

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



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان: علوم الإقتصادية والتسيير وعلوم التجارية  
شعبة العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية مؤسسة  
بعنوان:

## أثر مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية للأسهم

"دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2013-2017)"

من إعداد الطالبة: عزيزة تينعمري

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2018/05/08

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ/د عائشة سلمى كيجلي.....(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ لمياء عماني.....(أستاذة محاضرة"أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ حياة بوزقراري.....(أستاذ محاضر"أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

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



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي, الطور الثاني  
في ميدان: علوم الإقتصادية والتسيير وعلوم التجارية  
شعبة العلوم المالية والمحاسبية, تخصص مالية مؤسسة  
بغنوان:

## أثر مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية للأسهم

"دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2013-2017)"

من إعداد الطالبة: عزيزة تينعمري

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2018 /05/08

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ/ دسلمي عائشة كيجلي.....(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ لمياء عماني..... (أستاذة محاضرة "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ حياة بوزقراري.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

## الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إليك أيتها يا فقرة عيني وأول من رفعت همي فكانت هي الشمس المشرقة إلى أغلى الناس

إليك يا أمي

إلى دفتي البيت وسعادته أخي وأختي وكتابتك بيتنا حماهم الله وبارك فيهم

إلى من شاركوني أحلى اللحظات وأنا بعيدة عن أهلي صديقاتي الغاليات

أرجو من الله عز وجل أن يوفقنا لما فيه الخير وصلاح أمرنا وإستقامة نهجنا إنه قريب ومجيب

الدعاء

## شكر وتقدير

قبل كل شيء، أحمدهم الله عز وجل، وأشكره بأن أنعم عليا بالعلم ووفقني

في إنجاز وإعداد هذا العمل

أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة "لمياء عماني"

وفي الأخير أتقدم بجزيل الشكر وفائق الاحترام والتقدير إلى كل من

ساعدني من قريب أو بعيد لإنجاز هذه المذكرة



## ملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى إختبارأثر مؤشرات Du pont على القيمة السوقية لأسهم الشركات، شملت العينة المدروسة ستة شركات مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2013-2017)، وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي، وذلك بالإعتماد على برنامج Eviews9 & Excel2007.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الربحية والقيمة السوقية وبين القيمة السوقية ومعدل الإستقلالية المالية و وجود علاقة طردية بين معدل دوران الأصل الإقتصادي والقيمة السوقية. الكلمات المفتاحية: ربحية، إستقلالية، نموذج Du pont، قيمة سوقية لأسهم، .

## Abstract:

This study aims at testing the ability of the Du pont model in interpreting market value of shares. The sample study comprised 6 firms listed in Qatar market securities during ( 2013-2017).we used Acorrelation simple linear regression, in the Eviews 9 and Excel 2007.

The study found that there an inverse relationship between the ratio margin net and market value of shares and between market value of shares and the ratio financil independence, and the significant relationship between turnover ratio economic asset and market value of shares.

**Key words: Profitability, independence, Du pont model, market value of shares,**

## قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
II	الإهداء .....
III	الشكر .....
IV	ملخص .....
V	قائمة المحتويات .....
VI	قائمة الجداول .....
VII	قائمة الأشكال البيانية .....
VIII	قائمة الاختصارات والرموز .....
IX	قائمة الملاحق .....
ب	المقدمة .....
	<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية حول نموذج Du pont والقيمة السوقية</b>
3	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول نموذج Du pont والقيمة السوقية.....
12	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول نموذج Du pont والقيمة السوقية.....
	<b>الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية للأسهم</b>
19	المبحث الأول: العينة والطريقة والأدوات المستخدمة .....
20	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج .....
29	الخاتمة .....
31	المصادر والمراجع .....
34	الملاحق .....
36	الفهرس .....

### قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
19	توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات	1.2
20	متغيرات الدراسة وكيفية حسابها	2.2
22	تأثير مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية	3.2
25	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM"	4.2
25	نتائج إختبار White	5.2

قائمة الأشكال البيانية :

الصفحة	عنوان الشكل	شكل
19	نمو القيمة السوقية في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة 2013-2017	1
21	إنتشار مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية	2
24	مناطق القبول والرفض لإختبار DW	2
26	التمثيل البياني لتوزيع الطبيعي للبواقي ( الأخطاء )	3



قائمة الاختصارات والرموز:

الإختصار	دلالة باللغة الأجنبية	دلالة باللغة العربية
<b>TMN</b>	Ratio margin net	معدل الربحية / معدل الهامش الصافي
<b>TRAE</b>	Turnover ratio economic asset	معدل دوران الأصل الإقتصادي
<b>TAF</b>	Rate Indépendance financière	معدل الإستقلالية المالية
<b>CA</b>	Chiffre d'affaires	رقم الأعمال
<b>AE</b>	Economic asset	الأصل الإقتصادي
<b>R<sub>net</sub></b>	Résultat <sub>Net</sub>	النتيجة الصافية
<b>CP</b>	Capital propres	الأموال الخاصة
<b>R<sub>e</sub></b>	Rentabilité <sub>Economic</sub>	المردودية الإقتصادية
<b>R<sub>cp</sub></b>	Rentabilité <sub>Capital propres</sub>	مردودية الأموال الخاصة
<b>MVS</b>	Market value of shares	القيمة السوقية للأسهم

قائمة الملاحق :

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الجدول
38	الشركات الموزعة على قطاعات الدراسة	الملحق 01
39	بيانات متغيرات الدراسة	الملحق 02

# مقدمة

## أ. تمهيد:

تعمل الشركات الإقتصادية على تحقيق العديد من الأهداف ولعل من أهمها ضمان إستمرارها وبقائها، لذا تحتاج إلى تقييم أدائها المالي بشكل مستمر من قبل المسيرين وهذا بفضل ما توفره مؤشرات الأداء المالي من معلومات قد تفيد مستخدميها ، لفائدة الملاك والمستثمرين والمقرضين وغيرهم، لكن كل من أطراف سابقى الذكر لديه نظرتة وتفسيره وتقييمه لأداء الشركة المالي وأغلب إتجاههم إلى الشركات المدرجة في الأسواق المالية، بحيث هذه الأخيرة لها دور فعال يظهر في الإتصال بين المستثمرين والشركات من خلال تحويل ما يدخره المستثمرين إلى إستثمارات تساهم في التنمية الإقتصادية، فالأسواق المالية توفر معلومات مالية تتمثل في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات المدرجة في البورصة وهذه التقارير تساعد في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركة.

يتم تحديد القيمة السوقية لأسهم شركة ما عن طريق تداول أسهمها في السوق المالي أي آلية الطلب والعرض، بحيث يتم تقييم قيمتها من قبل المستثمرين بناء على العديد من العوامل المالية كربحية السهم، توزيعات الأرباح...، وعوامل أخرى كسمعة الشركة، طبيعة وحجم النشاط...، بحيث تتم عملية التقييم من خلال العديد من مؤشرات ونسب الأداء المالي.

## ب. الإشكالية:

إن التطورات الحاصلة في مجال السوق المالي تلزم الشركات على مواكبتها لأجل تحقيق أرباح مرتفعة وكذلك تحقيق هدى النمو والبقاء، فتطورت النسب والمؤشرات المالية لتواكب هذا التطور، وعليه تقوم هذه الدراسة على تقييم الأداء المالي من خلال نموذج Du pont وتأثيره على القيمة السوقية للأسهم الشركات، فمن خلال ماسبق نستطيع طرح الإشكالية الرئيسة كالتالى:

ما أثر مؤشرات Du pont على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2013-2017)؟

(2017)؟

بفرض دراسة الإشكالية الرئيسية توجب علينا تقسيمها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف يؤثر مؤشر معدل الربحية على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر (2013-2017) ؟
- كيف يؤثر مؤشر معدل دوران الأصل الإقتصادي على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر (2013-2017)؟

- كيف يؤثر مؤشر الإستقلالية المالية على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر (2013-2017)؟

## ت. فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

1. يؤثر مؤشر معدل الربحية على القيمة السوقية للأسهم الشركات بشكل إيجابي؛
2. يؤثر مؤشر معدل دوران الأصل الإقتصادي على القيمة السوقية للأسهم الشركات بشكل إيجابي؛
3. يؤثر مؤشر الإستقلالية المالية على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر (2013-2017) بشكل إيجابي.

**ث. مبررات إختيار الموضوع:**

- تم إختيار موضوع الدراسة في جملة من الأسباب نذكر منها:
- الأهمية التي يحملها الموضوع خاصة للمستثمرين والمسيرين؛
  - الإهتمام بالأسواق المالية وكذا رغبتني في دراسة التحليل والأداء المالي؛
  - وجود بعض الحداثة في الموضوع فيما يخص دراسة واقع الأداء المالي في الشركات عن طريق مؤشرات Du pont.

**ج. أهداف الدراسة:**

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة القطرية، من خلال نموذج Du pont و تأثيره على القيمة السوقية لأسهمها، و معرفة الوضعية المالية لتلك المؤسسات، بالإضافة إلى الأهمية التي يحملها النموذج ودرجة تفسيره للقيمة السوقية.

**ح. أهمية الدراسة:**

تكمن أهمية هذه الدراسة من خلال تقييم الأداء المالي في إستمرار وتطور الشركة، بحيث تقييم الأداء المالي يظهر لنا نقاط القوة والضعف في الشركة، لهذا تأتي هذه الدراسة لتكشف مدى نجاح إستخدام مؤشرات Du pont في تفسير القيمة السوقية لكون هذا النموذج سهل وبسيط عند إستخدامه.

**خ. حدود الدراسة:**

- **الحدود المكانية:** أجريت الدراسة على عينة مكونة من 6 شركات مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، تم توزيعها على مختلف القطاعات.
- **الحدود الزمانية:** أجريت الدراسة خلال فترة خمس سنوات من سنة 2013 إلى 2017.

**د. منهج البحث وأدوات الدراسة:**

من أجل الوصول الوصول إلى النتائج المطلوبة، والإجابة على الأسئلة التي تم طرحها، سيتم الإعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري، أما بالنسبة إلى الجانب التطبيقي تم الإستعانة بنماذج الإنحدار الخطي كأدوات إحصائية لإختبار تأثير نموذج Du pont على القيمة السوقية للأسهم وقدرته على تفسير التغيرات الحاصلة على القيمة السوقية للأسهم، وذلك بإستخدام برنامج الإحصائي Eviews9 و Excel2007.

**ذ. صعوبات الدراسة:**

- ✓ صعوبة التعامل مع المصطلحات المالية الموجودة في القوائم المالية لبورصة قطر وذلك بسبب الإختلافات المحاسبية عند حساب النسب؛
- ✓ وجود العديد من الشركات في عينة الدراسة، تختلف عن بعضها من حيث طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه؛
- ✓ صعوبة التعامل مع البرنامج الإحصائي Eviews9 عند القيام ببعض الإختبارات.

