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

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

اثر مؤشرات خلق القيمة على تسعير الأسهم

"دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2012-2016)"

من إعداد الطالب: توفيق حمايمي
نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 07 ماي 2018
أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ/ قريشي خيرالدين:	(أستاذ محاضر "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
أ/ لمياء عماني:	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
أ/كيحلي عائشة سلمة:	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشة

السنة الجامعية: 2018/2017

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

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

اثر مؤشرات خلق القيمة على تسعير الأسهم

"دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2012-2016)"

من إعداد الطالب: توفيق حمايمي
نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 07 ماي 2018
أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ/ قريشي خيرالدين:	(أستاذ محاضر "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
أ/ لمياء عماني:	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
أ/كيحلي عائشة سلمة:	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشة

السنة الجامعية: 2018/2017

الإهداء

" بسم الله الرحمان الرحيم والصلاة والسلام على اشرف المرسلين "

أما بعد أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

* إلى من وضعت الجنة تحت قدميها فكانت نبع الحنان ومنبع الأمان

وسر السعادة إليك جدتي الحبيبة حفظك الله

* إلى الذي رسم على مخيلتي أبجديات الحياة إلى الذي أعطاني بدون

حساب إلى من استحق فعلا كلمة أبي

* إلى ورود بيتنا إخوتي وأخواتي حفظهم الله وإلى كل عائلتي الكبير

* إلى كل زملائي الكرام في مسيرتي الدراسية

* إلى كل من جمعتني معه لحظة خير وعلاقة محبة

* إلى من ساهم في هذا العمل المتواضع

* إلى كل من وسعه ولم تسعه ورقتي

شكر وتقدير

الحمد لله كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه الحمد لله على نعمة العلم

الحمد لله الذي قيض لنا معلمين مرشدين

بعد فضل الله عز وجل يقتضي الواجب من باب الاعتراف بالجميل

أن أتقدم بالشكر الجزيل والثناء الخالص بكل من ساهم من بعيد أو قريب في إنجاز

هذا العمل

وأخص بالذكر الأستاذة المشرفة " لمياء عماني " صاحبة العطاء التي لم تدخر جهدا

في ذلك فجزاها الله عني كل خير ونفع بها كل طالب علم ومعرفة

كما لا ننسى التوجيهات القيمة التي قدمت لنا من طرف الأساتذة الكرام

حفظهم اللهم ورعاهم

شكر ممزوج بالدعاء و الإستغفار لكل أساتذتي من التعليم الإبتدائي إلى الجامعي

وكل من ساهم في هذا العمل من قريب أو من بعيد

شكرا للجميع

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية والمتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والمردودية المالية والاقتصادية على تسعير الأسهم في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة مابين (2012-2016)، ولتحقيق هذا الهدف تم إستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية وبين القيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت نتائج الدراسة وجود أهمية نسبية لنموذج الدراسة بنسبة قدرت ب 92,05 بالمائة، وهذا في ظل التحليل الساكن، كذالك عدم وجود تأثير طويل المدى تتركه مؤشرات خلق القيمة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة الدار البيضاء غير كفئة عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية: خلق القيمة، أداء مالي، قيمة سوقية، قيمة اقتصادية مضافة، مردودية مالية، مردودية اقتصادية

Abstract:

This study aims to measure the impact of accounting and economic indicators of value creation, namely financial and economic profitability and the economic value added, on pricing shares in Casablanca stock exchange during the period 2012-2016. For this reason, we used the panel data models.

The results of the study showed that there is no statistically significant relationship between accounting and economic indicators of value creation and share market value, and the relative importance of the model was estimated at 92.05 percent, in the context of static analysis. There is also no long-term impact of indicators of value creation on the market value of shares listed in Casablanca Stock Exchange. The study also found that the Casablanca Stock Exchange is inefficient at the weak level.

Keywords: Value Creation, Financial Performance, Market Value, Economic Value Added, Financial profitability, Economic profitability

قائمة المحتويات

الإهداء III

شكر وتقدير..... III

ملخص: V

قائمة المحتويات..... VI

قائمة الجداول..... VII

قائمة الأشكال البيانية VIII

قائمة الاختصارات والرموز..... IX

قائمة الملاحق..... X

مقدمة ..... أ

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لخلق القيمة والقيمة السوقية للأسهم..... 1

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة 3

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأداء المالي والقيمة السوقية للسهم 19

الفصل الثاني: اختبار أثر مؤشرات خلق القيمة في 30

تفسير القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة 32

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة 41

الخاتمة..... 63

المصادر والمراجع..... 66

الملاحق 71

الفهرس 84

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة

الجدول 1. 1: محددات خلق القيمة..... 7

الجدول 1. 2: مقارنة بين الدراسات السابقة العربية 26

الجدول 1. 3: مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية 27

الجدول 2. 1: توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات 34

الجدول 2. 2: طريقة حساب المتغيرات..... 36

الجدول 2. 3: وضعية المؤسسات بمؤشرات خلق القيمة..... 41

الجدول 4.2: نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة 42

الجدول 5.2: مصفوفة الارتباط بين المؤشرات 43

الجدول 2. 6: نتائج تقدير أثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية لأسهم..... 45

الجدول 2. 7: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM..... 47

الجدول 2. 8: نتائج اختبار Hausman..... 47

الجدول 9.2: نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة..... 48

الجدول 2. 10: نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند (I0)..... 50

الجدول 11.2: نتائج تحديد درجة التأخير الزمني بدلالة المؤشرات..... 51

الجدول 12.2 : تقدير معادلة نموذج VARبدلالة المؤشرات..... 52

الجدول 13.2: دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء للفترة (2012-2016)..... 54

الجدول 2. 14: نتائج إختبارADF 55

الجدول 2. 15: نتائج إختبار pp..... 55

الجدول 2. 16: نتائج إختبار KPSS 56

الجدول 17.2: نتائج احصائية BDS 57

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة

الشكل 1. 1: منحنى خط القيمة 14
الشكل 1. 2: مصفوفة Marakon Associates 15
الشكل 2. 1: نمو القيمة السوقية للمؤسسات العينة (2012-2016) 35
الشكل 2. 2: التمثيل النقطي للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات 44
الشكل 2 .3: دوال الاستجابة بين المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية 52
الشكل 4.2: تطور مؤشر بورصة الدار البيضاء خلال الفترة الشهرية (2012-2016) 53

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصارات	المصطلح باللغة الاجنبية	المصطلح باللغة العربية
RE	Rentabilité économique	المردودية الاقتصادية
RF	Rentabilité financière	المردودية المالية
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
MVA	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة
SVA	Shareholder Value Added	القيمة المضافة للمساهمين
MVS	Market value of the shares	القيمة السوقية للسهم
IV	Indicateur de valeur	مؤشر القيمة
CI	Capital Invested	رأس المال المستثمر
CMPC	Coût Moyen Pondéré Du Capital	التكلفة الوسطية المرجحة
RI	Residual Income	الربح المتبقي
TSR	Total Shareholder Return	العائد الاجمالي
PRM	Pooled Regression Model	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية
M	Ratio M	نسبة M

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة

الملحق 1: توزيع الشركات على قطاع الدراسة 72

الملحق 2: بيانات متغيرات الدراسة 72

الملحق 3: نتائج تقدير نماذج بانل للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات 75

الملحق 4: اختبارات المفاضلة بين النماذج 76

الملحق 5: نتائج اختبارات الاستقرارية 78

الملحق 6: تقدير معادلة نموذج var بدلالة المؤشرات..... 82

الملحق 7: درجة التأخر بدلالة المؤشرات..... 82

الملحق 8: سلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء (2012-2016)..... 83

الملحق 9: وضعية المؤسسات بنسبة لمؤشرات القيمة..... 84

مقدمة

يعد موضوع الأسواق المالية من الموضوعات التي تلقى الاهتمام الكبير، وهذا راجع إلى ما تلعبه هذه الأخيرة من دور كبير في الاقتصاد، خاصة مع تعاظم حركة رؤوس الأموال ومع رغبة الكثير من المستثمرين في استثمار أموالهم في الأسواق المالية. وبالرغم من تنوع الأهداف المرجوة من أي استثمار، إلاّ أن الغالب عليها هو تعظيم المكاسب والعوائد للمساهمين، هذا الهدف يعتبر الدافع الأول للمستثمرين الذي يحدد وجهتهم الاستثمارية، والذي يجب أن تكون كل الأهداف الأخرى في خدمته.

المردودية المطلوبة من قبل المستثمرين الماليين تخلق ضغوطات كبيرة على المؤسسات، في مدى قدرتها على تحسين الربحية للمساهمين في إطار خلق القيمة وتعظيم ثروة هؤلاء بعد حصولهم على مكافأة رأس المال، وذلك من خلال خفض التكاليف وتحسين كفاءة العمليات، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف يسعى مسيرو المؤسسات إلى استغلال الفرص المتاحة التي تحقق وترفع من قدرة المؤسسة في عمليات خلق القيمة ويسعون لتجنب كل المخاطر التي من شانها أن تحد من ذلك.

إن تعظيم الثروة هدفٌ تسعى إليه كل المؤسسات المدرجة وغير المدرجة في البورصة، ويزيد حجم الضغوطات على المؤسسات المدرجة تحديدا، لان ذلك يؤثر على قيمتها السوقية، التي تبقى مرهونة بتراكم الثروة المحققة من طرف المؤسسة، والتي تقاس بمدى خلق القيمة، إن هذه المؤسسات المدرجة في السوق المالي تعمل في محيط يتميز بارتفاع درجة المخاطرة، بالإضافة إلى أن شروط دخولها السوق المالي تتميز بنوع من الصرامة ويتجسد هذا من خلال القوانين التنظيمية داخل البورصة.

إن بورصة الدار البيضاء التي تم إنشاؤها في إطار الإصلاحات الاقتصادية لتنشيط القطاع المالي وخلق سوق مالي يتميز بالكفاءة، لا تزال تعاني من بطء النشاط والفعالية بالبورصات العالمية الأخرى، إلاّ أنّ ذلك لا يمنع من إجراء تقييم للمؤسسات المدرجة فيها واختبار علاقة الأداء الداخلي ذو الطبيعة الاقتصادية المحقق من قبل الشركات بالقيمة السوقية لأسهمها، وذلك بالاعتماد على المؤشرات المبنية على القيمة.

لقد تعددت المؤشرات القائمة على خلق القيمة فمنها ماهو حديث ومنها ماهو تقليدي كما تختلف من حيث طبيعتها المحاسبية، المالية، الاقتصادية التي تعتمد على الأسواق المالية والهجينة، و من أبرز المؤشرات الحديثة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الذي تم تطويره من قبل شركة ستيرن وستيوارت عام 1989، بالإضافة لمؤشر القيمة السوقية المضافة MVA، بحيث أصبح ينظر إلى هذه المؤشرات بأنها المقياس الحقيقي لأداء الشركة و الذي يبرز مدى قدرتها على خلق القيمة، بالنظر إلى قدرتها في تفسير تغيرات قيمة الشركة وعوائد أسهمها.

الإشكالية الرئيسية:

وعليه فإن مشكلة الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي: **إلى أيّ مدى تؤثر مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية على تسعير الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012– 2016)؟**

التساؤلات الفرعية:

للخوض في هذه الإشكالية وفي سبيل الإحاطة بكافة جوانب الموضوع نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- هل توجد علاقة بين مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012- 2016)؟

2- هل هناك أهمية نسبية لمؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية في تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012- 2016)؟

3- هل هناك تأثير طويل المدى لمؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012- 2016)؟

فرضيات البحث:

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

1- نعم توجد علاقة بين مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛

2- توجد أهمية نسبية لمؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛

3- لا يوجد تأثير طويل المدى لمؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء.

مبررات اختيار الموضوع:

- أهمية الموضوع بالنسبة للبحث في مجال المالية يدفعنا إلى دراسته دراسة معمقة ومستفيضة وطرحه بصورة أكثر شمولية ودقة؛
- الميل الذاتي بحكم التخصص إلى مواضيع مالية المؤسسة ومالية الأسواق والمواضيع التطبيقية والسعي للمشاركة في إثراء الموضوع واستدراك النقائص.

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة لتحقيق جملة من لأهداف منها:

- التعرف على أهم مؤشرات خلق القيمة وتطبيقات هذه المؤشرات على المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء التي تم اختيارها؛
- تقديم نموذج يفسر العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة ذات البعد الاقتصادي المحاسبي و القيمة السوقية؛

أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من محاولة ربط الأداء ببعد شديد الأهمية في عملية التقييم وهو "القيمة" وأثر ذلك على القيمة السوقية، كما أنها تستهدف الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، التي تحتاج إلى دراسات مماثلة عن الأداء وتأثير عملية التقييم ونتائجه على التسعير وتفسير التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية، كما تهدف الدراسة إلى محاولة بناء نموذج واحد يشمل متغيرات ذات طبيعة اقتصادية ومحاسبية بغض النظر عن كونها تقليدية أو حديثة.

حدود الدراسة:

- ✓ **الحدود المكانية:** تمت الدراسة على عينة مكونة من 20 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء؛
- ✓ **الحدود الزمنية:** فكانت خلال الفترة الممتدة بين (2012- 2016).

المنهج والأدوات المستخدمة:

قصد دراسة الموضوع والإحاطة بمختلف جوانبه والإجابة على الإشكالية المطروحة اعتمدنا على المنهج الوصفي للإلمام بالمفاهيم المتعلقة بالجانب النظري، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فتم الاعتماد على أدوات التحليل المالي المرتبطة بالموضوع لتقييم أداء الشركات بمعيار القيمة، ومن ثمة اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة وفق النموذج المناسب، ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على نموذج بانل لتحليل النتائج المتحصل عليها واجراء اختبار الاستقرارية وكل هذا من خلال إستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 9، واختبار BDS كأداة إحصائية لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، وتم كذلك استخدام برنامج Excel.

صعوبات الدراسة:

- عدم إمكانية تطبيق الدراسة في بورصة الجزائر وهذا راجع إلى عدم وجود حجم العينة الكافي وقلة الإفصاح؛

هيكل الدراسة:

بهدف دراسة الموضوع قمنا بتناوله في فصلين تسبقهما المقدمة وتليهما بعد ذلك الخاتمة.تمثلت الفصول في:

الفصل الأول: تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول يعرض المفاهيم المتعلقة بالأداء وخلق القيمة ومؤشرات خلق القيمة وتأثيرها على القيمة السوقية، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة؛

الفصل الثاني: تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لخلق القيمة والقيمة السوقية للأسهم

تمهيد

يمثل موضوع خلق القيمة أهمية كبيرة بنسبة للمستثمرين، فمن خلاله يأخذ المستثمرين قرار الاستثمار، والبحث عن المؤسسات التي تمكنهم من تعظيم مكاسبهم، ولهذا تهتم النظرية المالية بأهم المؤشرات التي تقيس قدرة المؤسسة على خلق القيمة والتي منها ما هو محاسبي، اقتصادي، سوقي، ولا يزال لبحث عن أي هذه المقاييس له الدلالة على خلق المؤسسة للقيمة ولعل أهمها:

مدخل المؤشرات المحاسبية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ومدخل بطاقة الأداء المتوازن، لكن الأوسع انتشار في الواقع التطبيقي هما طريقتا المؤشرات المحاسبية والقيمة الاقتصادية المضافة، لذلك ركزنا في هذه الدراسة على هاذين المدخلين.

من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة؛
- ✓ المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأداء المالي والقيمة السوقية للسهم.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تعظيم مكاسبها وتحقيق أرباح والظهور في أحسن صورة لها، وحتى تتمكن المؤسسة من تحقيق هذا الهدف عليها أن تهتم بتحسين أدائها بعد تقيمه، الأمر الذي من شأنه أن يسمح لها باكتساب ميزة تنافسية أمام المؤسسات الأخرى. وعملية تقيم الأداء تسمح للمؤسسة بالوقوف على مدى نجاحها في تحقيق الأهداف وتنفيذ الخطط وتجسيد الاستراتيجيات. كما يتطلب تقييم الأداء وجود مؤشرات مرجعية تسمح بالحكم على أداء المؤسسة ومن ثم اتخاذ الإجراءات التصحيحية التي تسمح بتحسينه، بحيث تزداد قيمة المؤسسة كلما تمكنت من تحقيق نتائج مالية بشكل مستمر بحيث تتراكم النتائج وتتكون فوائض مالية موجبة، تشكل ما يسمى بثروة المؤسسة.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للأداء المالي

سيتم من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على مفهوم الأداء المالي كفرع أول وأهمية تقيمه كفرع ثاني.

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

تعددت المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي وهذا راجع إلى جملة من الأسباب والتي منها اختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين والتخصصات ومجالات البحث، فكل باحث يتناول موضوع الأداء وفق تخصصه ومجال بحثه، كذالك التطور الحاصل في النظرية الاقتصادية والمالية والجهة المستفيدة منه لان كل طرف يراه من الزاوية التي تخدم مصلحته، ولهذا لا يمكن الإجماع على مفهوم واحد بحيث يتم الوقوف عنده ومن أهم التعريف نذكر ما يلي:

عرف الأداء المالي بأنه " تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادة والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة"[1].

وهناك من يعرف الأداء على انه "الفرق بين القيمة المقدمة لسوق ومجموع القيم المستهلكة وهي تكاليف مختلف الأنشطة، فبعض الوحدات تعتبر مستهلكة للموارد والتي تسهم سلبا في الأداء الكلي عن طريق تكاليفها والأخرى تعتبر مركز ربح، وهي في الوقت نفسه مستهلكة للموارد ومصدر عوائد وتسهم بهامش في الأداء الكلي للمؤسسة "[2] هذا التعريف حصر الأداء في الثنائية(تكلفة – قيمة) بحيث تمثل التكلفة الموارد المستعملة بينما تعكس القيمة الحاجات التي تم إشباعها.

ويعرف أيضا "بمدى تحقيق القدرة الايرادية والقدرة الكسبية في المؤسسة حيث أن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض في أنشطتها الموضحة سابقا من أجل مكافأة عوامل الإنتاج وفقا لنظرية الحديثة"[3].

---

[1] عبد الغني دادن، **قياس وتقيم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007، ص34.

[2] الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الاداء، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 7/2009-2010، ص218.

[3] عبد الغني دادن، **مرجع سبق ذكره**، ص34.

الفرع الثاني: أهمية تقيم الأداء المالي

تكمن أهمية تقييم الأداء المالي في العناصر التالية:

1- متابعة أعمال المؤسسات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليته، وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب، من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها، واقتراح الإجراءات التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسات وفقا للأهداف العامة للمؤسسات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة[1].

2- الكشف عن العناصر الحقيقية (الموارد والأصول) ووضعها في مواقع أكثر إنتاجية بالنسبة للعناصر الإنتاجية، وتحديد العناصر التي تحتاج إلى دعم وتطوير، ومن ثم الوصول إلى الأداء الجيد عن طريق الاستغناء على العناصر غير الكفئة.

3- "تظهر عملية تقييم الأداء المالي، التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ، وذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمنيا ومكانيا"[2].

4- "تكمن أهمية الأداء المالي بالنسبة لعوامل البيئية الخارجية، حيث إن المنظمات ذات الأداء المالي العالي، تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف"[3]. بنسبة لأصحاب المصلحة هم (المسيرين- المساهمين)، أما حملة الأسهم فهم الطرف الأكثر تحملاً لمخاطر القرارات غير الرشيدة للإدارة والتي ينعكس أثرها بشكل أو بآخر على معدل العائد على الاستثمار، ومن ثم القيمة السوقية لأسهم الشركة، أما المسيرين فدورهم يتمثل في إدارة الموارد المتاحة للمؤسسة والتفاوض نيابة عن المساهمين مع كل الإطراف المهتمة بالمؤسسة، وتحقيق نواتج ايجابية تفوق تكلفة الفرصة البديلة[4].

انطلاقا من هذه النقطة يمكننا القول أن تقيم الأداء وإظهار النتائج الجيدة للمؤسسة سواء بمعيار العائد (المردودية) أو القيمة يدخل في إطار إعطاء إشارات إيجابية للأطراف ذات المصلحة وتحديدا للمساهمين.

المطلب الثاني: تقيم الأداء من خلال خلق القيمة

من خلال هذا المطلب سنحاول التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بخلق القيمة ومؤشرات خلق القيمة، ثم محاولة توضيح العلاقة النظرية بين خلق القيمة والقيمة السوقية من خلال جملة من النظريات.

[1] محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص.ص47- 46.

[2] رشيد حفصي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010/2011، ص29.

[3] وائل محمد صبحي، طاهر محسن، منصور الغالي، **أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن**، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009ص.ص 42-43.

[4] مؤيد محمد علي الفضل، نوال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، **مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية**، جامعة القادسية، المجلد 12 العدد 2010/4، ص131.

الفرع الأول: المفاهيم المتعلقة بخلق القيمة

وفقا للرؤية المالية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية التي ترى أن هناك خلق للقيمة إذا كان هناك فائض بعد حصول عارضي رؤوس الأموال على حقوقهم، هنا القيمة التي يتم إنشاؤها هي القيمة المتبقية وهي عوائد للمساهمين فقط الذين يتحملون المخاطر المتبقية[1].

"ومن وجهة نظر إقتصادية يمكن خلق القيمة للمساهم عندما تحقق الإدارة مداخيل تفوق تكاليف الحصول على هذه المداخيل، و تنشأ التكاليف من أربعة مصادر مصادر هي: أجور الموظفين، تكاليف الإستغلال و الإستثمارات المادية و الإنخفاض في قيمة الأصول، الضرائب، وتكلفة الفرصة البديلة لإستخدام الأموال"[2].

ووفقا لما جاءت به نظرية الوكالة فإن فكرة خلق القيمة تقوم على النهج التعاقدي، حيث يتم تكليف المديرين من طرف المساهمين لإدارة رأس المال المستثمر بهدف خلق قيمة أي تعظيم الثروة في الأجل القصير والطويل لصالح المساهمين، ويتحقق هذا الهدف عندما تكون ربحية المؤسسة أعلى من معدل العائد المطلوب على رأس المال، وبالتالي يكون هناك خلق للقيمة في حال كان العائد على الأصول الاقتصادية (العائد على رأس المال المستثمر) أعلى من تكلفة التمويل أي تكلفة الديون والأموال الخاصة[3].

