقيمة السوقية للأسهم و هي دراسة (شعبان مْجد عقيل شعبان لولو).

## خلاصة :

من خلال تقسيم الفصل الأول إلى مبحثين، تعرفنا في المبحث الأول منه على مختلف الجوانب و المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي و المؤشرات المحاسبية و ركزنا على مؤشرات الربحية كونها تمثل المتغيرات المستقلة للدراسة المتمثلة في العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية و طرق حسابها و أيضا تعرفنا على القيمة السوقية كمتغير مستقل و العوامل المؤثرة فيها.

و فيما يخص المبحث الثاني فقد خصص للدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع، حيث عرضنا أهم ما تحتويه هذه الدراسات و المتمثلة في الهدف من الدراسة، الأدوات المستخدمة في معالجة البيانات و أخيرا أهم النتائج المتوصل إليها، و في نهاية الفصل تم التطرق إلى مكانة هذه الدراسة مقارنة مع الدراسات السابقة.

لذا سيتم من خلال الفصل الثاني من هذه الدراسة اختبار أثر مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم، و ذلك بإسقاطها على الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية للفترة (2011-2016)، و أيضا سيتم اختبار كفاءة السوق عندى المستوى الضعيف و ذلك خلال فترة الدراسة.

الفصل الثاني : اختبار تأثير  
مؤشرات الربحية على التغير في  
القيمة السوقية لأسهم الشركات  
المدرجة في مؤشر مازي العائم

## تمهيد

بعدها تطرقنا في الفصل السابق للأدبيات النظرية للأداء المالي و أيضا المؤشرات المحاسبية و تركيزنا على مؤشرات الربحية و القيمة السوقية للأسهم، إضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، لذا سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، و هذا من خلال إختبار أثر مؤشرات الربحية (العائد على الأصول ROA و العائد على حقوق الملكية ROE) على القيمة السوقية للأسهم، و هذا بتطبيقها على عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية للفترة (2011-2016).

و بغرض الإلمام أكثر بالجانب التطبيقي تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين حيث يشتمل المبحث الأول على الطريقة و الأدوات المستخدمة و المتظمن مجتمع و عينة الدراسة، مصادر البيانات، التعريف بمتغيرات الدراسة و طرق حسابها، و أيضا الأساليب و الأدوات الإحصائية المعتمدة، أما فيما يخص المبحث الثاني تم تخصيصه لعرض و تحليل و مناقشة النتائج و هذا على النحو التالي :

- ✓ المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة؛
- ✓ المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج.

## المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة

يتمثل هذا الجزء من الدراسة في معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، و ذلك للإجابة على الإشكال المطروح، حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى تحديد الطريقة المعتمدة في الدراسة و مصادر المعلومات و الأدوات الإحصائية المعتمد عليها.

### المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة

سنتناول هنا الطريقة المعتمدة لدراسة الموضوع، و أيضا يتم تحديد الأدوات المستعملة في جمع المعلومات و البيانات.

الفرع الأول : مجتمع و عينة الدراسة:

أولا : مجتمع الدراسة

#### 1- نشأة بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، و كانت تحمل آنذاك إسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة و وضع نظام مراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم و سير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب التداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون إجتذاب المدخرين في وقت كان الإستثمار في البورصة يلقي إهتماما متزايدا، و قد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز و أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني و تقني إثر هذه المبادرة و تحديدا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي إستغرق عشر سنوات، و قد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية و التحكم في مشكلة الدين و التضخم سبع سنوات، و بعد ذلك في سنة 1993 شهد سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال و تعزيز المكتسبات السابقة فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة و هي<sup>1</sup>:

- قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
- قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة و بالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للإكتتاب العام؛
- قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.

و يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال :

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة؛

<sup>1</sup>10/3/2018 www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx

- الترخيص لشركات البورصة كوسطاء متخصصين، و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة في البورصة؛
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، و هم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC" و هي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم المنقولة، و يملك رأس مالها شركات البورصة المرخص لها بمخصص متساوية.

و من أجل رفع فعالية السوق بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية و المحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، و قد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

و في سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34 بإحداث هيئة إيداع مركزية ماروكليبر في أكتوبر من سنة 1998، و منذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء إنتعاشا ملحوظا.

و في سنة 2000 تغير إسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الإسم ذات مجلس إدارة جماعية و مجلس رقابة.

و في سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية لمواكبة التحولات الهامة التي تشهدها، و أما من حيث تنظيم السوق، فقد اتخذت عدة تدابير أهمها :

- إنطلاق نظام التسعير و التداول الإلكتروني في مارس من سنة 1997؛
- تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاث أيام في جانفي 2001؛
- إطلاق المؤشرات الجديدة مازي و مداكس و المؤشرات الصناعية و مؤشرات المردودية و مؤشرات العملات في جانفي 2002، ثم الأخذ ابتداء من ديسمبر 2004 بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات.
- اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في مارس 2008.
- في ديسمبر 2008 أنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة و اعتماد مجلس إدارة و إدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية و مجلس رقابة.
- في أبريل 2009 تم الإعتماد الفعلي لنظام حوكمة يتركز على مجلس إدارة و إدارة عامة.

## 2- أهداف بورصة الدار البيضاء :

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاوتها لنشاطها و تطبيقا للمهام التي أسندت إليها مجموعة من الأهداف نذكرها فيما يلي:

- ✓ مواكبة التطور الإقتصادي للبلاد و المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل إقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين و الجهات المصدرة؛
- ✓ تلبية حاجيات الفاعلين في السوق و منح المستثمرين و الفاعلين سوقا عصرية و سائلة و شفافة؛
- ✓ تعزيز تطوير سوق البورصة؛

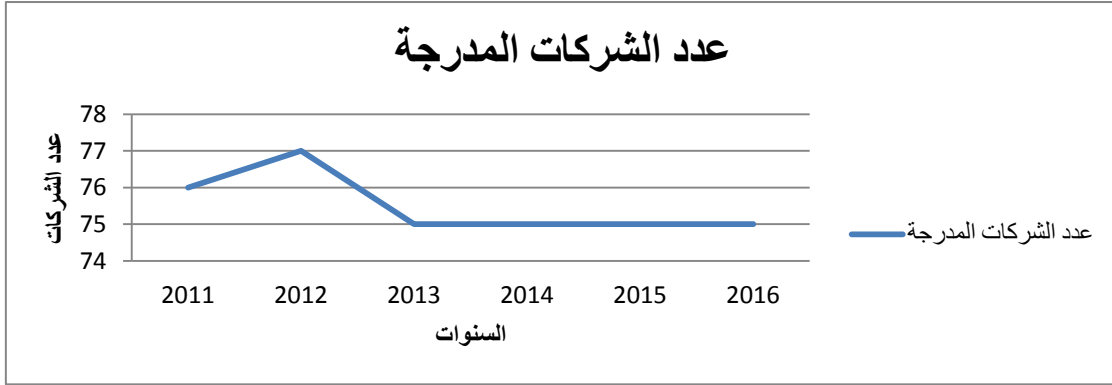


✓ إحتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا.

### 3- تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال فترة الدراسة (2011-2016)

الشكل التالي يوضح إدراج الشركات خلال فترة الدراسة :

#### الشكل رقم 1.2 تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)



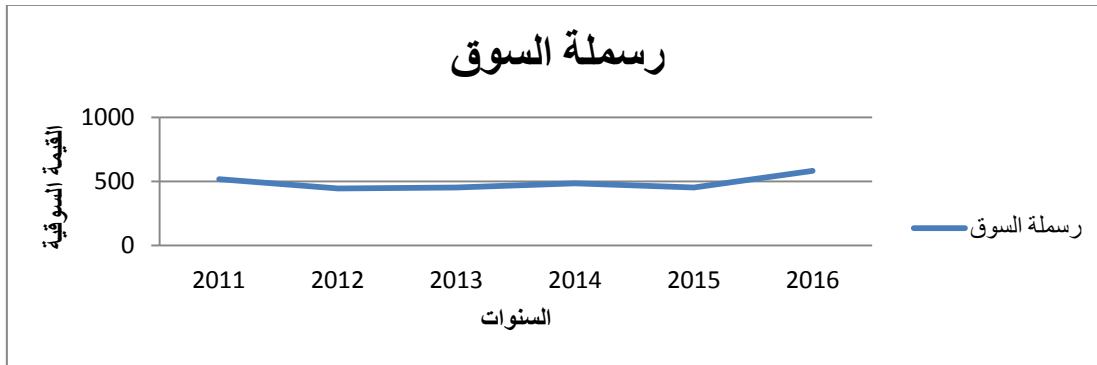
المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي الصادر عن بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية و برنامج Excel 2007

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ تطور عدد الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة وقد كان أكبر عدد من الشركات المدرجة سنة 2012 الذي بلغ 77 شركة، ثم يليه سنة 2011 و الذي بلغ 76 شركة، و يلاحظ إنخفاض عدد الشركات و ثبوته عند العدد 75 شركة خلال السنوات 2013، 2014، 2015، 2016 على التوالي.

### 4- تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية للفترة (2011-2016) :

الشكل الموالي يوضح تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية و ذلك خلال فترة الدراسة.

#### شكل رقم 2.2 : تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي الصادر عن بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية و برنامج Excel 2007

الملاحظ من الجدول أعلاه أن القيمة السوقية للشركات متذبذبة عبر السنوات، نجد قيمتها في سنة 2011 تبلغ 516 مليار درهم، و تنخفض في سنة 2012 إلى 445 مليار درهم و ترتفع في سنة 2013 إلى 451 مليار درهم، و يستمر الإرتفاع في القيمة السوقية في سنة 2014 ليصل إلى 484 مليار درهم، لينخفض سنة 2015 إلى 453 مليار درهم، و نلاحظ أعلى قيمة وصلتها كانت في سنة 2016 بقيمة 583 مليار درهم.

ثانيا: عينة الدراسة :

تتمثل عينة الدراسة في 20 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية ضمن مؤشر مازي العام (INDICE MASI) موزعة بين قطاعي الصناعة و الخدمات باستثناء قطاع البنوك و التأمينات و ذلك لاعتبار خصوصية هاذين القطاعين و خصوصية التعامل مع قوائمهم المالية، خلال الفترة (2011-2016)، و قد تم إنتقاء عينة الدراسة بناء على مجموعة من الإعتبارات نذكر منها :

- أن لا تكون الشركة بنك أو شركة تأمين لأنها تعتمد بشكل كبير على ودائع الأفراد، و أموالها الخاصة تعتبر هامش أمان، و كذلك لخصوصيتها في الحساب؛
- أن لا تكون قد قامت بعملية إندماج خلال فترة الدراسة؛
- لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- توفر المعلومات و القوائم المالية و التقارير السنوية المتعلقة بالمؤسسات المعنية بالدراسة من نوع PDF.