## ر. هيكل الدراسة:

لإنجاز هذا البحث والوصول إلى الأهداف المرغوبة، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين مسبوقين بمقدمة ومنتهيين بخاتمة إحتوت الفصول على الآتي:

**الفصل الأول:** هذا الفصل تعلق بالجانب النظري للدراسة، بحيث تم تقسيمه إلى مبحثين حيث المبحث الأول يحتوي على مفاهيم المتعلقة بالنموذج و Du pont كذلك على مختلف النسب التي تنتمي إليه مع كيفية حسابها. أما المبحث الثاني يحتوي على الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع مع عرضها وإظهار مدى تشابها وإختلافها مع دراستنا.

**الفصل الثاني:** وهو متعلق بالجانب التطبيقي، بحيث في المبحث الأول تم عرض عينة ومجتمع الدراسة بالإضافة إلى الأدوات والطريقة التي تم إعتماها في الدراسة، أما في المبحث الثاني تم عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها.

**الفصل الأول: الأدبيات النظرية  
والتطبيقية لنموذج Du pont والقيمة  
السوقية للأسهم**

### مدخل:

تعد القيمة السوقية أحد أهم إهتمامات مسيري الشركات من جهة وتحظى أيضا بإهتمام من قبل المستثمرين من جهة أخرى، فالمستثمرين ينتظرون عوائد مقابل أموالهم التي تم إستثمارها داخل هذه الشركة. حيث يسعى المسيرين إلى تعظيم قيمة الشركة أي رفع أسعار أسهمها في السوق المالي وهذا هو الهدف الأساسي بالنسبة للإدارة المالية.

إن قيمة السهم أحد أهم المقاييس التي يعتمد عليها المساهمين لمعرفة الإنجازات التي تم تحقيقها من قبل الشركة وكذا كفاءة إدارتها، فالمسيرون يهتمون بتحقيق عائد أكبر للمساهمين وذلك من خلال تعظيم قيمة السهم هذه الأخير تتأثر تأثرا شديدا بقيمة المؤسسة بحكم قيمة سهم مرتبطة بقيمة المؤسسة فزيادة هذه الأخيرة تزيد قيمة السهم لأن المستثمرون يقومون بالإستثمار أموالهم في شركة بغرض الحصول على عوائد مقابل تضحياتهم لأموالهم. ظهر نموذج لتقييم الأداء المالي للشركة وهو نموذج Du pont حيث تم إستخدامه من طرف Donaldson Brown حيث جاء لتحليل العائد الذي يتحصل عليه المساهمين، وهذا ما سيتم توضيحه والإشارة له في هذا الفصل حيث تم تقسيم هذا الأخير إلى مبحثين كالآتي:

#### ❖ المبحث الأول: إعطاء نظرة شاملة حول نموذج Du pont

حيث تم تقسيم هذا المبحث مطلبين، فالمطلب الأول يحتوي على مفاهيم أساسية حول نموذج Du pont وأما المطلب الثاني يضم أهم الأدوات المستخدمة في تقييم الأداء المالي من خلال نموذج Du pont وتوضيحها في معادلة نموذج Du pont.

#### ❖ المبحث الثاني: الدراسات السابقة العتمدة في هذه الدراسة

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول يضم الدراسات باللغة العربية أما المطلب الثاني يحتوي على الدراسات باللغة العربية.



## المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول أثر مؤشرات نموذج Du pont

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهم المفاهيم التي تخص نموذج.

### المطلب الأول :مدخل إلى نموذج Du pont

في أغلب الأحيان يبحث المستثمرون، المسيرون، المحللون الماليون وجميع الأطراف ذات المصلحة عن الأدوات التي تساعد في تقييم الأداء المالي، وتستخدم النسب المالية في تقييم أداء الشركة وهذا بناء على القوائم المالية فهم يستخدمون هذه النسب لمراقبة أداء العمل خلال فترة زمنية معينة.

### الفرع(1): مفاهيم أساسية حول نموذج Du pont

في عام 1912 صرح Donaldson Brown في تقرير الكفاءة الداخلية عن نموذج Du pont، وفي عام 1919 أنشأت شركة Du pont المعروفة بالعملاق الكيميائي نموذج للتحليل المالي يقدم للتحليل الإقتصادي أدوات جديدة لتكيف مع العديد من القطاعات حيث شركة Du pont كانت أكثر الشركات إبتكاراً من الناحية المالية<sup>1</sup>. وفي عام 1920 بدأت شركة Du pont في تحليل نموذج Du pont الذي يقيس الموجودات بقيمتها الإجمالية بدلا من قيمتها الصافية هذا ما أدى إلى وجود عائد محقق مرتفع على حقوق الملكية<sup>2</sup>، فهو يقدم الصورة الكاملة والواضحة للجانب المالي للشركة والأداء الذي تقدمه فهو أسلوب لتقييم الأسهم يتضمن ثلاثة عناصر أداء هامة وهي: الربحية؛ دوران الأصول الإقتصادية والرافعة المالية (أو الإستقلالية المالية) فحسب هذا النموذج إن تحسين الكفاءة التشغيلية أو الإستخدام الجيد للأصول يزيدان من عائد المساهمين<sup>3</sup>.

نموذج Du pont هو طريقة لتقييم المركز المالي للشركة، فهو يحلل الربحية، إذ يدرس ما إذا تم إستخدام أصول الشركة بشكل أمثل<sup>4</sup>.

وبعبارة أخرى: هو طريقة تحدد العوائد التي يتحصل عليها المساهمين، أي يجديد الأرباح المحققة من قبل الشركة وكذلك هل تم إستخدام أصولها بشكل جيد أم لا في زيادة حجم الإنتاج مع الإعتماد على الديون في هيكل رأس مال الشركة، فالعائد على حقوق الملكية يتيح لنا فرصة معرفة رقم الأعمال المحقق من قبل الشركة وكذا العائد الذي يتحصل عليه المساهمون<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>joshuakennon, disponible on, <https://www.thebalance.com/the-dupont-model-return-on-equity-formula-for-beginners-357494> يوم التصفح 31/10/2017

<sup>2</sup> Lori Forrest, disponible on <http://study.com/academy/lesson/dupont-analysis-formula-return-on-equity.html> 2017/10/31 تاريخ التصفح

<sup>3</sup><http://www.investopedia.com/ask/answers/041615/what-are-some-advantages-and-disadvantages-dupont-analysis.asp> تاريخ

التصفح 03/11/2017

<sup>4</sup>Mishelledoorasamy ,using du pont analysis to asses the financail performance of the top 3 jselistedcompanises in foodindustry ,investment management and financaillnonations(open-access),volume 13,lessue12,2016,p30 .

<sup>5</sup>Obaidullah jan, disponible on <http://accountingexplained.com/financial/ratios/dupont-analysis04/11/2017> تاريخ التصفح

وهناك تعريف آخر وهو إدماج هامش صافي الربح مع معدل دوران الأصول في معادلة واحدة، على أساس أن ربحية الشركة تتوقف أساساً على عنصرين هما: كفاءة الأصول في توليد المبيعات (معدل دوران الأصول)، ومعدل ربحية المبيعات (هامش صافي الربح)<sup>1</sup>.

من التعاريف السابقة نستنتج تعريف نموذج Du pont هو: تقنية أو وسيلة تستعمل لتحليل ما تم تحقيقه من أرباح من طرف الشركة أي توضح المركز المالي لشركة والعائد الذي يتحصل عليه المساهمون، ويعتبر كذلك أداة ذات فعالية في تحليل الأداء المالي للشركة وتتبعه ومراقبته. يحتوي نموذج Du pont على ثلاثة عناصر أساسية وهي موضحة كالتالي:

$$R_f = \frac{R_{net}}{CP} = \frac{R_{net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP}$$

حيث أن:  $CA/R_{net}$  معدل الربحية

$AE/CA$  معدل دوران الأصل الإقتصادي

$(CP/AE)$  الإستقلالية المالية

## الفرع (2): أهمية النموذج

يتكون أسلوب Du pont من عدة أجزاء أو أنظمة فرعية بما يساعد على تحليل ومعرفة درجة إسهام مختلف العناصر في الربحية، والرفع، حافة الربح، ودرجة إستغلال الأصول سواء الثابتة أو المتداولة أو هما معا فهو يشجع على قيام تحليل له منهج يجنبنا من فقدان بعد العناصر المهمة وكذلك يسלט الضوء على مختلف العلاقات والروابط الموجودة بين مختلف النسب إذن هو يرفع من قيمة التحليل الذي نقوم به<sup>2</sup>.

هذا النموذج لا يكتفي فقط بتحديد العائد المتأتي من الإستثمار في أسهم الشركة فقط وإنما يتيح لنا فرصة معرفة العناصر التي بدورها أن ترفع من مقدار العائد على الأموال التي تم إستثمارها داخل الشركة، فيصبح من السهل لدى المسيرين لوضع مختلف السياسات والبرامج التي تخص الهيكل المالي والتنسيق بين مختلف الوظائف والأقسام المتواجدة داخل المؤسسة وتحليل وسيطرة على مختلف المخاطر التي يمكن أن تظهر أثناء فترة النشاط. فنموذج Dupont يقوم على أساس ثلاثة نسب أساسية وهي نسب الربحية؛ نسب النشاط (معدلات الدوران) والرفع المالي (الإستدانة والإستقلالية المالية). إن كل نسبة من هذه النسب لها دور مهم في التحليل المالي حيث أن:

1. نسب الربحية تقدم مؤشرات على مدى قدرة الشركة على توليد أرباح من المبيعات أو أموال المستثمرة. بالإضافة إلى أن

هذه النسبة لها أهمية بالغة بالنسبة للإدارة، وكذلك تم الملاك والمقرضين الذين يقدمون قروضا طويلة الأجل للشركة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، طبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 124

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، 2002، ص 267

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 105

2. نسب النشاط (الدوران) تستخدم في الغالب لتقييم أداء الشركات المتعلق بالمركز المالي قصير الأجل، كمؤشر على نشاط الشركة في تاريخ معين أو فترة زمنية معينة. تقيس مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر من السلع والخدمات ولعل أكثر نسب النشاط تطبيقاً في التحليل المالي هي معدلات الدوران<sup>1</sup>.
3. بالنسبة إلى الرفع المالي فإنه يساعد في تقييم الهيكل المالي للشركة في تاريخ معين من حيث درجة إعماده على مصادر التمويل داخلية كانت أم خارجية، فإنه كلما قل اعتماد الشركة على القروض لتمويل أصولها كانت هذه الشركة أقل تعرض للمخاطر<sup>2</sup>.

### الفرع(3): تقييم النموذج (سلبيات وإيجابيات)

#### أولاً: سلبيات النموذج:

1. يستخدم البيانات المحاسبية التي تم التصريح بها في القوائم المالية والتي يمكن التلاعب بها من قبل الإدارة لأخفاء نقاط الضعف لدى الشركة، وهذا ليم التحصل على نتائج صحيحة وجيدة.
2. يعمل هذا التحليل بشروط، فهو يعمل بشكل جيد لمقارنة بين الشركات التي لها نفس حجم العمل ونفس النشاط فقط<sup>3</sup>.