ويرتبط التراكم في الفوائض المالية بمجموعة من العناصر الأساسية تتمثل في ما يلي[4]:

– تدنئة تكلفة رأس المال: وذلك من خلال اختيار مصادر التمويل المناسبة والتي تضمن للمؤسسة تدنئة تكلفة رأس المال اعتمادا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال التي تعبر عن تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.
– تعظيم الإنتاج وتنويع النشاط: لأنه يساهم في تدنئة التكاليف من خلال انخفاض التكاليف الثابتة بسبب العلاقة العكسية بين حجم الإنتاج والتكلفة الثابتة للوحدة الواحدة (وفورات الحجم)، وهذا يتحقق من خلال تطبيق إستراتيجية التنويع.
– تطبيق أساليب تسيير تعتمد على مراقبة التكاليف من خلال استخدام أنظمة المحاسبة التحليلية ومراقبة التسيير والموازنات التقديرية.

يمكن اعتبار مؤسسة ما تخلق القيمة إذا كانت تحقق مرد ودية تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة، وعلى هذا يمكن القول أنه ليس من الضروري أن المؤسسة المحققة لربح المحاسبي محققة للقيمة ويبرر هذا بأن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان

[1] صابر عباسي، دور **التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من المؤسسات في قطاع المحروقات**، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص13.

[2] هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نضر المساهم بين النظرية والتطبيق، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، جامعة قسنطينة2، عدد 01/2011-2012 ص13.

[3] حسنية صيفي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA** دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013 ، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016، ص25.

[4] إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة "حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFORولاية ورقلة- الجزائر"، **المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمؤسسات والحكومات**، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 9- 8مارس، 2005ص344.

تكلفة القروض فقط ولا يأخذ بتكلفة الأموال الخاصة، " المنشأة المحققة للقيمة هي التي تستطيع تحقيق الربح بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة"[1].

وفي هذا الخصوص لو قمنا بطرح سؤال: هل كل منشأة تحقق أرباح هي منشأة مربحة ؟ فيمكن القول نعم، لكن طرحنا السؤال بطريقة أخرى، هل كل المنشآت التي تحقق أرباح تخلق قيمة؟ فللإجابة على هذه الإشكالية لابد من استخدام مداخل التقييم والتي منها **MVA**، **EVA** وكلا المؤشرين يقيس خلق القيمة.

بشكل عام يمكن ربط خلق القيمة بالمردودية وتكلفة الأموال (الديون + الأموال الخاصة) بحيث أنه لا يمكن إعطاء حكم عن خلق المؤسسة للقيمة أم لا إلا بالفرق بين المر دودية وتكلفة الأموال.

الفرع الثاني: خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين

أولا: القيمة من وجهة نظر المساهمين

"يمكن أن تعرف القيمة من وجهة نظر المساهمين بأنها العائد الإجمالي الذي يحصل عليه المساهم معبرا عنه بتوزيعات والزيادة في سعر السهم، ويمكن أن تحسب تلك القيمة كقيمة حالية لتدفقات النقدية"[2].

ثانيا: محددات خلق القيمة

خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين ما هي إلا نتيجة لجملة من الإجراءات التي يقوم بها المسيرون، ومعلوم أن النتائج لها مسببات لذا على المسيرين البحث في محددات خلق القيمة (**Value drivers**) التي تناولها Rappaport سنة 1998 في كتابة **Creating shareholder value** نذكرها كالأتي:

1معدل نمو المبيعات؛
2 هامش الربح النقدي الناتج عن التشغيل (نتيجة الاستغلال الصافية)؛
3 معدل الضريبة على الأرباح؛
4 رأس المال العامل؛
5 الاستثمارات الثابتة؛
6 الهيكل المالي (التكلفة الوسطية المرجحة)؛
7 الفترة الزمنية.

هذه المحددات ترجع إلى قرارات تتخذها الإدارة متمثلة في قرارات تشغيلية واستثمارية وقرارات التمويل و كل من هذه القرارات تؤدي إلي عدد معين من الأسباب.

[1] أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات – أفاق وتحديات**، جامعة لإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006، ص44.

[2] هشام بحري، **مرجع سبق ذكره**، ص13.

الجدول 1. 1: محددات خلق القيمة

المعلمات الأساسية	المتغيرات و المؤشرات	التحديد
نمو النشاط سياسة الإستثمار الربحية المالية الخطر المالي سياسة توزيعات الأرباح	معدل النمو	التغير في رقم الأعمال / رقم الأعمال السابق
	معدل الإستثمار	الإستثمارات الصناعية / رقم الأعمال
	معدل الربحية المالية	النتيجة / رقم الأعمال
	الإحتياج لرأس المال العامل % من رقم الأعمال	المخزونات + حقوق الإستغلال – ديون الإستغلال
	معدل الإستدانة	الديون المالية / الأموال المملوكة (نهاية الدورة)
	معدل توزيع النتيجة الصافية	توزيعات الأرباح / النتيجة
	القيم غير المنقولة % من إجمالي الأصول	القيم غير المنقولة / الأصول (القيمة الإجمالية)

المصدر: (Christian Hoarau) نقلا عن لمياء عماني، شهرزاد زغيب، إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة 10–11نوفمبر 2009، ص6.

ثالثا: العوامل المؤدية إلى تطور مفهوم خلق القيمة:

– **متطلبات رأس المال والمنافسة:** لقد أدى الارتفاع العام في أسعار الفائدة في سنة 1980 إلي ارتفاع المنافسة في أسواق رأس المال العام والخاص، وفي إطار إلغاء القيود المالية وحرية الوصول إلي المؤسسات انتقلنا من الاقتصاد الدين إلي اقتصاد السوق المالي الذي يعتبر أكثر طلبا من حيث الربحية. ولقد أدت العولمة الاقتصادية إلي رفع القدرة التنافسية على رأس المال المتاح بين المؤسسات وذلك في إطار متطلبات رأس المال، ولقد ساعدت قدرة المؤسسة على جذب رؤوس الأموال في رفع مستوى أدائها في ظل ارتفاع تكاليف الحصول على موارد مالية، وهو ما يجعلها أمام تحدي جذب المستثمرين أصحاب الفائض المالي على الاستثمار في مشاريعها، وتحقيق ربح أعلى مما يتوقعونه، وبالتالي خلق قيمة مضافة للمستثمر الذي غالبا ما يسعى إلي المفاضلة بين الاستثمارات التي تسمح له بتحقيق أعلى عائد ممكن، وهو ما يفسر ظهور مفهوم خلق القيمة[1].

– **بروز المساهم:** لقد أدت الاختلالات التي يعاني منها العديد من المستثمرين في تكوين نشاط خاص بهم وإدارة أملاكهم إلي ظهور مفهوم خلق القيمة، وفي سنة 1990 ظهر ما يعرف بالمساهمين من خلال المؤسسات الاستثمارية التي تقوم بإدارة وتسير أموال المساهمين فيها، وذلك من خلال ما يعرف بصناديق المعاشات، وهو ما ساهم في ظهور مفهوم خلق القيمة الذي ارتبط ببروز المساهم والاتجاهات العديدة المبررة لإستَّراتيجية المؤسسة.

– التحول نحو الأصول الأكثر ربحية: فلقد أدت المنافسة المتزايدة في سوق السلع والخدمات لدعم متطلبات المستثمرين في الأسواق المالية ولتشجيع المؤسسات على إدارة تكاليفها من خلال التَّركيز على الموارد والنشاطات التي تسمح لها بتحقيق أعلى الأرباح، والتي تتيح لها فرصة الهيمنة على السوق، وهو ما يسمح لها بتحقيق تدفقات نقدية كبيرة تغطي إلي حد كبير احتياجات

[1] السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشاة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، **الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية**، جامعة محمد بوضياف – المسيلة الجزائر، أفريل 2009، ص.ص6-7.

استهلاك رأس المال لتغطية المخاطر، وهنا على المؤسسة أن تبحث عن الأصول المرتبطة بالمشاريع التي تحقق لها أعلى ربحية وبالتالي خلق قيمة مضافة[1].

وجدت العديد من المعايير المهتمة بتقييم الأداء المالي ومنها معيار خلق القيمة والتي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتمثل خلق القيمة أساسا في خلق الثروة للمساهمين وأصحاب المؤسسة وهذا مرتبط بمستوى أداء المسيرين .

الفرع الثالث: مقاييس الأداء المبنية على خلق القيمة

في بداية القرن التاسع عشر كان التركيز على مقاييس محاسبية تقليدية، تهتم بالربح المحاسبي والمردودية لكن هذه المؤشرات مع مرور الوقت لوحظ أنها غير قادرة على قياس خلق القيمة للمساهمين، لأنها لم تكن تأخذ في الحسبان تكلفة رأس المال بل تكتفي بالتكاليف الداخلية فقط ولا تأخذ بعين الاعتبار المخاطر، كما أنها يمكن التلاعب بها من خلال التلاعب بحساب الأعباء الاستثنائية والأعباء الأخرى وهذا ما دفع بالمسؤولين للبحث عن مؤشرات أكثر نجاعة وكفاءة في قياس القيمة للمساهمين.

وفي هذا المجال استطاعت مكاتب الاستشارات تطوير مقاييس للأداء مبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم تستطيع أن تعكس هدف خلق القيمة للمساهم من أبرزها: مكتب ستارن وستيواريت الذي قدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** ومقياس القيمة السوقية **MVA**، مكتب **Holt value–Braxton Associate** الذي طور مقياس عائد التدفق النقدي على الاستثمار **CFROI** وتم تبنيه من طرف مكتب بوسطن للاستشارة **BCG**، مكتب لاك للاستشارات **L.E.K consulting** مع مقياس القيمة المضافة للمساهمين **SVA**، مكتب بسطن الذي قدم مقياس العائد الإجمالي للمساهم **TSR**[2] ويرجع "سبب تنامي هذا التوجه بالأساس إلي الاعتقاد السائد لدى المديرين بأن استخدام مقاييس أكثر تعبيرا على هدف تعظيم القيمة سيؤدي إلى تحسين أداء المنشآت وذلك من خلال اتخاذ القرارات التي تتوافق مع أهداف المساهمين وتحسين نوعية الاتصال المالي"[3].

هذا وتلعب نظم قياس الأداء دورا رئيسيا في[4]:

- تطوير الخطط الإستراتجية؛
- تقيم مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها؛
- مكافأة المسيرين.

وتتمثل أهم مؤشرات خلق القيمة في مايلي:

الربح المتبقي: ظهر هذا المؤشر في سنوات العشرينيات من القرن الماضي أستخدم من طرف شركة جنيرال الكتريك وشركة جنيرال موترز، وجاء لسد العيوب التي وجهة للعائد على الاستثمار بحيث أنه يقوم بتحميل تكلفة رأس مال في شكلها البدائي معدل فائدة داخلي.

---

[1] **نفس المرجع والصفحة سابقا.**

[2] هشام بحري، **مرجع سبق ذكره**، ص15.

[3] **نفس المرجع والصفحة سابقا.**

[4] هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، **مجلة الباحث**، جامعة ورقلة، عدد07/2009-2010، ص56.

من أهم المهتمين بهذا المؤشر كان الباحث برينرايش وقال أن القيمة الحالية لتدفقات الربح المتبقي تساوي القيمة الحالية الصافية والتي تساوي الفرق بين القيمة الحالية لتدفقات النقدية المتاحة مطروحا منها قيمة الاستثمار. حيث ساعد على الانتقال من لغة محاسبية إلى لغة لاقتصادية (من المركزية إلى اللامركزية) "ومرد استعمال هذا المؤشر الجديد إلي أن هدف التسيير ليس بضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار إنما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة"[1].

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

المردودية الاقتصادية (Re):

هي قياس محاسبي للثروة المحققة من الأصول الإقتصادية يمكن تشخيصها من خلال مستوى ربحية جيد ممثل في هامش مرتفع معدل مرتفع لدوران رأس المال المستثمر،[2] ويعتبر من أهم مؤشرات خلق القيمة حيث يستخدم في تقييم المؤسسة ككل، أو اختيار وتقييم المشروع المراد تمويله، ويتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال، فإذا كان هذا المؤشر أكبر من تكلفة التمويل فهناك خلق للقيمة، أما إذا كان العكس فنقول هناك هدر للقيمة، ويحسب من خلال العلاقة التالية[3]:

معدل المردودية الاقتصادية (Re)= نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الإقتصادية

المردودية المالية (Rcp): تعرف بأنها مردودية الأموال الخاصة، بحيث تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة، وتدخل في مكوناتها كافة عناصر والحركات المالية، إذ أنها تعبر عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح عن طريق الأموال المقدمة من طرف المساهمين، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول الحسابات والأموال الخاصة من الميزانية، ويمكن حساب مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية[4]:

مردودية الأموال الخاصة (Rcp) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

تقييم المردودية كمؤشر: رغم الأهمية التي تلعبها المردودية كمؤشر لخلق القيمة إلى أنها عليها بعض المأخذ كونها قياسا محاسبيا لا يأخذ بعين الاعتبار الخطر، وبطبيعتها المحاسبية كقيمة محققة فهي منفصلة عن المردودية المطلوبة من طرف المساهمين من خلال معطيات الأسواق المالية[5].

---

[1] المرجع السابق، ص58.

[2] لمياء عماني، شهرزاد زغيب، إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، **الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة**، جامعة محمد بوضياف، 10-11نوفمبر 2009، ص6.

[3] علي بن الضب، سيدي أمحمد عيادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، جامعة ورقلة، العدد2/ 2012، 114ص.

[4] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسير المالي**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان- الأردن، سنة2011، ص 283.

[5] لمياء عماني، شهرزاد زغيب، **مرجع سبق ذكره**، ص7.

القيمة الاقتصادية المضافة(EVA): جاءت كامتداد لمؤشر الربح المتبقي وبشكل أكثر تطورا فمن حيث الاستعمال مؤشر "الربح المتبقي لخدمة مسيري المؤسسات وكأداة لتقيم الأداء الداخلي للمؤسسة، بينما أستعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لخدمة المساهمين لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي، كأداة اتصال يستعملها المسيرون لتمرير معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة المدرجة منها لبورصة"[1].

كذالك الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية بينما تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة على مفهوم تكلفة رأس المال، ويمكن حسابها كالأتي[2]:

$$EVA = RE(1 - T) - CMPC * CI$$

من خلال التفكير في الربحية، يتم إعادة كتابة EVA كما يلي:

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

ROIC:معدل العائد على رأس المال المستثمر

CI: رأس المال المستثمر

- صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة والتي هي نفسها نتيجة الاستغلال بعد الضريبة.
- معدل تكلفة رأس المال $CMPC$ تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تحسب انطلاقا من الهيكل المالي للمؤسسة (بين الديون ورأس المال).

من وجهة نظر"تقنية يتبين المفهوم الأساسي لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة في الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة زمنية معينة وتكلفة الموارد المالية التي تستخدمها"[3]، عموما فان القيمة الاقتصادية المضافة تعبر عن مقدار الإضافة التي استطاعت المؤسسة تحقيقها لحملة الأسهم.

كما يمكن اعتبارها أداة للتحفيز إذا ما تم اعتبارها أداة على أساسها توزع المكافأة الشئ الذي يدفع المسيرين لرفع من أدائهم، كما يمكن أن تكون أداة لترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، وهذا المؤشر يحسب لكل سنة.

تقييم القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر: رغم الإضافة التي قدمها هذا المؤشر من خلال إدخاله لمفهوم التكلفة الوسطية المرجحة إلا انه لم يسلم من العيوب والمتمثلة في صعوبة حساب تكلفة رأس المال، كذالك يتطلب حسابه إجراء العديد من التعديلات، كما انه يقيس الأداء في المدى القصير.

---

[1] هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مرجع سبق ذكره، ص60.

[2] Mondher Cherif, Stéphane dubreuille, **Création de valeur et capital–investissement**, collection Synthex, Pearson Education France2009, p68.

[3] A- Black .p.wright et J.Bachaman ,**gestion de la valeur actionnariale**, dunod, paris, 1997, p65.

القيمة السوقية المضافة (MVA):

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة "[1].

وتحسب وفق العلاقة التالية[2]:

$$\mathbf{MVA} = \sum_{t=0}^{n} \frac{\mathbf{EVA}}{(1+\mathbf{K})\,t}$$

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة

K: التكلفة الوسطية المرجحة

هذا المؤشر من شأنه أن يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصة للمؤسسة وقيمتها الدفترية ويتضح ذلك من خلال استعمال مبتكري القيمة الاقتصادية المضافة لمفهوم القيمة السوقية.

تقييم القيمة السوقية المضافة كمؤشر: هذا المقياس رغم انه يتجاوز الفترة المحدودة إلا انه لا يمكن تطبيقه إلا على المؤسسات المدرجة في البورصة.

القيمة المضافة للمساهم (SVA):

إن مقاربة القيمة المضافة للمساهم SVA هي مقاربة تم تقديمها من طرف الأمريكي ألفريد رابابورت Alfred Rappaport حيث يعرف القيمة من وجهة نظر المساهم وفق هذه المقاربة بأنها قيمة المنشأة مطروحا منها قيمة الديون. و تساوي قيمة المنشأة للتدفقات النقدية المخصومة للمنشأة (DCF) Discount Cash Flowمضافا إليها قيمة الأصول غير التشغيلية و الأوراق المالية القابلة للتداول. و يكون من السهل قياس SVA لكل فترة إذا ما توافرت لدينا القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية لكل فترة[3].

"تمثل الأرباح الإقتصادية الناتجة عن الأعمال التجارية التي تتجاوز الحد الأدنى المطلوب من العائد، من قبل مقدمي رأس المال، والقيمة المضافة تعني أن يكون صافي التدفقات النقدية يتجاوز التكلفة الاقتصادية لرأس المال وإنتاج أرباح تشغيلية"[4].

$$SVA = [\,[\,(ROE \times CPn{-}1) - (Kcp \times CPn{-}1)\,]\,/\,(Kcp - g)] + CPn{-}1 + VD$$

ROE: عائد على حقوق المساهمين

[1] Pierre vernimen, Pascl quiry, yann le fur, **finance d'entreprise 9° édition** , Dalloz, paris 2011, p673.

[2] هواري سويسي، **مرجع سبق ذكره**، ص62.

[3] هشام بحري، **مرجع سبق ذكره**، ص17.

[4] صابر عباسي، **مرجع سبق ذكره**، ص21.

CPn-1: الأموال الخاصة قبل نهاية السنة

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة

G: معدل نمو ثابت

VD: الاستدانة الصافية

وتحسب القيمة المضافة للمساهم SVAt للفترة t بالفرق ما بين القيمة في نهاية الفترة (SHVt+1) وفي بدايتها (SHVt) وفق العلاقة التالية:

$$SVAt = SHVt+1 - SHVt$$

معدل العائد الإجمالي للمساهم:

"إن معدل العائد الإجمالي للمساهم TSR خلال فترة زمنية معينة يتمثل في معدل العائد السوقي الذي يحصل عليه المساهم، ويتكون من توزيعات الأرباح الحالية مضافا إليها المكاسب الرأسمالية التي يمكن أن يتحصل عليها المساهم خلال تلك الفترة"[1].

"يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي و الحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات أي تكون الأسعار متذبذبة كثيرا حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر"[2].

$$TSR = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

مؤشر خلق القيمة (Iv):

"يعتبر من مؤشرات خلق القيمة ex post (الأداء المحقق)، يقيس نسبة المردودية المالية المحققة إلى المردودية المطلوبة من طرف المستثمرين الماليين في الأسواق المالية و يتم حساب المردودية المطلوبة اعتمادا على نموذج تقييم الأصول المالية في حالة التوازن MEDAF ويحسب وفق العلاقة التالية"[3]:

$$I_V = \frac{R_F\,\%}{R_{MEDAF}}$$

هناك خلق للقيمة إذا كان مؤشر القيمة: IV > 1

مؤشر القيمة يدل على وجود خلق القيمة طالما حصل المساهم على عوائد تفوق التي توقعها، لكنه لا يقيس القيمة، كما أنه يكتفي بتقييم الأداء من خلال الرجوع إلى النتائج المحققة، دون أفق نحو المستقبل .

[1] هشام بحري، **مرجع سبق ذكره**، ص19.

[2] علي بن الضب، سيدي أحمد عيادة، **مرجع سبق ذكره**، ص116.

[3] لمياء عماني، **مطبوعة بيداغوجية(الهندسة المالية)**، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2017، ص77.

نسبة Marris:

من مؤشرات خلق القيمة ex ante (الأداء المتوقع)، تقيس هذه النسبة القيمة السوقية للأموال الخاصة (الرسملة السوقية) إلى القيمة المحاسبية للأموال الخاصة، هناك إمكانية لخلق القيمة مستقبلا طالما أن الرسملة السوقية اكبر من قيمة الأموال الخاصة، وتتدعم هذه النظرة المتفائلة بمعلومات ايجابية عن سياسة توزيع الأرباح، المردودية الاقتصادية، حجم الديون وتكلفتها[1].

وتعطي القيمة السوقية (CB) مؤشرا على القيمة المستمدة من الإمكانات الحالية والمستقبلية للمؤسسة، في حين أنCP هو تقدير للقيمة التي تفرض على الإستراتيجية السابقة. وتهدف القيمة الدفترية لحقوق الملكية المعدلة إلى إعطاء تقدير للموارد المتراكمة التي استثمرها المساهمون في الماضي[2].

المقارنة بين هذين المتغيرين يجعل من الممكن تقييم ما إذا كانت الشركة في المستقبل تستطيع الحفاظ على نفسها، وخلق قيمة أو على العكس هدر هذه القيمة.

$$\mathbf{M} = \frac{\mathbf{CB}}{\boldsymbol{CP}}$$

- حالة الوضع الراهن: CP / CB يساوي 1
- حالة إنشاء القيمة CP/ CB > 1
- حالة تدمير القيمة:CP / CB <1

نسبة CP / CB تقدر إنشاء أو تدمير القيمة من خلال مواجهة اثنين من المتغيرات[3]:

- القيمة السوقية: تعني القيمة السوقية للأسهم إذا كانت الشركة مدرجة أو بالقيمة المخصومة للتدفقات النقدية المجانية أو توزيعات الأرباح إذا لم تكن الشركة مدرجة. وفي هذه الحالة يكون سعر الخصم الذي سيتم استخدامه هو تكلفة رأس المال.

- CP: حقوق الملكية (أو صافي القيمة الدفترية) إن وجدت، المعدلة للنفقات غير الملموسة أو الأصول ولا سيما البحث والتطوير أو النفقات الإعلانية من أجل الحصول على قيمة دفترية أكثر اقتصادا.