و قد إستقرت العينة على ما يلي :

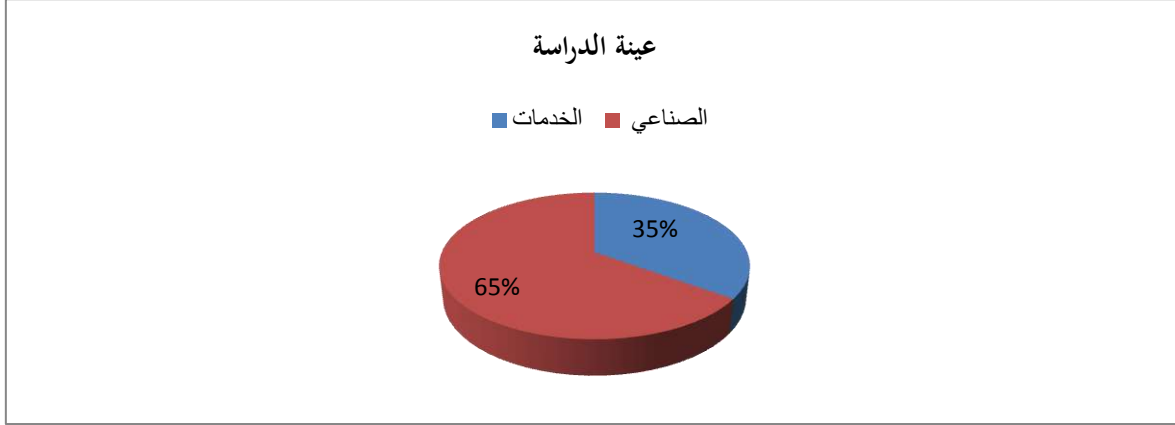
#### الجدول رقم (1.2): عينة الدراسة

القطاع	إسم الشركة	رمز الشركة
القطاع الصناعي	AFRIC INDUSTRIES	GAZ
	ALUMINUM DU MAROC	ALM
	CENTRALE DANONE	CDA
	LAFARGE HOLCIM MAR	LHM
	LESIEUR CRSITAL	LES
	PROMOPHARM S.A	PRO
	SNIP	SNP
	DELATTRE LEVIVIER MAROC	DLM
	MAGHREB OXYGENE	MOX
	NEXANS MAROC	NEX
	SONASID	STD
	STROC INDUSTRIE	STR
	ZELLIDJA S.A	ZDJ
قطاع الخدمات	AUTO NEJMA	NEJ
	MANAGEM	MNG
	TIMAR	TIM
	DISWAY	DWY
	M2M GROUP	M2M
	MICRODATA	MIC

قطاع الخدمات	REALISATIONS MECANIKES	SRM
--------------	------------------------	-----

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء

شكل رقم 3.2 : التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (01) و برنامج EXCeL 2007

يبين الشكل أعلاه التوزيع النسبي لعينة الدراسة حسب القطاعات، نلاحظ أن العينة إشتملت على قطاعين هما قطاع الصناعة و قطاع الخدمات، حيث كان لقطاع الصناعة النسبة الأكبر و ذلك بنسبة 65 في المائة بينما كانت نسبة قطاع الخدمات 35 في المائة.

الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة و كيفية قياسها

أولا : تحديد متغيرات الدراسة

من أجل دراسة العلاقة بين المتغيرات و تفسيرها تم الاعتماد على المؤشرات المحاسبية و المتمثلة في مؤشرات الربحية كمتغيرات مستقلة والتغير في القيمة السوقية كمتغير تابع، و تم الإعتماد على التغير في القيمة السوقية لوجود مشاكل قياسية و لأسباب تتعلق بالنموذج، و فيما يلي نذكر هذه المتغيرات :

**1- المتغير التابع :**

يتمثل المتغير التابع للدراسة في التغير في سعر السهم السوقى، حيث يتم حساب متوسط سعر السهم السوقى خلال السنة و ذلك بأخذ متوسط سعر الإغلاق ثم حساب متغير قيم أسعار الأسهم لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء و من ثم حساب متوسط التغير في القيمة السوقية خلال ستة سنوات.

## 2- المتغيرات المستقلة :

تمثلت في مؤشرات الربحية و يمكن ذكرهما في الآتي:

- مؤشرات الربحية : من هذه المجموعة تم الاعتماد على معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ذلك لكونها تعكس الأداء الكلي للشركة، كما تم حساب هذه المؤشرات سنويا لنفس المدة (سنة سنوات) و من ثم حساب المتوسط لكل متغير و ذلك من أجل توحيد المعطيات.

### 1- : كيفية قياس المتغيرات

سنوضحها في الجدول الموالي :

#### الجدول رقم (2.2) : طريقة حساب متغيرات الدراسة

المتغير	طريقة الحساب
التغير في القيمة السوقية $\Delta MVS$	معر عنها بأسعار الإغلاق $Pt - Pt-1 / Pt-1 = \Delta MVS$ Pt : سعر السهم في بداية الفترة Pt-1 : سعر السهم في نهاية الفترة
العائد على الأصول (ROA)	النتيجة الصافية / مجموع الأصول
العائد على حق الملكية (ROE)	النتيجة الصافية / حقوق الملكية

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الأدبيات النظرية من الفصل الأول.

### الفرع الثالث : مصادر البيانات

تم الاعتماد على مجموعة من البيانات الأولية و الثانوية المرتبطة بالموضوع و المتمثلة فيما يلي:

#### أولا : البيانات الثانوية :

- و المتمثلة في الجانب النظري من هذه الدراسة، حيث تم جمع الدراسات السابقة حول المؤشرات المحاسبية و القيمة السوقية، و ذلك باستخدام مختلف المراجع (كتب، مقالات، ملتقيات، المذكرات الجامعية).

#### ثانيا: البيانات الأولية:

و قد تم جمع المعلومات و البيانات المتعلقة بعينة الدراسة من المصادر التالية:

- التقارير و القوائم المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية و ذلك للفترة (2011-2016) المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء؛
- التقارير الإحصائية السنوية و أسعار الإغلاق اليومية من موقع بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية.

### المطلب الثاني : البرامج الأدوات الإحصائية المعتمدة في الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة و اختبار الفرضيات تم الإعتماد على مجموعة البرامج من الأدوات الإحصائية، يمكن تناولها فيما يلي :

#### الفرع الأول : البرامج الإحصائية المعتمدة في الدراسة

تم إستخدام في هذه الدراسة مجموعة من البرامج الإحصائية و المتمثلة في برنامج Exsel2007 كأساس لجمع و تلخيص و حساب المتغيرات الخاصة بالدراسة، و تم أيضا الإعتماد على برنامج SPSS 9 و ذلك لإعداد مصفوفة الارتباط بين المتغيرات، و أيضا برنامج Eviews 9 لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، و اختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

#### الفرع الثاني : الأدوات المعتمدة في الدراسة

بغرض الإجابة على الإشكالية الرئيسية و اختبار فرضياتها، تم الإعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية، يمكن ذكرها فيما يلي :

#### أولا : أدوات الإحصاء الوصفي

و ذلك من خلال دراسة الخصائص الوصفية للمتغيرات المستقلة و المتغير التابع، و تسمى أيضا بمقاييس الموضع أو المتوسطات ، و من أكثر مقاييس النزعة المركزية الأكثر شيوعا نذكر ما يلي :

- أعلى قيمة Maximum؛
- أدنى قيمة Minimum؛
- المتوسط الحسابي Mean؛
- الإنحراف المعياري Std. Dev.

#### ثانيا : مصفوفة الارتباط (بيرسون)

حيث كان الهدف من بناء مصفوفة الارتباط هو معرفة العلاقة بين المتغيرات المستقلة من ناحية و المتغير التابع من ناحية اخرى، إذ تم تلخيص و تنظيم المعلومات لتسهيل دراستها و فهمها.

#### ثالثا : نموذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط و مشاكله القياسية

و ذلك من أجل اختبار أثر مؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية، و ذلك بإستخدام البرامج الإحصائية SPSS 9 & Eviews 9.

#### رابعاً : اختبار استقرارية السلاسل الزمنية و اختبار BDS

و الهدف من دراسة استقرارية سلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء العام و اختبار BDS هو اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عندى المستوى الضعيف، و ذلك من خلال إجراء أربعة اختبارات للكشف عن استقرارية السلسلة و هي كاتالي : AC, ADF, PP & KPSS و اختبار BDS و الذي يبين قابلية السلسلة المدروسة للتنبؤ على المدى القصير.

#### المبحث الثاني : عرض النتائج و مناقشتها

بعد تحديد طريقة و أدوات الدراسة، سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى عرض نتائج الدراسة في جانبها التطبيقي، و تحليلها من الناحية الإحصائية في المطلب الأول، و مناقشة و تفسير النتائج إقتصاديا في المطلب الثاني.

#### المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم النتائج التي تم التوصل إليها، و من ثم مناقشتها من خلال المطلب الثاني.

#### الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنتناول من خلال هذا الفرع عرض للمقاييس الإحصائية الوصفية على متغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض، و ذلك بحساب كل من أعلى قيمة، أدنى قيمة، المتوسط الحسابي و الإنحراف المعياري لكل متغيرات الدراسة. و الجدول التالي يوضح أهم النتائج الخاصة بدراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة و ذلك كما يلي :

#### الجدول رقم (3.2) نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة		المتغير التابع	
ROE	ROA	$\Delta MVS$	
0.355883	0.240026	0.070865	Maximum
-0.313497	-0.145894	-0.283449	Minimum
0.075931	0.043439	-0.093325	Mean
0.153293	0.080742	0.097716	Std. Dev.
20	20	20	N

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه و نتائج دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، يمكن تحليل كل متغير على حدى و ذلك مختصراً من خلال: أعلى قيمة، أدنى قيمة، المتوسط الحسابي و الإنحراف المعياري.

نلاحظ أن المتوسط الحسابي للتغير في القيمة السوقية للأسهم ( $\Delta MVS$ ) بلغت أقل قيمة و التي كانت -0.093325 و انحراف معياري قدره 0.097716 و كانت أعلى قيمة و أدنى قيمة على التوالي هي: 0.070865، -0.283449، أما بالنسبة للعائد على الأصول ROA فقد بلغ متوسطه الحسابي 0.043439 و انحراف معياري قدره 0.080742، أما فيما يخص أعلى

قيمة و أدنى قيمة كان قدرها على التوالي 0.240026، -0.145894، و بالنسبة لنسبة العائد على حق الملكية ROE فبلغ متوسطها الحسابي و الذي بلغ أكبر قيمة قدرت ب 0.075931 و انحراف معياري قدره 0.153293 و أعلى قيمة و أدنى قيمة بلغت على التوالي 0.355885، -0.313497.

من خلال التحليل الوصفي نلاحظ أن هناك إنحراف صغير لنسبة التغير في القيمة السوقية للأسهم و أقل إنحراف كان لنسبة العائد على الأصول ROA.

### الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط و الانحدار بين مؤشرات الربحية و التغير في القيمة السوقية للأسهم

سنحاول من خلال هذا الفرع عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

و يمكن توضيح نتائج الإرتباط بين مؤشرات الربحية و التغير في القيمة السوقية للأسهم في الجدول التالي :

#### الجدول رقم (4.2) مصفوفة الارتباط بين مؤشرات الربحية و التغير في القيمة السوقية للأسهم

		ΔMVS	ROA	ROE
	Corrélation de Pearson	1	.604**	.703**
	Sig. (bilaterale)		.005	.001
	N	20	20	20
ROA	Corrélation de Pearson	.604**	1	.939**
	Sig. (bilaterale)	.005		.000
	N	20	20	20
ROE	Corrélation de Pearson	.703**	.939**	1
	Sig. (bilaterale)	.001	.000	
	N	20	20	20

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

#### المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج SPSS 19

تبين إشارة معامل الإرتباط الموجبة و السالبة، طبيعة العلاقة بين المتغيرين طردية أم عكسية، و معامل الإرتباط r يبين قوة العلاقة بين المتغيرين، قديكون لهذا المعامل قيمة ارتباط قوية و لكن ليس لها دلالة إحصائية في الواقع، لذا يجب المقارنة بين القيمة الاحتمالية Sig بمستوى معنوية 0.01 المقبول إحصائيا، حيث إذا كانت قيمة Sig أقل من 0.01 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، أي توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية لمعامل الإرتباط ما بين مؤشرات الربحية و المتمثلة في العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، و التغير في القيمة السوقية للأسهم ΔMVS، حيث بلغت درجات الارتباط بين المؤشرات و التغير في القيمة السوقية للأسهم على التوالي 0.60، 0.70، عند مستويات معنوية على التوالي 0.005، 0.001، و هي أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.01، إذ أن الزيادة في نسب الربحية قد يكون له تأثير إيجابي على التغير في أسعار الأسهم، فالزيادة المتوقعة لنسب الربحية تزيد التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل بالأسهم، و

بالتالي ارتفاع أسعارها و منه زيادة قيمتها السوقية، و هذا يعني أن تحقيق الشركات محل الدراسة للربحية المناسبة يساعدها على الحفاظ على أسعار أسهمها في بورصة الدار البيضاء. و منه تعظيم قيمتها السوقية، كما أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين مؤشرات الربحية و القيمة السوقية هي علاقة طردية.