#### ثانياً: إيجابيات النموذج:

1. هو وسيلة ممتازة لتحديد نقاط القوة و الضعف للشركة، فهو يسمح بتحليل كل نسبة مالية تستخدم في هذا النموذج للتحصل على رؤية أعمق لمصادر الضعف وعند تحديد هذه الأخيرة يمكن للإدارة أن تتخذ بعض الإجراءات لتحسين نسبة العائد على حقوق الملكية<sup>4</sup>.
2. بسيط في استخدام لأنه يأخذ بعين الإعتبار عناصر الربحية للشركة (الكفاءة؛ الربحية و الديون)<sup>5</sup>.
3. توضح معادلة Du pont كيف أن الربحية ومعدل دوران الأصول وإستخدام الديون (الرفع المالي) تتفاعل فيما بينها لتحدد العائد على الأسهم<sup>6</sup>.

<sup>(1)</sup> فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، SME Financai، طبعة الأولى، رام الله فلسطين، 2008، ص 59

<sup>(2)</sup> المرجع السابق، ص 59

<sup>(3)</sup> <http://financialmanagementpro.com/dupont-analysis03/11/2017> تاريخ التصفح

<sup>(4)</sup> Ibid

<sup>(5)</sup> Kevin Bernhardt, K, (2009, 10june), **Du pont financial analysis a process for knowing where to spend my management time tomorrow morning after breakfast**, xtension, center for dairy profitability, p 08

<sup>(6)</sup> علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء، الشارقة، 2008، ص 96

## المطلب الثاني: كيفية حساب نموذج Du pont

### الفرع (1): مؤشرات نموذج Du pont

إن نموذج Du pont يتكون من ثلاثة أجزاء توضح وتساهم في تحليل المركز المالي للشركة وذلك من خلال مختلف النسب وهي نسب النشاط (معدلات الدوران)؛ الرفع المالي والربحية، ففي هذا المطلب سنقوم بالتطرق لهذه النسب وكيفية حسابها.

### أولاً: نسب الربحية Profit ability ratios

هي تلك النسب التي تقيس نتيجة أعمال المشروع، وكفاءة السياسات والقرارات الإستثمارية المتخذة من الإدارة العليا وقدرتها على تحقيق الربح، وتهتم الإدارة بهذه النسب لكي تحكم على مدى نجاحها في تطبيق السياسات المخطط لها وكفاءتها في استخدام الموارد المتاحة، ويهتم بها أيضاً المستثمرون الحاليون لمعرفة مستوى العائد المتوقع على أموالهم المستثمرة في المشروع، والمقرضون لكي يطمئنوا على قدرة المشروع في تسديد الإلتزامات وخدمة الديون من الأقساط وفوائد القروض في وقتها، والقدرة الإيرادية باعتبارها عامل مهم للمقرضين لضمان تحصيل الديون وخاصة في الأجل الطويل<sup>1</sup>، وهناك العديد من النسب التي نقيس من خلالها ربحية المشروع وهي:

#### 1. العائد على الأصول: Return on assets

تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها، وتقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح. ويشار إليها بالعائد على الإستثمار. وتعتمد بشكل كبير على نوع الصناعة وحجم الأصول المستخدمة في الإنتاج<sup>2</sup>. سنقوم بإستخدام هذه النسبة في معادلة Du pont لأنه هو أحد مركبات المعادلة.

$$\text{العائد على الأصول} = \text{صافي الربح} \div \text{مجموع الأصول}$$

#### 2. العائد على الإستثمار: Return on investment

ويسمى كذلك معدل العائد على الموجودات، ويقاس الكفاءة الكلية للإدارة في تحقيقها الأرباح من مجمل إستثماراتها في الموجودات، وتبحث الشركات دائماً عن زيادة في العائد على الإستثمار، لأنه المقياس لربحية كافة إستثمارات الشركة القصيرة أو الطويلة الأجل، إن إرتفاع هذا المؤشر يدل على كفاءة سياسات الإدارة التشغيلية والإستثمارية.

$$\text{معدل العائد على الإستثمار} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مجموع الأصول}}$$

#### 3. العائد على حق الملكية: Return on equity

يقيس معد العائد المتحقق عن إستثمار أموال المالكين، ويكشف عن أداء الإدارة، ولهذا فإن إرتفاع معدل العائد على الأموال الخاصة هو دليل لأداء الكفاء. ويمكن أن يكون إرتفاعه دليل للمخاطرة العالية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية، بينما يشير إنخفاضه إلى تمويل متحفظ بالقروض.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة ،2007، ص 105

<sup>2</sup> فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سابق، ص 44

$$\text{معدل العائد على حق الملكية} = \text{صافي الدخل} \div \text{الأموال الخاصة}^1$$

### ثانيا: نسب النشاط Activity ratios

تقيس مدى فاعلية المشروع في إستخدام الموارد المتوافرة لديه. وتتضمن جميع هذه النسب ضرورة وجود توازن مناسب بين المبيعات وبين حسابات الأصول المختلفة مثل المخزون والذمم والأصول الثابتة وغيرها<sup>2</sup>. ويشير إرتفاع نسب النشاط إلى زيادة المبيعات عن كل مبلغ مستثمر في الأصل، وهذا المؤشر على الإدارة الجيدة للأصل، أما في حالة إنخفاض نسب النشاط، يدل على عدم إستغلال الأموال المستثمرة في الأصل، وبذلك يتضح أن إستخدام العديد من نسب النشاط لتشمل مختلف الأصول أو مجموعة الأصل، تمكن من التعرف على درجة الإستفادة من الأصل أو مجموعة الأصل<sup>3</sup>.

فعبارة أخرى نسب النشاط توضح مدى كفاءة المسير في إدارة الأصول. فهذه النسبة توضح ما إذا كان الإستثمار في الأصول في حله أو لا، فإذا كانت الإستثمارات زائدة عن حاجتنا تصبح لا تكفي لتغطية الإحتياجات فتصبح عائق أمام تحقيق أهداف المنتظرة من قبل المؤسسة والتي من أهمها تعظيم ثروة المساهمين. في مايلي سنتناول أهم نسب النشاط وأكثرها شيوعا وإستعمالا<sup>4</sup>:

1. معدل دوران الأصول: يوضح مدى كفاءة الشركة في إستخدام أصولها لتوليد المبيعات أو الإيرادات، حيث تستخدم هذه النسبة لقياس حجم المبيعات التي تتولد عن كل دينار من قيمة الأصول، وهذا المعدل سيتم الإعتماد عليه في نموذج Du pont ويحسب بالعلاقة التالية<sup>5</sup>:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \text{صافي المبيعات} \div \text{مجموع الأصول}$$

2. معدل دوران الأصول الثابتة: يعتبر هذا المعدل مؤشر لمدى الكفاءة في إدارة تلك الأصول ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \text{المبيعات} \div \text{الأصول الثابتة}$$

3. معدل دوران الأصول المتداولة: يقيس مدى كفاءة في إدارة هذا النوع من الأصول وتوليد المبيعات منه ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \text{المبيعات} \div \text{الأصول المتداولة}$$

4. معدل دوران المخزون: هو مؤشر لمدى ملائمة حجم الإستثمار في المخزون السلعي ويحسب كالاتي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{المبيعات} \div \text{المخزون}$$

5. معدل دوران الذمم: يبين هذا المؤشر مدى ملائمة حجم الإستثمار في الذمم ويحسب بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل، 2013، ص 88-89

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويل، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011، ص 59

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، مرجع السابق، ص 267

<sup>4</sup> حنفي علي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة التحليل المالي واقتصاديات الإستثمار والتمويل، القاهرة، دار الكتاب الحديث، 2008، ص 97-98

<sup>5</sup> فهيم مصطفى الشيخ، مرجع سابق، ص 59

$$\text{معدل دوران الذمم} = \text{المبيعات} \div \text{أوراق القبض}$$

6. معدل دوران الأصول السائلة أو نقدية وشبه النقدية:

$$\text{معدل دوران الأصول السائلة أو نقدية وشبه النقدية} = \text{المبيعات} \div \text{الأصول تامة السيولة}$$

$$\text{أو المبيعات} \div \text{النقدية وشبه النقدية}^1$$

### ثالثا: الرافعة المالية Finacialleverage

أي هي حصول الشركة على قروض (الديون) في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية (الأموال الخاصة)، ويتضمن التمويل المقترض كل من التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدوره على القروض قصيرة الأجل والحسابات الدائنة. يتبين من هذا التقسيم للتمويل المقترض بأن جزء منه ينطوي على إلتزامات مالية (فوائد) وهو التمويل المقترض بفائدة ويشمل القروض قصيرة وطويلة الأجل، وتمثل الفوائد كلفة هذا النوع من التمويل المقترض، بينما لا ينطوي الجزء الآخر منه على إلتزامات مالية (فوائد) وهو التمويل المقترض بدون فائدة (الحسابات الدائنة)، ولكن هذا لا يعني بأنه ليست هناك كلفة لهذا النوع من التمويل المقترض<sup>2</sup>. ومعنى ذلك كله هو أن بإمكان الشركة إستخدام الأموال المقترضة من أجل تحقيق ربح أكبر للمساهمين<sup>3</sup>.

**1- المردودية الإقتصادية:** تهتم بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات طابع إستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الإستغلال ممثلة بنتيجة الإستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الإقتصادية من الميزانية<sup>4</sup>. تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية الإقتصادية} = \text{نتيجة الإستغلال بعد الضريبة} \div \text{الأصول الإقتصادية}$$

**2- المدودية المالية (مردودية الأموال الخاصة):** تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخّل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية<sup>5</sup>، فالمدودية المالية محظاها تمام المساهمين. ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{النتيجة الصافية} \div \text{الأموال الخاصة}$$

تقيس المردودية المالية قدرة المؤسسة على توليد أرباح ومكافأة المساهمين، ولهذا يهتم المساهم بالمردودية المالية لأنها تحدد أرباحه وكذلك ترفع من قيمة الأسهم:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 90-94

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 316

<sup>3</sup> علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 229

<sup>4</sup> إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية (دروس وتطبيقات)، الطبعة 1، ورقة، 2006، ص 267

<sup>5</sup> نفسه ص 267

## الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لنموذج Du pont والقيمة السوقية للأسهم

يعرف أثر الرافعة المالية بالفرق بين المردوديتين المالية والإقتصادية ويدل على كيفية وإمكانية تحقيق مردودية أموال خاصة أعلى مردودية مجموع الأموال المستثمرة. ويعتمد مبدأ الرافعة المالية عندما تلجأ المؤسسة إلى الإستدانة بهدف الإستثمار في الميدان الصناعي والمجال التجاري<sup>1</sup>.

يفسر أثر الرافعة كيف يمكننا أن نحقق أموال ملكية تكون أعلى من مردودية مجمل الأموال المستثمرة التي نعبر عنها بالمردودية الإقتصادية<sup>2</sup>.

يعتبر مؤشر الرافعة المالية ذو دلالة هامة بالنسبة للمحلل المالي من المنظور المالي، لكن من وجهة نظر إقتصادية يعد هذا المؤشر غير كاف إلى حد ما نظرا لإعتماده على المتغيرات المحاسبية دون سواها. أما فيما يتعلق بتكلفة الديون وكذا قضية التمييز بين الإستدانة الصافية ومتوسط الديون، فكل هذه العوامل من شأنها التأثير بصفة مباشرة على المؤشر<sup>3</sup>.