خط القيمة: (Srategic Planning Associates 1981) نجد على المحور الأفقي تقييما للأداء المحقق من خلال مؤشر القيمة، في حين على المحور العمودي نجد تقييما للأداء المتوقع من خلال مؤشرM[4].

بحيث تكون وضعيات المؤسسة بشكل التالي:

- المؤسسات التي تتموقع أعلى الخط (خط القيمة): الأداء المتوقع أفضل من الأداء المحقق $P_F > P_p$؛
- المؤسسات التي تتموقع تحت الخط: الأداء المتوقع أقل من الأداء المحقق $P_F < P_P$؛
- المؤسسات على خط القيمة: يتعادل عندها الأداء المحقق مع الأداء المتوقع $P_F = P_P$.

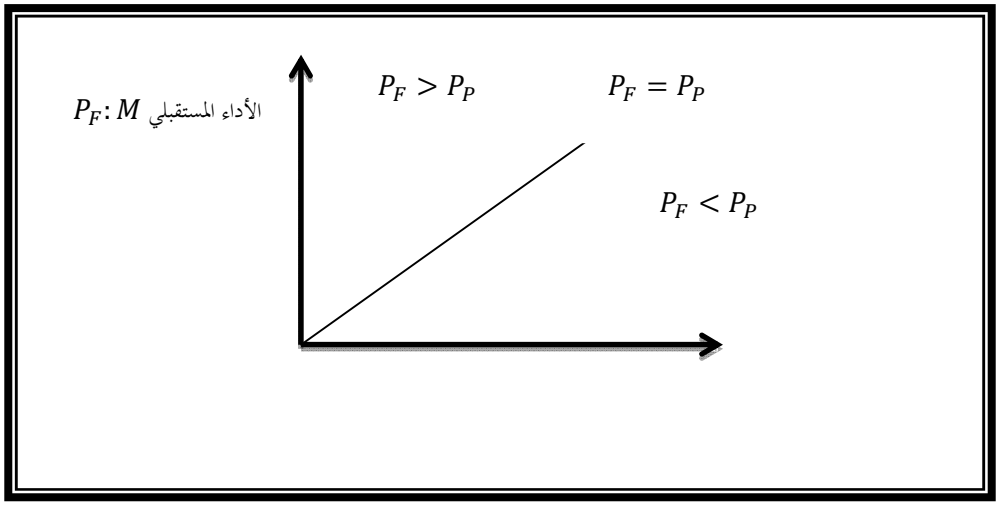
[1] **نفس المرجع والصفحة سابقا.**

[2] Christian Hoarau, **Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire**, IAE de Paris (Université Paris 1 • Panthéon - Sorbonne) - GREGOR - 2000-06 –P3.

[3] Ibid .

[4] عماني لمياء، **مرجع سبق ذكره**، ص77.

الشكل 1. 1: منحنى خط القيمة



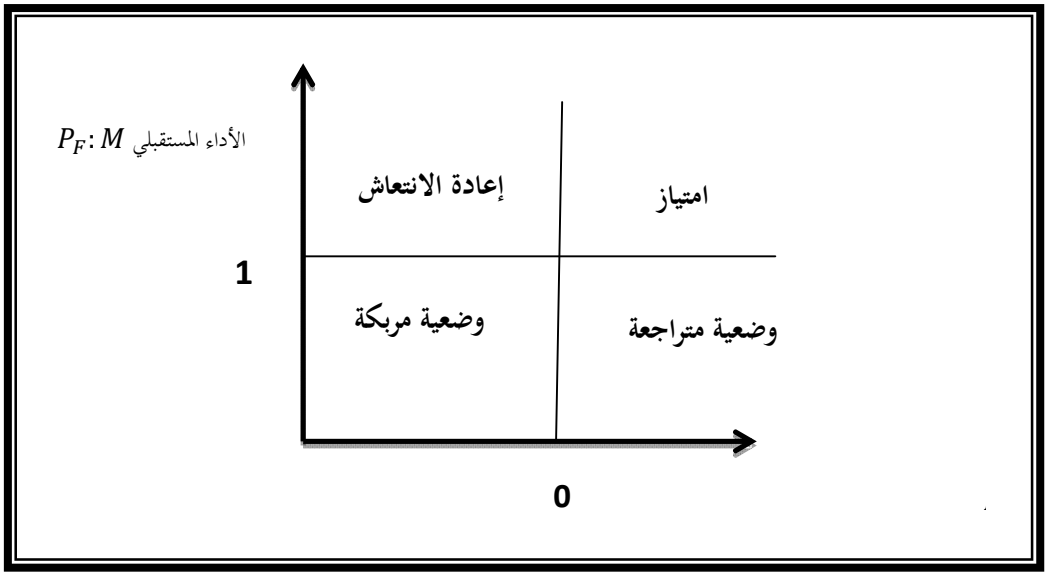
مصفوفة Marakon Associates:

تضع المصفوفة على محور ا الأفقي الفرق بين المردودية المالية المحققة و المردودية المطلوبة من طرف المستثمرين الماليين. تحدد المصفوفة تموقع المؤسسة نسبة إلى الأداء المحقة و الأداء المتوقع في آن واحد[1].

- وضعية مربكة: شركات لم تتمكن من خلق القيمة في الماضي، لا ينتظر منها أن تفعل ذلك مستقبلا.
- وضعية متراجعة: شركات تمكنت من خلق القيمة في الماضي، لكنها لن تستمر في ذلك مستقبلا.
- وضعية انتعاش: شركات لم تتمكن من خلق القيمة في الماضي، لكنها قد تتمكن من ذلك مستقبلا.
- وضعية ممتازة: شركات تمكنت من خلق القيمة في الماضي، ويمكنها أن تستمر في ذلك مستقبلا.

[1] عماني لمياء، شهرزاد زغيب، **مرجع سبق ذكره**، ص10.

الشكل 1. 2: مصفوفة Marakon Associates



و لعل الفكرة الرئيسية التي تجمع بين مختلف مقاييس القيمة هي أن تحقيق القيمة للمساهم يتم فقط عندما يحصل فارق إيجابي بين هامش الربح و تكلفة رأس المال. و الفائدة المرجوة من كل مقياس تتمثل في استخدامه كمعيار لقياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة وفق وجهة نظر خلفية Backward Looking و كذا وفق وجهة نظر مستقبلية Forward Looking من أجل قياس خلق القيمة للمساهم[1].

بعد تناول المؤشرات يمكن ذكر التكلفة الوسطية المرجحة والتي نجدها في حساب بعض المؤشرات.

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMPC):

وهي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والتي يمكن الحصول عليها من خلال مجموع تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل في الوزن النسبي لكل مصدر من الهيكل المالي للمؤسسة، وتعرف تكلفة رأس المال على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع إستثماري، و الذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الإستدانة).

تعتبر تكلفة رأس المال عنصر ذو أهمية بالغة في المجال المالي فهي معيار للمفاضلة بين البدائل الإستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة، وتحسب وفق العلاقة التالية[2]:

$$\mathbf{CMPC} = kD \,.\, (D / D + CP) + Kcp \,.\, (CP / D + cp)$$

CMPC التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

[1] هشام بحري، **مرجع سبق ذكره**،ص15.

[2] Mondher Cherif, op.cit, p 3.

KD : تكلفة الديون؛

D : الديون؛

KCP :تكلفة الأموال الخاصة؛

CP : الأموال الخاصة.

المطلب الثالث: أثر خلق القيمة على القيمة السوقية للأسهم

السوق المالي يعكس أداء المؤسسات في شكل تقييم المستثمرين للأداء الحالي وتوقعاتهم للأداء المستقبلي لهذه المؤسسات، ليقرروا إما الاستثمار فيها أو التوجه نحو بدائل استثمارية أخرى. إن من أهم ما يعتمد عليه المستثمر عند إقباله للاستثمار في أي مؤسسة هي قدرة المؤسسة على خلق القيمة، هذه المعلومة تنعكس على الأسعار والقيمة السوقية بالإيجاب أو بالسلب وهذا ما أشارت إليه نظرية كفاءة الأسواق "السعر يعكس جميع المعلومات المتاحة"[1] بمعنى انه في حال ظهور أي معلومة جديدة عن أية ورقة مالية يقوم المستثمرون بتحليل هذه المعلومة وعكسها على سعر الورقة المالية، وعلى هذا الأساس وباعتبار خلق القيمة معلومة نجد أن المؤسسات التي تخلق القيمة تدفع المساهمين الحالين إلى البقاء في المؤسسة، وتتشجع المستثمرين المحتملين للاستثمار فيها هذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وبتالي ارتفاع قيمتها السوقية.

كما تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات التي لها قيمة حالية صافية موجبة هذا يعني أن التوقعات المستقبلية تشير إلى ارتفاع قيمتها السوقية في المستقبلي مما يؤدي إلى إقبال المستثمر عليها للاستفادة من الارتفاع المحتمل في سعر الورقة، وبالمقابل إذا كانت القيمة سوقية مرتفعة مقارنة بالقيمة الحالية فيجب الخروج من هذه المؤسسة، ويمكن توضيح هذا على النحو التالي[2]:

- ✓ إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب هو:
  1. إذا كان يملك الورقة المالية ضمن محفظته الاستثمارية، فإنه يقرر الاحتفاظ بها؛
  2. إذا كان لا يملك الورقة المالية، فإنه يقرر أن يشتريها وبذلك سيحقق أرباحا إضافية عندما سترتفع القيمة السوقية.

- ✓ إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب هو:
  1. إذا كان يملك الورقة المالية، ضمن محفظته الاستثمارية فإنه يقرر بيعها تفاديا للخسارة المحتملة؛
  2. إذا كان لا يملك الورقة المالية فإنه يقرر بيعها على المكشوف، وبذلك سيحقق المستثمر ربحا إضافيا.

وتتأثر القيمة السوقية للأسهم سلبا وإيجابا بالمعلومات والبيانات المتوافرة في السوق، ومن أهمها المعلومات والبيانات المحاسبية والاقتصادية، حيث تلعب هذه المعلومات دورا أساسيا في توجيه المستثمرين وتقويم اتجاهاتهم المستقبلية، فباستخدام المؤشرات المالية المستخلصة من القوائم المالية يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية كشراء أو بيع ما يملكونه من أسهم أو زيادة الاستثمار في

[1] هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، سنة 2008، ص132.

[2] هواري سويسي، أهمية تقيم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، **مجلة الباحث**، جامعة ورقلة، العدد2007/5، ص111.

وحدات اقتصادية أخرى، وتعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر وقدرتها على النمو، وكلها عوامل إذا تحققت تزيد من القيمة السوقية للأسهم ويزيد الإقبال عليها"[1].

إن النظرية المالية ترتكز على تعظيم القيمة السوقية حيث تكمن أهمية القيمة السوقية للسهم في[2]:

- مؤشر ملحوظ ومتغير بشكل مستمر؛
- يستجيب للتوقعات على المدى القصير والطويل إذا تميز المستثمرون بالعقلانية؛
- مرجع لاتخاذ القرار حول اختيار وتمويل المشاريع الاستثمارية وتحديد قيمة توزيعات الأرباح التي ينبغي منها للمساهمين.

هناك إطارين فكريين تعرضا لأثر المعلومة المتعلقة بخلق القيمة على القيمة السوقية للأسهم هما نظرية الوكالة ونظرية الإشارة.

الفرع الأول: نظرية الوكالة

علاقة الوكالة بين حاملي الأسهم بصفتهم ملاك للمؤسسة و المسيرين تضع تلك الوكالة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف، ولتقليل من الصراع بين أصحاب المصلحة(المسيرين – المساهمين) لابد من ربط التعويض بالقيمة أي ينبغي أن يكون تعويض المسيرين الرئيسيين على أساس القيمة التي تم إنشاؤها، وينبغي أن تكون الحوافز موضوعية ومحددة على أساس هذه القيمة، هذا بدوره يحفز المسيرين على تحسين أدائهم والذي ينعكس على قيمة المؤسسة بالارتفاع.

ويتم الاعتماد كذلك على مراقبة جهود وقرارات المسيرين، هذه الرقابة تكون من طرف المساهمين من خلال ممثليهم في مجالس الإدارة ومن خلال مدقق الحسابات الذي يحدد مدى صدق وانتظام الحسابات، والفعالية تتطلب ممارسة قليل من الرقابة وكثير من التحفيز، والمكافأة يتم ربطها بتقييم الأداء و قياسه بمعيار خلق القيمة حيث لا يتم تثمين الجهد أو الوسيلة بل يتم تثمين النتيجة، ويكون ربط المكافآت بالأداء أكثر فعالية في حال كانت المكافأة هي خيارات الأسهم التي تمنحها المؤسسة للمسيرين، وربط المكافأة بالأداء يعني تقاسم التكاليف و الأخطار خاصة خطر تقلب القيمة السوقية[3].

إن الصراع بين أصحاب المصلحة يمكن معالجته عبر آليات حوكمة المؤسسات والتي تتمثل في الآليات والقوانين والنظم والقرارات التي بموجبها يتم تحفيز جميع الأفراد العاملين في المؤسسة أيا كانت مواقعهم فيها على جعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع إستراتيجية المؤسسة ورؤيتها في تعظيم قيمتها[4].

وترتكز هذه النظرية على فرضيتين أساسيتين: الأولى تنص على أنه ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والملاك متطابقة، والثانية تنص على أنهم ليسوا متساوون في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، فالحوكمة إذا جاءت كرد

[1] كسري أسماء، صالحي محمد يزيد، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة حالة فندق الأوراسي، **مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات**، جامعة القدس، العدد41/2017، ص 93.

[2] عماني لمياء، شهرزاد زغيب، **مرجع سبق ذكره**، ص8.

[3] **المرجع السابق**، ص ص15- 16.

[4] بالرقي تيجاني، إشكالية حوكمة الشركات وإلزامية احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية، **الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات**، جامعة عنابة، ص4.

فعل واستجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من التصرفات السلبية للمسيرين و لفرض رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع و تحافظ على استمرارية الشركة أيضا[1].

حيث نجد أن العديد من الدراسات تحاول توضيح العلاقة بين آليات حوكمة المؤسسات في رقابة أداء المؤسسة وبين الأسعار المستقبلية لأسهمها، حيث انتهت هذه الدراسات إلي أن قيمة المؤسسة تتأثر بمشاكل الوكالة وهذه الأخيرة يمكن الحد منها من خلال آليات حوكمة المؤسسات ومن ثم تعظيم قيمتها السوقية، ومن أوائل مؤيدي هذا الاتجاه [Jensen and Meckling, 1976] اللذان وجدا ان المديرين في الشركات الأمريكية يميلون إلى الحد من مشاكل الوكالة من خلال امتلاك الإدارة جزء من رأس مال الشركة، وان ارتفاع نسبة الملكية الإدارية لأسهم الشركة يؤدي إلى تحسين الأداء، وان انخفاضها يجعلهم أكثر تحفيزاً نحو زيادة عوائدهم الشخصية من مكافآت وغيرها[2].

الفرع الثاني: نظرية الإشارة

يتميز السوق المالي بكثرة وتنوع المعلومات هذه الأخيرة تقدم مجموعة من الدلالات والإشارات والتي من خلالها يتم اتخاذ القرارات، إن الإشارات التي تقدمها المعلومات المالية تختلف من طرف لأخر حسب أهدافه، وهذا ما حاولت نظرية الإشارة تفسيره وتوضيحه، حيث تقوم نظرية الإشارة على فكرتين أساسيتين هما[3]:

- ✓ أن المعلومات التي يمتلكها كل طرف ليست نفسها، حيث يمكن أن يتوفر المسيرون على معلومات ليست بحوزة المساهمين.
- ✓ حتى وان كانت المعومات متوفرة عند كل الأطراف، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة.

وبالتالي فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيرون لا تتوقف على كونها صحيحة فقط بل لابد أن يعمل هؤلاء المسيرون على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة وفي مصلحة المؤسسة والمساهمين، كما تعتبر الإشارة المرسلة من طرف المسيرين إلى المساهمين الوحدة الأساسية للإتصال المالي. حيث يسأل المساهم حول الفائدة التي يتحصل عليها وما إذا كانت هذه الفائدة تتعارض مع أهدافه، وإذا تأكد ذالك فإن هذه الإشارة تستقبل بشكل سلبي (هدر القيمة قد يستقبل بالخروج من المؤسسة). "وتستند هذه النظرية على مفهوم إنعدام التناظر في المعلومة التي تتميّز بها الأسواق المالية، إذ أنّ المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية"[4].

كما تشير هذه النظرية إلى أنّ المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء هم الذين يستطيعون إصدار إشارات ايجابية وفعالة بحيث تؤثر على قرارات المهتمين بالمؤسسة، ومن هنا ينطلق البحث عن مختلف الإشارات التي تقدمها معلومة خلق القيمة أو هدرها.

---

[1] هوام جمعة، لعشوري نوال، مداخلة بعنوان: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية محور، المداخلة: جودة المعلومات المحاسبية والحوكمة، **الملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق**، جامعة العربي بن مهيدي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، 08-07 ديسمبر 2010 أم البواقي- الجزائر، ص4.

[2] مؤيد محمد علي الفضل، **العلاقة بين** الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، **مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية** جامعة القادسية، المجلد12 العد 4 /2010، ص131.

[3] شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، **مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسير**، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 2010/10، ص144.

[4] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **مرجع سبق ذكره**، ص 429.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأداء المالي والقيمة السوقية للسهم

نجد العديد من الأبحاث والدراسات في مختلف البلدان ناقشت أبعاد مختلفة مرتبطة بالأداء المالي والقيمة السوقية للسهم، حيث عالجت كل منها الموضوع من زوايا مختلفة، وفي هذا الإطار سنحاول عرض الدراسات الحديثة منها ذات الصلة بالموضوع، الدراسات العربية والأجنبية ومن ثم تحديد موقع الدراسة الحالية من بقية الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سيتم من خلال هذا المطلب تناول أهم الدراسات باللغة العربية والأجنبية محل الدراسة.

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

أولا: دراسة شعبان محمد عقيل (2016)

هذه الدراسة بعنوان **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم** "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"[1].

مشكلة الدراسة تتمحور حول ما هي قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ؟

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء التقليدية العائد على الأصول(ROA)، والعائد على حقوق الملكية(ROE)، وربحية السهم الواحد (EPS) من جهة وبين القيم السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين من جهة أخرى، واختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم. ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لاختبار تأثير المؤشرات على متوسط أسعار الأسهم السوقية لعدد (21) شركة مدرجة في بورصة فلسطين (التي ينطبق عليها شروط الدراسة) في الفترة الزمنية 2010- 2014.

وكان من أهم نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم، ويتفوق على معدل العائد على حقوق الملكية في ذلك، وأن مؤشر ربحية السهم الواحد يمتلك أعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الأداء ثم يليه معدل العائد على الأصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وأن مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعةً تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم. وعليه فإن أهم ما أوصت به الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والإفصاح عنه ضمن التقارير المالية أسوةً بالمؤشرات التقليدية، والعمل على عقد ورشات عمل وتوعية للمحللين والمدراء الماليين في الشركات بأهمية هذا المؤشر ودوره في خلق القيمة، إلى جانب الاعتماد على مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة عند تقييم الأداء لغرض تفسير التغيرات في القيم السوقية لأسعار الأسهم.

[1] شعبان محمد عقيل، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم**، أطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016.

ثانيا: دراسة شنين عبد النور وزرقون محمد (2013)

هذه الدراسة بعنوان **دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة– دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة** (2000–2013)[1].

هدفت هذه الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاسا بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة (2000–2013)، تم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى النماذج الانحدار الخطية وغير خطية لمعرفة القدرة التفسيرية، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية EVIEWS3.1 وSPSS20.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال) والحديثة (عائد التدفق النقدي على الاستثمار، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، إلا أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت قوة التفسير فيها 50 في المائة، وهذا مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز فيها نسبة التفسير 14 في المائة.

ثالثا: دراسة سوزان العلي (2016)

بعنوان **القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيها** (دراسة تطبيقية لأحد المفاهيم الأكثر جدلاً لتقييم الأداء)[2]. تم استخدام كل من المنهج الوصفي ومنهج التحليل الكمي لإجراء هذه الدراسة.

هدفت إلى التعريف بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، الذي مثّل صيحةً ضمن مقاييس الأداء، كإجراء جديد لقياس الأداء الداخلي للمنظمات من خلال قدرتها على خلق القيمة، وكبديل لمؤشرات المستخدمة تقليدياً والقائمة على قياس ربحية هذه المنظمات. تناولت الورقة نشأة هذا المفهوم وأسباب ظهوره، وتعريفه من الناحية النظرية والمحاسبية، إضافة إلى النقاط الإيجابية والسلبية الناجمة عن استعماله، كما تم تطبيق هذا المقياس على الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية، والموجودة ضمن مؤشر (EGX30)، وهي عبارة عن 29 شركة، لدراسة العلاقة بين هذا المقياس وبين أسعار الأسهم خلال الفترة الممتدة بين 2011 و2014 وبيان مدى قدرته على تفسير التغيرات في أسعار أسهم هذه الشركات، لاختبار فرضية البحث تم استخدام الانحدار البسيط من خلال تطبيق برنامج SPSS.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم هذه الشركات وبين القيمة الاقتصادية المضافة، وبالتالي عدم فعالية هذا المؤشر عند استخدامه كأداة لتقييم أداء هذه الشركات وتحفيز المدراء لعدم تأثيره على القيمة السوقية.

[1] شنين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة– دراسة حالة بورصة الجزائر، **مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية**، جامعة ورقلة، العدد2015/01.

[2] سوزان العلي، القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيها، **مجلة جامعة تشرين لمبحوث والدراسات العلمية**، مصر، العدد2016/3.

رابعا: دراسة فايز حداد وخلدون أبو العلا (2004)

هذه الدراسة بعنوان **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية:** دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية[1].

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة وبين العوائد غير العادية، تمثلت مشكلة الدراسة في هل هناك علاقة موجبة مهمة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم، هل هناك علاقة موجبة مهمة ذات دلالة إحصائية بين الصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم. تتكون عينة الدراسة من 21 شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 1992-1999، وقد تم اختبار هذه العلاقة باستخدام تحليل الانحدار البسيط، وتشير النتائج إلى وجود علاقة طردية موجبة ومهمة إحصائيا بين المتغيرات المستقلة القيمة الاقتصادية المضافة والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة وبين المتغير التابع العوائد غير العادية، حيث بلغت القوة التفسيرية R^2 لنموذجي انحدارهما 4.5 بالمائة، 4.8 بالمائة على التوالي، وبالتالي دعم فرضيات الدراسة.