مما سبق نستنتج أن المتغيرات المستقلة و المتمثلة في مؤشرات الربحية لها تأثير إيجابي بشكل إيجابي على المتغير التابع المتمثل في التغير في القيمة السوقية، لأن معامل الارتباط Pearson كان إيجابي و دال إحصائياً.

### الفرع الثالث : تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية

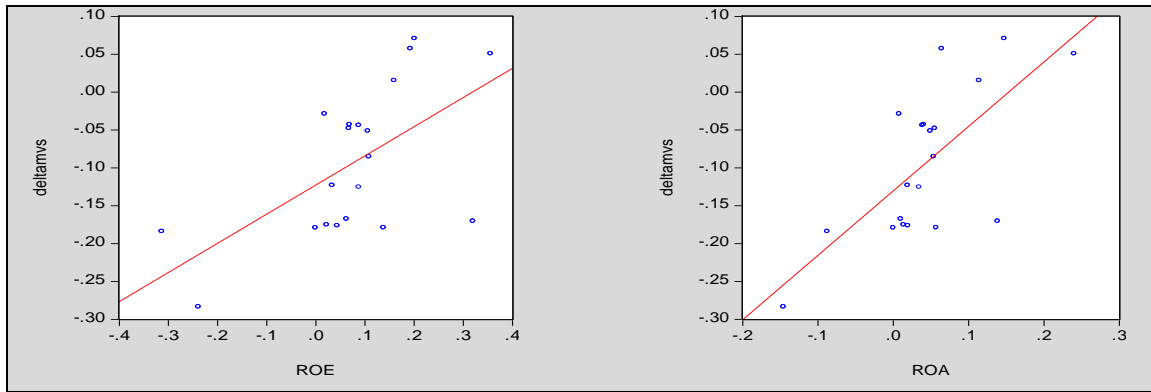
في هذا الجزء سيتم عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط و ذلك لاختبار أثر مؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية للأسهم.

#### أولاً : تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد للتغير في القيمة السوقية $\Delta MVS$ بدلالة مؤشرات الربحية

##### 1- شكل الإنتشار :

من أجل معرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، سنحاول الإعتماد على التمثيل النقطي ل 20 مشاهدة بالإستعانة بمعطيات الشركات محل الدراسة، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية و إذا كان الإنتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية.

#### الشكل رقم (4.2) التمثيل النقطي للمتغير التابع $\Delta MVS$ بدلالة المتغيرات المستقلة ROA و ROE



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه لا يمكننا تمييز العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات الستقلة و ذلك لصغر حجم العينة ولا نستطيع معرفة ما إذا كانت هذه العلاقة خطية أو غير خطية، و بما أن بعض الأرقام للمتغيرات المدروسة سالبة، لذا سنعتمد على أسلوب الانحدار، و ذلك بصياغة معادلتين للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية و المتمثلة في العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية و اختيار النموذج المناسب للدراسة.



و ذلك بناء على مجموعة من المعايير :

- المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة (وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم المقدرة)؛
  - المعنوية الكلية للنموذج المقدر (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي المقدر)؛
  - معامل التحديد  $R^2$  (تحقيق أحسن جودة توفيق).
- 2- صياغة العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و مؤشرات الربحية

و الجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل للعلاقة بين المتغير التابع التغير في القيمة السوقية و المتغيرات المستقلة العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية.

الجدول رقم (5.2) المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين  $\Delta MVS$  و ROE

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة			المعنوية الكلية	$R^2$	DW
		Prob $B_0$	Prob $B_1$	Prob $B_2$	Prob F		
1	$\Delta MVS = B_0 + B_1 ROA + B_2 ROE$	0.000	0.030	0.345	0.001	0.52	1.50
2	$\Delta MVS = B_1 ROA + B_2 ROE$	-	0.609	0.689	-	-0.92	0.45

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و (04) و برنامج Eviews 9

من الجدول أعلاه و استنادا إلى اختيار أفضل نموذج بالاعتماد على المعايير المذكورة سابقا، يتضح أن النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و نسبة العائد على الأصول ROA و نسبة العائد على حقوق الملكية هو النموذج الأول.

#### ❖ المشاكل القياسية (اختبار جودة النموذج)

من الناحية الإحصائية النموذج مقبول، و للتأكد أكثر من ملائمة طريقة المربعات الصغرى للنموذج، يجب أن نقوم بالاختبارات التالية :

- ✓ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية " LM "؛
- ✓ اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء " ARCH - LM "؛
- ✓ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي " Jarque – Bera ".

و على أساس هذه الفرضيات سوف نقوم بعرض بعض المشاكل القياسية و التي تتعرض لها طريقة المربعات الصغرى العادية للتحقق من من الفرضيات السابقة و ذلك باستخدام أسلوب تحليل البواقي.

### 1- اختبار الارتباط الذاتي بين الإخطاء من الدرجة الثانية "LM" :

و يقيس هذا الاختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء لدرجة أكثر من الواحد، و ذلك باستخدام اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية و الجدول التالي يوضح نتائج هذا الإختبار :

#### الجدول رقم (6.2) نتائج اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.417011	Prob. F(2,15)	0.6664
Obs*R-squared	1.053455	Prob. Chi-Square(2)	0.5905

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه و النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة و التي تساوي  $R^2 = 1.05$  و هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 5.99$  و منه رفض الفرضية البديلة  $H_1$  و قبول الفرضية العدمية  $H_0$  و التي تقرر أنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

### 2- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء "ARCH - LM"

هو اختبار لتجانس التباين يعتمد على توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا بدرجة حرية إثنان و الجدول التالي يوضح نتائج هذا الإختبار :

#### الجدول رقم (7.2) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.61E-05	Prob. F(1,17)	0.9960
Obs*R-squared	2.92E-05	Prob. Chi-Square(1)	0.9957

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

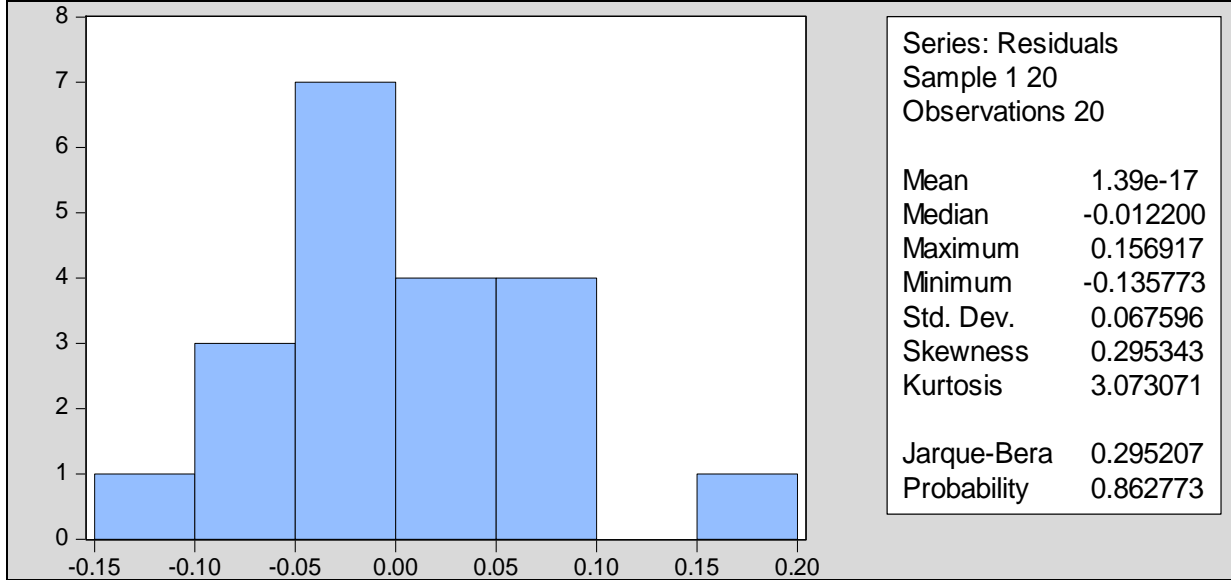
من خلال الجدول أعلاه و النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج و التي تساوي  $R^2 = 2.92$  هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع كاي دوا بدرجة حرية واحد و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 3.84$  و منه رفض الفرضية البديلة  $H_1$  و قبول الفرضية العدمية  $H_0$  التي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس أخطاء أي أن هناك تجانس في التباين.

### 3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي "Jarque – Bera"

و ذلك من أجل اختبار مدى توزيع البواقي طبيعيا و له عدة إختبارات، و سنستخدم أشهرها وهو اختبار Jarque – Bera و الذي يتبع توزيع كاي التريعي، ونتأجه يلخصها الشكل التالي :

الشكل رقم (5.2) التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن الإحصائية المحسوبة لاختبار " Jarque – Bera " (  $S = 0.295$  )، و أقل تماما من توزيع كاي دوا بدرجة حرية إثنان و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 5.99$  و منه قبول الفرضية البديلة  $H_1$  و رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و عليه فإن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

من نتائج الاختبارات السابقة نستنتج أن النموذج المختار و أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة و صالحة لتمثيل العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم و نسبة العائد على الأصول.

و الجدول التالي يلخص أهم نتائج النموذج للمتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  بدلالة نسبة العائد على الأصول ROA و العائد على حقوق الملكية ROE :

الجدول رقم (8.2) نتائج التقدير الأمثل للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية

Dependent Variable: ΔMVS  
Method: Least Squares  
Date: 04/16/18 Time: 14:42  
Sample: 1 20  
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.130755	0.018258	-7.161618	0.0000
ROA	1.388329	0.588895	2.357517	0.0306
ROE	-0.301295	0.310183	-0.971347	0.3450
R-squared	0.521467	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	0.465169	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.071462	Akaike info criterion	-2.301826	
Sum squared resid	0.086815	Schwarz criterion	-2.152466	
Log likelihood	26.01826	Hannan-Quinn criter.	-2.272669	
F-statistic	9.262612	Durbin-Watson stat	1.507053	
Prob(F-statistic)	0.001902			

المصدر من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول رقم (8.2) نستطيع تشخيص القوة الإحصائية للنموذج الذي تم تقديره و ذلك من خلال الاختبارات

التالية :

أ. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

- اختبار المعنوية الإحصائية ل  $B_0$

و من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول رقم (8.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob ل  $B_0$  تساوي 0.0000 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة ل  $\widehat{B_0}$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

- اختبار المعنوية الإحصائية ل  $B_1$

و من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المستقل العائد على الأصول ROA نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (8.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ  $B_1$  تساوي 0.0306 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_1$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

#### - اختبار المعنوية الإحصائية لـ $B_2$

و من أجل إختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المستقل العائد على حقوق الملكية ROE نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (8.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ  $B_2$  تساوي 0.3450 أكبر من 0.05 و منه قبول الفرضية العدمية  $H_0$  و رفض الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_2$  هي قيمة عشوائية، ومنه ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

#### ب. اختبار المعنوية الكلية للنموذج

و ذلك من أجل اختبار المعنوية الإحصائية للنموذج الكلي نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (8.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ F تساوي 0.00190 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_2$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

#### ت. اختبار جودة التوفيق

و من أجل إختبار جودة التوفيق سنعمد على معامل التحديد  $R^2$  و الذي يقوم بدراسة القدرة التفسيرية بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة.

من خلال النتائج و الجدول رقم (8.2) نلاحظ أن المعادلة تفسر لنا 52 في المائة من التغيرات الإجمالي التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و هي تعبر عن جود توفيق متوسطة لهذا النموذج، و فيما يخص النسبة المتبقية 48 في المائة ترجع إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

#### ❖ معادلة النموذج المقبول :

$$\Delta MVS = -0.130755205265 + 1.38832937353 * ROA - 0.301295080075 * ROE$$

تفسير العلاقة

- $B_0$  : معلمة الحد الثابت، و هي القيمة للمتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم عندما تنعدم المتغيرات المستقلة العائد على الأصول، و العائد على حقوق الملكية فإن القيمة المقدرة للمتغير التابع  $\Delta MVS$  تساوي  $-0.130$ ؛
- $B_1$  : معلمة المتغير المستقل العائد على الأصول، عند زيادة العائد على الأصول بوحدة واحدة يزيد التغير في القيمة السوقية للأسهم ب  $0.388$  وحدة، أي أن العلاقة بين العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية علاقة طردية.