بعدما قمنا أعلاه بالإشارة لمؤشرات Du pont وكيفية حسابها نقوم بتوضيحها في معادلة Du pont وتفسيرها

كالتالي:

$$\underline{R_f} = \frac{R_{net}}{CP} = \frac{R_{net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP} \dots\dots\dots 1$$

$$\underline{R_f} = \frac{R_{net}}{CP} = \frac{R_{net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP} \dots\dots\dots 2$$

$$\underline{R_f} = \frac{R_{net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{(CP+D)}{CP}$$

بعد الإختزال والإختصار تصبح لدينا معادلة التالية:

$$\underline{R_f} = \frac{R_{net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \left(1 + \frac{D}{CP}\right)$$

معدل الربحية / معدل الهامش الصافي ←

معدل دوران الأصل الإقتصادي ←

الرافعة المالية ←

..... 3

من المعادلة 1 وبالنظر إلى النسبة الثالثة تظهر لدينا الإستقلالية المالية في معادلة Du pont حيث الإستقلالية المالية هي تقيس مدى إعتدالمؤسسة على أموالها الخاصة في تمويل الأصل الإقتصادي فهي تعكس الهيكل المالي للمؤسسة وهي التي سنعتدلم عليها في الجزء التطبيقي، تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الإستقلالية المالية} = \text{الأصل الإقتصادي} \div \text{الأموال الخاصة}^1$$

<sup>1</sup> دادان عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الإقتصادية، مجلة الباحث، 04، ورقة، 2006، ص 45

<sup>2</sup> شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009-2010، ص 103

<sup>3</sup> دادان عبد الغني، مرجع سبق ذكره، ص 46

لقد أشرنا سابقاً لأهمية تحليل الأداء المالي من خلال نموذج Du pont لكل من المسير المالي و المستثمر أيضاً وذلك من خلال كل نسب قمنا بتقديمها وشرحها وذكر أهميتها بالنسبة لتحليل المركز المالي للمؤسسة والأهمية التي تضيفها من معلومات للمستثمر حول قيمتها السوقية. فنظراً لأهمية القيمة السوقية سنقوم بتقديم تعريف بسيط لها مع ذكر أهم محدداتها والعوامل التي تؤثر فيها.

### الفرع الثاني: مفاهيم حول القيمة السوقية للأسهم

- 1. القيمة السوقية:** هي قيمة السهم في السوق المالي<sup>2</sup>. فهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية والتي قد تفوق القيمة الإسمية أو تقل عنها، وتعد أساساً للمضاربة في سوق المال، وذلك بإعتبارها المؤشر الذي يركز عليه في إتخاذ قرارات البيع والشراء. تعتبر مؤشر هام لتقييم المؤسسة، فهي تعكس ماتم تحقيقه من أرباح أو خسائر وقدرتها على النمو وكلها عوامل إذا ما تحققت تزيد من القيمة السوقية للسهم ويزيد الإقبال عليها مما يؤدي إلى إرتفاع أسعارها<sup>3</sup>.
  - 2. محددات القيمة السوقية:** يتحدد سعر السهم في السوق المالي مثله مثل بقية السلع فهو يتحدد بقوى العرض والطلب، حيث قيمة السهم تكون عند السعر الذي يرغب المشترون في دفعه لشراء السهم بالمقابل السعر الذي يستعد البائع من خلاله لتخلي عن هذا السهم. والسعر الذي يكون المشتري مستعد لدفعه يتوقف على مكاسب الشركة التي تحققها في السنة، ويشمل كذلك ما حققته هذه الأخيرة خلال الأعوام السابقة وما ستحققه في السنوات القادمة<sup>4</sup>. كما يذكر في هذا المجال أيضاً أن القيمة السوقية للأسهم تتحدد إلى حد ما على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل<sup>5</sup>.
  - 3. العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم:** يتأثر سعر السهم بمجموعة من العوامل التي بدورها تؤثر على القيمة للأسهم، فمنها عوامل داخلية أي تحدث داخل الشركة حيث هذه الأخيرة تحاول السيطرة عليها كالقيمة الدفترية للسهم... ومنها عوامل خارجية لا تستطيع الشركة أن تسيطر عليها كأسعار الفائدة...، سنقوم بذكر بعض من هذه العوامل كمايلي:
- **عوامل متعلقة بسوق رأسمال وبالحالة الإقتصادية العامة:** نجد إتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط، التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال<sup>6</sup>؛
  - **التوقعات بخصوص مستقبل المنشأة ومدى قوة مركزها المالي:** كلما كانت الشركة تتمتع بمركز مالي قوي وقادرة على الإستمرار وتحقيق الأرباح مستقبلاً كلما إنعكس هذا على سعر السهم؛

<sup>1</sup>Thauvron, A.(2013). E'valuation d'entreprise, 4<sup>e</sup>e'dition, economica, paris, p34

<sup>2</sup>ماجد أحمد عطالله، إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 175

<sup>3</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان-الأردن-، 2011، ص 443

<sup>4</sup> أمجد إبراهيم البراجنة، إختيار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأسهم المتداولة في سوق فلسطين لأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة غزة، 2009، ص 37

<sup>5</sup>جيل أحمد توفيق، أساسيات في الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، مجهول التاريخ، ص 480

<sup>6</sup>لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة،

2009-2010، ص 180



- توزيع الأرباح نهاية كل سنة: كلما إرتفعت نسبة الأرباح المدفوعة كلما أدى ذلك إلى زيادة العوائد المتوقعة من السهم؛
- القيمة الدفترية للسهم: غالبا ما يكون هناك علاقة طردية أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم تنعكس على زيادة سعره السوقي والعكس صحيح؛
- سعر الفائدة؛
- الأوضاع الاقتصادية العامة للبلد<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول نموذج Du pont والقيمة السوقية

سنجد من خلال هذا المبحث الدراسات التي أجريت في مختلف البلدان والتي تناولت أبعاد ونواحي مختلفة لها علاقة بالقيمة السوقية وأداء المالي للشركات من خلال نموذج Du pont، حيث عاجلت كل دراسة الموضوع من عدة زوايا مختلفة. فمن خلال هذا المبحث سنحاول عرض الدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة ومن ثم سنحدد موقع دراستنا من باقي الدراسات السابقة التي تم الإعتماد عليها.

#### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سنعرض من خلال هذا المطلب إلى أهم الدراسات بالأجنبية وباللغة العربية محل الدراسة.

#### الدراسة أولى: Kevin bernhardt and other<sup>2</sup>

حاول الباحث في هذه الدراسة دراسة العلاقة بين الأداء المالي باستخدام نموذج Du pont والقيمة السوقية سنة 2012 في جامعة تاكساس للتكنولوجيا في الولايات المتحدة، تهدف هذه الدراسة إلى مدى كفاءة الأصول في تحقيق إيرادات. أجريت الدراسة على مزرعتين A و B ليتم المقارنة بينهما، لم يتم ذكر أدوات أو المنهج المستعمل، حيث توصلوا إلى أن المزرعة A لديها مضاعف أسهم أعلى من مزرعة B وكذلك تحتاج المزرعة A إلى زيادة كفاءة الإنتاج أو التقليل من الأصول كإستراتيجية لخلق القيمة أما المزرعة B فعليها زيادة كفاءة الإنتاج وخفض التكاليف.

#### الدراسة ثانية: Isberg ph D- Steven C<sup>3</sup>

قام الباحثين في هذه الدراسة بتقديم العلاقة بين نسب Du pont والبيانات المالية لحساب ومقارنة نسبة Dupont باستخدام البيانات المالية ومعايير الصناعة سنة 1998 في جامعة Baltimore في أمريكا لشركة Atlantic aquaticequipment لفترة

<sup>(1)</sup> شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016، ص 59

<sup>(2)</sup> Kevin bernhardt and oter, **Du pont financial analysis model a process for knowing ,where to spendmy management time**, University of wisconsin,9 july2012, <https://cdp.wisc.edu/Publications/DuPont Model.doc>

<sup>(3)</sup> Isberg ph D- Steven C, **Financial analysiswith the Du pont ratios: ausefulcompass**, The Credit andFinancialManagement Review,University Baltimore, 1 april 1998, <https://www.highbeam.com/doc/1P3-37310041.html>

1996-1997، وذلك باستخدام أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، بإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews، حيث توصلا إلى أن الشركة لديها نقاط ضعف كبيرة في الربحية في حين دوران الأصول و الرافعة المالية قيمتان قريبتان من بعضهما، وكذلك دوران المخزون أقل بكثير من متوسط الصناعة وهذا يمكن أن يرجع لضعف الموقع أو جودة المخزون بالإضافة إلى أن هامش الإجمالي لشركة قليل جدا بالنسبة إلى معيار الصناعة وكذلك الهامش التشغيلي أقل من المعيار.

### الدراسة الثالثة: Mishelledoorasamy<sup>1</sup>

قام الباحث في هذه الدراسة قياس الأداء المالي للصناعة الغذائية لثلاث شركات مدرجة في بورصة دبي للأوراق المالية للفترة 2013-2014 حيث قام بتقديم العلاقة ما بين الأداء المالي والقرارات الإستثمارية، هدفت الدراسة إلى التأكد من دور البيانات المالية في اتخاذ القرارات الإستثمارية، لم يتم ذكر الأدوات والمنهج المستخدم، ولتحقيق أهداف البحث تم احتساب نسب مثل العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول والرفع المالي من خلال تطبيق نموذج Du pont، فتوصل الباحث إلى أن الإستثمار في Tiger brands من شأنه أن يحقق عائدا أعلى للمساهمين من Pioneer Foods or RCI، وكذلك العلامة التجارية لشركة Tiger brands أكثر ربحية وأظهر التحليل أن الإستثمار في شركة Tiger brands يكون مفيداً أكثر من شركة Pioneer foods.

### الدراسة الرابعة: Louise st-cyrard<sup>2</sup>

قام الباحثون في هذه الدراسة دراسة الأداء المالي باستخدام البيانات التاريخية وذلك من خلال نموذج Dupont في سنة 1997 لشركتين Québec téléphone وAlcan في كندا خلال 10 سنوات من 1986-1995، لم يتم ذكر أداة والمنهج المستخدم، توصل الباحثون إلى أن عائد الأصول لشركة Québec téléphone أكبر من قيمة شركة Alcan فإنه أكثر إستقرار طوال الفترة التي درس فيها. شركة Québec téléphone تعمل في بيئة منظمة بالإضافة إلى الطلب على منتجاتها وخدماتها مستقر أكثر من شركة Alcan، وقد يتوقع حاملي أسهم شركة Alcan تقلبات كبيرة في أداء المالي للشركة، بالإضافة إلى أن صافي أرباح شركة Québec téléphone قليل التقلب.