خامسا: دراسة صليحة حجاج (2016)

بعنوان **دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم** "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر[2]. تمثلت الإشكالية في ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROE & ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA & MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترّة (2010-2015)، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 9 & Spss 23. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدا المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة. كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44.6 بالمائة، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30 بالمائة لعوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

سادسا: دراسة حسنية صيفي (2016)

بعنوان **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA** دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 [3]. تمثلت إشكالية الدراسة في تحديد إلى أي مدى يسهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013؟ والتي تتمثل في دراسة حالة المؤسسات المكونة

[1] فايز حداد وخلدون أبو العلا، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية، **مجلة *دراسات* العلوم الانسانية**، المجلد 1، العدد 31، 2004.

[2] صليحة حجاج، **قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم** "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016.

[3] حسنية صيفي، **الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016.

لمؤشر CAC40 في سوق باريس للأوراق المالية، ويتضمن المؤشر 40 مؤسسة تنشط في سوق باريس للأوراق المالية، ولقد ارتكزت الدراسة على المقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات المحاسبية التقليدية ممثلة في مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE، مؤشر العائد على الأصول ROA، حصة السهم من الأرباحEPS، مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيليةCFO، ومؤشر القيمة السوقية المضافة MVA من خلال قياس مدى قدرتها على تفسير وقياس عوائد الأسهم، بهدف تحديد أي من هذه المؤشرات له القدرة على شرح عوائد الأسهم ومدى ارتباطها بها، كما تمت دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، وتأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة الاقتصادية.

نتائج الدراسة أشارت إلى عدم وجود دلالة إحصائية بين العائد على السهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية، يتبين أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات المحاسبية للأداء في تفسير عوائد الأسهم في حين أن مؤشر العائد على الملكية له قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم، وأشارت النتائج إلى أن للقيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بجميع المؤشرات.

الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية

أولا دراسة: Moreteza hajiabbasi and others(2012)

بعنوان

Com parison of information content value creation measures (eva, reva, mva, sva, csv and cva) and accounting measures(roa, roe, eps, cfo) in predicting the shareholder return(sr) evidence from iranstock exchange[1].

هدف الباحثون من خلالها إلى دراسة قدرة مؤشرات خلق القيمة ممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، القيمة السوقية المضافة، القيمة المضافة للمساهمين، القيمة النقدية المضافة، ومؤشر خلق القيمة للمساهمين، والمؤشرات المحاسبية ممثلة في العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، التدفق النقدي من العمليات التشغيلية، وحصة السهم من الأرباح على التنبؤ بعوائد الأسهم. ولقد أجريت الدراسة على بيانات 76 مؤسسة ناشطة في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2007-2011 ولقد تم من خلالها معالجة 10 فرضيات من أجل إيجاد العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية والعائد على السهم، ولقد استخدم لهذا الغرض تحليل الارتباط والانحدار المتعدد. في الأخير توصل الباحثون إلى أن هناك علاقة كبيرة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية في حين هناك علاقة ذات دلالة سلبية بين مؤشر العائد على حقوق الملكية والعائد على السهم، وبشكل عام يعتبر مؤشر خلق القيمة للمساهمين (CSV) الأكثر ارتباطا بالعائد على السهم.

[1] Moreteza hajiabbasi and other, comparison of information content value creation measures (eva, reva, mva, sva, csv and cva) and accounting measures(roa, roe, eps, cfo) in predicting the shareholder return (sr) evidence from iranstock exchange, **ARPN Journal of Science and Technology**, Islamic Azad University, Iran, VOL. 2, NO. 5,.2012.

ثانيا: دراسة Munmun Mohantu & Sanjib Pattnaik 2013

هذه الدراسة بعنوان:

Information Content of Economic Value Added: Evidance from Indian Software Industry[1].

الهدف من هذه الدراسة في الأساس هو إبراز أهمية مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في الصحافة الإقتصادية، وزيادة استخدامه من طرف مختلف الشركات والأكاديميين وواضعي السياسات المحاسبية.

حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة تقديم مختلف الأدلة التجريبية على محتوى معلومات القيمة الإقتصادية المضافة EVA مقارنة مع مقاييس الأداء التقليدية (الأرباح والتدفقات النقدية).

استخدم الباحثان في الجزء الأول من الدراسة تحليل السلاسل الزمنية المجمعة، إضافة إلى بيانات مقطعية لعينة متكونة من 136شركة من شركات البرمجيات المتداولة في الهند، خلال الفترة 2010-2000 وذلك لتقييم جدوى القيمة الإقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية الأخرى. أما في الجزء الثاني فقد قاما بتحديد مكونات القيمة الإقتصادية المضافة EVA كمتغير تفسيري مستخدمين في ذلك تحليل الانحدار. حيث توصلا إلى أن EVA لها قدرة تفسيرية كبيرة في شرح عوائد الأسهم مقارنة بالتدفق النقدي ومستحقات رأس المال.

ثالثا: دراسة Issham Ismail,2013

بعنوان:

Issham Ismail, Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia, 2013 [2].

أجريت هذه الدراسة لتحديد العلاقة بين EVA وأداء الشركة في ماليزيا، كما سعى إلى شرح قدرة EVA مقارنة بالأدوات التقليدية(Re, EPS, DPS,) كمقياس لتفسير عوائد الأسهم. وقد تم تطبيق الدراسة على بيانات القوائم المالية لعينة متكونة من (75) شركة من الشركات المساهمة الرئيسية في السوق الأولي المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من عام 1993إلى عام 2002، تم استخدام 750 ملاحظة خلال فترة عشر سنوات (10) لتحليل الانحدار بيانات السلاسل الزمنية.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يظهر علاقة أفضل مع عائد الأسهم أكثر من الأدوات التقليدية للشركات العامة المدرجة في السوق الأولى والثانية في بورصة ماليزيا، كما أن لهذا المؤشر (القيمة الاقتصادية المضافة) قدرة على تقييم أداء الشركات أكبر من الأدوات التقليدية، وأنه الأكثر قدرة على تحقيق القيمة لحملة الأسهم، وكان من أهم ما أوصت به الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم أداء الشركات وتفسير عوائد الأسهم.

---

[1] Munmun Mohantu, Sanjib Pattnaik, Information Content of Economic Value Added: Evidance from Indian Software Industry, **Asian Journal of Research in Business Economics and Management**, University Cuttack, India, Issue: 12, 2013.

[2] Issham Ismail, Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia, **African Journal of Business Management**, Vol. 7(18), 14 May, 2013.

رابعا دراسة: (2017) Sliman S. Alsoboa

هذه الدراسة بعنوان:

The influence of economic value added and return on assets on created shareholders value: a comparative study in jordanian public industrial firms[1].

هذه الدراسة لها هدفان رئيسيان، الأول هو معالجة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وقيمة المساهمين المبدعين (CSV) في الشركات الصناعية العامة الأردنية (JPIF)، مقارنةً بالعائد على الأصول (ROA) خلال الفترة (2011-2015). الهدف الثاني هو معالجة التفوق المحتمل لـ EVA على ROA من خلال شرح التغييرات في CSV لـ JPIF، في هذه الدراسة يتم قياس CSV باستخدام نموذجين، نموذج Fernandez ونموذج القيمة المضافة للسوق. تم استخدام انحدارات متعددة وبسيطة في الدراسة، وقد أظهرت هذه التحليلات بشكل عام أن تفوق EVA في التنبؤ وتقييم CSV يمكن وضعه في ضوء قاطع وإيجابي مقارنة بـ ROA، ومع ذلك تشير النتائج إلى أن أحد التدابير المالية لا يمكن أن يكون كافيًا لقياس CSV أو أداء الشركات. لذلك أوصت الدراسة بشدة باستخدام JPIF مجموعة من المقاييس المختلفة في تقييم أدائها، خاصة المؤشرات الحديثة.

خامسا: دراسة (2013) Madan Lal Bhasin

بعنوان:

A Study of Economic Value Added Disclosures in the Annual Reports: Is EVA a Superior Measure of Corporate Performance[2].

قامت تلك الدراسة على اختبار استراتيجيات خلق القيمة لعدد من الشركات الهندية باستخدام أساليب احصائية لتحديد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأفضل وسيلة لقياس القيمة السوقية للشركات ومقارنة نتائج هذا الاختبار بمقاييس الأداء التقليدية (RONW وROCE و EPS)، يتم استخدام أدوات إحصائية متنوعة مثل ANOVA وتحليل الاتجاهات وتحليل الانحدار لتحليل البيانات، خلال الفترة من 2006 إلى 2011 إلا أن هذا الاختبار لم يدعّم اختيار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأفضل مقياس لتفسير القيمة السوقية للشركات مما يعني وجود عوامل أخرط تؤثر على سلوك القيم السوقية ينبغي أن تؤخذ بعين الاعتبار لخلق للمساهمين أو لقياس الأداء المالي للشركات. وخاصة المتغيرات الغير مالية مثل رضا العاملين، جودة المنتج، تحديث طرق الإنتاج والتوزيع.

يتضح من نتائج ANOVA أن (EVACE، ROCE، ROE و EPS) من الشركات النموذجية تختلف بشكل كبير، بالإضافة إلى ذلك لم تكن الاختلافات بين القيم الأصلية وقيم الاتجاه كبيرة للغاية بالمعنى الإحصائي ونفس الشيء إلى

[1]Sliman S. Alsoboa, The influence of economic value added and return on assets on created shareholders value: a comparative study in jordanian public industrial firms, **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 9, No. 4, 2017.

[2] Madan Lal Bhasin, A Study of Economic Value Added Disclosures in the Annual Reports: Is EVA a Superior Measure of Corporate Performance, **East Asian Journal of Business Economics**, Universiti Utara Malaysia, 2017.

تقلبات العينات علاوة على ذلك، كان كل من EVACE و ROCE مرتبطان ارتباطًا وثيقًا وكانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5٪.

سادسا: دراسة (2007) Johannes J. Prinsloo

بعنوان:

A comparative analysis of economic value created by south african mining companies in a growing platinum industry[1].

قدمت هذه الدراسة لتحديد ما إذا كانت شركات (Anglo، lonmin، Implats، platinum) في جنوب إفريقيا قادرة في الواقع على خلق قيمة إقتصادية للمساهمين خلال فترة (2001- 2006).وأيضا لتحديد ما إذا كانت EVA ترتبط بشكل جيد مع أداء سعر السهم لهذه الشركات ومقاييس الأداء التقليدية الأخرى.

الهدف من هذه الدراسة هو حساب القيمة الإقتصادية المضافة لصالح شركات العينة، ومقارنتها خلال فترة الدراسة، إضافة إلى تحديد ما إذا كانت كل الشركات محل الدراسة قد تمكنت من خلق قيمة إقتصادية مماثلة للنمو والتطور الصناعي، كما هدفت أيضا إلى تحديد ما إذا كان أداء سعر السهم لهذه الشركات وخلال هذه الفترة، له انعكاس حقيقي وصحيح على القيمة الإقتصادية المضافة.

جاءت بيانات البحث المستخدمة بشكل رئيسي من قاعدة بيانات BFA McGregor، مع معلومات إضافية مستخرجة من بيانات وتقارير الحسابات السنوية، تم استخدام اختبار T-test أو Mann-Whitney أواختبار Kolmogorov-Smirnof بسبب الخصائص السكانية والبيانات الصغيرة نسبيًا. بالنسبة للسيناريوهات التي تم فيها تحليل ثلاث مجموعات فرعية أو أكثر، تم استخدام طريقة الاختبار Kruskall-Wallis، أو طريقة ANOVA أو T للاختبار أحادية الاتجاه بسبب الخصائص السكانية والبيانات صغيرة نسبيًا، وتم استخدام التحليل الإحصائي وبرنامج الرسومات NCSS التحليل الإحصائي. ونتيجة للتحليل وجد أنه على الرغم من أن شركات المعنية لديها معدلات نمو إنتاج ومبيعات مماثلة بين عامي2000 و 2006، تمكن أنجلو بلاتينيوم من توليد EVA أكبر من Implats و Lonmin على التوالي، ويرتبط سعر السهم بشكل جيد مع EVA لل Anglo Platinum و Implats على التوالي، ولكن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية لـ Lonmin ، وكانت EPS هي المقياس الوحيد بين مقاييس الأداء البديلة EPS، P/E ، وجد ROA و EBITDA علاقة مع EVA للأنجلو البلاتين و Implats على التوالي،و لم تعتبر العلاقة بين المقاييس الأخرى و EVA ذات دلالة إحصائية.

[1]Johannes J. Prinsloo, **A comparative analysis of economic value created by south african mining companies in a growing platinum industry**, A Research Project submitted to the Gordon Institute of Business Science, in partial fulfilment of the requirement for the degree of masters of business administration, University of Pretoria, 2007.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

تركز أغلب الدراسات على اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية في تفسير الأداء المالي، إلا أن لكل دراسة أهدافها بالإعتماد على متغيرات خاصة بها، كما أنها أجريت في بيئات وأزمنة مختلفة وعليه فكل دراسة لها نتائجها.

الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات العربية

الجدول 1. 2: مقارنة بين الدراسات السابقة العربية

الدراسة	الهدف	الحدود الزمنية والمكانية	متغيرات الدراسة	النتائج المتوصل لها
شعبان محمد عقيل	قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم.	من عام2010حتى عام 2014 بورصة فلسطين	المتغير التابع التغير في القيم السوقية لأسعار والمتغيرات المستقلة EVA،ROA، EPS،ROE	مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعةً تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.
دراسة شنين عبد النور وزرقون محمد	قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي.	2013–2000 بورصة الجزائر	المتغير التابعEPS اما المتغيرات المستقلة , ROE, ROA ROI, BFR الرافعة المالية	المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية
سوزان العلي	مدى قدرة EVAعلى تفسير التغيرات في أسعار أسهم.	2011و2014 سوق مصر للأوراق المالية	المتغير المستقل EVA اما المتغير التابع فيتمثل في التغيرات في أسعار أسهم	عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم هذه الشركات وبين القيمة الاقتصادية المضافة لها.
فايز حداد وخلدون أبو العلا	اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة وبين العوائد غير العادية.	خلال الفترة الممتدة ما بين 1992-1999 سوق عمان المالي	تتمثل المتغيرات المستقلة في الاقتصادية المضافة والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة أما التابع فهو العوائد غير العادية.	وجود علاقة طردية موجبة بين المتغيرات المستقلة القيمة الاقتصادية المضافة والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة وبين المتغير التابع العوائد غير العادية
صليحة حجاج	قدرة المؤشرات التقليدية (ROEو ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة EVAوMVA في تفسير عوائد الأسهم	2010-2015 بورصة قطر	المتغيرات المستقلةROEو ROA,EVA,MVA أما المتغير التابع فهو عوائد الأسهم	تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة
حسنية صيفي	تحديد أي من هذه المؤشرات التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة له القدرة على شرح عوائد الأسهم ومدى ارتباطها به	خلال الفترة 2013-2008 سوق باريس للأوراق المالية	المتغيرات المستقلة EVAو ROA EPS ,ROE, CFOوMVA أما المتغير التابع عوائد الأسهم	للقيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بجميع المؤشرات.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الدراسات السابقة العربية

الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات الأجنبية

الجدول التالي يوضح أهم أوجه التشابه والإختلاف بين الدراسات الأجنبية فيما يلي:

الجدول 1. 3: مقارنة بين الدراسات السابقة الأجنبية

الدراسة	الهدف	الحدود الزمنية والمكانية	متغيرات الدراسة	النتائج المتوصل لها
Moreteza hajiabbasi and others	تهدف إلى دراسة قدرة القيمة EVA MVA REVAو SVA، CSV , CVA ، والمؤشرات المحاسبية لتنبؤ بعوائد الاسهم	الفترة الممتدة بين 2011-2007 سوق طهران للأوراق	المتغيرات المستقلة ,EVA REVA, MVA, SVA, CSV , CVA ROA, ROE, EPS, CFOأما المتغير التابع فيتمثل في عوائد الأسهم	هناك علاقة كبيرة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات المحاسبية في حين هناك علاقة ذات دلالة سلبية بين مؤشر العائدعلى حقوق الملكية والعائد على السهم
Munmun Mohantu & Sanjib Pattnaik	المقارنة بين مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية	136شركة متداولة في بورصة الهند، خلال الفترة 2000 -2010	المتغير التابع عوائد الأسهم والمتغيرات المستقلة EVA ROA CFO	EVAلها قدرة تفسيرية كبيرة في شرح عوائد الأسهم مقارنة بالتدفق النقدي ومستحقات رأس المال
Issham Ismail	شرح قدرة EVA مقارنة بالأدوات التقليدية(NOPAT, DPS,EPS) كمقياس لتفسير عوائد الأسهم	خلال الفترة من عام 1993إلى عام 2002 بورصة ماليزيا	المتغيرات المستقلة EVA DPS,EPS أما التابع عوائد NOPAT الأسهم	مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يظهر علاقة أفضل مع عائد الأسهم أكثر من الأدوات التقليدية.
Sliman S. Alsoboa	العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وقيمة المساهمين المبدعين (CSV) مقارنةً بالعائد على الأصول (ROA)	خلال الفترة 2011-2015 الشركات الصناعية العامة الأردنية (JPIF)	المتغيرات المستقلة، EVA، ROAالمتغير التابعCSV	تفوقEVA علىROA في تنبؤ بCSV
Bhasin	مقارنة نتائج مقاييس الأداء التقليدية و القيمة الاقتصادية المضافة.	2006- 2011 لعدد من الشركات الهندية	المتغيرات المستقلةRONW وROCE و EVAو EPS اما التابع القيمة السوقية	مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ليس أفضل مقياس لتفسير القيمة السوقية للشركات
Johannes J Prinsloo	مقارنة نتائج مقاييس الأداء التقليدية و القيمة الاقتصادية المضافة.	2001-2006 (lonmin ،Anglo platinum،Implats ،)	المتغيرات المستقلة EBITDA ،P/E ،EPS،ROA ، EVA المتغير التابع سعر السهم	ويرتبط سعر السهم بشكل جيد مع EVA لشركتي AngloPlatinum و Implats على التوالي، ولكن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية لـ Lonmin

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الدراسات السابقة الأجنبية

الفرع الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

سيتم في هذا الفرع تحديد موقع هذه الدراسة وما يميزها عن الدراسات السابقة.

أولا: من حيث الأهمية، الأهداف و البرامج المعتمدة.

تتمثل أهمية هذه الدراسة في محاولة بناء نموذج لتفسير القيمة السوقية للأسهم وذلك من خلال مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية بغض النظر عن كونها تقليدية أو حديثة في حين نجد أن أغلب الدراسات السابقة هي دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والحديثة، أما هذه الدراسة فهي تحاول تجسيد التكامل بين المؤشرات التقليدية والحديثة. كما تم استبعاد المؤشرات التي تعتمد على الأسواق المالية لتركيز على القيمة الاقتصادية التي يتم خلقها داخل المؤسسة من تطور نشاطها. بالإضافة إلى كون هذه الدراسة بهذا الشكل هي الأولى من نوعها في بورصة الدار البيضاء، حيث إشتملت الدراسة على عينة مكونة من 20 مؤسسة في كل القطاعات ماعدا قطاع البنوك والتأمينات.

هدفت الدراسة إلى تحليل مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية والوقوف على دلالاتها الفنية واستخدامها في قياس التغير في القيمة السوقية لأسعار أسهم بورصة الدار البيضاء كما أن هذه الدراسة هدفت إلى قياس كفاءة بورصة الدار البيضاء على المستوى الضعيف وهذا ما افتقدته جل الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية.

تم إستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) لنمذجة العلاقة بين القيمة السوقية والمتغرات المستقلة، Spss بحيث تم استخدام برنامج Eviews9، وتم استخدام برنامج spss للحصول على مصفوفة الارتباط، وبرنامج Excel لحساب المتغيرات.

ثانيا: من حيث النتائج

بعد إجراء الدراسة التطبيقة تم التوصل إلى أن مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية غير مفسرة للقيمة السوقية للأسهم بورصة الدار البيضاء، وهذا ما إختلفت فيه دراستنا مع الدراسات السابقة، بحيث تم إثبات عدم وجود علاقة في كل من التحليل الساكن والمتحرك على المدى القصير للدراسة وأخيرا تم إستنتاج أن بورصة الدار البيضاء غير كفئة عند المستوى الضعيف.

خلاصة الفصل الأول:

تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين بحيث تم التطرق في المبحث الأول إلى أهمية تقييم الأداء المالي للشركات والمفاهيم المتعلقة بخلق القيمة والقيمة السوقية، والمؤشرات التي تقيس خلق القيمة والتي شهدت عدت تطورات، حيث يحاول الباحثون في كل مرة إيجاد المقياس الملائم والذي يعكس بشكل جيد قدرة المؤسسة على خلق القيمة، بينما قمنا بتخصيص المبحث الثاني من هذا الفصل لعرض الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع محل الدراسة بحيث أثبتت العديد منها فعالية المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار إختلاف البيئات محل الدراسات والمتغيرات، إلا أن جميعها إعتمدت على المؤشرات التقليدية منها والحديثة لتحديد مدى فعالية هذه المؤشرات في قياس الأداء المالي.

لذلك سيتم في الفصل الثاني دراسة أثر مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012-2016)، كما سيتم اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

الفصل الثاني: اختبار أثر مؤشرات خلق القيمة في

تفسير القيمة السوقية لعينة المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء

تمهيد

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي معبرا عنه بقدرة المؤسسة على خلق القيمة والقيمة السوقية للأسهم وأهم مؤشرات خلق القيمة، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري للأداء المالي والقيمة السوقية للأسهم على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية للتوصل إلى نتائج الدراسة من خلال عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية، وبهدف الإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة، طريقة جمع وتلخيص المعطيات للتعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

- ✓ المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة؛
- ✓ المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يتمثل الجزء التطبيقي لهذه الدراسة أساسا في معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات، ومدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وذلك من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، حيث يشتمل هذا المبحث على تحديد الطريقة المعتمد عليها في الدراسة وكذا مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة، حيث سنحاول التطرق من خلال هذا المبحث إلى الطريقة المعتمدة لدراسة هذا الموضوع من خلال المطلب الأول، وكذا تحديد الأدوات المستعملة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

أولا: مجتمع الدراسة

نشأة بورصة الدار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وتسير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني إثر هذه المبادرة، وتحديدا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993 شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسِّسة و هي:

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.

وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96. 34 الذي قام بتعديل و استكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 35.96 بإحداث هيئة إيداع مركزية ماروكلير في أكتوبر من سنة 1998.

ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا، وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة. وفي سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحولات الهامة التي تشهدها، وأما من حيث تنظيم السوق، فقد اتُخِذَت عدة تدابير، أهمها:

- إطلاق المؤشرات الجديدة مازي ومادكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات في يناير 2002، ثم الأخذ ابتداء من ديسمبر 2004 بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات؛
- اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة في شهر مارس 2002؛
- تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة في يناير 2005؛
- في أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام حَوْكَمَة يرتكز على مجلس إدارة و إدارة عامة.

أهدافها:

- ✓ المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة؛
- ✓ منح المستثمرين والفاعلين سوقا عصريةً وسائلة وشفافة؛
- ✓ اقتراح خدمات ذات جودة عالية لمختلف العملاء فاعلون ماليون وجهات مصدرة ومستثمرون؛
- ✓ تعزيز ثم تسريع تطور سوق البورصة؛
- ✓ احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا؛
- ✓ كما تعمل على اعتماد أفضل الممارسات الدولية على مستوى التنظيم والسوق.

ثانيا: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 20 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية موزعة على جملة من القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات وهذا خلال الفترة (2012-2016) وقد تم اختيار عينة الدراسة بناءا على عدة اعتبارات منها:

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

الجدول 2. 1: توزيع شركات عينة الدراسة على مختلف القطاعات

القطاعات	صناعة الأغذية	البناء	الكيمياء	الموزعون	التجهيزات الالكترونية	الصيدلانية الصناعة	الهندسات والتجهيزات الصناعية	النقل	المناجم	النفط	شركات المساهمة
عدد الشركات	2	3	2	2	4	1	2	1	1	1	1
نسبة العينة	10%	15%	10%	10%	20%	5%	10%	5%	5%	5%	5%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 1

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن العينة اشتملت على جميع القطاعات ما عدا قطاع البنوك والتأمينات، كما نلاحظ أن شركات التجهيزات الالكترونية تأخذ أكبر حصة بنسبة 20%، في حين نجد أن اقل نسبة هي5% لقطاعات النقل والمناجم والنفط والمساهمة.

الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

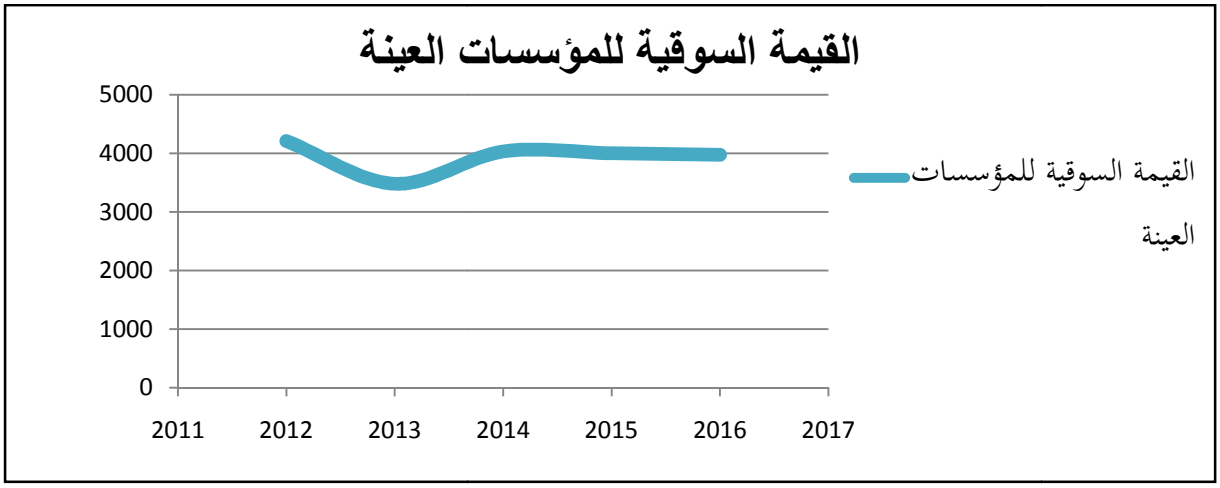
أولا: تحديد متغيرات الدراسة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار مجموعة من المؤشرات (EVA, RE, RF) كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع، ويمكن توضيحها فيما يلي:

1- المتغير التابع :

يتمثل المتغير التابع للدراسة الحالية في السعر السوقي للسهم حيث يتم قياس متوسط السعر السوقي للسهم خلال السنة وهذا بأخذ متوسط سعر الإغلاق لأسهم الشركات عينة الدراسة لمدة ستة سنوات، والشكل التالي يوضح نمو القيمة السوقية خلال فترة الدراسة:

الشكل 2. 1: نمو القيمة السوقية للمؤسسات العينة (2012-2016)



المصدر: من إعداد الطالب استنادا وبرنامج Excel

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن القيمة السوقية لعينة الدراسة في تناقص من 2012 إلى غاية 2013 ثم شهدت ارتفاع في السنة الموالية، ثم لتشهد استقرارا إلى سنة 2016.

2- المتغيرات المستقلة:

وتمثلت في مجموعة من مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية، ويمكن إيجازها في ما يلي:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على مؤشر الأداء الربحي، المتمثل في المردودية المالية (RF)، لأنها تعكس الأداء الكلي للشركة، لأن الأرباح هي نتائج كفاءة الإدارة في صنع القرارات التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية، وعلى كل من مؤشر المردودية الاقتصادية (RE)، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، حيث برزت هذه الأخيرة كأحد المداخل البديلة المعاصرة للتغلب على العيوب والانتقادات الموجهة إلى المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي.

وقد تم استبعاد المؤشرات ذات الطبيعة السوقية التي تعتمد على الرسملة البورصية لان الهدف في الدراسة هو اختبار اثر الأداء الاقتصادي للمؤسسات الذي لا يتأثر بشكل مباشر بالتسعير على القيمة السوقية للأسهم.

ثانيا: تحديد كيفية حساب متغيرات الدراسة

الجدول 2. 2: طريقة حساب المتغيرات

المتغيرات	كيفية حسابها	الرمز المعبر عنها
القيمة السوقية للأسهم	معبر عنها بمتوسط أسعار الإغلاق	MVS
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA= RE(1 – T) – CMPC* CI	EVA
المردودية الاقتصادية	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الإقتصادية	Re
المردودية المالية	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة	RF

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول

✓ يمكن الإشارة عن كيفية حساب التكلفة المرجحة لرأس المال بحيث:

$$CMPC = kD * (D / D + CP) + Kcp * (CP / D + CP)$$

Kcp= النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

kD= الديون المالية السنوية/ الاستدانة الصافية

الفرع الثالث: مصادر بيانات الدراسة

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

أولا: البيانات الثانوية:

وهي بيانات الجانب النظري من الدراسة، حيث قمنا بجمع الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات المنشورة حول مؤشرات الأداء المالي وخلق القيمة والقيمة السوقية باستخدام الكتب، المجلات، الملتقيات، المقالات، المذكرات الجامعية.

ثانيا: البيانات الأولية:

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

– القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2012-2016) المنشورة في موقع الرسمي للبورصة؛

– التقارير الإحصائية السنوية وأسعار الإغلاق اليومية من الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء.

المطلب الثاني: أدوات الدراسة

يشمل إطار الدراسة على التعريف بأهم الأدوات المستخدمة في الدراسة أدوات الاحصاء الوصفي، ارتباط بيرسون وبيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي نختصرها بكلمة " بانل "، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها و كذا طرق الاختيار بينها، واختبارات الإستقرارية وعلاقات التكامل المشترك، واختبار BDS ومنها صياغة نموذج الدراسة وهذا من خلال برنامج Eviews9.

كما استخدم الباحث برنامج Excel 2007 كأساس لجمع البيانات، تلخيصها وحساب المؤشرات المتعلقة بالدراسة.

الفرع الأول: أدوات الإحصاء الوصفي

وهي تسمى بمقاييس الموضع أو المتوسطات Averages وهي تلخص البيانات عن طريق إيجاد قيمة متوسطة لها ومن أكثر مقاييس النزعة المركزية استخداما ما يلى:

*الإنحراف المعياري؛ *أكبر قيمة؛ *المتوسط الحسابي؛ *أقل قيمة.

الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط (بيرسون)

الهدف من بناء مصفوفة الارتباط لبيرسون هو دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، بحيث يستخدم إذا كانت المتغيرات مقاسة بمقياس كمي، وذلك من خلال دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث تم تنظيم وتلخيص المعلومات لتسهيل فهمها ودراستها.

الفرع الثالث: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

أولا: تعريف بيانات بانل

السلسلة الزمنية هي مجموعة من القيم لمؤشر إحصائي معين مرتبة حسب تسلسل زمني، بحيث كل فترة زمنية يقابلها قيمة عددية للمؤشر تسمى مستوى السلسلة. وبمعنى آخر هي مجموعة من المعطيات ممثلة عبر الزمن المرتب ترتيبا تصاعديا[1].

بانل تجمع بين ثلاثة حدود مع بعض:

- ✓ الحد الموضوعي: ويمثل الهدف المدروس (المتغير التابع- متغير الاستجابة) ومحدداته (المتغيرات المستقلة)؛
- ✓ الحد الزمني: الفترة الزمنية المدروسة؛
- ✓ الحد المقطعي: والذي قد يكون مجموعة دول، محافظات، مؤسسات، اسر أشخاص، سلع...الخ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل، كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة.

[1] شرابي عبد العزيز، طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، سنة 2000، ص20.

ثانيا: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W.Green (1993)، من هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج الثاثيرات العشوائية. ليكن لدينا Nمن المشاهدات المقطعية مقاسة في Tمن الفترات الزمنية فان نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة الآتية:

$$yit = \beta 0\,(i) + \sum_{j=1}^{k} \beta j\, xj(it) + \varepsilon it \qquad i=1,2....N \qquad t=1,2....T.....(1)$$

1- النموذج التجميعي:

يعتبر هذا النموذج من ابسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات $\beta 0(i)$ و βi ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يمهل أي تأثير للزمن)، بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي وبالصيغة الآتية:

$$yit = \beta 0 + \sum_{j=1}^{k} \beta j\, xj(it) + \varepsilon it \qquad i=1,2....N \qquad t=1,2....T.....(2)$$

حيث ان $E(\varepsilon it) = 0$ و $var(\varepsilon it) = \sigma^2 \varepsilon$ تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة (2) (Greene, 2012) بعد أن ترتب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بدءا من اول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا وبحجم مشاهدات مقداره (N*T).

2- نموذج التأثيرات الثابتة:

إن استخدام نموذج التأثيرات الثابتة يأخذ بعين الاعتبار تغير الميل والمقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة، بحيث سيتم افتراض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي والزمني معا لنموذج البانل لذلك يمكننا تقدير النموذج بمقارنة الأفراد مع الزمن وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية[1]:

$$yit = \beta 0\,(i) + \sum_{j=1}^{k} \beta j\, xj(it) + \varepsilon it \qquad i=1,2....N \qquad t=1,2....T.....(3)$$

حيث أن $E(\varepsilon it) = 0$ و $var(\varepsilon it) = \sigma^2 \varepsilon$.

[1] بدراوي شهيناز، **تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص209.

3- نموذج التأثيرات العشوائية:

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ εit ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى $\sigma^2\varepsilon$، ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بان تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجا ملائما في حالة وجود خلل في احد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati, 2003). في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta o(i)$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي[1]:

$$\beta o(i) = \mu + Vi \qquad i=1,2....N \quad ....(4)$$

وبتعويض المعادلة (3) في المعادلة (2) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي:

$$yit = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta j\, xj(it) + \varepsilon it \qquad i=1,2....N \qquad t=1,2....T.....(5)$$

ثالثا :إختبارات التحديد (أساليب اختيار النموذج الملائم للبيانات الطولية)

بعد معرفة مختلف النماذج التي يقدمها بانل لبد من اختيار احد هذه النماذج والذي يمثل العلاقة بين المتغيرات و القيمة السوقية تمثيلا جيد، ولأجل إيجاد النموذج الملائم يتم استخدم ما تسمى باختبارات التحديد كما ذكرنا سابقا بوجود نموذجين رئيسيين من النماذج الطولية وعلى هذا الأساس يطرح السؤال الأتي: ما هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات دراسة ؟

لغرض الإجابة عن مثل هكذا تساؤل سوف نقوم بعرض أسلوبين،

- ✓ لأول: مضاعف الانحدار LM لغرض الاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي و(نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية)؛

ويكون ذلك وفق الفرضيتين التاليتين:

H_0: P >0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الإنحدار المجمع)

H_1: P <0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الأثار الثابتة أو نموذج الأثار العشوائية)

- ✓ الثاني: Hausman هو أسلوب الإختيار بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة.

ويكون ذلك من خلال إختبار مقدرات النموذجين في ظل فرضيتين هما فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة حيث:

H_0:P >0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية)

H_1:P <0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة)

[1] زكريا يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، **المجلة العراقية للعلوم الإحصائية**، جامعة الموصل، 2012، ص272.

الفرع الرابع: الاستقرارية واختبارات جذر الوحدة

أولا: الاستقرارية

هناك افتراض ضمني ولكنه جوهري يقف وراء نظرية الانحدار التي تستخدم السلاسل الزمنية في التقدير ألا وهو أن هذه السلاسل الزمنية تتمتع بخاصية الاستقرار Stationary أو بلغة انجل – جرا نجر تعتبر السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة صفر أو الواحد وفي غياب صفة الاستقرار فان الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالباً ما يكون زائفاً[1].

وتعد سلسلة زمنية ما مستقرة (Stationary) إذا تحققت الخصائص التالية:

أ – ثبات متوسط القيم عبر الزمن $E(Yt) = U$ .....(1)

ب – ثبات التباين Variance عبر الزمن $Var(Yt) = E(Yt \quad U)^2 = \sigma^2$..... (2)

ج – أن يكون التباين المشترك Covariance بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية (K) بين القيمتين (Yt) و (Yt k) وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التغاير.

ثانيا :اختبارات جذر الوحدة

يعتبر اختبار جذر الوحدة أساسيا لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنبا لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة، ومن بين أهم الأساليب المستعملة:

اختبار: Breitung، IPS، Hadri، Levin, Lin, Chu (LLC)

حيث يمكن إسقاط جميع الاختبارات الختبارت على الفرضيتين التاليتين :

H_0: المتغيرات ليست مستقرة عند نفس المستوى؛

H_1: المتغيرات مستقرة عند نفس المستوى.

حيث: إذا كان احتمال كل الإختبارات بالنسبة لكل المتغيرات أكبر من (0.05) نقبل الفرضية العديمة وبالتالي فإن السلسلة ليست مستقرة عند المستوى ونرفض الفرضية البديلة، والعكس في حالة معظم الإختبارات بالنسبة لكل المتغيرات أقل من (0.05) نرفض الفرضية البديلة ونقبل الفرضية العدمية، وبالتالي فإن السلسلة غير مستقرة.

أما بالنسبة لاختبار Hadri يتميز عن بقية غيره من الاختبارات، بأن فرضيتيه العديمة والبديلة عكس الاختبارات السابقة لذلك فإن نتيجته لا تظهر في برنامج (Eviews) إلا بعد طلبها.

[1] محمد عبد القادر عطية، **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص248.

الفرع الخامس: اختبار الكفاءة BDS

والهدف من اختبار BDS هو اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف، وذلك من خلال إجراء أربعة اختبارات للكشف عن الاستقرارية وهي: AC، ADF، PP، KPSS واختبار BDS الذي يبين قابلية السلسلة المدروسة للتنبؤ على المدى القصير.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

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

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

سيتم في هذا المطلب عرض أهم نتائج الدراسة ومن ثم مناقشتها من خلال المطلب الثاني.

الفرع الأول: تحديد وضعية المؤسسات

سيتم من خلال هذا الفرع تحديد وضعيات المؤسسات من خلال مصفوفة Marakon Associates حيث تضع المصفوفة على محور ا الأفقي الفرق بين المردودية المالية المحققة(مردودية الأموال الخاصة) و المردودية المطلوبة من طرف المستثمرين الماليين (نموذج ميداف)، وهذا الفرق يتم مقارنته بصفر، وتضع على المحور العمودي الأداء المتوقع (القيمة السوقية للأموال الخاصة/ القيمة الدفترية للأموال الخاصة) والذي يتم مقارنته بالواحد، تحدد المصفوفة تموقع المؤسسة نسبة إلى الأداء المحقق و الأداء المتوقع في آن واحد.

والجدول التالي يلخص أهم النتائج:

الجدول 2. 3: وضعية المؤسسات بمؤشرات خلق القيمة

المؤسسات ذات الوضعية الممتازة	المؤسسات المنتعشة
Centrale danone, Promopharme Managme, Aluminium, Lavrge Miqrodata, M2m, Delattre levivier Maroc, Gaz, Lesiur, Auto nejma	Stroc, Sonasid, Timar
المؤسسات المتراجعة	المؤسسات ذات الوضعية المربكة
Disway, Ox, Miqanique, Nexane	Snep, Zlidja

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 9 برنامج Excel

من خلال الجدولين نجد أن عدد المؤسسات التي كانت لها وضعية الامتياز هي احد عشر مؤسسة وهذا عدد كبير بالنسبة لحجم العينة التي هي عشرون مؤسسة، وهذه الوضعية تدل على أن هذه المؤسسات تمكنت من خلق القيمة في الماضي، ويمكنها

أن تستمر في ذلك، أما المؤسسات التي كانت لها وضعية متراجعة فهي أربع مؤسسات، وهذه الوضعية تدل على أن هذه المؤسسات تمكنت من خلق القيمة في الماضي، لكنها لن تستمر في ذلك مستقبلا، أما المؤسسات التي كانت لها وضعية إعادة الانتعاش هي ثلاث مؤسسات، وهذه الوضعية تدل على أن هذه المؤسسات لم تتمكن من خلق قيمة في الماضي لكنها قد تتمكن من ذلك في المستقبل، وحققت مؤسستين وضعية مربكة، والتي تدل على أن هذه المؤسسة لم تخلق قيمة في الماضي ولا ينتظر منها ذلك في المستقبل.

الفرع الثاني: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنتناول من خلال هذا الفرع عرض المقاييس الإحصائية الوصفية على متغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض، وذلك بحساب كل من المتوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، أصغر وأكبر قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة. والجدول التالي يلخص أهم النتائج الخاصة بدراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يلي:

الجدول 4.2: نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	RF	RE	EVA	MVS
Mean	0.084 217	0.084 399	-38 977 763	646.3777
Maximum	2.291 695	0.455 324	1.79E+08	2 218.544
Minimum	-5.131 439	-0.746 655	-4.91E+08	49.11360
Std. Dev.	0.600 896	0.158 323	1.04E+08	591.7765

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 2 وبرنامج Eviews9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن متوسط **القيمة السوقية للأسهم** قد بلغ 646.3777 بإنحراف معياري قدر بـ 6591.7765 ولقد بلغت أدنى قيمة له 49.11360 وأعلى قيمة هي 2218.544، أما بالنسبة لمؤشر **القيمة الاقتصادية المضافة** فبقد بلغ المتوسط 38977763- بإنحراف معياري قدر بـ 1.04E+08 حيث بلغت أدنى قيمة 4.91E+08- وأعلى قيمة 1.79E+08، أما **مؤشر المردودية الاقتصادية** فكان المتوسط 0.084399 بإنحراف معياري 0.158323 وأدنى قيمة 0.746655- بقيمة سالبة وأعلى قيمة 0.455324، أما **المردودية المالية** بلغ المتوسط 0.084217 وهذه النسبة تعتبر مرتفعة إذا ما قورنت بمعدل الفائدة السائد في السوق النقدية المغربية الذي لم يتجاوز 0,0255، بإنحراف معياري قدر بـ 0.600896 حيث بلغت أدنى قيمة 5.131439- وأعلى قيمة 2.291695.

من خلال الجدول نلاحظ أن هناك انحراف كبير في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية.

الفرع الثالث: تحليل نتائج الارتباط والانحدار بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية للأسهم

سيتم من خلال هذا الفرع عرض النتائج الخاصة بمصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، كما سيتم عرض نماذج الانحدار بين القيمة السوقية للأسهم ومؤشرات الأداء المالي.

أولا: تحليل نتائج الارتباط بين المؤشرات الأداء والقيمة السوقية للأسهم

يمكن توضيح نتائج الارتباط بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية للأسهم في الجدول التالي:

الجدول 5.2: مصفوفة الارتباط بين المؤشرات

		MVS	EVA	RE	RF
MVS	Pearson Correlation	1	-,577**	,399	,566**
	Sig. (2-tailed)		,008	,082	,009
	N	20	20	20	20
EVA	Pearson Correlation	-,577**	1	-,136	-,413
	Sig. (2-tailed)	,008		,566	,070
	N	20	20	20	20
RE	Pearson Correlation	,399	-,136	1	,870**
	Sig. (2-tailed)	,082	,566		,000
	N	20	20	20	20
RF	Pearson Correlation	,566**	-,413	,870**	1
	Sig. (2-tailed)	,009	,070	,000	
	N	20	20	20	20
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).					

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى الملحق رقم 2 والبرنامج الإحصائي SPSS20

تبين إشارة معامل التحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرين عكسية أم طردية، بينما تبين قيمة معامل التحديد قوة العلاقة بين المتغيرين في حين القيمة الاحتمالية Sig تقارن بمستوى معنوية (0.01*) المقبول، حيث إذا كانت قيمة Sig أقل من (0.01*) فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، أي توجد هناك دلالة إحصائية بين المتغيرات في الواقع.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك علاقة طردية (إرتباط موجب) بين المتغير التابع MVS والمتغيرات المستقلة(RE،RF) أي هناك دلالة إحصائية لمعامل الارتباط، حيث بلغت درجة الإرتباط بين المتغير التابع و (RE،RF) على التوالي 0,566، 0,399، عند مستوى معنوية 0,009، 0,082 على التوالي وهي أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.01، وبالتالي نستنتج وجود دلالة إحصائية بين المتغيرات (قيم غير عشوائية)، وهناك علاقة عكسية بين القيمة السوقية و القيمة الاقتصادية المضافة بقيمة 0,577- وعند مستوى معنوية 0,008 اقل من 0,01 أي وجود دلالة إحصائية بين المتغيرين.