ثانيا : تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط للتغير في القيمة السوقية بدلالة مؤشرات الربحية

في هذا الجزء سيتم عرض نتائج الانحدار الخطي البسيط و ذلك لاختبار أثر مؤشرات الربحية و المتمثلة في العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية على التغير في القيمة السوقية و أيهما لها أثر أكثر على التغير في القيمة السوقية للأسهم.

**1- تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط للتغير في القيمة السوقية بدلالة العائد على الأصول**

الجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل للعلاقة بين التغير في القيمة السوقية و العائد على الأصول

الجدول رقم (9.2) المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين  $\Delta MVS$  و  $ROA$

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	$R^2$	DW
		Prob $B_0$	Prob $B_1$	Prob F		
1	$\Delta MVS = B_0 + B_1 ROA$	0.000	0.000	0.000	0.49	1.55
2	$\Delta MVS = B_1 ROA$	-	0.660	-	-0.93	0.48

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و (05) و برنامج Eviews 9

من الجدول أعلاه و استنادا إلى اختيار أفضل نموذج بالاعتماد على المعايير المذكورة سابقا، يتضح أن النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و نسبة العائد على الأصول  $ROA$  هو النموذج الأول.

❖ المشاكل القياسية ( اختبار جودة النموذج )

من الناحية الإحصائية النموذج مقبول، و للتأكد أكثر من ملائمة طريقة المربعات الصغرى للنموذج، يجب أن نقوم بالاختبارات التالية :

1- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية " LM " :

الجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (10.2) نتائج اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.312378	Prob. F(2,16)	0.7361
Obs*R-squared	0.751597	Prob. Chi-Square(2)	0.6867

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول أعلاه و النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة و التي تساوي  $R^2 = 0.75$  و هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان و سبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 5.99$  ومنه رفض الفرضية البديلة  $H_1$  و قبول الفرضية العدمية  $H_0$  و التي تقرر أنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

2- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء " ARCH - LM "

و الجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (11.2) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.118653	Prob. F(1,17)	0.7347
Obs*R-squared	0.131693	Prob. Chi-Square(1)	0.7167

المصدر : من إعداد بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج 9 Eviews

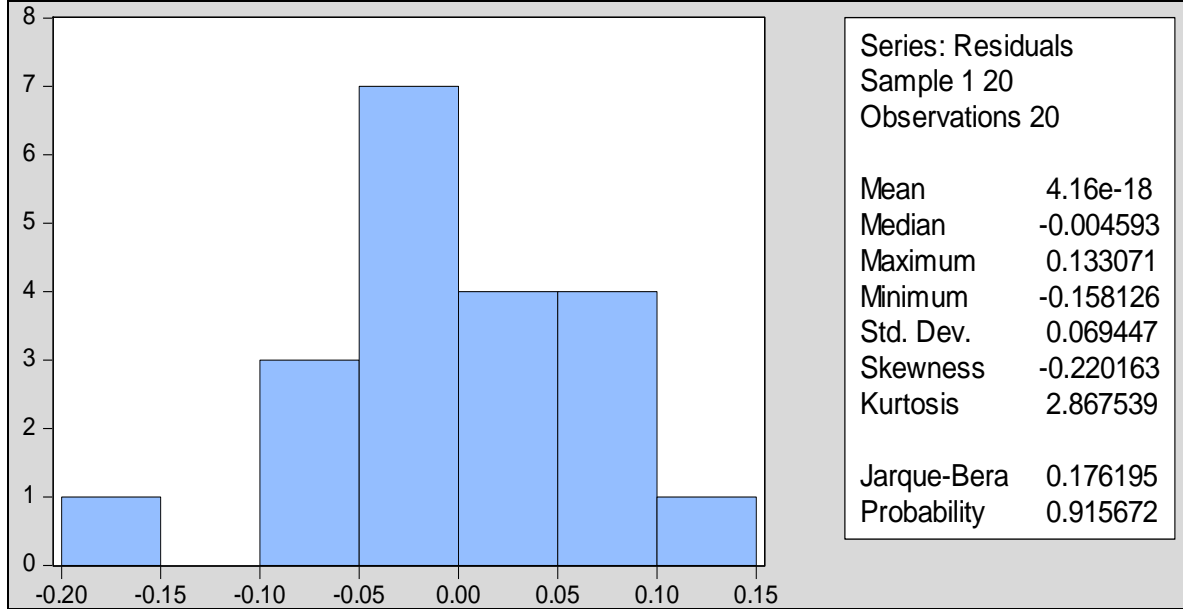
من خلال الجدول أعلاه و النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج و التي تساوي  $R^2 = 0.13$  هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع كاي دوا بدرجة حرية واحد و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 3.84$  و منه رفض الفرضية البديلة  $H_1$  و قبول الفرضية العدمية  $H_0$  التي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس أخطاء أي أن هناك تجانس في التباين.

### 3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي "Jarque – Bera"

والشكل التالي يلخص أهم نتائج هذا الاختبار :

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



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن الإحصائية المحسوبة لاختبار "Jarque – Bera" ( $S = 0.176$ )، و أقل تماما من توزيع كاي دوا بدرجة حرية إثنان و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 5.99$  و منه قبول الفرضية البديلة  $H_1$  و رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و عليه فإن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

من نتائج الإختبارات السابقة نستنتج أن النموذج المختار و أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة و صالحة لتمثيل العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم و نسبة العائد على الأصول.

و الجدول التالي يلخص أهم نتائج النموذج للمتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  بدلالة نسبة العائد على الأصول ROA :



الجدول رقم (12.2) نتائج التقدير الأمثل للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة نسبة العائد على الأصول

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
 Method: Least Squares  
 Date: 04/13/18 Time: 19:21  
 Sample: 1 20  
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.130309	0.018223	-7.150646	0.0000
ROA	0.851385	0.202728	4.199650	0.0005
R-squared	0.494908	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	0.466847	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.071350	Akaike info criterion	-2.347811	
Sum squared resid	0.091634	Schwarz criterion	-2.248237	
Log likelihood	25.47811	Hannan-Quinn criter.	-2.328373	
F-statistic	17.63706	Durbin-Watson stat	1.556555	
Prob(F-statistic)	0.000539			

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول رقم (12.2) نستطيع تشخيص القوة الإحصائية للنموذج الذي تم تقديره و ذلك من خلال الاختبارات التالية :

أ. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

- اختبار المعنوية الإحصائية ل  $B_0$

و من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول رقم (12.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob ل  $B_0$  تساوي 0.0000 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة ل  $\widehat{B}_0$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

- اختبار المعنوية الإحصائية ل  $B_1$

و من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المستقل نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (12.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ  $B_1$  تساوي 0.0005 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_1$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

### ب. اختبار المعنوية الكلية للنموذج

و ذلك من أجل اختبار المعنوية الإحصائية للنموذج الكلي نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (12.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ F تساوي 0.000539 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_1$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

### ت. اختبار جودة التوفيق

و من أجل اختبار جودة التوفيق سننعمد على معامل التحديد  $R^2$  و الذي يقوم بدراسة القدرة التفسيرية بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

من خلال النتائج و الجدول رقم (12.2) نلاحظ أن المعادلة تفسر لنا 49 في المائة من التغيرات الإجمالي التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و هي تعبر عن جود توفيق متوسطة لهذا النموذج، و فيما يخص النسبة المتبقية 51 في المائة ترجع إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

### ❖ معادلة النموذج المقبول :

$$\Delta MVS = -0.130308527869 + 0.851385458912 * ROA$$

### تفسير العلاقة

- $B_0$  : معلمة الحد الثابت، و هي القيمة للمتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم عندما ينعدم المتغير التابع العائد على الأصول، فإن القيمة المقدرة للمتغير التابع  $\Delta MVS$  تساوي -0.130؛
- $B_1$  : : معلمة المتغير المستقل العائد على الأصول، عند زيادة العائد على الأصول بوحدة واحدة يزيد التغير في القيمة السوقية للأسهم بـ 0.851 وحدة، أي أن العلاقة بين العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية علاقة طردية.

## 2- تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط للتغير في القيمة السوقية بدلالة العائد على حقوق الملكية

و الجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل للعلاقة بين التغير في القيمة السوقية و العائد على حقوق الملكية :

الجدول رقم (13.2) المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين  $\Delta MVS$  و  $ROE$

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	$R^2$	DW
		Prob $B_0$	Prob $B_1$	Prob F		
1	$\Delta MVS = B_0 + B_1 ROE$	0.000	0.004	0.004	0.36	1.50
2	$\Delta MVS = B_1 ROE$	-	0.770	-	-0.95	0.52

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و (06) و برنامج 9 Eviews

من الجدول أعلاه و استنادا إلى اختيار أفضل نموذج بالإعتماد على المعايير المذكورة سابقا، يتضح أن النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و نسبة العائد على حقوق الملكية  $ROE$  هو النموذج الأول.

### ❖ المشاكل القياسية (اختبار جودة النموذج)

من الناحية الإحصائية النموذج مقبول، و للتأكد أكثر من ملائمة طريقة المربعات الصغرى للنموذج، يجب أن نقوم بالاختبارات التالية :

### 1- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM" :

و الجدول التالي يوضح أهم نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (14.2) نتائج اختبار Breusch-Godfrey من الدرجة الثانية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.637512	Prob. F(2,16)	0.5415
Obs*R-squared	1.476148	Prob. Chi-Square(2)	0.4780

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول أعلاه و النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة و التي تساوي  $R^2 = 1.47$  و هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع "كاي دوا" بدرجة حرية إثنان و سبة معنوية 0.05.

حيث  $X^2_{0.05} = 5.99$  ومنه رفض الفرضية البديلة  $H_1$  و قبول الفرضية العدمية  $H_0$  و التي تقرّر أنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

## 2- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء "ARCH - LM"

و الجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (15.2) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.903744	Prob. F(1,17)	0.3551
Obs*R-squared	0.959081	Prob. Chi-Square(1)	0.3274

المصدر : من إعداد بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

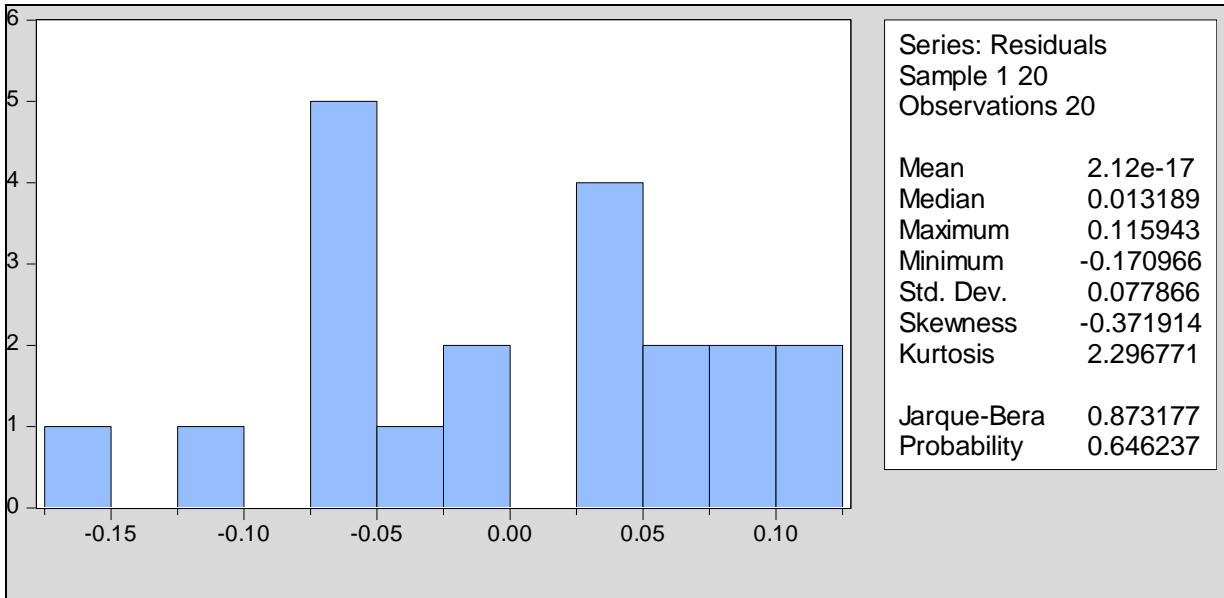
من خلال الجدول أعلاه و النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج و التي تساوي  $R^2 = 0.95$  و هي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع كاي دوا بدرجة حرية واحد و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 3.84$  و منه رفض الفرضية البديلة  $H_1$  و قبول الفرضية العدمية  $H_0$  التي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس أخطاء أي أن هناك تجانس في التباين.