### الدراسة الخامسة: Franck brulhart and other<sup>3</sup>

قام الباحثون في هذه الدراسة بتقييم الأداء المالي في شركات الصغيرة والمتوسطة باستخدام نموذج Du pont في سنة 2009 على مجموعة من الشركات الخاصة بقطاع النسيج في فرنسا، العينة شملت الشركات المدرجة في قاعدة بيانات DIANE للتحليل المالي للشركات في فرنسا وعدد عمالها لا يتجاوز 205 عاملا. حيث تم الإعتماد على طريقة التصنيف الهرمي (أسلوب

<sup>1</sup>Mishelledoorasamy ,using du pont analysis to asses the financail performance of the top 3 jselistedcompanises in foodindustry ,investment management and financailnnonations(open-access),volume 13,lessue12,2016.

<sup>2</sup>Louise st-cyrardand other, Lanalysefinancièreà l'aide des ratios: le modèle de Du pont, E'cole des HEC, 1997, [http://neumann.hec.ca/sites/cours/4-212-95/Fichiers/Modele\\_DuPont.pdf](http://neumann.hec.ca/sites/cours/4-212-95/Fichiers/Modele_DuPont.pdf)

<sup>3</sup>Franckbrulhart and other, Un outil de mesure et de signalisation de la performance pour la PME: présentation d'un "modèle Du pont enrichi", Revue Internationale PME, E'ditions EMS, 2009, volume 22, N°2

(Ward) وبرنامج SPSS. حيث توصل الباحثون إلى أن هناك صعوبات عند استخدام النسب المالية وذلك بسبب استخدام الأساليب المحاسبية المختلفة، أي يجب ضمان تجانس البيانات المتاحة من أجل القيام بالتحليل بطريقة منتظمة وصحيحة، بالإضافة إلى هناك 4 مجموعات لها علاقة ذات دلالة إحصائية هذه المجموعات نتجت عن النسبتين التاليتين (ROA/CA) و (CA/NEA) بحيث المجموعة 3 لديها أفضل العوائد الإقتصادية 57.1% ناتج عن مراقبة التكاليف وكفاءة استخدام الأصول ولديها أداء للمبيعات قوي وارتفاع معدل دوران الأصول ؛ المجموعة 2 لديها أداء تجاري ضعيف لكن يقابله كفاءة عالية في الأصول فهذه المجموعة تحقق أداء إقتصادي مرض 8.3%؛ المجموعة 4 تتكون من شركات في حالة فشل إستراتيجي أي الربحية التجارية قدرت بـ 6.1% وكفاءة منخفضة جدا للأصول يمكن هذا بسبب عدم القدرة على التحكم في التكاليف أو مواجهة بيئة تنافسية عدائية بشكل خاص وأخيرا بالنسبة إلى المجموعة 1 فهي تولد عائد إقتصادي مرضي على أساس ربحية تجارية جيدة مقترنة بكفاءة معتدلة للأصول. وكذلك ظهور 6 مجموعات لها دلالة إحصائية ناتجة عن النسبتين التاليتين (RE/VA) و (VA/CA) بحيث المجموعات 1 و 2 و 6 لديها أداء تجاري مماثل ومعتدل أما المجموعتين 4 و 5 تواجه صعوبات في معدلات الأداء التجاري ناتج عن عدم السيطرة على التكاليف الداخلية وأخير المجموعة 3 تتألف من أفضل الشركات الصغيرة والمتوسطة بمتوسط أداء للمبيعات 11.5%. ظهور 3 مجموعات لها دلالة إحصائية ناتجة عن النسبتين التاليتين (CA/IMMO) و (IMMO/NEA) بحيث المجموعة 3 لديها أعلى درجة من حيث كفاءة استخدام صافي الأصول الإقتصادية ولها إنتاجية عالية للأصول الثابتة؛ المجموعة 1 أوضاعها غير جيدة بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال للأصول الثابتة إلى جانب إنتاجية منخفضة؛ المجموعة 2 إنتاجية رأس مالية أعلى بقليل من المتوسط ولكن تكلفة رأس المال المنخفض للأصول الثابتة لا تسمح لها بالاستفادة من حيث دوران الأصول الإقتصادية. إستنتاج 5 مجموعات لها دلالة إحصائية ناتجة عن النسب التالية (RE/ER) و (NR/ER) و (NEA/CP) و (NEA/CP)؛ المجموعة 5 لها ربحية مالية جيدة 30.7% ؛ المجموعة 3 احتلت المرتبة الثانية تقدم أفضل عائد مالي 19.3%؛ المجموعة 2 أدائها المالي جيد؛ المجموعة 4 تواجه صعوبات في الواقع؛ المجموعة 1 تتميز بالربحية ولديها ثيقة إقتصادية 12%.

#### الدراسة السادسة: كسري أسماء - صالح محمد يزيد<sup>1</sup>

قام الباحثين في هذه الدراسة بتقديم العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية وبشكل إجمالي يهدف الباحثين إلى تحديد العلاقة دور المؤشرات المحاسبية في تفسير أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر العينة شملت فندق الأوراسي للفترة الزمنية الممتدة من 2004 إلى 2011، تم الإعتماد على الإنحدار المتعدد بين مختلف المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع وذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSSv.19، توصل الباحثين إلى أن هناك علاقة معنوية قوية بين القيمة السوقية للأسهم ومؤشرات الربحية ولا توجد علاقة بين مؤشرات هيكل رأس المال والقيمة السوقية للأسهم ولا توجد كذلك علاقة بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للأسهم، هناك عوامل مؤثرة على في القيمة السوقية لسهم الأوراسي إلا أن هناك تبايناً في مدى تأثير هذه العوامل المحاسبية بالإضافة إلى أن المعلومات المحاسبية غير كافية للمستثمرين لإتخاذ قراراتهم وأكدت الدراسة على

<sup>1</sup> كسري أسماء، صالح محمد يزيد، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة (دراسة فندق الأوراسي 2004-2011)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 41، رقم 2، 2017

ضرورة تفعيل وإنشاء مؤسسات مالية ومتخصصة تتولى وظيفة تحليل القوائم المالية لمساعدة المستثمرين في ترشيد القرارات الإستثمارية.

### المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

في هذا المطلب سيتم تقييم الدراسات السابقة، وذلك بذكر أوجه التشابه والاختلاف بينهما، وذلك لتقييمها ومعرفة موقع الدراسة الحالية منها.

### الفرع الأول: تقييم الدراسات السابقة

أغلب الدراسات أعدت في مجال تقييم الأداء المالي للشركات لتحقيق أهداف مهمة ولعل من أهمها إستمرارية النشاط وتحقيق أرباح مرتفعة، إلا أنه كل دراسة تختلف عن الأخرى من متغيرات الدراسة والبيئة التي أجريت فيها وبإستعمال مختلف البرامج إحصائية بالإضافة إلى الفترة الزمنية والنتائج المتوصل إليها.

فحسب ما تم عرضه في المطلب الأول نستنتج النقاط التالية:

- تشابه دراستنا مع الدراسات السابقة من حيث الرغبة للوصول إلى نفس الهدف وهو قدرة نموذج Du pont على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات؛
- أغلب الدراسات لم تعتمد على أسلوب إحصائي معين، بل حساب مؤشرات وتم المقارنة بينهما؛
- هناك دراسات إتمدت على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ودراسات أخرى إتمدت على شركات رائجة في موقعها الجغرافي؛
- لم يتم الإعتماد على الشركات الكبيرة فقط وإنما هناك دراسات إتمدت على شركات متوسطة وصغيرة، ولم تتوقف الدراسات على القطاع الصناعي فقط بل يوجد دراسات أجريت على القطاع التجاري والفلاحي؛

### الفرع الثاني: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

سيتم في الفرع الثاني تحديد موقع دراسة الحالية وما يميزها عن الدراسات السابقة، وذلك من خلال الهدف؛ الأهمية؛ البرامج؛ الأدوات المستعملة والنتائج المتوصل إليها.

☒ هذه الدراسة شملت على عينة كبيرة حيث ضمت جميع القطاعات ما عدا قطاع البنوك والتأمينات على عكس الدراسات السابقة فمنها من تناولت عينة صغيرة؛

☒ للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة تم الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي غير الخطي؛

☒ هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر تقييم الأداء المالي من خلال نموذج Du pont وأثره على القيمة السوقية كمثلهما كمثل الدراسات السابقة؛

☒ تم التوصل في هذه الدراسة إلى أن نموذج Du pont لا يفسر القيمة السوقية للأسهم الشركات بشكل كبير.

### خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى نموذج من نماذج التحليل المالي وهو نموذج Du pont، وكذلك أشرنا إلى النسب الثلاثة التي يقوم عليها نموذج Du pont والدور الذي تقوم به كل نسبة في الجانب المالي حيث توضح كل نسبة من النسب التغيرات التي طرأت على المركز المالي (الجانب) للشركة، وتبين لنا مختلف الفرص التي من خلالها تتمكن من معالجة مختلف المخاطر التي قد تحدث في المؤسسة. لهذا يجب على الإدارة المالية الخاصة بالشركة أن تهتم بهذا النموذج وذلك لتحقيق هدفها الأساسي تعظيم القيمة السوقية للشركة وزيادة أرباحها. وكذلك تم عرض مختلف الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر نموذج Du

على القيمة السوقية للأسهم

## تمهيد:

بعدها قمنا بالتطرق في الفصل الأول إلى مفاهيم أساسية متعلقة بالأداء المالي من خلال نموذج Dupont وكذا بمؤشرات قياسه أو النسب الثلاثة التي يقوم عليها النموذج والتي تم ذكرها سابقا وأيضا أشرنا إلى مفهوم القيمة السوقية مع محدداتها، سنحاول في هذا الفصل إلى إسقاط كل ما تم التطرق إليه في الجانب النظري على الواقع العملي في الجانب التطبيقي، وكذلك سنقوم بالمقارنة بين نتائج دراستنا ونتائج الدراسات السابقة التي تم الإعتماد عليها، وهذا من خلال التطرق إلى تقييم الأداء المالي من خلال نموذج Dupont وأثره على القيمة السوقية على عينة تم إختيارها من الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من 2013-2017.

إرتأينا أن نتناول في هذا الفصل مبحثين، حيث يشمل كل مبحث مايلي:

- ✓ **المبحث الأول:** يشمل كل من مجتمع وعينة الدراسة؛ مصادر البيانات؛ التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها؛ الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة.
- ✓ **المبحث الثاني:** نعرض النتائج فيه مع تحليلها ومناقشتها.

المبحث الأول: تقديم مجتمع وعينة وأدوات الدراسة

المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة

في هذا المطلب سنقوم بتوضيح كل من مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى تحديد متغيرات الدراسة وكذا مصادر وبيانات الدراسة.

الفرع الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

أولاً: مجتمع الدراسة:

نظرة عامة حول بورصة قطر:

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. وفي يونيو 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم<sup>43</sup>.