أما بالنسبة للإرتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها فلقد أظهرت النتائج وجود ارتباط بين RF وكل منRE، EVA على التوالي حيث بلغت درجة الإرتباط 0,87، 0,413- على التوالي عند مستوى معنوية 0,000، 0,070 على التوالي أي

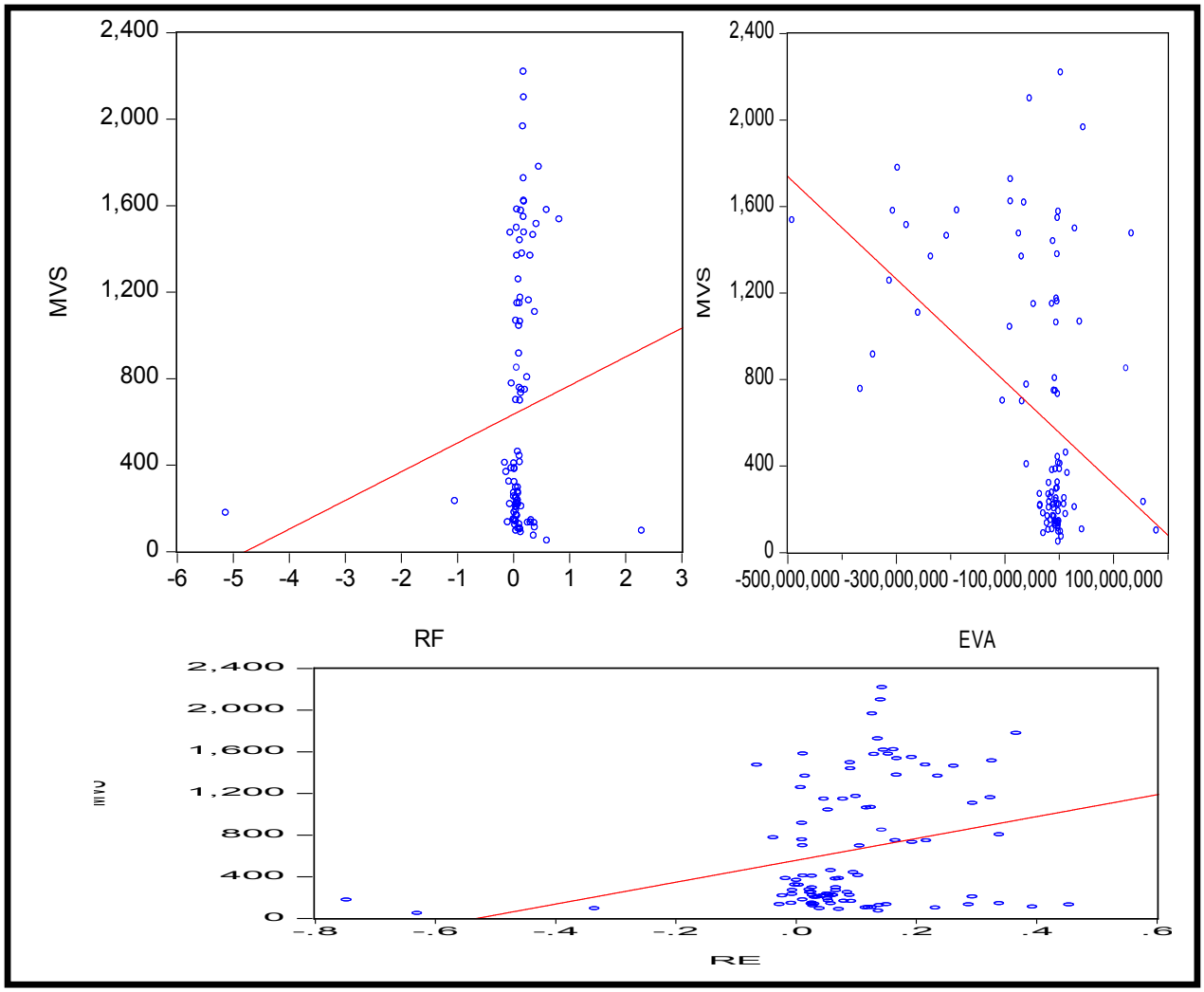
وجود دلالة إحصائية بين المتغيرين، في حين لايوجد ارتباط بين REو EVA حيث مستوى المعنوية كان 0,566 اكبر من 0,01.

ثانيا: تحليل الانحدار للقيمة السوقية للسهم بدلالة مؤشرات خلق القيمة

سيتم في هذا الجزء عرض نتائج الانحدار لاختبار قدرة المؤشرات ذات الطبيعة الاقتصادية المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم.

1- شكل الانتشار: سنحاول الإعتماد على التمثيل النقطي لـ 100مشاهدة بواسطة معطيات مؤشرات المتغيرات، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الإنتشار على خلاف ذلك تكون العلاقة غير خطية، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي:

الشكل 2. 2: التمثيل النقطي للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم2 وبرنامج Eviews9

من خلال الشكل أعلاه لا يمكن تميز العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لكن بما أن بعض المتغيرات المدروسة سالبة، لهذا سنعتمد على نماذج السلاسل المقطعية بانل لتحديد العلاقة.

2- نتائج تقديرات نماذج بانل:

من أجل تحديد مدى قدرة مؤشرات خلق القمة المتمثلة في (RE, RF, EVA) على تفسير القيمة السوقية للأسهم، سنقوم ببناء نموذج الانحدار المتعدد من خلال الاعتماد على أسلوب تحليل البيانات المقطعية، الذي يعتمد على تحليل نموذج الانحدار من خلال ثلاثة أساليب للتحديد وهي نموذج الانحدار المجمع، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، من خلال تطبيق الطريقة المناسبة لكل نموذج على برنامجEviews9، بعد إدخال البيانات السابقة كانت النتائج كما يلي:

الجدول 2. 6: نتائج تقدير أثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية لأسهم

المتغيرات	المعلمات	نماذج التقدير		
		REM	FEM	PRM
C	β0	476.4471	666.7806	649.7598
	(prob) الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000
EVA	β1	-2.29E-06	2.02E-07	-1.15E-08
	(prob) الاحتمال	0.0000	0.4948	0.9682
RE	β2	1015.081	-153.2092	-43.22524
	(prob) الاحتمال	0.0080	0.4744	0.8356
RF	β3	-58.91861	4.845266	-2.155701
	(prob) الاحتمال	0.5565	0.8969	0.9539
Adjuted R-squared		0.236354	0.920582	0.000677
f-statistic		9.904260	40.57053	0.021682
(Prob)f-statistic		0.000009	0.000000	0.995642
Durbin-watson stat		0.325820	1.139388	0.826553

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

من خلال نتائج تقديرات نماذج بانل لمتغيرات الدراسة المبينة في الجدول أعلاه يمكن تحليل كل نموذج على حدا وباختصار من خلال تحديد ما يلي: القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية، معامل التحديد و القيم الاحتمالية الكلية للنموذج.

حتى تكون لمعلمات دلالة إحصائية من عدمها فهذا يقوم على فرضيتين هما:

$H_0 : \beta 0 = 0$ (إذا $\beta 0$ ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 %)

$H_1 : \beta 0 \neq 0$ (إذا $\beta 0$ لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 %)

نختار H_0 إذا كانت $prob>0,05$ والفرضية البديلة في الحالة العكسية.

✓ **دراسة نموذج الإنحدار المجمع للقيمة السوقية للأسهم:**

يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحتمالية للمعلمات الجزئية اغلبها مقبولة إحصائيا أي نقبل الفرضية H1 ونرفضH0 باستثناء (RF) فهي مرفوضة إحصائيا (أي قيمتها الإحتمالية أكبر من (0.05)، وأن المتغيرات مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع الذي هو القيمة السوقية للأسهم بنسبة 23,63% وهي نسبة ضعيفة،كما نلاحظ بناءا على نتائج التقدير أن قيمة الإحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر (Prob(f- statisticهو 0.000009 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0,05) وهو مايدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

✓ **دراسة نموذج الاثار الثابتة للقيمة السوقية للأسهم:**

يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحتمالية للمعلمات الجزئية مرفوضة احصائيا (أي قيم الإحتمال أكبر من (0.05)، باستثناء الثابت وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع الذي هو القيمة السوقية للأسهم بنسبة 92,05% وهي نسبة كبيرة، كما نلاحظ بناءا على نتائج التقدير أن قيمة الإحتمال المرفق بإحصائية فيشر (Prob(f- statisticهو 0.000000 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0,05) وهو ما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

✓ **دراسة نموذج الأثار العشوائية للقيمة السوقية للأسهم:**

يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحتمالية للمعلمات الجزئية مرفوضة احصائيا (أي قيم الإحتمال أكبر من (0.05)، باستثناء الثابت وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع الذي هو القيمة السوقية للأسهم بنسبة 0,06% وهي نسبة ضعيفة جدا، كما نلاحظ بناءا على نتائج التقدير أن قيمة الإحتمال المرفق بإحصائية فيشر (Prob(f-statistic هو 0.995642 وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية (0,05) وهو ما يدل على عدم وجود معنوية كلية للنموذج.

3- اختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة:

من أجل تحديد النموذج المناسب للبيانات الطويلة للتحقق من خاصية التجانس أو عدم تجانس النموذج المستخدم سوف نقوم بعرض أسلوبين هما: اختبار لاغرونج (LM) و اختبار Hausman بحيث تظهر نتائج المفاضلة بدء من:

3-1 نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة و العشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم إستخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى، ويكون ذلك وفق الفرضيتين التاليتين:

H_0: P >0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الإنحدار المجمع)

H_1: P <0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الأثار الثابتة أو نموذج الأثار العشوائية)

تظهر النتائج في الجدول التالي:

الجدول 2. 7: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

Null (no rand Effect) Alternative)	Cross-section	Period	Both
Breusch-agan	97.68570	1.137886	98.82358
Prob	(0.0000)	(0.2861)	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM التي بلغت للقاطع 97.68570، أما للفترة فكانت تساوي 1.137886، أما بالنسبة للقاطع والفترة معا فيساوي 98.82358 بإحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الإنحدار التجميعي لا يناسب هذه الدراسة.

2-3 نتائج اختبار Hausman للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية:

يستخدم اختبار Hausman لاختيار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، ويكون ذلك من خلال إختبار مقدرات النموذجين في ظل فرضيتين هما فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة حيث:

H_0:P >0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية)

H_1 :P <0.05 (بمعنى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة)

وتظهر نتائجه في الجدول التالي:

الجدول 2. 8: نتائج اختبار Hausman

Hausman test	
Chi-statistic	Prob
14.714067	0.0021

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

يشير اختبار Hausman الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (3درجات) إلى14.714067، وباحتمال (0.0021)، مما يدل على رفض الفرضية العديمة H0، وقبول الفرضية البديلة التي تقول بأن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة أثر مؤشرات خلق القيمة على القيمة السوقية لأسهم شركات بورصة الدار البيضاء.

والجدول التالي يلخص أهم نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة الأمثل محل الدراسة للقيمة السوقية للأسهم (MVS) بدلالة المؤشرات المتمثلة في المردودية المالية (RF) والمردودية الاقتصادية (RE)و القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتظهر نتائج تقدير معلماته كالتالي:

الجدول 9.2: نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 03/21/18 Time: 18:32
Sample: 2012 2016
Periods included: 5
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	666.7806	27.96761	23.84118	0.0000
EVA	2.02E-07	2.95E-07	0.686037	0.4948
RE	-153.2092	213.1271	-0.718863	0.4744
RF	4.845266	37.26136	0.130035	0.8969

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.920582	Mean dependent var	646.3777
Adjusted R-squared	0.897891	S.D. dependent var	591.7765
S.E. of regression	189.0993	Akaike info criterion	13.52106
Sum squared resid	2753407.	Schwarz criterion	14.12025
Log likelihood	-653.0528	Hannan-Quinn criter.	13.76356
F-statistic	40.57053	Durbin-Watson stat	1.139388
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

بعد تقدير النموذج الأمثل للدراسة وجب علينا دراسة المعنوية الإحصائية للمعلمات وذلك لتفسير علاقة القيمة السوقية للأسهم بدلالة المؤشرات.

***دراسة المعنوية الإحصائية:**

– اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

اختبار المعنوية الإحصائية نقوم بوضع فرضيتين كما يلي:

$H_0: \beta 0=0$

$H_1: \beta 0\neq 0$

- **اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت$\beta 0$**

انطلاقا من الجدول رقم(**2–9**) والفرضيتين السابقتين نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ$\beta 0$ تساوي 0.0000 أقل من0.05ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن$\beta 0$ تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية (0.05).

- **اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمةβ1**

انطلاقا من الجدول رقم (**2–9**) والفرضيتين السابقتين نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.4948 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلةH1، أي أنβ1 لا تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة هي قيمة عشوائية، وبالتالي ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية (0.05)، أي أنه لا توجد علاقة بين القيمة السوقية والقيمة الاقتصادية المضافة.

- **اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة** β2

انطلاقا من الجدول رقم (**2–9**) والفرضيتين السابقتين نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.4744 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلةH1، أي أنβ2 لا تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة هي قيمة عشوائية، وبالتالي ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية (0.05)، أي أنه لا توجد علاقة بين القيمة السوقية والمردودية الاقتصادية.

- **اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة**β3

انطلاقا من الجدول رقم (**2–9**) والفرضيتين السابقتين نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.8969 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلةH1، أي أن β3 لا تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة هي قيمة عشوائية، وبالتالي ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية (0.05)، أي أنه لا توجد علاقة بين القيمة السوقية والمردودية المالية.

– اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج:

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بوضع فرضيتين كما يلي:

H_0: $\beta0= \beta1= \beta2= \beta3=0$

H_1: oumois$(\beta j\neq0)$

نلاحظ من خلال الجدول رقم (**2–9**) أن احتمالية إحصائية فيشر تقدر بـ 0.0000 أقل من 0.05 وبتالي نرفض الفرضية العديمة ونقبل الفرضية البديلة H1، وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر.

- **اختبار جودة التوفيق:**

من خلال الجدول رقم (**2–9**) يمكن ملاحظة أن المعادلة المقدرة تفسر (92,05%) من التغيرات الإجمالية للقيمة السوقية للأسهم، وهي تعبر عن جودة توفيق قوية لهذا النموذج، أما نسبة (7,95) المتبقية ترجع إلى متغيرات مفسرة أخرى غير داخلة في النموذج.

❖ **معادلة النموذج المقبول هي:**

MVS = 666.7806 + 2.02E–07 *EVA –153.2092 *RE + 4.845266 *RF

من خلال المعادلة الأخيرة سنقوم بتفسير المعلمات المقدرة للمتغيرات ذات الدلالة الإحصائية كما يلي:

- $\beta 0$ معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدر للمتغير التابع القيمة السوقية للأسهم عند انعدام المتغيرات المستقلة القيمة الاقتصادية المضافة والمردودية المالية والمردودية الاقتصادية، فإن القيمة المقدرة لـ MVS تساوي **666.7806**؛
- بنسبة للمعلمات ($\beta 1$، $\beta 2$، $\beta 3$) المرتبطة بالمتغيرات المستقلة لا تمثل التغير في القيمة السوقية لأنها قيم ليس لها معنى في الواقع أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

ثالثا: نتائج إختبارات الإستقرارية والتكامل المشترك:

1- نتائج اختبارات الاستقرارية:

2- حيث يمكن إسقاط جميع الاختبارات على الفرضيتين التاليتين :

H_0: كل اختبارات جذر الوحدة أقل من مستوى معنوية (0.05سلسلة مستقرة)؛

H_1: كل اختبارات جذر الوحدة أكبر من مستوى معنوية (0.05سلسلة غير مستقرة).

تظهر نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة في الجدول التالي:

الجدول 2. 10: نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند (I0)

الاختبار	MVS	EVA	RE	RF
Levin.Lin& Chu t	-41.2818	-11.5737	-7.03184	-9.34076
Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Im.Pesaran and Shin W-stat	-8.28503	-4.05049	-2.22001	-2.36212
Prob	0.0000	0.0000	0.0132	0.0091
ADF - Fisher Chi-square	71.6889	67.7509	50.7786	59.0044
Prob	0.0015	0.0040	0.1181	0.0268
PP - Fisher Chi-square	81.2592	91.8635	63.0340	85.4887
Prob	0.0001	0.0000	0.0115	0.0000
Breitung	1.40738	4.63193	0.96021	2.44530
Prob	0.9203	1.0000	0.8315	0.9928
Hadri	6.78642	7.37324	8.95923	5.21209
Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نتائج احتمال معظم الإختبارات بالنسبة لكل من المتغيرات، EVA، RE، RF أكبر من (0.05)، ومنه يمكن رفض فرض العدم، ويمكن الخروج بنتيجة مفادها أن السلاسل غير مستقرة عند المستوى I0، أما المتغير التابع القيمة السوقية فان نتائج احتمال معظم الإختبارات أقل من (0.05) ومنه يمكن قبول فرض العدم ومنه السلسلة مستقرة عند المستوىI0.

2- نتائج اختبار التكامل المشترك:

بعد الإشارة إلى نتائج اختبارات جذر الوحدة يشير الجدول رقم (**2-10**) أن المتغيرات المدروسة إحتمالاتها تتذبذب عند (0,05) فمنها ما هو معنوي وما هو غير معنوي وعليه فإن سلاسل متغيرات الدراسة غير مستقرة عند نفس المستوى، مما يدل على عدم وجود تكامل مشترك ما بين سلاسل وعليه نضطر إلى الذهاب إلى نماذج var الذي يوضح العلاقة قصيرة الأجل.

3- نتائج اختبار نماذج VAR:

بما أنه لا يمكن إيجاد العلاقة طويلة المدى بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع بالتكامل المتزامن فإن هناك علاقة قصيرة المدى باستعمال نماذج الانحدار الذاتي (VAR) والتي تتطلب دراسة الخطوات التالية:

3-1 تحديد درجة التأخير الزمني:

حيث من الضروري معرفة الدرجات التي يمكن إجراء التقدير لنماذجها، وتكون الدرجة الأفضل هي تلك التي تجمع لنا اكبر عدد من المؤشرات ذات القيم الدنيا، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول 11.2: نتائج تحديد درجة التأخير الزمني بدلالة المؤشرات

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1119.145	NA	2.88e+19	56.15725	56.32614	56.21831
1	-1018.899	175.4303	4.28e+17	51.94496	52.78940	52.25028
2	-979.0940	61.69801	1.34e+17	50.75470	52.27469	51.30428
3	-935.0487	59.46112*	3.52e+16*	49.35244*	51.54798*	50.14627*

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن دراستنا وصلت إلى الدرجة الثالثة حسب ما تشير إليه العلامة (*)، التي يكون فيها أكبر عدد من المعايير أقل وهو ما يعني أن نموذج var ستكون فيه درجة تأخير كل متغيراته الداخلية والخارجية بثلاث درجات.

2-3 تقدير نموذج var:

*اختيار معادلة النموذج المقدرة:

الجدول 12.2: تقدير معادلة نموذج VAR بدلالة المؤشرات

Determinant residual covariance	11463.52

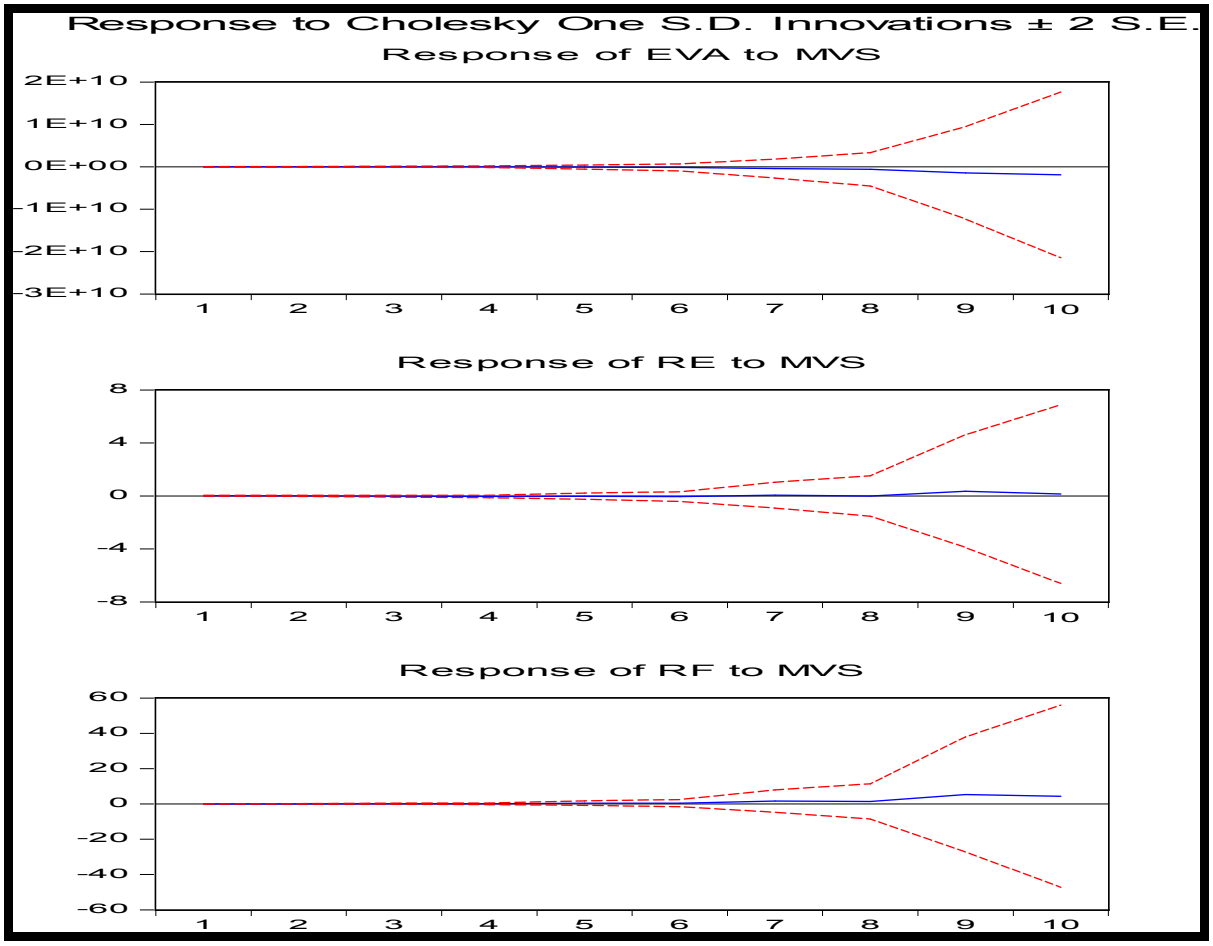
Equation: MVS = C(1)*MVS(-1) + C(2)*MVS(-2)+ C(3)*MVS(-3) + C(4)*EVA(-1) + C(5)*EVA(-2) +C(6)*EVA(-3)+ C(7)*RE(-1) + C(8)*RE(-2)+ C(9)*RE(-3) + C(10)*RF(-1)+ C(11)*RF(-2) +C(12)*RF(-3) + C(13)

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

من خلال النموذج المقدر عن طريق VARوبالنظر إلى مستوى المعنوية نجد أن المتغيرات المؤثر في القيمة السوقية للأسهم عن الفرق الأول هي المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، أما عند الفرق الثالث فكل المتغيرات غير مفسرة للقيمة السوقية.