## 3- اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا "Jarque – Bera"

والشكل التالي يلخص أهم نتائج هذا الاختبار :

الشكل رقم (7.2) التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبقايا (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن الإحصائية المحسوبة لاختبار "Jarque – Bera" ( $S = 0.873$ )، و أقل تماما من توزيع كاي دوا بدرجة حرية إثنان و نسبة معنوية 0.05.

حيث  $X_{0.05}^2 = 5.99$  و منه قبول الفرضية البديلة  $H_1$  و رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و عليه فإن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

من نتائج الاختبارات السابقة نستنتج أن النموذج المختار و أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة وصالحة لتمثيل العلاقة بين التغير في القيمة السوقية للأسهم و نسبة العائد على حقوق الملكية.

و الجدول التالي يلخص أهم نتائج النموذج للمتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  بدلالة نسبة العائد على حقوق الملكية ROE :

الجدول رقم (16.2) نتائج التقدير الأمثل للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة نسبة العائد على حقوق الملكية

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
 Method: Least Squares  
 Date: 04/13/18 Time: 20:58  
 Sample: 1 20  
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.122568	0.020066	-6.108272	0.0000
ROE	0.385125	0.119726	3.216714	0.0048
R-squared	0.365018	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	0.329741	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.079999	Akaike info criterion	-2.118954	
Sum squared resid	0.115198	Schwarz criterion	-2.019381	
Log likelihood	23.18954	Hannan-Quinn criter.	-2.099517	
F-statistic	10.34725	Durbin-Watson stat	1.504659	
Prob(F-statistic)	0.004783			

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (02) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول رقم (16.2) نستطيع تشخيص القوة الإحصائية للنموذج الذي تم تقديره و ذلك من خلال الاختبارات التالية :

أ. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

- اختبار المعنوية الإحصائية ل  $B_0$

و من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول رقم (16.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ  $B_0$  تساوي 0.0000 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_0$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

#### - اختبار المعنوية الإحصائية لـ $B_1$

و من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المستقل نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (16.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ  $B_1$  تساوي 0.0048 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_1$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.005.

#### ب. اختبار المعنوية الكلية للنموذج

و ذلك من أجل اختبار المعنوية الإحصائية للنموذج الكلي نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

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

من النتائج المتحصل عليها و من خلال الجدول (16.2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ F تساوي 0.004783 أقل من 0.05 و منه رفض الفرضية العدمية  $H_0$  و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن القيمة المقدرة لـ  $\widehat{B}_1$  هي قيمة غير عشوائية، و منه لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

#### ت. اختبار جودة التوفيق

و من أجل اختبار جودة التوفيق سنعمد على معامل التحديد  $R^2$  و الذي يقوم بدراسة القدرة التفسيرية بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

من خلال النتائج و الجدول رقم (16.2) نلاحظ أن المعادلة تفسر لنا 36 في المائة من التغيرات الإجمالي التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و هي تعبر عن جود توفيق ضعيفة لهذا النموذج، و فيما يخص النسبة المتبقية 64 في المائة ترجع إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

❖ معادلة النموذج المقبول :

$$\Delta MVS = -0.122568055801 + 0.385124558604 * ROE$$

تفسير العلاقة

- $B_0$  : معلمة الحد الثابت، و هي القيمة للمتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم عندما ينعدم المتغير التابع العائد على حقوق الملكية، فإن القيمة المقدرة للمتغير التابع  $\Delta MVS$  تساوي -0.122؛
- $B_1$  : معلمة المتغير المستقل العائد على حقوق الملكية، عند زيادة العائد على حقوق الملكية بوحدة واحدة يزيد التغير في القيمة السوقية للأسهم بـ 0.385 وحدة، أي أن العلاقة بين العائد على حقوق الملكية و التغير في القيمة السوقية علاقة طردية.

الفرع الرابع : اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف

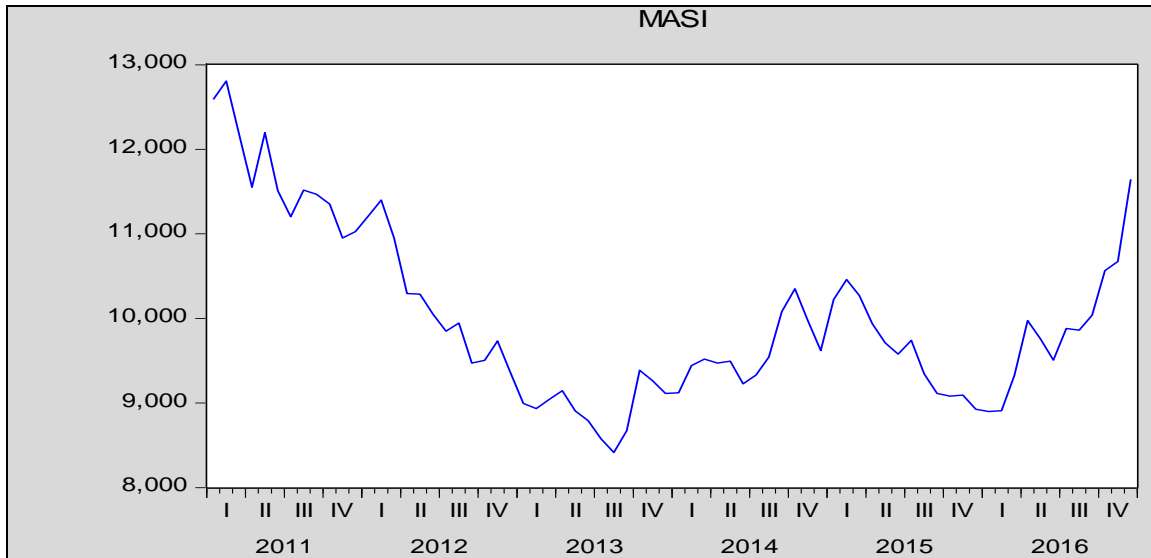
في هذا الفرع سنحاول اختبار مدى كفاءة بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، من خلال دراسة سلوك الأسعار لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم و المعبر عنها بسعر الإغلاق، و يقوم هذا الاختبار على معرفة مدى وجود حركة عشوائية لأسعر الأسهم و ذلك من خلال عرض بعض الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرار، و اختبار BDS.

أولا : اختبار استقرارية سلسلة أسعار الإغلاق مؤشر مازي العائم

نقوم من خلال هذا الجزء بعرض بعض الاختبارات الخاصة بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

1- عرض تطور مؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)

الشكل رقم (8.2) تطور مؤشر مازي العائم للفترة (شهرية) (2011-2016)



المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و برنامج Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تطور مؤشر مازي العام في تذبذب خلال الفترة (2011-2015)، أما من سنة 2015 إلى 2016 نلاحظ أن هناك تزايد في مؤشر مازي العام، و هو مايدل على وجود اتجاه عام للسلسلة.

## 2- دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة المدروسة

قبل اجراء الاختبارات المتعلقة باستقرارية السلاسل الزمنية نقوم بدراسة دالة الارتباط الذاتي للسلسلة محل الدراسة، و ذلك لمعرفة طبيعة السلسلة و الجدول التالي يعرض هذا الارتباط :

### الجدول رقم (17.2) دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر مازي العام للفترة (2011-2016)

Date: 04/13/18 Time: 17:38

Sample: 2011M01 2016M12

Included observations: 72

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *****	. *****	1	0.880	0.880	58.094	0.000
. *****	. .	2	0.765	-0.043	102.58	0.000
. *****	. .	3	0.695	0.138	139.88	0.000
. *****	. .	4	0.648	0.064	172.76	0.000
. *****	. .	5	0.573	-0.118	198.86	0.000
. *****	. .	6	0.499	-0.010	218.95	0.000
. *****	. .	7	0.434	-0.034	234.36	0.000
. *****	. .	8	0.360	-0.095	245.17	0.000
. *****	. .	9	0.280	-0.067	251.81	0.000
. *****	. .	10	0.208	-0.037	255.54	0.000
. *****	. .	11	0.159	0.028	257.76	0.000
. *****	. .	12	0.107	-0.046	258.78	0.000
. *****	. .	13	0.039	-0.086	258.92	0.000
. *****	. .	14	-0.030	-0.063	259.01	0.000
. *****	. .	15	-0.080	-0.012	259.61	0.000
. *****	. .	16	-0.120	-0.016	260.97	0.000
. *****	. .	17	-0.147	0.033	263.07	0.000
. *****	. .	18	-0.171	-0.009	265.97	0.000
. *****	. .	19	-0.191	-0.005	269.63	0.000
. *****	. .	20	-0.203	0.013	273.87	0.000
. *****	. .	21	-0.197	0.068	277.91	0.000
. *****	. .	22	-0.208	-0.100	282.51	0.000
. *****	. .	23	-0.232	-0.081	288.38	0.000
. *****	. .	24	-0.240	0.011	294.79	0.000
. *****	. .	25	-0.213	0.095	299.93	0.000
. *****	. .	26	-0.192	-0.008	304.21	0.000
. *****	. .	27	-0.202	-0.097	309.04	0.000
. *****	. .	28	-0.212	-0.043	314.50	0.000
. *****	. .	29	-0.194	0.050	319.17	0.000
. *****	. .	30	-0.175	-0.009	323.04	0.000
. *****	. .	31	-0.138	0.132	325.51	0.000
. *****	. .	32	-0.101	0.001	326.88	0.000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معاملات دالة الارتباط الذاتي معظمها خارج مجال الثقة، و هذا يعني الاختلاف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 0.05 و منه فإن سلسلة مؤشر مازي العام غير مستقرة.



و نستطيع تأكيد ذلك عن طرق إحصائية Q Ljung -Box و التي بلغت  $Q = 326.88$  عند مستوى  $h = 32$  و هي أكبر من الإحصائية  $X^2_{0.05, 32} = 45.325$  و المستخرجة من جدول توزيع "كاي دوا" و منه رفض  $H_0$  و قبول  $H_1$  أي عدم إنعدام معاملات الارتباط الذاتي.

### 3- اختبار (1981) ديكي فولر المطور (ADF)

حيث يقوم اختبار ADF على اختبار المعنوية الإحصائية المقدرة للنماذج الموالية المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية و الجدول الموالي يبين نتائج هذا الاختبار:

#### الجدول رقم (18.2) نتائج اختبار ADF

Null Hypothesis: MASI has a unit root		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
Test ADF	Exogenous	Prob
النموذج الأول	None	0.4793
النموذج الثاني	Constant	0.2121
النموذج الثالث	Constant, Linear Trend	0.9530

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و (07) و برنامج Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لهذا الاختبار كانت أكبر من 0.05 و منه قبول  $H_0$  و رفض  $H_1$  أي أن هناك جذر وحدوي في السلسلة، و بالتالي هي غير مستقرة.

### 4- اختبار (1988) Phillips-Perron (PP)

و يسمح هذا الاختبار بتجاوز مشكلتي الارتباط الذاتي للبقايا و عدم ثبات التباين للخطأ العشوائي و الجدول الموالي يبين نتائج هذا الاختبار :

#### الجدول رقم (19.2) نتائج اختبار PP

Null Hypothesis: MASI has a unit root		
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Test PP	Exogenous	Prob
النموذج الأول	None	0.4793
النموذج الثاني	Constant	0.2121
النموذج الثالث	Constant, Linear Trend	0.9785

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و (08) و برنامج Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار (PP) أكبر من 0.05 و منه قبول  $H_0$  و رفض  $H_1$  أي أن هناك جذر وحدوي في السلسلة، و بالتالي هي غير مستقرة.