ثانياً: عينة الدراسة:

تمثل عينة الدراسة 20 شركة المدرجة في بورصة قطر لأوراق المالية (الملحق رقم 1) شاملة جميع القطاعات ماعدا قطاع البنوك والتأمينات خلال الفترة (2013/2017)، لقد تم إختيار عينة الدراسة تحت عدة إعتبرات نذكر منها مايلي:

- ألا تكون بنك أو شركة تأمين، وذلك لإعتمادهما على ودائع الأفراد وأمواهما الخاصة تعتبر هامش أمان بالإضافة إلى خصوصية الحساب؛
- ألا تكون قد قامت بعملية إندماج خلال الفترة التي أقيمت الدراسة خلالها؛
- قوائمها المالية متوفرة في الفترة المدروسة وبياناتها منشورة ومتوفرة على صيغة PDF.

الجدول التالي يعرضه عينة الشركات المدروسة لمختلف القطاعات على النحو الآتي :

<sup>43</sup> <https://www.qe.com.qa/ar/about-qse>



الجدول رقم(1.2): يوضح توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات

القطاع	بضائع وخدمات إستهلاكية	الصناعة	العقار	الإتصال	النقل
عدد الشركات	1	2	1	1	1
نسبة العينة	%16.66	%33.33	%16.66	%16.66	%16.66

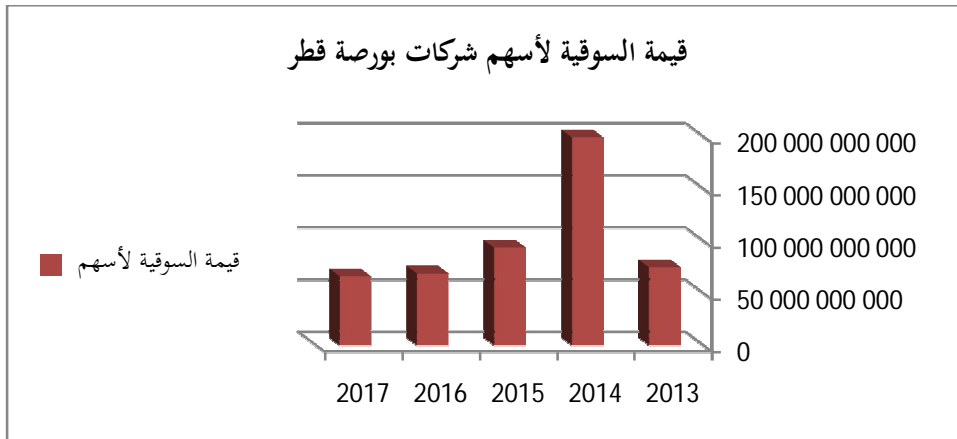
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel 2007

من خلال الجدول السابق نلاحظ، العينة شملت جميع القطاعات ماعدا قطاعي البنوك والتأمينات وذلك للأسباب التي تم ذكرها سابقا، كما نلاحظ شركات القطاع الصناعي أخذت أكبر حصة قدرت بنسبة %33.33، في حين باقي قطاعات أخذت نفس نسبة وهي %16.66.

الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

1- المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في السعر السوقي للأسهم خلال السنة وهذا بقسمة مجموع أسعار الإغلاق على عدد مرات التداول لمدة خمس سنوات، الشكل الموالي يوضح القيمة السوقية خلال فترة الدراسة:

الشكل(1.2) : نمو القيمة السوقية في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقرير السنوي الصادر عن بورصة قطر للأوراق المالية وبرنامج

Excel 2007

نلاحظ من الشكل أعلاه إنخفاض في القيمة السوقية خلال سنة 2013 وارتفاعها في سنة 2014 حيث تعتبر الذروة ثم تنخفض في سنة 2015 بسبب إنخفاض أسعار النفط العالمية ويستمر إنخفاضها لباقي السنوات.

2- المتغيرات المستقلة: تمثلت في مجموعة من مؤشرات الأداء المالي، وهي كل من معدل العائد على الأصول ومعدل

دوران الأصل الإقتصادي والإستقلالية المالية، الجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة وكيفية حسابها:

الجدول رقم (2.2): يوضح متغيرات الدراسة وكيفية حسابها

المتغيرات الدراسة	كيفية حسابها	الرموز المعبر عنها	يرمز لها في الجانب تطبيقي
القيمة السوقية	مجموع أسعار الإغلاق/ عدد مرات التداول	MVS	Y
هامش الربحية	النتيجة الصافية/ رقم الأعمال	TMN	X1
معدل دوران أصل إقتصادي	رقم الأعمال/ الأصل الإقتصادي	TRAE	X2
الإستقلالية المالية	الأصل الإقتصادي/ الأموال الخاصة	TAF	X3

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماذ على الدراسات السابقة والمراجع المعتمدة

حدود الدراسة:

بالنسبة للحدود الزمانية كانت ممتدة من الفترة 2013 إلى 2017 حيث أرى أن هذه الفترة كافية لدراسة تأثير المتغير المستقل Dupont على المتغير التابع القيمة السوقية لشركات المدرجة في بورصة قطر، أما الحدود المكانية تتمثل في سوق الأوراق المالية القطرية أي بورصة قطر.

مصادر البيانات:

تم الإعتماد على مصدرين من البيانات، البيانات الثانوية وهي بيانات الجانب النظري، أما البيانات الأولية تم التحصل عليها من خلال الموقع الإلكتروني لبورصة قطر، حيث أن هذه المعلومات تتمتع الموضوعية والمصدقية مع إستطاعتنا الإعتماد عليها للقيام بالدراسة الإحصائية.

المطلب الثاني: البرامج والأدوات والأساليب الإحصائية المعتمدة

سيتم التطرق ف هذا المطلب إلى البرامج المعتمدة في الدراسة، بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية التي تم الإعتماد عليها في هذه الدراسة.

لقد تم إستخدام برنامج Excel 2007 لجمع البيانات وتلخيصها وكذا حساب المؤشرات الخاصة بالدراسة، وبرنامج Eviews 9 لإختبار قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع.

ولكي نقوم بالإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة إعتمدنا على مجموعة من الأدوات الإحصائية، نذكرها كالتالي: نماذج الإنحدار الخطي وغير الخطي ومشاكل المرتبطة به، لإختبار قدرة تفسير متغيرات نموذج Du pont للقيمة السوقية تم إستخدام برنامج Eviews 9 .

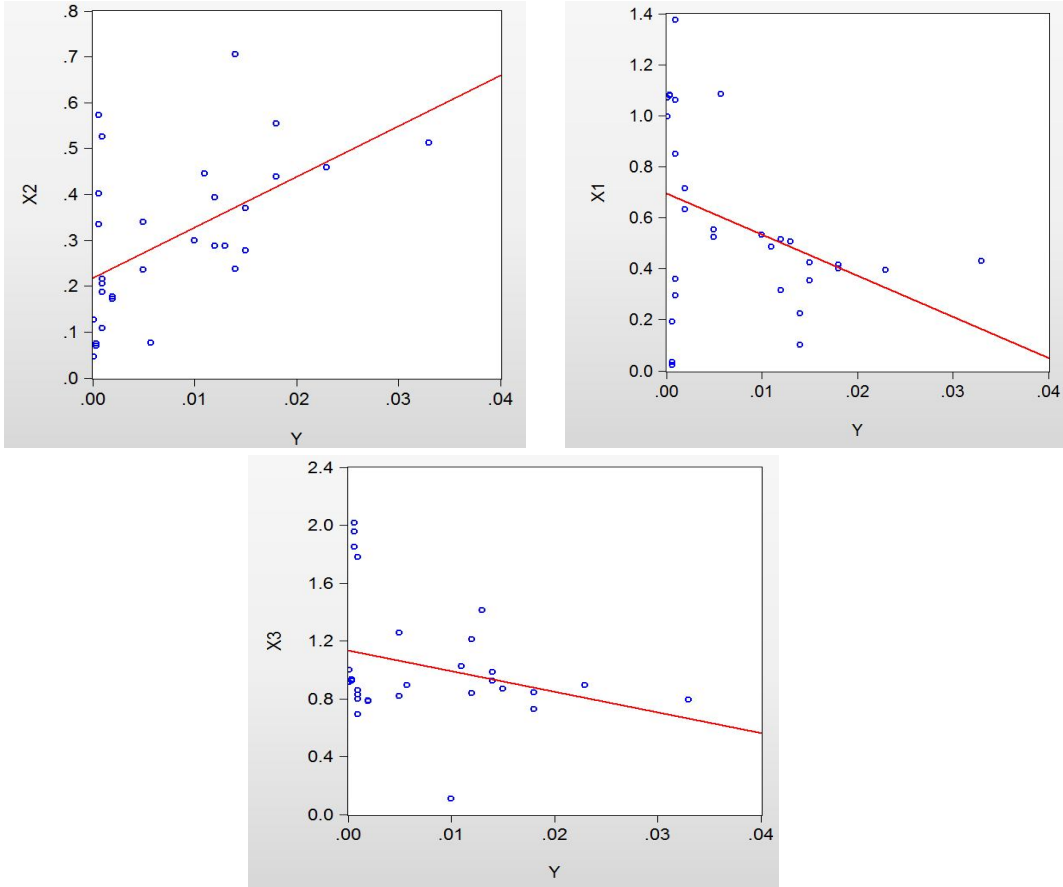
المبحث الثاني: نتائج تطبيق تحليل الإنحدار في إختبار النموذج القياسي

بعد قيامنا في المبحث الأول بعرض وتحديد طريقة وأدوات الدراسة، سنتطرق في هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة التطبيقية وتحليلها وذلك في المطلب الأول، أما بالنسبة للمطلب الثاني سنقوم بمناقشة وتفسير النتائج إقتصاديا.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

سيتم من خلال هذا المطلب عرض نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها وذلك من خلال المعلومات التي تم التوصل إليها وجمعها، وتلخيصها ومعالجتها من خلال البرامج الإحصائية السابقة ذكر.

الشكل رقم (2.2): إنتشار مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم 2 وبرنامج الإحصائي Eviews9

من خلال الشكل أعلاه لا نستطيع التمييز العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، لهذا سنعتمد على أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد من خلال الإعتبارات التالية:

- 1- المعنوية الجزئية الإحصائية للمعالم المقدرة "  $\text{Prob} \leq 0.05$  " ؛
- 2- المعنوية الكلية للنموذج المقدر "  $\text{Prob} ( F\text{-statistic}) \leq 0.05$  " ؛
- 3- معامل التحديد  $R^2$  ؛
- 4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " إحصائية (DW) " ؛

جدول رقم (3.2): تأثير مؤشرات نموذج Du pont على القيمة السوقية

Dependent Variable: Y  
Method: Least Squares  
Date: 05/09/18 Time: 15:41  
Sample: 1 30  
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014647	0.005995	2.443101	0.0217
X1	-0.005939	0.004390	-1.353088	0.1877
X2	0.026151	0.008687	3.010232	0.0057
X3	-0.011176	0.002962	-3.773022	0.0008
R-squared	0.543884	Mean dependent var		0.007850
Adjusted R-squared	0.491255	S.D. dependent var		0.008375
S.E. of regression	0.005974	Akaike info criterion		-7.279297
Sum squared resid	0.000928	Schwarz criterion		-7.092470
Log likelihood	113.1895	Hannan-Quinn criter.		-7.219529
F-statistic	10.33434	Durbin-Watson stat		1.456528
Prob(F-statistic)	0.000117			

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews9

أولاً: إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة: لإختبار المعنوية الإحصائية نقوم بوضع الفرضيتين التاليتين:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

• إختبار المعنوية للحد الثابت  $\beta_0$

من الجدول رقم (3.2) نلاحظ أن القيمة الإحتمالية (Prob) لـ  $\beta_0$  تساوي 0.0217 أقل من 0.05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_0$  يختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 05%،  $\beta_0$  هي قيمة عشوائية، وبالتالي لها دلالية إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

• إختبار المعنوية الإحصائية للمعلمة  $\beta_1$

من الجدول رقم (3.2) نلاحظ أن القيمة الإحتمالية (Prob) لـ  $\beta_1$  تساوي 0.1877 أكبر من 0.05 ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_1$  لا يختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 05%، وبالتالي لا توجد علاقة بين مؤشر الربحية والقيمة السوقية.