3-3 دوال الاستجابة النبضية (الفورية):

الشكل 3.2 : دوال الاستجابة بين المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

من خلال دوال الاستجابة المبينة في الشكل أعلاه نجد أن القيمة السوقية تستجيب للصدمات التي تحدثها مؤشرات خلق القيمة سواء بالزيادة أو النقصان، حيث نجد أن القيمة السوقية تستجيب لصدمة التي تحدثها القيمة الاقتصادية المضافة بالانخفاض، بينما تستجيب بالارتفاع لصدمة التي تحدثها المردودية الاقتصادية والمالية.

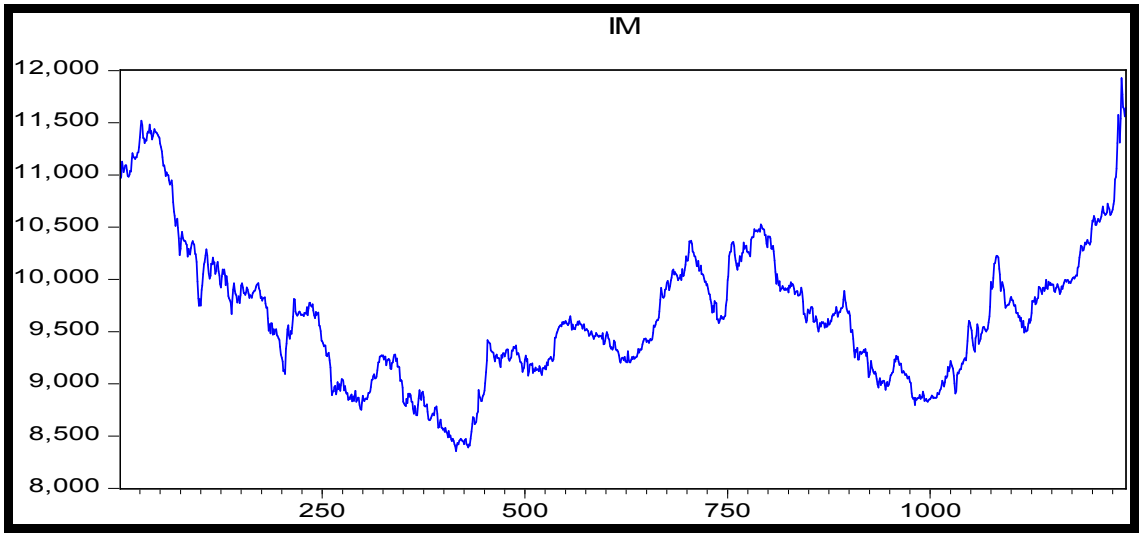
الفرع الرابع: إختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف

سنحاول اختبار مدى كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف وذلك من خلال دراسة سلوك الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة، والمعبر عنها بمؤشر السوق، حيث يقوم اختبارنا على مدى وجود حركة عشوائية الأسهم، وحتى نتمكن من ذلك لابد من عرض الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرارية واختبار BDS.

أولا: اختبار استقرارية سلسلة بورصة الدار البيضاء

1- دراسة وصفية لسلسلة بورصة الدار البيضاء

الشكل 4.2: تطور مؤشر بورصة الدار البيضاء خلال الفترة الشهرية (2012-2016)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور مؤشر بورصة الدار البيضاء كان في تناقص إلى غاية نهاية 2013، ثم بدأ يرتفع إلى غاية 2015، ليعود لتراجع مجددا إلى غاية 2016، وهذا عن وجود اتجاه عام للسلسلة.

2- اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلسلة

هو اختبار بسيط يتم إجراءه من خلال البرنامج الإحصائي Eviews، نستطيع من خلاله معرفة ما إذا كانت السلسلة محل الدراسة مستقرة أم لا كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول 13.2: دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء للفترة (2012–2016)

Date: 03/25/18 Time: 12:37
Sample: 1 1241
Included observations: 1241

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
|*******	|*******	1	0.991	0.991	1221.9	0.000
|*******	| |	2	0.982	-0.040	2421.4	0.000
|*******	| |	3	0.971	-0.050	3596.5	0.000
|*******	| |	4	0.961	0.002	4747.9	0.000
|*******	| |	5	0.950	-0.034	5874.3	0.000
|*******	*| |	6	0.938	-0.069	6973.4	0.000
|*******	|* |	7	0.927	0.078	8048.7	0.000
|*******	| |	8	0.918	0.038	9102.0	0.000
|*******	| |	9	0.907	-0.035	10133.	0.000
|******|	| |	10	0.897	-0.033	11141.	0.000
|******|	| |	11	0.887	0.041	12127.	0.000
|******|	| |	12	0.878	0.027	13093.	0.000
|******|	| |	13	0.868	-0.013	14040.	0.000
|******|	| |	14	0.859	0.004	14968.	0.000
|******|	| |	15	0.850	0.003	15877.	0.000
|******|	| |	16	0.841	-0.021	16768.	0.000
|******|	| |	17	0.832	0.010	17640.	0.000
|******|	| |	18	0.823	-0.009	18494.	0.000
|******|	| |	19	0.814	-0.004	19331.	0.000
|******|	| |	20	0.805	-0.011	20149.	0.000
|******|	| |	21	0.795	-0.023	20949.	0.000
|******|	| |	22	0.786	-0.007	21730.	0.000
|******|	| |	23	0.776	-0.007	22493.	0.000
|******|	| |	24	0.767	0.001	23238.	0.000
|***** |	| |	25	0.757	-0.024	23965.	0.000
|***** |	| |	26	0.747	-0.012	24673.	0.000
|***** |	| |	27	0.736	-0.021	25362.	0.000
|***** |	| |	28	0.726	0.008	26033.	0.000
|***** |	| |	29	0.716	-0.008	26686.	0.000
|***** |	| |	30	0.706	0.006	27321.	0.000
|***** |	| |	31	0.697	0.009	27939.	0.000
|***** |	| |	32	0.687	-0.017	28541.	0.000
|***** |	| |	33	0.677	0.010	29127.	0.000
|***** |	| |	34	0.668	-0.012	29697.	0.000
|***** |	| |	35	0.658	-0.009	30251.	0.000
|***** |	| |	36	0.649	0.005	30790.	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات eviews9

نلاحظ أن معاملات الارتباط المحسوبة تختلف معنويا عن الصفر عند نسبة معنوية 0,05 كونها تقع كلها خارج مجال الثقة وبالتالي سلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء غير مستقرة أي هناك ارتباط بين مشاهدات السلسلة ولإثبات ذلك نلجأ إلى اختبار إحصائية Q Ljung –Box التي بلغت Q = 30790 عند h=36، وهي أكبر من الاحصائية 47.236 المستخرجة من جدول توزيع "كاي دوا" ومنه نرفضH0 ونقبلH1 أي عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي، و يمكن استنتاج ذلك من خلال احتمال كل معامل p=0.000عند نسبة مجازفة.

3- اختبار Augmented Dickey-Fuller

الجدول التالي يلخص نتاج هذا الاختبار:

الجدول 2. 14: نتائج إختبارADF

Null Hypothesis: IM has a unit root		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)		
Test ADF	Exogenous	Prob
النموذج الأول	Constant	0.7851
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.9606
النموذج الثالث	None	0.7563

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار ADF أكبر من 0.05 ومنه نقبل H0ونرفض H1 أي أن هناك جدر وحدوي في السلسلة إذا هي غير مستقرة.

4- اختبار Phillips-Perron

الجدول التالي يلخص نتاج هذا الاختبار:

الجدول 2. 15: نتائج إختبار pp

Null Hypothesis: IM has a unit root		
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Test pp	Exogenous	Prob
النموذج الأول	Constant	0.7385
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.9565
النموذج الثالث	None	0.7501

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار pp أكبر من 0.05ومنه نقبلH0 ونرفضH1 أي أن هناك جدر وحدوي في السلسلة إذا هي غير مستقرة.

5- اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin

الجدول التالي يلخص نتاج هذا الاختبار:

الجدول 2. 16: نتائج إختبار KPSS

Null Hypothesis: IM has a unit root			
Bandwidth: 29 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
Test KPSS	Exogenous	LM-Stat	Valeur Critiquue a 5%
النموذج الأول	Constant	0.420137	0.463000
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.424915	0.146000

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الحرجة LM أقل من القيمة الحرجة عند 0.05 في النموذج الأول ومنه نقبل H_0 ونرفض H_1 أي ليس هناك جدر وحدوي في السلسلة إذا هي مستقرة، أما بنسبة لنموذج الثاني فالقيمة الحرجة LM أكبر من القيمة الحرجة عند 0.05 ومنه نقبل H_1 ونرفضH_0 أي أن هناك جدر وحدوي في السلسلة إذا هي غير مستقرة.

نلاحظ مما سبق تجانس جميع النتائج المتوصل إليها لجميع الاختبارات ولكل النماذج، ومنه فإن سلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012-2016) غير مستقرة.

ثانيا: اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة:

لاختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف، سنعتمد على اختبار BDS، بحيث يختبر قابلية السلسلة الزمنية للتنبؤ على المدى القصير، ويعد هذا الاختبار الأكثر شيوعا في دراسة السلاسل الزمنية[1].

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

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

الجدول التالي يلخص نتائج احصائية:

الجدول 17.2: نتائج احصائية BDS

BDS Test for IM
Date: 03/25/18 Time: 21:17
Sample: 1 1241
Included observations: 1241

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.194252	0.002151	90.29767	0.0000
3	0.329845	0.003417	96.54062	0.0000
4	0.423827	0.004065	104.2527	0.0000
5	0.488541	0.004234	115.3939	0.0000
6	0.532834	0.004079	130.6222	0.0000

Raw epsilon	935.1011		
Pairs within epsilon	1085191.	V-Statistic	0.704632
Triples within epsilon	1.02E+09	V-Statistic	0.534383

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	531485.0	0.691876	541893.0	0.705425	0.497624
3	523366.0	0.682407	541802.0	0.706445	0.352562
4	516358.0	0.674358	541721.0	0.707482	0.250531
5	509972.0	0.667096	541642.0	0.708523	0.178554
6	504093.0	0.660473	541568.0	0.709574	0.127640

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن إحصائية BDSمن أجل كل بعد 2، 3، 4، 5، 6هي: 90.29767، 96.54062، 104.2527، 115.3939، 130.6222على الترتيب أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي1.96، أي نقبل فرضية الارتباط بين المشاهدات ونرفض فرضية عدم الارتباط بين المشاهدات والتي تعني أن سلسلة أسعار إغلاق مؤشر بورصة الدار البيضاء قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وهو ما يدل على عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

هذا المطلب يمثل جوهر الدراسة وذلك للأهمية التي يكتسيها، فبعد الحصول على النتائج الإحصائية من خلال أدوات الاقتصاد القياسي وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews9 الذي مكنتنا من تحديد مدى قدرة مؤشرات خلق القيمة في تفسير القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء للفترة مابين (2012-2016)، إلى جانب إختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف، سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل ومناقشة النتائج.

من أجل تحقيق هدف الدراسة إستخدمنا أسلوب التحليل المقطعي (بانل) والذي يعتمد بدوره على ثلاثة نماذج للتحليل هي النموذج المجمع ونموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، حيث يمكن تحليل نتائج الدراسة الإحصائية كمايلي:

الفرع الأول: تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج

بهدف المفاضلة بين النماذج تم الإعتماد على نموذج LM ونموذج Hausman وفي ظل ذلك يمكن تحليل نتائج الدراسة.

– من خلال الجدول رقم (**2–7**) يظهر أن القيم الإحتمالية لإختبار LM كانت أقل من مستوى المعنوية 0,05 المفروض، وبالتالي نرفض الفرضية العديمة مما يعني أن نموذج الإنحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا هذه، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل شركة (أو قطاع) يميزها عن باقي الشركات (أو القطاعات) الأخرى، وعليه وجب الإستعانة بإختبار Hausman للإختيار بين نموذج الآثار الثابتة من جهة ونموذج الآثار العشوائية من جهة أخرى.

– من خلال الجدول رقم (**2–8**) يظهر أن القيم الإحتمالية لإختبار Hausman كانت أقل من 0,05 المفروضة وبالتالي نرفض الفرضية العديمة مما يعني أن نموذج الآثار العشوائية غير ملائم لهذه الدراسة ونقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، ويرجع ذلك إلى وجود خصائص مشتركة لعينة الشركات بورصة الدار البيضاء، وهذا راجع لكونها تنتمي لنفس البيئة (بورصة الدار البيضاء).

الفرع الثاني: تحليل نتائج التقدير لنموذج التأثيرات الثابتة الأمثل

أولا: تحليل نتائج الإنحدار بين القيمة السوقية للأسهم والمتغيرات المستقلة

– عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات خلق القيمة (المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، القيمة الاقتصادية المضافة) والقيمة السوقية للأسهم وذلك يعود إلى عدم اهتمام المساهمين بهذه المعلومات، حيث نجد أن المساهمين يهتمون بتوزيعات الأرباح النقدية أو التي تكون في شكل أسهم يعني أن المساهمين يهتمون بالمكافأة أكثر من اهتمامهم بالقيمة، وبالتالي أصبحت هذه المعلومات ثانوية بنسبة للمساهمين وهذا ما يعكس عدم تفسيرها للقيمة السوقية، كما أن عدم إدراك المستثمر في بورصة الدار البيضاء لمفهوم خلق القيمة يجعله يصرف النظر عن المعلومات التي تقدمها مؤشرات خلق القيمة، وعليه فإن المستثمر لا يعتبر هذه المؤشرات مقياس لتفسير القيمة السوقية، كذلك عدم كفاية المعلومات نظرا لعدم شفافية المعلومات وإكتفاء الشركات بالإفصاح الإلزامي فقط خاصة بالنسبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والذي يحتاج معلومات أكثر دقة، ما حال إلي عدم اعتباره مقياس للقمة السوقية.

كذلك عدم كفاءة بورصة الدار البيضاء وبتالي هي لا تعكس مؤشرات خلق القيمة كمعلومات في الأسعار، كما يمكن أن تكون هناك مؤشرات أخرى لها القدرة على تفسير القيمة السوقية لآسهم بورصة الدار البيضاء.

ثانيا: تحليل نتائج قدرة تفسير المؤشرات للقيمة السوقية

– بالإعتماد على مصفوفة الإرتباط والتي أظهرت نتائجها تفاوت بين المؤشرات في قدرتها على تفسير القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، حيث كانت القوة لها على الترتيب التالي: أولا نجد معدل المردودية المالية بنسبة

56.6 بالمائة ويمثل مقياس للأداء الكلي للمؤسسات، وثانيا معدل المردودية الاقتصادية بمعدل 39.9 بالمائة والذي يعكس قدرة على استغلال أصولها في توليد الأرباح، وثالثا نجد معدل القيمة الاقتصادية المضافة بمعدل سالب قدر ب 57.7- بالمائة.

- من خلال الجدول رقم (**2-9**) نلاحظ أن احتمال إحصائية fisher (0.000000) أقل من (0.05) والتي تدل على المعنوية الكلية للنموذج، وهذا ما يفسر قيمة R^2 أي أن مؤشرات الأداء المالي مجتمعة تفسر القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء بنسبة 92.05 في المائة وهي نسبة قوية تدل على قوة التكامل بين المتغيرات، وتبقى نسبة 7.95 في المائة فترجع إلى عوامل خارجية ومتغيرات أخرى، ويمكن أن ترجع القوة التفسيرية الكبيرة للمؤشرات إلى التشابه بينها فهي تعكس الجانب الاقتصادي والمالي وفي طريقة الحساب من خلال الاعتماد نتيجة الاستغلال.

الفرع الثالث: تحليل نتائج الإستقراية والتكامل المشترك

1- تحليل نتائج الاستقرارية:

- أشارت نتائج احتمال معظم الإختبارات بالنسبة لكل من المتغيرات، EVA، RE، RF أنها أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، ومنه يمكن رفض فرض العدم، ويمكن الخروج بنتيجة مفادها أن سلاسل هذه المتغيرات غير مستقرة عند المستوى I0، أما المتغير التابع القيمة السوقية فان نتائج احتمالات معظم الإختبارات كانت أقل من (0.05) ومنه يمكن قبول فرض العدم ومنه السلسلة مستقرة عند المستوىI0.

- كما أشارت النتائج إلى أن كل المتغيرات المستقلة تستقر عند الفرق الأول، حيث نتائج احتمال معظم الإختبارات أقل من (0.05).

بما أن المتغيرات لا تستقر في نفس الدرجة فهذا يدل على عدم وجود علاقة طويلة المدى بين مؤشرات خلق القيمة كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع، الأمر الذي يؤدي بنا إلى عدم اللجوء إلى إختبارات التكامل المشترك وعليه نضطر للذهاب إلى نماذج ال VAR.

2-تحليل نتائج الإنحدار الذاتي:

يشير الجدول رقم (**2-11**) بأن درجة التأخير الزمني بالنسبة لمتغيرات الدراسة بالنسبة لمتغيرات الدراسة وصلت إلى الدرجة الثالثة، ما يعني أن نماذج VAR لهذه الدراسة سيكون فيه درجة التأخير لكل متغيراته المستقلة والمتمثلة في مؤشرات الأداء التقليدية ومتغيره التابع الممثل بالقيمة السوقية للأسهم بثلاث درجات.

من خلال تقدير نماذج الـ VAR لدراسة أثر مؤشرات الأداء المالي (RE، RF، EVA) على المتغير التابع المعبر عنه بالقيمة السوقية للأسهم في المدى القصير، توصلنا إلى أن المتغيرات المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم عند الفرق الأول هي المردودية الاقتصادية والمردودية المالية أما بنسبة للفرق الثالث فإن كل المتغيرات غير مفسرة للقيمة السوقية، وهذا يتطابق مع نموذج التأثيرات الثابتة، كما تتطابق هذه النتائج مع دراسة سوزان العلي (2016).

تشير دوال الإستجابة النبضية المبينة في شكل (**2–3**) إلى أن القيمة السوقية تستجيب للصدمات التي تحدثها مؤشرات خلق القيمة سواء بالزيادة أو النقصان، حيث نجد أن القيمة السوقية تستجيب لصدمة التي تحدثها القيمة الاقتصادية المضافة بالانخفاض، بينما تستجيب بالارتفاع لصدمة التي تحدثها المردودية الاقتصادية والمالية.

من خلال كل ما سبق نستنتج أن مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية ليس لها قدرة تفسير القيمة السوقية لمؤسسات بورصة الدار البيضاء، وهو ما توصلنا إليه من خلال التحليل التحليل الساكن وتم تأكيده من خلال التحليل الديناميكي من خلال نماذج VARعلى المدى القصير، كما أن المتغيرات مجتمعة لها قدرة تفسيرية كبيرة.

الفرع الرابع: تحليل نتائج اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف

تم التوصل أن الأسعار لا تسير بشكل عشوائي حسب كل الإختبارات الخاصة بالسير العشوائي والمتمثلة في (AC، ADF، PP & KPSS) والمطبقة على على أسعار أسهم بورصة الدار البيضاء، والمعبر عنها بالمؤشر العام للسوق خلال خمس سنوات الماضية (حوالي 1242مشاهدة يومية)، ومن خلال اختبار BDS يمكن القول بأن السوق غير كفء عند المستوى الضعيف، والتي تعني أن سلسلة أسعار إغلاق مؤشر بورصة الدار البيضاء قابلة للتنبؤ على المدى القصير وهذه النتيجة تتفق مع دراسة حجاج صليحة خلال الفترة من 2010-2015.

خلاصة الفصل الثاني

تعد بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية من بين أهم الأسواق المالية الإفريقية والعربية، ومن بين أحسنها تنظيما وأداء إضافة إلى عدد الشركات المدرجة البالغ عددها 75 شركة، لذلك حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار قدرة مؤشرات خلق القيمة والتي تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة والمردودية الاقتصادية والمردودية المالية في تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في هذه البورصة، وكذا اختبار كفاءتها عند المستوى الضعيف وذلك بإتباع أساليب الإقتصاد القياسي.

في الجانب النظري قمنا بعرض بعض المفاهيم المتعلقة بسلاسل الزمنية المقطعية (بانل)، ومختلف النماذج المكونة لها، وكيفية البحث عن النموذج الملائم لدراسة ثم تقدير معلمات النموذج المختار، ثم إجراء إختبارات الاستقرارية و التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة ثم عرض نتائج الدراسة وتحليلها، حيث تبين أن كل المتغيرات المستقلة غير مفسرة للقيمة السوقية، كما تم التوصل إلي أن المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ليس مستقرة عند نفس المستوى، وبالإعتماد على إختبار BDS تم التوصل إلى أن الأسعار لا تسير بشكل عشوائي ومنه يمكن القول بأن بورصة الدار البيضاء غير كفئة عند المستوى الضعيف.

الخاتمة

يبرز هدف المؤسسة في تعظيم قيمتها وخاصة القيمة المتعلقة بالمساهمين (القيمة المساهمية) فوق كل الاعتبارات ضمن مالية الأسواق، وذلك من خلال رفع المردودية، والذي يكون من خلال تحسين النتائج وتقليص التكاليف، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للأسهم. بحيث يتأثر تسعير الأسهم بالمعلومات المتعلقة بتقليل التكاليف ووجود أية إمكانيات لخلق القيمة سواء المالية أو الاقتصادية أو السوقية الناتجة عن الأولى والثانية، وهو ما نوقش ضمن النظرية المالية على امتداد سنوات عديدة.

ومن هذا المنطلق حاولت الدراسة الوقوف على مدى تأثير مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية على تفسير القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة ما بين (2012 – 2016)، كما تم اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف، لمعرفة أثر المعلومات على الأسعار.