### 5- اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992)

و هو اختبار يقوم على فرضية غياب جذور الوحدة بمعنى آخر أنه يعتمد على فرضية استقرار السلاسل الزمنية و الجدول الموالي يبين نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (20.2) نتائج اختبار KPSS

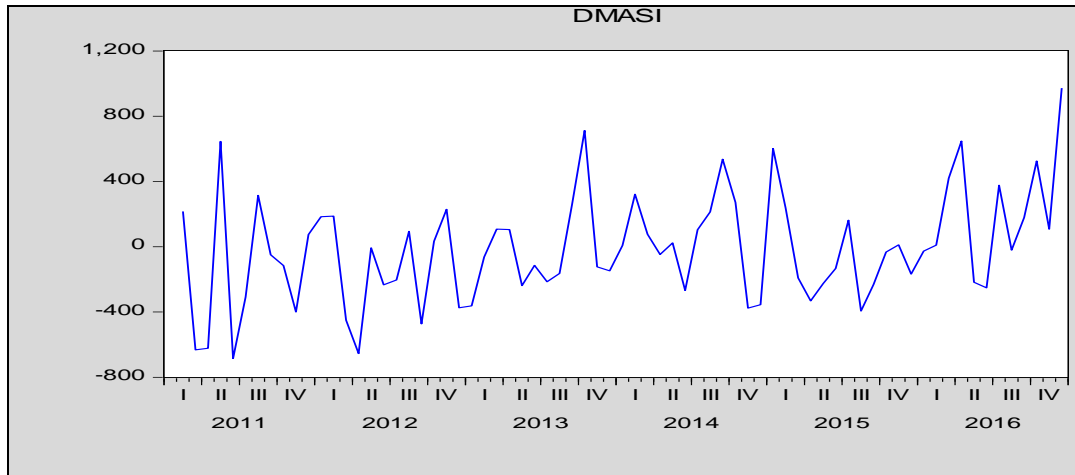
Null Hypothesis: MASI is stationary			
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
Test KPSS	Exogenous	LM-Stat	Valeur Critique a 5%
النموذج الثاني	Constant	0.459402	0.463000
النموذج الثالث	Constant, Linear Trend	0.232743	0.146000

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و (09) و برنامج Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الحرجة ل LM أكبر من القيمة الحرجة عند 0.05 و منه قبول  $H_0$  و رفض  $H_1$  أي أن السلسلة غير مستقرة.

مما سبق يتضح أن جميع النتائج المتوصل إليها لكل النماذج تؤكد أن سلسلة مؤشر مازي العام للفترة (2011-2012) غير مستقرة، و الأسعار تحدد عشوائياً، و لكي نتأكد من ذلك سنقوم بدراسة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (9.2) التمثيل البياني لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العام للفترة (2011-2016)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و برنامج Eviews 9

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن التمثيل البياني لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العام هي سلسلة مستقرة إذ أنها تدور حول الصفر و لكن تباينها غير ثابت، و لكي نتأكد من ذلك سنقوم باختبار الاستقرار بالاعتماد على اختبار PP حيث نتائجه يلخصها الجدول التالي :

## الجدول رقم (21.2) نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العام

Null Hypothesis :D (MASI) has a unit root		
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Test PP	Exogenous	Prob
النموذج الأول	None	0.0000
النموذج الثاني	Constant	0.0000
النموذج الثالث	Constant, Linear Trend	0.0000

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و (10) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار (PP) أقل من 0.05 و منه رفض  $H_0$  و قبول  $H_1$  أي أنه ليس هناك جذر وحدوي في السلسلة، و بالتالي هي سلسلة مستقرة، و الاختبارات السابقة تؤكد هذه النتيجة.

## ثانيا : اختبار كفاءة سوق الدار البيضاء عند المستوى الضعيف

من أجل اختبار كفاءة سوق الدار البيضاء، سنعمد على اختبار BDS إذ يعتبر هذا الاختبار الأكثر شيوعا في دراسة السلاسل الزمنية، و يختبر هذا الاختبار قابلية السلسلة الزمنية للتنبؤ على المدى القصير، أي أنه يدرس طبيعة الصدمات الخارجية التي تطرأ على الأسواق المالية.

إذا كانت إحصائية BDS أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96، سنرفض الفرضية العدمية  $H_0$  وهي فرضية عدم الارتباط بين المشاهدات و قبول الفرضية البديلة  $H_1$  و هي فرضية الارتباط بين المشاهدات و التي تدل على عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، و إذا كانت هذه الإحصائية أقل من القيمة الحرجة 1.96، سنقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  و هذا له دلالة أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف و الجدول التالي يوضح أهم نتائج الاختبار :

## الجدول رقم (22.2) نتائج اختبار BDS

BDS Test for MASI

Date: 04/13/18 Time: 19:00

Sample: 2011M01 2016M12

Included observations: 72

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.156022	0.008748	17.83574	0.0000
3	0.275293	0.014049	19.59590	0.0000
4	0.362005	0.016904	21.41565	0.0000
5	0.424073	0.017803	23.82059	0.0000
6	0.463799	0.017349	26.73350	0.0000

Raw epsilon	1488.574		
Pairs within epsilon	3670.000	V-Statistic	0.707948
Triples within epsilon	200824.0	V-Statistic	0.538044

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	1657.000	0.666801	1776.000	0.714688	0.510779
3	1548.000	0.640994	1727.000	0.715114	0.365701
4	1456.000	0.620631	1673.000	0.713129	0.258626
5	1369.000	0.600966	1611.000	0.707199	0.176892
6	1292.000	0.584351	1554.000	0.702849	0.120552

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03) و برنامج 9 Eviews

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن إحصائية BDS من أجل كل الأبعاد (2، 3، 4، 5، 6) و هي أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96 عند نسبة مجازفة 0.05، و منه قبول الفرضية  $H_1$  الارتباط بين المشاهدات و رفض الفرضية  $H_0$  عدم الارتباط بين المشاهدات، و التي تعني أن سلسلة أسعار الإغلاق لمؤشر مازي العائم قابلة للتنبؤ على المدى القصير، و هذا يدل على عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

و قد تم اختبار كفاءة السوق من أجل معرفة مدى إستجابة سوق الدار البيضاء للمعلومات الواردة عليه و انعكاسها في الأسعار و أيضا إذا ما كانت هذه المعلومات تنعكس بشكل يلائم أسعارها في البورصة مقارنة مع أدائها المالي.

المطلب الثالث : تحليل و مناقشة النتائج

إن النتائج الإحصائية التي تحصلنا عليها مكنتنا من معرفة أي من مؤشرات الربحية و المتمثلة في العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية كان لها تأثير على التغير في القيمة السوقية للأسهم، و لكي نستطيع فهم النتائج التي توصلنا إليها أكثر سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل و مناقشة النتائج من الناحية الاقتصادية وفقا للفرضيات و ما طرح من الأسئلة في المقدمة.

لقد كان الهدف الرئيسي في هذه الدراسة معرفة مدى تأثير مؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية و ذلك للفترة (2011-2016)، و من أجل تحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على نموذجين و من ثم اختيار منها النموذج المناسب و ذلك بناء على عدة معايير و قد تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد و البسيط باعتبارها المناسبين لهذه الدراسة، و على هذا الأساس يمكننا تحليل نتائج الدراسة الإحصائية كما يلي :

### أولا : تحليل نتائج الانحدار المتعدد

و كانت نتائج الدراسة كما يلي :

وجود علاقة طردية موجبة لها دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم، و منه يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لمعرفة أثره على التغير في القيمة السوقية للأسهم، و قد جاءت كل من الدراسات السابقة (دراسة كسري أسماء و صالح محمد يزيد (2017)، دراسة عماد محمد الباز و محمد عيسى الشيخ علي (2016)، شعبان محمد عقيل شعبان لولو 2015، Osman Issah 2015، Soleyman Haghiri & Amir Haghiri 2012، Majed 2012، Abdle Majid Kabajeh and other) متفقة مع نتيجة هذه الدراسة و التي أثبتت وجود علاقة بين العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم.

فشل مؤشر العائد على حقوق الملكية في وجود تأثير له على التغير في القيمة السوقية للأسهم، و بالتالي يعد هذا المؤشر معيارا غير صالح للتنبؤ بالتغير للقيمة السوقية للأسهم مستقبلا، و قد جاءت دراسة (شعبان محمد عقيل شعبان لولو 2015) متفقة مع نتيجة هذه الدراسة و التي أثبتت عدم وجود علاقة بين العائد على حقوق الملكية و التغير في القيمة السوقية للأسهم.

### ثانيا : تحليل نتائج الانحدار البسيط

أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة منفردة أي كل على حدى مع المتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم، حيث كان العائد على الأصول أكثر قدرة تفسيرية من العائد على حقوق الملكية، فزيادة نسبة الربحية تؤثر بشكل إيجابي على التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم، إذ يتضح من نتائج الدراسة أن الأداء المالي الجيد للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية له دور كبير في تعظيم القيمة السوقية للأسهم و تساعد هذه المؤشرات المستثمرين في فهم سلوك التغير في القيمة السوقية للأسهم و فهم العوامل المؤثرة عليها.

و أيضا تساعد النسب القائمة على الربحية في جذب المستثمرين الجدد الذين يطمحون في الحصول على أرباح مستقبلية، لذا قد يرى المستثمر المغربي أن زيادة الأرباح هي المحرك الأول للقيمة السوقية للأسهم.

و كما نستطيع أيضا إرجاع وجود أثر لمؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية للأسهم إلى أن المستثمرين في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية يعتمدون بشكل كبير على التحليل الفني و هذا يعود إلى عدم كفاءة بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية عند المستوى الضعيف فقد أظهرت نتائج اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية المعتمدة في الدراسة و التي طبقت على مؤشر مازي العائم و ذلك للفترة (2011-2016)، أن السلسلة بها جذر وحدوي و منه فهي سلسلة غير مستقرة، و بالاعتماد أيضا على إحصائية BDS و التي أظهرت أن مؤشر مازي العائم قادر على التنبؤ في المدى القصير، و هذا يعني أن بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف، و قد جاءت كل من الدراسات السابقة (زرغون محمد و شنين عبد النور 2015، مفيد عبد الله الظاهر و سام عبد القادر الفقهاء (2011)، A.A.A.I.Wijesundera, and Other) متفقة مع نتيجة هذه الدراسة و التي أثبتت وجود علاقة بين العائد على حقوق الملكية و التغير في القيمة السوقية للأسهم.

### ثالثا : تحليل نتائج الارتباط

أظهرت نتائج مصفوفة الارتباط أن مؤشرات الربحية لها تأثير على التغير في القيمة السوقية للأسهم، كما قد جاء مؤشر العائد على حقوق الملكية أكثر مؤشر يؤثر على التغير في القيمة السوقية للأسهم لكونه مؤشر شائع للعائد المطلوب على الاستثمارات، ثم بعد ذلك جاء اهتمام المستثمرين بمؤشر العائد على الأصول باعتباره مؤشر يقيس مدى نجاح المسيرين في استخدامهم لأصول المؤسسة لزيادة ربحيتها بغض النظر عن طرق تمويلها.

## خلاصة

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة على الفرضيات المطروحة، و من خلال البحث على النماذج المناسبة و التي تظهر الأثر بين المتغيرات المستقلة (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE) على المتغير التابع التغير في القيمة السوقية للأسهم  $\Delta MVS$  و يمكننا تلخيص أهم النتائج التي توصلنا إليها كما يلي :

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم و عدم وجود تأثير للعائد على حقوق الملكية على التغير في القيمة السوقية للأسهم و هذا في نتائج الانحدار الخطي المتعدد أي أن العائد على حقوق الملكية ليس له دلالة إحصائية مجتمعة مع العائد على الأصول؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول لوحده و التغير في القيمة السوقية للأسهم؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية لوحده و التغير في القيمة السوقية للأسهم؛
- العائد على الأصول له أثر أكثر على التغير في القيمة السوقية للأسهم من العائد على حقوق الملكية؛
- سوق الدار البيضاء للأوراق المالية غير كفء عند المستوى الضعيف.