• إختبار المعنوية الإحصائية للمعلمة  $\beta_2$

من الجدول رقم (3.2) نلاحظ أن القيمة الإحتمالية (Prob) لـ  $\beta_2$  تساوي 0.0057 أقل من 0.05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_2$  يختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 05%، وبالتالي لها دلالية إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05، وبالتالي توجد علاقة بين القيمة السوقية ومعدل دوران الأصل الإقتصادي.

• إختبار المعنوية الإحصائية للمعلمة  $\beta_3$

من الجدول رقم (3.2) نلاحظ أن القيمة الإحتمالية (Prob) لـ  $\beta_3$  تساوي 0.0008 أقل من 0.05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_3$  يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 05%، وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05، وبالتالي توجد علاقة بين القيمة السوقية ومعدل الإستقلالية المالية.

ثانياً: إختبار المعنوية الكلية للنموذج: نقوم بإختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر، نقوم بوضع الفرضيتين التاليتين:

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

نلاحظ من خلال الجدول (3.2) أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.000117 أقل من 0.05 ويعني هذا النموذج مقبول إحصائياً، ويوجد على الأقل معلمة تختلف معنويًا عن الصفر.

ثالثاً: إختبار جودة التوفيق: من خلال الجدول (3.2) نلاحظ أن المعادلة التي تم تقديرها تفسر 54.38% من التغيرات الإجمالية من القيمة السوقية، وهذه جودة توفيق جيدة للنموذج أما النسبة المتبقية 45.62% ترجع إلى متغيرات مفسرة أخرى غير مدخلة في النموذج.

❖ معادلة النموذج المقبولة:

$$MVS = 0.014 - 0.0059 TMN + 0.026 TRAE - 0.01117 TAF$$

من خلال هذه المعادلة سنقوم بتفسير المعالم المقدرة للمتغيرات ذات دلالة إحصائية كما يلي:

✓  $\beta_0$ : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع وهو القيمة السوقية للأسهم عند إنعدام المتغيرات المستقلة مؤشر الربحية؛ معدل دوران الأصل الإقتصادي؛ الإستقلالية المالية، فإن القيمة المقدرة لـ  $MVS$  تساوي 0.014؛

✓  $\beta_1$ : معلمة المتغير المستقل مؤشر الربحية، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين  $MVS$  و  $TMN$ ، بحيث هذا المؤشر مقياس لكفاءة الشركة في إستخدامها لأصولها، هناك تأثير سلبي لنسبة  $TMN$  و  $MVS$  عند درجة حرية 05% من خلال القيمة السالبة -0.0059 التي تم التحصل عليها من الجدول رقم (3.2)، وعليه فإن  $MVS$  تسير في الإتجاه المعاكس لـ  $TMN$  أي كلما زاد  $TMN$  بوحدة واحدة تنخفض  $MVS$  بـ 0.0059 وهذا راجع إلى عدم تفاعل المستثمرين وليس في أداء الشركة، تفر هذه العلاقة منافية للتحليل المالي النظري. وعليه يتوجب على الشركة والمستثمرين بالأخذ بالعين الإعتبار هذه النقطة.

✓  $\beta_2$ : معلمة متغير المستقل معدل دوران الأصل الإقتصادي، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين  $MVS$  و  $TRAE$ ، حيث هذه النسبة تمثل مدى كفاءة الشركة في إستخدام أصولها. نقول هناك تأثير إيجابي بين  $MVS$  و  $TRAE$  عند درجة حرية 05% فعند زيادة  $TRAE$  بوحدة واحدة تزيد  $MVS$  بـ 0.026151 أي هناك علاقة طردية بينهما، وهو ما ينسجم مع التحليل المالي النظري.

✓  $\beta_3$ : معلمة المتغير المستقل الإستقلالية المالية، من خلال النتائج التي تم التحصل عليها نجد أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين  $MVS$  و  $TAF$ ، حيث هذه النسبة توضح أو تظهر مدى إعتتماد المؤسسة على الأموال الخاصة في تمويل الأصل

الإقتصادي. نقول أن هناك تأثير سلبي TAF إلى MVS عند درجة حرية 05%، فعند زيادة الإستقلالية المالية بوحدة واحدة تنخفض MVS بـ 0.011176 أي هناك علاقة عكسية بينهما لأن المستثمرين غالبا يفضلون زيادة الديون ضمن الهيكل المالي على زيادة الأموال الخاصة فالعلاقة بين قيمة الأموال الخاصة ( الإستقلالية المالية ) من ناحية والمردودية المالية من ناحية أخرى هي علاقة عكسية وبالتالي يكون تأثير الإستقلالية المالية سلبي على القيمة السوقية.

**رابعاً: إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء "إحصائية (Durbin-Watson)":** من خلال ماتم إخراجها من برنامج Eviews9

نستخرج قيمة (DW) حيث تساوي 1.456528 وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (DW) نستخرج كل من قيمة الحد الأعلى والأدنى لـ  $d$  ( $d_l$  ،  $d_u$ ).

حيث:  $n=100$  (عدد المشاهدات)

$K=1$  (عدد المتغيرات)

ومنه:  $d_l = 1.38$  ،  $d_u = 1.67$

بالإعتماد على الشكل الموالي نستطيع توضيح قيم  $d$ :

**الشكل رقم (3.2): مناطق القبول والرفض لإختبار (Durbin-Watson)**

0	$D_L$	$D_U$	2	$4-D_U$	$4-D_L$	4
$P>0$	?	$P=0$	$P=0$	?	$P<0$	
ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب	
0	1.63	1.68	2	2.32	2.37	4

المصدر: سعيد هتهات، دراسة إقتصادية وقياسية لظاهرة التلخيم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006، ص 127

نلاحظ من خلال الشكل أن قيمة (DW) والتي تساوي 1.456528 تقع ضمن مجال  $[D_U$  ،  $D_L]$  لكل من المتغير المستقل والتابع، أي هناك إرتباط ذاتي للأخطاء.

عموما النموذج مقبول إحصائيا، لكن يتوجب علينا التأكد من أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة لهذا النموذج سنختبر

الفرضياته في ما يخص:

❑ عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء؛

❑ فرضية ثبات التباين؛

❑ المتغير العشوائي يتوزع طبيعيا.

سنقوم بإجراء بعض الإختبارات للتحقق من الفرضيات الموجودة أعلاه وذلك بإستعمال أسلوب تحليل البواقي:

**1- إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية "LM":**

يقيس ويختبر الارتباط الذاتي بين الأخطاء للدرجة أكثر من الواحدة، وذلك بإستعمال إختبار بروش قود فراي من

الدرجة الثانية، والجدول التالي يوضح نتائج الإختبار:

جدول رقم (4.2): نتائج إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية "LM"

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.845446	Prob. F(2,24)	0.1797
Obs*R-squared	3.998671	Prob. Chi-Square(2)	0.1354

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم 2 والبرنامج Eviews9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة تساوي  $LM = n * R^2 = 3.998$  أقل تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع " كاي تربيع " بدرجة حرية إثنان ونسبة المعنوية 0.05 والتي تساوي  $X^2_{0.05} = 5.991$  وبالتالي نرفض الفرضية  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  أي ليس هناك ارتباط ذاتي للأخطاء.

### 2- إختبار تجانس التباين:

يوجد العديد من الإختبارات، تم الإعتماد في هذا النموذج على إختبار WHITE فالجدول التالي يوضح نتائج

الإختبار:

جدول رقم (5.2): نتائج إختبار WHITE

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.579642	Prob. F(9,20)	0.7982
Obs*R-squared	6.206315	Prob. Chi-Square(9)	0.7191
Scaled explained SS	6.172569	Prob. Chi-Square(9)	0.7225

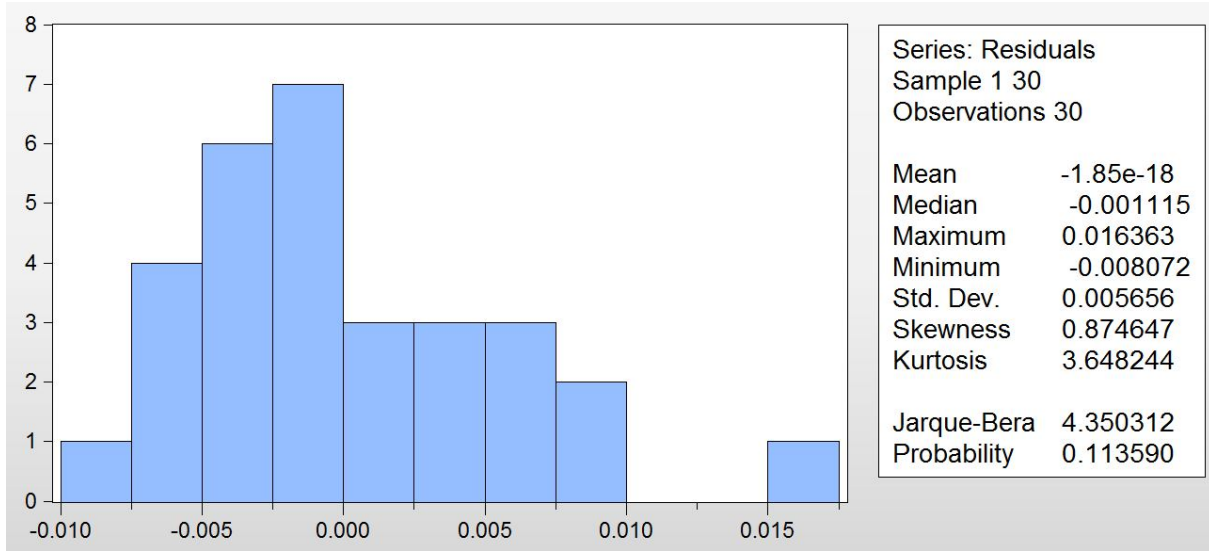
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي Eviews9

نلاحظ من الجدول أن إحصائية فيشر تساوي 0.798 أكبر من 0.05 ، وبالتالي نرفض الفرضية  $H_1$  ونقبل فرضية العدم  $H_0$  أي لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في تباين.

### 3- إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

لإختبار مدى توزيع الطبيعي للبواقي هناك العديد من الإختبارات، سنستخدم أشهرها Jarque-Bera والذي يتبع توزيع كاي تربيع، تظهر نتائجه في الشكل التالي:

الشكل رقم (4.2): التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق 2 وبرنامج الإحصائي Eviews9

من خلال الشكل في الأعلى نلاحظ القيمة الإحصائية Jaque-Bera (S= 4.350312) أقل تماماً من القيمة

المجدولة لتوزيع "كاي تربيع" بدرجة حرية إثنان ونسبة معنوية 0.05 والتي تساوي  $X^2_{0.05} = 5.991$  ، وبالتالي نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  ومنه هذه السلسلة تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي.

نستنتج من الفرضيات السابقة أن طريقة المربعات الصغرى ملائمة لتمثيل العلاقة بين مؤشرات نموذج Du pont

والقيمة السوقية.



## خلاصة الفصل:

تعتبر بورصة قطر للأوراق المالية من الأسواق التي تتميز بنشاط جيد، لذا حاولنا من خلال ما عرض في هذا الفصل إلى إختبار قدرة تأثير تقييم الأداء المالي من خلال نموذج Dupont على القيمة السوقية. كمدخل نظري للفصل قمنا بعرض عينة ومجتمع الدراسة ... وكذا الأدوات التي تم إستخدامها، بالإضافة إلى البحث على النموذج الذي تم إختياره، حيث تم كذلك عرض نتائج الدراسة وتحليلها، فتبين أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة الثلاثة (TAF، TRAE، TMN) والمتغير التابع MVS، لكن كانت هناك جودة توفيق ضعيفة جدا بالنسبة للمتغيرات النموذج الثلاثة ( المتغير المستقل ) وهذا يدل على أن هذه المتغيرات لا تفسر التغيرات الإجمالية لـ MVS بشكل كبير وإنما وجود متغيرات أخرى غير مدخلة في النموذج.

خاتمة

من خلال هذه الدراسة حاولنا معرفة مدى قدرة نموذج Du pont في تفسير القيمة السوقية للأسهم، وهذا من خلال فصلين ففي الفصل الأول تم التعرف على المفاهيم الأساسية لنموذج Du pont، وكذلك تطرقنا إلى الدراسات السابقة حول الموضوع، لذلك حولنا في الفصل الثاني إلى معرفة ما إذا كان النموذج Du pont لوحده كافي لتفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة القطرية للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017).

#### أولاً: نتائج الدراسة:

من خلال القيام بهذه الدراسة، ظهرت لدينا جملة من النتائج نتجت من خلال إختبار الفرضيات التي تم وضعها في مقدمة الدراسة، سيتم ذكرها كالتالي:

1. بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في "يؤثر مؤشر الربحية على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر لأوراق المالية بشكل إيجابي". وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الربحية (نسبة العائد على الأصول) والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 0.05، لكون هذه النسبة مقياس مهم لربحية الشركة بالنسبة إلى مجموع أصولها، وعليه فإن المستثمر يتخذ هذا المؤشر مقياس لتفسير القيمة السوقية للأسهم. ومنه نرفض الفرضية الأولى أي أن مؤشر الربحية يؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية.
2. بالنسبة للفرضية الثانية المتمثلة في "يؤثر مؤشر معدل دوران الأصل الإقتصادي على القيمة السوقية بشكل إيجابي". وجود علاقة طردية بين معدل دوران الأصل الإقتصادي والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 0.05. ومنه نقبل الفرضية الثانية أي أن معدل دوران الأصل الإقتصادي يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية.
3. بالنسبة للفرضية الثالثة المتمثلة في "يؤثر مؤشر الإستقلالية المالية على القيمة السوقية بشكل إيجابي". وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإستقلالية المالية والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 0.05. ومنه نرفض الفرضية الثالثة أي أن الإستقلالية المالية تؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية.

#### ثانياً: الإقتراحات والتوصيات:

1. ضرورة الأخذ بعين الإعتبار بمعدل الهامش أو معدل الربحية من قبل المستثمر؛
2. ضرورة سد الثغرات التي يستغلها أصحاب السلطة في تحريف نتائج الأرباح المحاسبية؛
3. يجب أن تكون هناك رقابة على نشاط البورصة، حتى تصل إلى الهدف الذي خلقت من أجله.

#### ثالثاً: الآفاق:

1. بما أن تقييم الأداء المالي من خلال مؤشرات نموذج Du pont موضوع جديد، تكون هناك ضرورة إستمرار البحث في هذا المجال وإجراء دراسات أخرى للبحث عن العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم؛
2. إجراء دراسات مقارنة في هذا الموضوع ولكن بين قطاعين مختلفين على سبيل المثال؛
3. تطبيق هذه الدراسة في بيئة مختلفة وفترة زمنية طويلة؛
4. إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي أو التأميني مع الحفاظ على بعض متغيرات الدراسة.

## مصادر ومراجع

المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1. إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية (دروس وتطبيقات)، الطبعة 1، ورقة، 2006
  2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان - الأردن، 2011
  3. جميل أحمد توفيق، أساسيات في الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، مجهول التاريخ
  4. حنفي علي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة التحليل المالي وإقتصاديات الإستثمار والتمويل، القاهرة، دار الكتاب الحديث، 2008
  5. عبد الغفار حنفي، د رسمية زكي قرياص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، 2002
  6. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء، الشارقة، 2008
  7. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، 2007
  8. شيخي محمد، طرق الإقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، طبعة الأولى، الحامد، 2011
  9. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، SME Financail، طبعة الأولى، رام الله فلسطين، 2008
  10. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل، 2013
  11. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويل، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011
  12. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999
  13. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، طبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003
- الأطروحات والمذكرات الجامعية:
- مذكرات ماجستير:
14. أمجد إبراهيم البراجنة، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأسهم المتداولة في سوق فلسطين لأوراق المالية، جامعة غزة، 2009
  15. سعيد هتهات، دراسة إقتصادية وقياسية لظاهرة التظخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006

16. شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2010-2009
17. شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016
18. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2010-2009

المجلات:

19. دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الإقتصادية، مجلة الباحث، 04، ورقلة، 2006

المراجع باللغة الأجنبية:

الكتب:

20. Thauvron, A.(2013). **E'valuation d'entreprise**, 4<sup>e</sup> edition, economica, paris

المقالات:

21. Kevin Bernhardt, K, (2009, 10june), **Du pont financial analysis a process for knowing where to spend my management time tomorrow morning after breakfast**, xtension, center for dairy profitability,  
<https://cdp.wisc.edu/Publications/DuPont Model.doc>
22. Mishelledoorasamy ,**using du pont analysis to asses the financcail performance of the top 3 jselistedcompanises in foodindustry ,investment management and financcailinnonations(open-access)**, volume 13, lessue12,2016

المواقع الإلكترونية:

23. joshuakennon, <https://www.thebalance.com/the-dupont-model-return-on-equity-formula-for-beginners-35749431/10/2017> يوم التصفح
24. Lori Forrest <http://study.com/academy/lesson/dupont-analysis-formula-return-on-equity.html2017/10/31> تاريخ التصفح
25. <http://www.investopedia.com/ask/answers/041615/what-are-some-advantages-and-disadvantages-dupont-analysis.asp03/11/2017> تاريخ التصفح
26. Obaidullah jan, <http://accountingexplained.com/financial/ratios/dupont-analysis-04/11/2017> تاريخ التصفح
27. <http://financialmanagementpro.com/dupont-analysis03/11/2017> تاريخ التصفح
28. <https://www.qe.com.qa/ar/about-qse>

ملاحق

الملحق (1): الشركات موزعة على قطاعات الدراسة

الشركات	القطاع
الرعاية.	بضائع وخدمات إستهلاكية
إسمنت، التحويلية.	الصناعة
بروة.	عقار
أوريدو.	اتصال
المخازن.	نقل



الملحق (2): متغيرات الدراسة

	السنوات	Y	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>
إسمنت	2013	0.033	0.431	0.512	0.791
	2014	0.018	0.4	0.555	0.727
	2015	0.023	0.395	0.459	0.895
	2016	0.018	0.415	0.438	0.844
	2017	0.012	0.316	0.393	0.837
التحويلية	2013	0.015	0.423	0.278	0.868
	2014	0.005	0.553	0.235	0.817
	2015	0.015	0.355	0.37	0.87
	2016	0.014	0.225	0.706	0.925
	2017	0.014	0.102	0.238	0.983
الرعاية	2013	0.0019	0.214	6.007	0.859
	2014	0.0337	0.343	0.683	0.835
	2015	0.0122	0.302	0.559	0.971
	2016	0.0022	0.138	0.458	1.005
	2017	0.0028	0.151	0.476	0.985
المخازن	2013	0.006	0.186	0.359	1.825
	2014	0.003	0.208	0.41	1.887
	2015	0.007	0.234	0.377	1.483
	2016	0.003	0.242	0.363	1.539
	2017	0.004	0.222	0.324	1.825
أوريدو	2013	0.005	0.097	0.535	1.95
	2014	0.003	0.076	1.145	0.951
	2015	0.001	0.071	1.143	0.991
	2016	0.001	0.084	1.111	1.008
	2017	0.002	0.073	1.181	0.933
بروة	2013	0.0034	0.411	0.183	0.992
	2014	0.0052	0.4	0.187	1.032
	2015	0.0105	0.371	0.198	1.091
	2016	0.0111	0.275	0.168	1.06
	2017	0.0033	0.194	0.162	1.123

## فهرس:

الصفحة	العنوان
III	الإهداء .....
IV	الشكر .....
V	ملخص .....
VI	قائمة المحتويات .....
VII	قائمة الأشكال البيانية .....
VIII	قائمة الاختصارات والرموز .....
IX	قائمة الملاحق .....
ب	المقدمة .....
<b>الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول أثر نموذج Du pont</b>	
2	تمهيد .....
3	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول أثر نموذج Du pont .....
3	المطلب الأول: مدخل إلى نموذج Du pont .....
3	الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول نموذج Du pont .....
4	الفرع الثاني: أهمية النموذج .....
5	الفرع الثالث: تقييم النموذج ( سلبيات والإيجابيات) .....
5	المطلب الثاني: كيفية حساب نموذج Du pont .....
5	الفرع الأول: مؤشرات نموذج Du pont .....
11	الفرع الثاني: مفاهيم حول القيمة السوقية للأسهم .....
12	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول نموذج Du pont والقيمة السوقية .....
12	المطلب الأول: الدراسات السابقة .....
15	المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها .....
16	خلاصة الفصل .....
<b>الفصل الثاني: الدراسة القياسية لتقييم أثر نموذج Du pont على القيمة السوقية</b>	
18	تمهيد .....
18	المبحث الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة .....
18	المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة .....

20	.....المطلب الثاني: البرامج والأدوات والأساليب الإحصائية المعتمدة
20	.....المبحث الثاني: نتائج تطبيق تحليل الإنحدار في إختبار النموذج القياسي
21	.....المطلب الأول: عرض النتائج
24	.....المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج
27	.....خلاصة الفصل
29	.....الخاتمة
31	.....مصادر
34	.....ملاحق
36	.....فهرس