الخاتمة



لقد قمنا في هذه الدراسة بمعالجة موضوع تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2011-2016) حيث تناولت إشكالية الدراسة مدى تأثير مؤشرات الربحية على تفسير أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، و قد تطلب ذلك الاعتماد على فصلين، الأول متعلق بالأدبيات النظرية للأداء المالي و الدراسات السابقة التي وجد من بينها من تتوافق مع نتائج هذه الدراسة و منها لم تتوافق معها، و الفصل الثاني تم التطرق فيه إلى الدراسة التطبيقية، و هذا وفقا للمناهج المذكورة سابقا، و توصلت الدراسة إلى مايلي :

## 1- نتائج اختبار الفرضيات

و قد توصلت نتائج الدراسة إلى مايلي :

أ- بالنسبة للفرضية الأولى في أن " مؤشرات الربحية مقاسة بالعائد على الأصول لها تأثير على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم " تم إثباتها وفقا لنموذجي الإنحدار المتعدد و البسيط و ذلك من خلال النتائج التالية :

- نموذج الإنحدار المتعدد : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 0.05؛
- نموذج الإنحدار البسيط : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 0.05.

من خلال هذه النتائج المتحصل عليها من النموذجين نستنتج أن معدل العائد على الأصول يعد مقياسا لنتيجة الشركة و مدى ربحيتها، و ربما يعود هذا إلى أن المستثمرين في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية يعتمدون في اتخاذ قراراتهم على هذا المؤشر لأنه يعتبر أهم مصدر من المصادر التي يحكم بها على الأداء المالي للشركات و مقياسا لمعرفة أثره على التغير في القيمة السوقية للأسهم.

ب- بالنسبة للفرضية الثانية في أن " مؤشرات الربحية مقاسة بالعائد على حقوق الملكية لها تأثير على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم " تم إثباتها و لكن ليس بشكل مطلق، وفقا لنموذجي الإنحدار المتعدد و البسيط و ذلك من خلال النتائج التالية :

- نموذج الإنحدار المتعدد : عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول و التغير في القيمة السوقية للأسهم؛

و قد يعود هذا إلى أن المستثمرين في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية أصبح لهم توجهات أخرى في المفاضلة بين الاستثمارات منها مايقطع عليه بالمؤشرات الحديثة كالقيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة إذ نجد أن هذه المؤشرات تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال و تهتم بالربحية و القيمة معا بعكس مؤشرات الربحية.

و من المفترض أن يهتم المستثمرون بالمدودية المطلوبة حسب درجة المخاطرة، أي معدل العائد المطلوب مقارنة بإستثمارات أخرى و بما يطلبونه كتعويض عن المخاطرة بدل المدودية المالية التي تتأثر بالمعالجة المحاسبية و التي لا تأخذ بعين الإعتبار المخاطر.

● نموذج الإنحدار البسيط : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية و التغير في القيمة السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 0.05.

من خلال النتائج المتحصل عليها من النموذجين نستنتج أن معدل العائد على حقوق الملكية له تأثير على التغير في القيمة السوقية للأسهم و هو منفرد أكثر من قدرته و هو مجتمع مع معدل العائد على الأصول و قد يعود هذا لأن المستثمر المغربي يعطي أهمية كبيرة للعائد على الأصول في إتخاذ قراراته و تفسيره للتغير في القيمة السوقية للأسهم.

ت- بالاعتماد على إحصائية BDS توصلت الدراسة إلى أن مؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)، قابل لتنبؤ بالأسعار على المدى القصير، و هذا يعني أن بورصة الدار البيضاء غير كفئة عند المستوى الضعيف.

عموما و من نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها أكدت على أهمية مؤشرات الربحية في دعم قرارات المستثمرين في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، و التي بدورها تؤثر على التغير في القيمة السوقية للأسهم، و هذا ما أكدته نتائج الدراسات السابقة.

## 2- إقتراحات و توصيات الدراسة

من النتائج المتوصل إليها و من خلال هذا البحث أوصت الباحثة بما يلي :

- على إدارة بورصة الدار البيضاء محاولة تطوير أساليب الإفصاح و الشفافية و تطبيق المعايير المحاسبية الدولية كمنهج لرفع الكفاءة المعلوماتية؛
- على إدارة بورصة الدار البيضاء أن تلزم مؤسساتها الاقتصادية بالتركيز على مؤشرات الربحية لكونها تعكس الأداء المالي للمؤسسات، كي يتسنى للمستثمر بناء قراراته المناسبة في أسهم هذه المؤسسات مبتعدا على المخاطرة و المجازفة؛
- ضرورة إهتمام المستثمرين بالعلاقة القوية بين مؤشرات الربحية و التغير في القيمة السوقية للأسهم للمؤسسات المسعرة في بورصة الدار البيضاء، إذ أن نسب الربحية تعكس الحالة الجيدة للمؤسسة مقارنة بالمؤسسات الأخرى، كما يجب على المستثمرين التركيز على النسب المالية المستندة إلى الميزانية و جدول حسابات النتائج عند تحليل الوضعية المالية للمؤسسة إذ تعد هذه النسب المرآة العاكسة لأدائها المالي؛
- الإتصال الدائم مع المؤسسات المالية التي تقوم بجمع و تحليل و نشر المعلومات المالية للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء.

## 3- آفاق الدراسة

بناء على ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة، و نظرا للمجال الواسع في البحث في هذا الموضوع نوصي بما يلي :

- إعادة بناء هذه الدراسة باختبار مؤشرات أخرى حديثة و اقتصادية لفهم أكثر لأثر العوامل المؤثرة على التغير في القيمة السوقية للأسهم؛

- 
- القيام بهذه الدراسة دون حساب المتوسط للمتغيرات الدراسة و ذلك من أجل المقارنة بين نتائج مختلف سنوات الدراسة.
  - البحث عن اختبارات لقياس الكفاءة عند المستوى المتوسط؛
  - تطبيق هذه الدراسة في مدة زمنية مختلفة و بيئة مغايرة حتى يتمكن من تحديد مدى قدرة مؤشرات الربحية في تحقيق أفضل أداء و تأثيرها على التغير في القيمة السوقية للأسهم.

# المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب :

1. عبد السلام أبو قحف، أساسيات التنظيم و الإدارة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
2. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، دون طبعة، دون دار نشر، القاهرة، دون تاريخ.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.
4. سيد محمد جاد الرب، إستراتيجيات تحسين و تطوير الأداء : الأطر المنهجية و التطبيقات العملية، مطبعة العشري، مصر، 2005.
5. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، مركزية الإسكندرية للكتاب، مصر، 1999.
6. فلاح حسن الحسني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي إستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
7. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2009.
8. إبراهيم الخلوف الملكاوي، إدارة الأداء باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2009.
9. الداوي الشيخ، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد السابع، 2010.
10. فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية إيطار نظري و محتوى عملي - الإستثمار - التخطيط - التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 2013.
11. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، دون دار نشر، فلسطين، 2008.
12. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
13. وائل محمد صبحي، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء و بطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
14. كراجة عبد الحميد و آخرون، الإدارة و التحليل المالي (المفاهيم و الأسس و تطبيقات)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2000.
15. محمد عبد الحميد عطية، الإستثمار في البورصة (سوق المال - التحليل الأساس - التحليل الفني - أدوات التحليل المالي - مؤشرات أداء السوق - إتجاهات الأسعار - محفظة الإستثمار)، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011.
16. فؤاد مجيد كرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية، دار المنهج للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
17. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، 1997.

البحوث الجامعية :

- 1 . دانة بسام مُجد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2008.
- 2 . صالح بلاسكة، قابلية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن كأداة لتقييم الاستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011/2012.
- 3 . عمار بن مالك ، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2011.
- 4 . مُجد نعيم الحلو، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2010.
- 5 . سميرة السايح، إستخدام النسب المالية في الانتقاء العقلائي للأسهم لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013/2014.
- 6 . سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال و أثره على القيمة السوقية، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2009.
- 7 . مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي بإستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، 2012/2013.
- 8 . سعيد فتحي مقداد، أثر مشاركة المحاسبين في تطوير نظم المعلومات المحاسبية على تحسين الأداء المالي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2010.

المجلات :

- 1 . عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، المجلد السابع، العدد الثاني، جامعة غرداية، الجزائر، 2014.
- 2 . كلبونة و آخرون، أثر إستخدام نظم المعلومات المحاسبية على الأداء المالي، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد التاسع عشر، العدد الثاني، 2011.
- 3 . سحر طلال إبراهيم، تقويم بطاقة أداء الوحدات الاقتصادية باستعمال بطاقة الأداء المتوازن، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخامس و الثلاثون، جامعة العراق، 2013.

المراجع باللغة الأجنبية :

1 . Ursula, T.(2015). Analysing the Effect of Return on Equity, Return on Assets and Earnings per share Toward share Price: An Empirical Study of Food and Beverage Companies Listed on Indonesia Stock Exchange, **Jornal Berkala Ilmiah Efisiensi**, Sam Ratulangi University, Indonesia, vol 15, no 5.

2 . Pourali, M.R.and Rozez. (2013), the Relationship Between Market value Added with Refined Economic Value Added and Performance Accounting Criteria in the Firms Listed in the Tehran Stock Exchange, **International Research journal of Applied and Basic Sciences**, Islamic Azad University, Iran, vol 4.

المواقع الإلكترونية :

1 . 1/11/2017، <http://www.vernimmen.net/Lire/Memoires de recherche.php>

2 . 10/3/2018 [www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx](http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx)

الملاحق



## الملحق رقم 01 : شركات عينة الدراسة

القطاع	إسم الشركة	رمز الشركة
القطاع الصناعي	AFRIC INDUSTRIES	GAZ
	ALUMINUM DU MAROC	ALM
	CENTRALE DANONE	CDA
	LAFARGE HOLCIM MAR	LHM
	LESIEUR CRSITAL	LES
	PROMOPHARM S.A	PRO
	SNIP	SNP
	DELATTRE LEVIVIER MAROC	DLM
	MAGHREB OXYGENE	MOX
	NEXANS MAROC	NEX
	SONASID	STD
	STROC INDUSTRIE	STR
	ZELLIDJA S.A	ZDJ
قطاع الخدمات	AUTO NEJMA	NEJ
	MANAGEM	MNG
	TIMAR	TIM
	DISWAY	DWY
	M2M GROUP	M2M
	MICRODATA	MIC
	REALISATIONS MECANIQUES	SRM

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء

## الملحق رقم 02 : متغيرات الدراسة

الشركة	التغير في القيمة السوقية للأسهم	العائد على الأصول ROE	العائد على حق الملكية ROA
1	-0,17875182	0,137715076	0,056827704
2	-0,17894619	-0,000740643	-0,0000450604
3	-0,02851486	0,017966145	0,007816448
4	0,057644027	0,192543824	0,064462022
5	-0,08508171	0,108267593	0,053694518
6	0,015405376	0,159682046	0,113797767
7	0,070865257	0,201207349	0,147199624
8	-0,04366393	0,087324803	0,03866035
9	-0,05116369	0,105982314	0,049109654
10	0,050934753	0,355883356	0,240025661
11	-0,04280622	0,068867892	0,040597751
12	-0,17030292	0,319978001	0,138751844
13	-0,12293934	0,033141367	0,018872311
14	-0,18398508	-0,313497049	-0,08774932
15	-0,17515799	0,022179349	0,01353387
16	-0,2834485	-0,239100836	-0,145894038
17	-0,04759893	0,06766234	0,055289753
18	-0,16732257	0,06267643	0,010041794
19	-0,17630139	0,043449898	0,01940788
20	-0,12536585	0,087435112	0,034382194

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة في بورصة الدار البيضاء بالاعتماد على برنامج Excel

2007

## الملحق رقم 03 : سلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2016-2011)

الشهر	2011	2012	2013
جانفي	12589.31	11211.71	8996.43
فيفير	12805.81	11398.94	8932.82
مارس	12173.79	10948.45	9040.96
أفريل	11551.50	10293.90	9145.51
ماي	12196.70	10286.99	8906.65
جوان	11510.93	10053.90	8792.15
جويلية	11202.95	9849.77	8577.59
أوت	11517.14	9944.22	8413.72
سبتمبر	11467.63	9471.80	8673.49
أكتوبر	11352.19	9504.55	9385.49
نوفمبر	10952.68	9733.62	9262.49
ديسمبر	11027.65	9359.19	9114.14
الشهر	2014	2015	2016
جانفي	9121.28	10222.56	8898.99
فيفير	9442.36	10460.62	8908.44
مارس	9519.21	10269.75	9327.98
أفريل	9471.64	9937.38	9975.72
ماي	9494.79	9711.36	9757.92
جوان	9226.63	9578.34	9505.98
جويلية	9331.09	9740.01	9882.20
أوت	9544.69	9345.70	9860.77
سبتمبر	10080.80	9114.29	10039.14
أكتوبر	10352.05	9081.80	10564.64
نوفمبر	9975.71	9093.21	10672.53
ديسمبر	9620.11	8925.71	11644.22

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء

## الملحق رقم 04 : جداول اخبار الانحدار المتعدد للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
Method: Least Squares  
Date: 04/16/18 Time: 14:42  
Sample: 1 20  
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.130755	0.018258	-7.161618	0.0000
ROA	1.388329	0.588895	2.357517	0.0306
ROE	-0.301295	0.310183	-0.971347	0.3450
R-squared	0.521467	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	0.465169	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.071462	Akaike info criterion	-2.301826	
Sum squared resid	0.086815	Schwarz criterion	-2.152466	
Log likelihood	26.01826	Hannan-Quinn criter.	-2.272669	
F-statistic	9.262612	Durbin-Watson stat	1.507053	
Prob(F-statistic)	0.001902			

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
Method: Least Squares  
Date: 04/16/18 Time: 14:45  
Sample: 1 20  
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.586137	1.126093	0.520505	0.6091
ROE	-0.245345	0.603974	-0.406218	0.6894
R-squared	-0.922261	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	-1.029054	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.139191	Akaike info criterion	-1.011294	
Sum squared resid	0.348736	Schwarz criterion	-0.911721	
Log likelihood	12.11294	Hannan-Quinn criter.	-0.991856	
Durbin-Watson stat	0.450084			

## الملحق رقم 05 : جداول اختبار الانحدار البسيط للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة معدل العائد على الأصول

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
Method: Least Squares  
Date: 04/13/18 Time: 19:21  
Sample: 1 20  
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.130309	0.018223	-7.150646	0.0000
ROA	0.851385	0.202728	4.199650	0.0005
R-squared	0.494908	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	0.466847	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.071350	Akaike info criterion	-2.347811	
Sum squared resid	0.091634	Schwarz criterion	-2.248237	
Log likelihood	25.47811	Hannan-Quinn criter.	-2.328373	
F-statistic	17.63706	Durbin-Watson stat	1.556555	
Prob(F-statistic)	0.000539			

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
Method: Least Squares  
Date: 04/15/18 Time: 10:20  
Sample: 1 20  
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.150858	0.338551	0.445599	0.6609
R-squared	-0.939883	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	-0.939883	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.136099	Akaike info criterion	-1.102168	
Sum squared resid	0.351933	Schwarz criterion	-1.052382	
Log likelihood	12.02168	Hannan-Quinn criter.	-1.092450	
Durbin-Watson stat	0.481528			

## الملحق رقم 06 : جداول اختبار الانحدار المبسط للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة معدل العائد على حقوق الملكية

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
 Method: Least Squares  
 Date: 04/13/18 Time: 20:58  
 Sample: 1 20  
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.122568	0.020066	-6.108272	0.0000
ROE	0.385125	0.119726	3.216714	0.0048
R-squared	0.365018	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	0.329741	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.079999	Akaike info criterion	-2.118954	
Sum squared resid	0.115198	Schwarz criterion	-2.019381	
Log likelihood	23.18954	Hannan-Quinn criter.	-2.099517	
F-statistic	10.34725	Durbin-Watson stat	1.504659	
Prob(F-statistic)	0.004783			

Dependent Variable:  $\Delta MVS$   
 Method: Least Squares  
 Date: 04/15/18 Time: 10:22  
 Sample: 1 20  
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	0.053797	0.182109	0.295412	0.7709
R-squared	-0.951194	Mean dependent var	-0.093325	
Adjusted R-squared	-0.951194	S.D. dependent var	0.097716	
S.E. of regression	0.136495	Akaike info criterion	-1.096355	
Sum squared resid	0.353985	Schwarz criterion	-1.046568	
Log likelihood	11.96355	Hannan-Quinn criter.	-1.086636	
Durbin-Watson stat	0.522508			

## الملحق رقم 07 : نتائج اختبار ADF لسلسلة مؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)

Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.540818	0.4793
Test critical values:	1% level	-2.597939
	5% level	-1.945456
	10% level	-1.613799
Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.188796	0.2121
Test critical values:	1% level	-3.525618
	5% level	-2.902953
	10% level	-2.588902
Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.872568	0.9530
Test critical values:	1% level	-4.092547
	5% level	-3.474363
	10% level	-3.164499

## الملحق رقم 08 : نتائج اختبار PP لسلسلة مؤشر مازي العام للفترة (2011-2016)

Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.540818	0.4793
Test critical values:		
1% level	-2.597939	
5% level	-1.945456	
10% level	-1.613799	

Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.188796	0.2121
Test critical values:		
1% level	-3.525618	
5% level	-2.902953	
10% level	-2.588902	

Null Hypothesis: MASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.555562	0.9785
Test critical values:		
1% level	-4.092547	
5% level	-3.474363	
10% level	-3.164499	

## الملحق رقم 09 : نتائج اختبار KPSS لسلسلة مؤشر مازي العام للفترة (2011-2016)

Null Hypothesis: MASI is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.459402
Asymptotic critical values*:		
1% level		0.739000
5% level		0.463000
10% level		0.347000

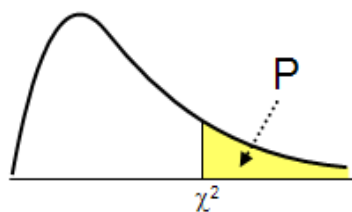
  

Null Hypothesis: MASI is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.232743
Asymptotic critical values*:		
1% level		0.216000
5% level		0.146000
10% level		0.119000

## الملحق رقم 10 : نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر مازي العائم للفترة (2011-2016)

Null Hypothesis: DMASI has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.102874	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.598416
	5% level	-1.945525
	10% level	-1.613760
Null Hypothesis: DMASI has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.094815	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.527045
	5% level	-2.903566
	10% level	-2.589227
Null Hypothesis: DMASI has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.854496	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.094550
	5% level	-3.475305
	10% level	-3.165046

## الملحق رقم (11) جدول توزيع كاي دوا



	P										
DF	0.995	0.975	0.20	0.10	0.05	0.025	0.02	0.01	0.005	0.002	0.001
1	0.0000393	0.000982	1.642	2.706	3.841	5.024	5.412	6.635	7.879	9.550	10.828
2	0.0100	0.0506	3.219	4.605	5.991	7.378	7.824	9.210	10.597	12.429	13.816
3	0.0717	0.216	4.642	6.251	7.815	9.348	9.837	11.345	12.838	14.796	16.266
4	0.207	0.484	5.989	7.779	9.488	11.143	11.668	13.277	14.860	16.924	18.467
5	0.412	0.831	7.289	9.236	11.070	12.833	13.388	15.086	16.750	18.907	20.515
6	0.676	1.237	8.558	10.645	12.592	14.449	15.033	16.812	18.548	20.791	22.458
7	0.989	1.690	9.803	12.017	14.067	16.013	16.622	18.475	20.278	22.601	24.322
8	1.344	2.180	11.030	13.362	15.507	17.535	18.168	20.090	21.955	24.352	26.124
9	1.735	2.700	12.242	14.684	16.919	19.023	19.679	21.666	23.589	26.056	27.877
10	2.156	3.247	13.442	15.987	18.307	20.483	21.161	23.209	25.188	27.722	29.588
11	2.603	3.816	14.631	17.275	19.675	21.920	22.618	24.725	26.757	29.354	31.264
12	3.074	4.404	15.812	18.549	21.026	23.337	24.054	26.217	28.300	30.957	32.909
13	3.565	5.009	16.985	19.812	22.362	24.736	25.472	27.688	29.819	32.535	34.528
14	4.075	5.629	18.151	21.064	23.685	26.119	26.873	29.141	31.319	34.091	36.123
15	4.601	6.262	19.311	22.307	24.996	27.488	28.259	30.578	32.801	35.628	37.697
16	5.142	6.908	20.465	23.542	26.296	28.845	29.633	32.000	34.267	37.146	39.252
17	5.697	7.564	21.615	24.769	27.587	30.191	30.995	33.409	35.718	38.648	40.790
18	6.265	8.231	22.760	25.989	28.869	31.526	32.346	34.805	37.156	40.136	42.312
19	6.844	8.907	23.900	27.204	30.144	32.852	33.687	36.191	38.582	41.610	43.820
20	7.434	9.591	25.038	28.412	31.410	34.170	35.020	37.566	39.997	43.072	45.315

22/04/2018, <https://www.medcalc.org/manual/chi-square-table.php> : المصدر



---

# الفهرس

الفهرس

رقم الصفحة	العنوان
III	الإهداء .....
IV	الشكر .....
V	ملخص .....
VI	قائمة المحتويات .....
VII	قائمة الجداول .....
VIII	قائمة الأشكال البيانية .....
IX	قائمة الاختصارات و الرموز .....
X	قائمة الملاحق .....
أ	المقدمة .....
1	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للأداء المالي و القيمة السوقية</b>
2	تمهيد .....
3	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي و القيمة السوقية .....
3	المطلب الأول : مدخل إلى الأداء المالي .....
3	الفرع الأول : تعريف الأداء المالي .....
4	الفرع الثاني : مكونات الأداء .....
4	الفرع الثالث : العوامل التي تدعم الأداء .....
6	الفرع الرابع : أهمية تحقيق الأداء المالي .....
6	المطلب الثاني : تقييم الأداء المالي .....
6	الفرع الأول : تعريف تقييم الأداء .....
7	الفرع الثاني : أهمية تقييم الأداء المالي .....
7	المطلب الثالث : المؤشرات المحاسبية لتقييم الأداء المالي .....
8	الفرع الأول : مؤشرات الربحية .....
9	الفرع الثاني : المؤشرات المحاسبية الأخرى .....
10	الفرع الثالث : حدود استخدام النسب المالية .....
11	المطلب الرابع : القيمة السوقية .....
11	الفرع الأول : تعريف القيمة السوقية .....
11	الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على القيمة السوقية .....

14	..... المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأداء المالي و القيمة السوقية للأسهم
14	..... المطلوب الأول : عرض الدراسات السابقة
14	..... الفرع الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية
16	..... الفرع الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
18	..... المطلوب الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة و موقع الدراسة الحالية منها
18	..... الفرع الأول : المقارنة بين الدراسات السابقة
20	..... الفرع الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
21	..... خلاصة
22	<b>الفصل الثاني : اختبار تأثير مؤشرات الربحية على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر مازي العائم</b>
23	..... تمهيد
24	..... المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة
24	..... المطلوب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة
24	..... الفرع الأول : مجتمع و عينة الدراسة
28	..... الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة و طرق قياسها
29	..... الفرع الثالث : مصادر البيانات
30	..... المطلوب الثاني : البرامج و الأدوات الإحصائية المعتمدة في الدراسة
30	..... الفرع الأول : البرامج الإحصائية المعتمدة في الدراسة
30	..... الفرع الثاني : الأدوات المعتمدة في الدراسة
31	..... المبحث الثاني : عرض النتائج و مناقشتها
31	..... المطلوب الأول : عرض نتائج الدراسة
31	..... الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
32	..... الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط و الانحدار بين مؤشرات الربحية و التغير في القيمة السوقية للأسهم
33	..... الفرع الثالث : تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط للتغير في القيمة السوقية للأسهم بدلالة مؤشرات الربحية
48	..... الفرع الرابع : اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف
53	..... المطلوب الثالث : تحليل و مناقشة النتائج
56	..... خلاصة
57	..... الخاتمة
61	..... المصادر و المراجع

65	..... الملاحق
74	..... الفهرس