العمل مقدم في فصلين، حيث تعرض الفصل الأول إلى الأدبيات النظرية لأهم المفاهيم المتعلقة بخلق القمة ومختلف مؤشراتها والقيمة السوقية للأسهم، ثم أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع؛ بينما الفصل الثاني فتمثل في صياغة النموذج الذي يفسر تأثر القيمة السوقية للعينة المأخوذة من مجتمع الدراسة بمؤشرات القيمة ذات الطبيعة المحاسبية والاقتصادية، في فترة زمنية محددة، وتم استخدام أساليب إحصائية حديثة تمثلت في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel ونماذجها، من أجل الإجابة على الإشكالية وإختبار الفرضيات.

1- نتائج اختبار الفرضيات:

أفضت نتائج إختبار فرضيات الدراسة إلى ما يلي:

أ- بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في " نعم توجد علاقة بين مؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء"، فقد تم نفيها بشكل مطلق وذلك من خلال النتائج التالية:

- ✓ عدم وجود علاقة ذات علاقة إحصائية بين معدل المردودية المالية والقيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء عند مستوى معنوية 0,05، ويمكن أن يرجع ذلك إلى عدم اهتمام المستثمرين بهذه المعلومة المحاسبية، إما لعدم اهتمامهم بالمعلومات التي تتأثر مباشرة بالمعالجة المحاسبية وعدم ثقتهم بها، أو لاهتمامهم بربحية أسهمهم ممثلة بتوزيعات الأرباح الفعلية بدل النتائج الصافية أو المردودية المالية. وهذه النتيجة تختلف مع ما توصل إليه كل من محمد العقيل وشنين عبد النور؛
- ✓ عدم وجود علاقة ذات علاقة إحصائية بين معدل المردودية الاقتصادية والقيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء عند مستوى معنوية 0,05، ويرجع ذلك لعدم اعتبار المستثمر هذا المقياس مفسرا للقيمة السوقية، باعتباره مؤشرا على الأداء الكلي للمؤسسة، وهو الأداء المالي ذو الطبيعة الاقتصادية الناتج عن تحسن عمليات الاستغلال (الأداء الصناعي والتجاري)، بحيث تتضمن نتيجة الاستغلال التي تحسب من خلالها المردودية الاقتصادية المصاريف المالية التي تعد

مكافأة لفئة أخرى من عارضي رأس المال ألا وهي الدائنون، وبالتالي يمكن ألاّ يتفاعل المستثمرون كثيرا مع هذه المعلومة. وهذه النتيجة تختلف مع ما توصل إليه شنين عبد النور.

- ✓ عدم وجود علاقة ذات علاقة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء عند مستوى معنوية 0,05، وهذا راجع إلى عدم إدراك المستثمرين لأهمية هذا المؤشر كمقياس مناسب لخلق القيمة، خاصة ذات الطبيعة الاقتصادية والمؤسّسة على الأداء الاقتصادي الذي لا يظهر فقط على المدى القصير بل يستمر على المدى الطويل عكس الأداء السوقي الناتج عن التسعير.

المستثمرون الماليون غالبا تطلعاتهم قصيرة المدى ويركزون اهتمامهم على خلق القيمة من خلال التسعير أي من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم، وبالتالي يمكن أن يتفاعلوا مع مؤشر القيمة السوقية المضافة أكثر من تفاعلهم مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة رغم أن المؤشرين ينطويان غالبا على المفهوم ذاته.

بالإضافة إلى عدم كفاءة بورصة الدار البيضاء، وهذه النتيجة تتوافق مع كل من دراسة سوزان العلي وشنين عبد النور وتختلف مع دراسة محمد العقيل.

ب- بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في " توجد أهمية نسبية لمؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء"، فقد تم إثباتها وذلك من خلال قدرة مؤشرات خلق القيمة مجتمعة على تفسير القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء بنسبة تقدر ب 92,05 بالمائة.

ج- بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في "لا يوجد تأثير طويل المدى لمؤشرات خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والمحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء"، فقد تم إثباتها وذلك من خلال النتائج التالية:

- ✓ عدم وجود تأثير طويل المدى تتركه كل مؤشرات خلق القيمة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء، وذلك من خلال إختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة بدءا من عدم إستقرارية السلاسل عند نفس الدرجة؛
- ✓ من خلال نماذج Var تبين أنه لا يوجد تأثير مقاس بمؤشرات خلق القيمة في المدى القصير، وهو ما يثبت ما توصلنا إليه في التحليل الساكن من خلال نماذج بانل.

2- توصيات الدراسة:

- يجب الاهتمام بسياسة الاتصال المالي بايصال المعلومات المالية وبشكل سلس، وكذلك الاهتمام بالاتصال الاقتصادي من خلال التركيز على اظهار استراتيجية المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع محاولة تطوير أساليب الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات للمستثمرين وعدم الاكتفاء بالإفصاح الإلزامي فقط كأسلوب لرفع الكفاءة المعلوماتية وبالتالي الكفاءة التسعيرية؛

– إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف عن مدى فعالية إستخدام مؤشرات خلق القيمة المحاسبية والاقتصادية في البورصة، وذلك للحد من عشوائية التفاوض على الأسهم واتخاذ القرارات دون أسس علمية، وتوعية المستثمرين باستخدام هذه المؤشرات كأحد أهم الوسائل العلمية الصحيحة للاستثمار والتوظيف المالي ولاتخاذ القرار؛

– على الشركات زيادة الاهتمام بمؤشرات خلق القيمة، والتأكيد على ضرورة إصدار تقارير مرفقة بالقوائم المالية تتضمن تطبيق هذه المقياس داخل المؤسسة وكذلك طريقة تطبيقه في إطار شفاف، للتحسين من أدائها بشكل ينعكس على القيمة السوقية الأسهم.

– محاولة تفسير التغير في القيمة السوقية خارج الإطار العام المعروف بكفاءة الأسواق وبالاعتماد على طريقة التحليل الأساسي، فغالبا الأسواق المالية غير كفؤة والمستثمرون لا يتمتعون بالعقلانية الكافية في اتخاذ القرارات، وربما يبنون تلك القرارت على أسس مختلفة كالعامل النفسي، المخاوف، التقليد...

3– أفاق الدراسة:

– تطبيق الدراسة في البيئة الجزائرية وما منعنا من اختيار بورصة الجزائر في دراسة الحالة هو ضعف السوق المالي الجزائري وعدم توفر عينة ملائمة من المؤسسات للدراسة نتيجة العدد القليل للمؤسسات المسعرة في البورصة؛

– تطبيق الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تفوق عشر سنوات حتى يمكن تحديد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أداء أفضل من خلال خلق قيمة اقتصادية مضافة وهو ما يجب اكتشافه على المدى الطويل نظرا لطبيعة المؤشر؛

العمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات الاقتصادية والمحاسبية، والتي قد يكون لها أثر على قرار الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم) كالمتغيرات أو المؤشرات ذات الطبيعة السوقية.

المصادر والمراجع

المراجع بالغة العربية:

الكتب:

1. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسير المالي**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان- الأردن، سنة2011.
2. شرابي عبد العزيز، **طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، سنة 2000، ص20.
3. محمد عبد القادر عطية، **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
4. محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
5. وائل محمد صبحي، طاهر محسن، منصور الغالي، **أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن**، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009ص.

الأطروحات والمذكرات الجامعية

أطروحات الدكتوراه

6. بدراوي شهيناز، **تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2015.

7. حسنية صيفي، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA** دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016.

8. صابر عباسي، **دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من المؤسسات في قطاع المحروقات**، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.

9. عبد الغني دادن، **قياس وتقيم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007.

مذكرات الماجيستر والماستر:

10. رشيد حفصي، **تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010/2011، ص29.

11. شعبان محمد عقيل، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم**، أطروحة ماجسيتر، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016.

12. صليحة حجاج، **قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم** "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016.

المجلات:

13. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الاداء، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 2009/7-2010.

14. زكريا يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، **المجلة العراقية للعلوم الإحصائية**، جامعة الموصل، 2012.

15. سوزان العلي، القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيها، **مجلة جامعة تشرين لمبحوث والدراسات العلمية**، مصر، العدد2016/3.

16. شنين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة حالة بورصة الجزائر، **مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية**، جامعة ورقلة، العدد2015/01.

17. شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، **مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسير**، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 2010/10.

18. علي بن الضب، سيدي أمحمد عيادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، جامعة ورقلة، العدد2/ 2012.

19. فايز حداد وخلدون أبو العلا، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية، **مجلة دراسات العلوم الانسانية**، المجلد 1، العدد 31/ 2004.

20. كسري أسماء، صالحي محمد يزيد، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة حالة فندق الأوراسي، **مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات**، جامعة القدس، العدد2017/41.

21. مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، **مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية**، جامعة القادسية، المجلد12 العد 4 /2010.

22. هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نضر المساهم بين النظرية والتطبيق، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، جامعة قسنطينة2، عدد 2011/01-2012.

23. هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، **مجلة الباحث**، جامعة ورقلة، عدد2009/07-2010.

الملتقيات والدورات التدريبية:

24.أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات – أفاق وتحديات**، جامعة لإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006.

25.السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشاة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، **الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية**، جامعة محمد بوضياف – المسيلة الجزائر، أفريل 2009.

26.إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة "حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFORولاية ورقلة- الجزائر"، **المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمؤسسات والحكومات**، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 9- 8مارس، 2005.

27.بالرقي تيجاني، إشكالية حوكمة الشركات وإلزامية احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية، **الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات**، جامعة عنابة، 2009.

28.لمياء عماني، شهرزاد زغيب، إشكالية تقييم الأداء من خلال خلق القيمة، **الملتقى الدولي أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة**، جامعة محمد بوضياف، 10-11نوفمبر 2009.

29.هوام جمعة، لعشوري نوال، مداخلة بعنوان: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية محور، المداخلة: جودة المعلومات المحاسبية والحوكمة، **الملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق**، جامعة العربي بن مهيدي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، أم البواقي- الجزائر، 08-07 ديسمبر 2010.

المطبوعات:

30.لمياء عماني، **مطبوعة بيداغوجية**، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2017.

المراجع باللغة الأجنبية:

الكتب

31. A Black .p.wright et J.Bachaman ,**gestion de la valeur actionnariale**, dunod ,paris, 1997.

32. Christian Hoarau, **Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire**, IAE de Paris (Université Paris 1 • Panthéon - Sorbonne) - GREGOR – 2000.

33. Mondher Cherif , Stéphane dubreuille, **Création de valeur et capital–investissement**, collection Synthex, Pearson Education France2009.
34. Pierre vernimen ,Pascl quiry ,yann le fur , finance d'entreprise 9° édition , Dalloz, paris 2011.

المجلات:

35. Moreteza hajiabbasi and other, comparison of information content value creation measures (eva, reva, mva, sva, csv and cva) and accounting measures(roa, roe, eps, cfo) in predicting the shareholder return (sr) evidence from iranstock exchange, **arpn journal of science and technology**, islamic azad university, iran, vol. 2, no. 5, 2012.
36. Johannes J. Prinsloo, A **comparative analysis of economic value created by south african mining companies in a growing platinum industry**, A Research Project submitted to the Gordon Institute of Business Science, in partial fulfilment of the requirement for the degree of masters of business administration, University of Pretoria, 2007.
37. Munmun Mohantu, Sanjib Pattnaik, Information Content of Economic Value Added: Evidance from Indian Software Industry, **Asian Journal of Research in Business Economics and Management**, University Cuttack, India, Issue : 12, 2013.
38. Sliman S. Alsoboa, The influence of economic value added and return on assets on created shareholders value: a comparative study in jordanian public industrial firms, **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 9, No. 4, 2017

الملاحق

الملحق 1: توزيع الشركات على قطاع الدراسة

الشركات	القطاع
لوسيور كريستال، سنطرال دانون	صناعة الأغذية الفلاحية
صوناسيد، لفرج، المنيوم، افريك اندستري	البناء
سنيب، مغرب اوكسوجين	الكمياء
اتونجمة، شركة المنجزات الميكانيكية	الموزعون
نكسانس المغرب،ديسواي، مكروداتا،مجموعة م2م	التجهيزات الالكترونية
بروموفارم	الصناعة الصيدلية
دلتر ليفر المغرب، ستروك لصناعة	الهندسات والتجهيزات الصناعية
تيمار	النقل
مناجم	المناجم
افريك غاز	النفط
زليجة	شركات المساهمة

الملحق2 : بيانات متغيرات الدراسة

FIRM	TIME	RF	RE	EVA	MVS	sr
snep	2012	-0.06045526	-0.021559417	-35015254.96	219.410359	-0.36748444
snep	2013	**0.016076109**	**0.012124685**	-29573786.51	180.20449	-0.17868741
snep	2014	**0.008600869**	**-0.004652227**	-35446544.54	269.803226	0.497205902
snep	2015	**-0.100332962**	**-0.026337416**	-22689501.8	134.972033	-0.49973899
snep	2016	**0.132408031**	**0.072427635**	-29175747.76	88.2682	-0.346026
TIMAR	2012	0.110596265	0.0965453	-2343292.33	441.64741	0.137840599
TIMAR	2013	**0.021519283**	**0.066949384**	-12614826.83	380.335918	-0.13882453
TIMAR	2014	**0.021524838**	**0.072562064**	-6864654.27	384.56754	0.011126012
TIMAR	2015	**-0.14859481**	**0.013361416**	1522068.968	409.19939	0.064050778
TIMAR	2016	**0.023889082**	**0.005632601**	-18902630.57	320.4984	-0.21676716
AFRIQE GAZ	2012	0.192212114	0.146312036	-64541720.51	1617.41036	-0.05187755
AFRIQE GAZ	2013	**0.187621521**	**0.163788444**	-89535137.05	1622.01633	0.002847744
AFRIQE GAZ	2014	**0.186344732**	**0.137143286**	-89575238.87	1725.13306	0.063573176
AFRIQE GAZ	2015	**0.189877507**	**0.141527953**	-54213511.08	2099.0813	0.216764868
AFRIQE GAZ	2016	**0.18177614**	**0.144356015**	2991323.3	2218.544	0.056911898

LESIUR CRISTAL	2012	0.084558382	0.12753424	42000236.48	105.928685	-0.61127694
LESIUR CRISTAL	2013	**0.119029589**	**0.23309915**	179020683.1	101.668367	-0.04021874
LESIUR CRISTAL	2014	**0.121408832**	**0.116938869**	-19872712.24	103.251089	0.015567497
LESIUR CRISTAL	2015	**0.119207463**	**0.121138447**	-12707164.61	106.792927	0.034303154
LESIUR CRISTAL	2016	**0.104448686**	**0.139640577**	-8028672.573	125.6116	0.176216474
AUTO NEJMA	2012	0.185189152	0.193598417	-2638329.43	1546.53785	0,068109548
AUTO NEJMA	2013	**0.157635505**	**0.168234843**	-3449422.84	1377.78367	-0,10911739
AUTO NEJMA	2014	**0.138555354**	**0.131285382**	-1383440.76	1575.81048	0,143728522
AUTO NEJMA	2015	**0.595686596**	**0.154681485**	-306008557	1578.23171	0,001536498
AUTO NEJMA	2016	**0.820386507**	**0.168873261**	-491498693.4	1535.256	-0,02723029
PROPHARME	2012	0.144592649	0.166469084	-9589149.31	748.099602	-0.16338151
PROPHARME	2013	**0.135229375**	**0.194449083**	-2611575.99	731.851429	-0.02171926
PROPHARME	2014	**0.205639513**	**0.217958047**	-6977623.29	746.372177	0.019841115
PROPHARME	2015	**0.244305952**	**0.3392089**	-7814025.78	805.407724	0.079096661
PROPHARME	2016	**0.276269257**	**0.324203937**	-3884858.62	1160.1812	0.440489289
MANAGME	2012	0.065349262	0.012992292	-187976009.9	1581.19124	0.443528983
MANAGME	2013	**0.067707965**	**0.016483975**	-236049212.4	1367.2449	-0.13530706
MANAGME	2014	**0.093097541**	**0.009183269**	-312395902	1256.64919	-0.08088947
MANAGME	2015	**0.100376924**	**0.010839708**	-342438110.2	914.676016	-0.27213098
MANAGME	2016	**0.110092123**	**0.011141814**	-366142471.5	755.9604	-0.17352113
ALUIMINIME	2012	0.119646795	0.092048849	-11280615.12	1437.90837	0.013172133
ALUIMINIME	2013	**0.125839466**	**0.100720265**	-4819878.96	1173.25306	-0.18405575
ALUIMINIME	2014	**0.125067725**	**0.118399125**	-5339766.53	1061.83105	-0.09496844
ALUIMINIME	2015	**0.108856432**	**0.079052022**	-12891388.6	1147.97967	0.081132135
ALUIMINIME	2016	**0.050501153**	**0.125587884**	37689598.08	1066.36	-0.07109853
LEVRGE	2012	0.353737664	0.263757937	-207137960.9	1462.90837	-0.14915976
LEVRGE	2013	**0.385318414**	**0.295173989**	-259829402.5	1107.09837	-0.24322097
LEVRGE	2014	**0.412022884**	**0.327100178**	-281008218.1	1513.81452	0.367371284
LEVRGE	2015	**0.45565434**	**0.367102971**	-297508535.4	1777.74797	0.174349926
LEVRGE	2016	**0.172683479**	**0.12807033**	44382779.35	1965.004	0.105333283
DISWAY	2012	0.069262474	0.055892079	-18095567.32	233.13506	-0,450427052
DISWAY	2013	**0.063449416**	**0.055590599**	-11598051.99	168.276735	-0,278200649
DISWAY	2014	**0.056075392**	**0.037003116**	-18883323.1	207.027621	0,23028071
DISWAY	2015	**0.069218108**	**0.042955122**	-35239364.72	214.518496	0,036182974
DISWAY	2016	**0.086334071**	**0.067878779**	-19467742.97	267.7476	0,248132935

ICRODATA	2012	0.013052804	0.02816693	-59608096.25	407.30259	-0.32979638
MICRODATA	2013	**0.380729704**	**0.394795468**	-2161550.56	111.86502	-0.72535156
MICRODATA	2014	**0.321064697**	**0.339454228**	2118.71	143.94496	0.286773649
MICRODATA	2015	**0.257979697**	**0.288522593**	-7139087.56	132.106195	-0.08224508
MICRODATA	2016	**0.374180619**	**0.455324119**	-1913103.98	131.581	-0.00397555
NEXANE	2012	0.01134068	0.027363299	-15795824.78	253.75	-0.17843686
NEXANE	2013	**0.010750548**	**0.028031532**	-15429081.95	148.604694	-0.41436574
NEXANE	2014	**0.065557278**	**0.092594534**	-9152979.92	165.14012	0.111271223
NEXANE	2015	**0.057268452**	**0.081368074**	-21155137.57	166.48313	0.008132548
NEXANE	2016	**0.020789879**	**0.059733377**	-1173723.94	143.1012	-0.14044624
STROC	2012	-5.131438523	-0.74665456	11802599.09	177.556175	-0.39540273
STROC	2013	**0.36592758**	**0.138597658**	4040153.34	72.6217959	-0.59099256
STROC	2014	**0.305262388**	**0.151364892**	-1184805.26	133.45504	0.837671987
STROC	2015	**2.291694568**	**-0.333385027**	3096286.4	94.9816667	-0.28828715
STROC	2016	**0.601068743**	**-0.628734737**	-1866004.02	49.1136	-0.48291495
SONASID	2012	-0.049731243	-0.06387686	-74153756.06	1473.13853	-0.08989056
SONASID	2013	**0.12350399**	**0.107013937**	-68145957.65	698.254694	-0.5260088
SONASID	2014	**0.101657643**	**0.05465886**	-90663699.49	1042.26573	0.492672715
SONASID	2015	**-0.028026823**	**-0.036532044**	-60069018.59	775.981707	-0.25548573
SONASID	2016	**-0.036506822**	**-0.015902513**	780345.24	384.5466	-0.50443858
ZLIJA	2012	0.048504329	0.012164609	-104099144.7	700.535849	-0.17418237
ZLIJA	2013	**-0.127924372**	**0.002502512**	15354743.06	366.939796	-0.47620126
ZLIJA	2014	**-0.075086324**	**-0.000689871**	-2866799.03	322.685484	-0.12060374
ZLIJA	2015	**-1.041904315**	**-0.005212486**	155232489.7	233.435366	-0.27658548
ZLIJA	2016	**0.000906501**	**-0.006347995**	-7666334.45	147.1412	-0.36967049
M2M	2012	0.050332426	0.023942165	-5280938.17	249.35239	-0.382297233
M2M	2013	**0.080908202**	**0.028864604**	-9948661.31	221.555102	-0.111477929
M2M	2014	**0.077673459**	**0.052812048**	-6312440.34	236.93629	0.069423759
M2M	2015	**0.088981268**	**0.046216771**	-11405878.08	219.294106	-0.074459611
M2M	2016	**0.081910695**	**0.023093312**	-13445922.82	276.4896	0.260816376
DELTIR LIVER	2012	0.077526894	0.059312323	12390142.13	460.753984	-0.186216324
DELTIR LIVER	2013	**0.077320532**	**0.09048994**	8714805.54	222.170612	-0.517810763
DELTIR LIVER	2014	**0.053251065**	**0.086986589**	9573971.57	250.602419	0.127972853
DELTIR LIVER	2015	**0.056869571**	**0.061377923**	-3868413.89	224.166463	-0.105489628
DELTIR LIVER	2016	**0.048414088**	**0.053965994**	-1602780.02	189.4052	-0.155068972
MAROC OX	2012	0.046769892	0.031869164	-9639258.26	204.120916	-0,21791147
MAROC OX	2013	**0.04815769**	**0.026628324**	-6337322.14	139.850204	-0,31486588
MAROC OX	2014	**0.043487757**	**0.031789359**	-3636572.91	138.733871	-0,00798235
MAROC OX	2015	**0.031223818**	**0.029329**	-1755530.25	122.486626	-0,11711087
MAROC OX	2016	**0.047610329**	**0.040231063**	-1434173.05	95.09416	-0,22363638
RELES MIQANIQUE	2012	0.118277966	0.104247761	-1853981.94	412.741434	-0.11206083
RELES MIQANIQUE	2013	**0.085929903**	**0.067473326**	-3315899.32	296.38102	-0.28192085
RELES MIQANIQUE	2014	**0.042481785**	**0.027910794**	-5280471.43	294.367742	-0.00679287
RELES MIQANIQUE	2015	**0.138876365**	**0.294211518**	28703089.23	208.548374	-0.29153795
RELES MIQANIQUE	2016	**0.070968516**	**0.062999344**	-385365.58	222.2048	0.065483253
CENTRAL DANONE	2012	0.301077842	0.237158413	-68990453.63	1366.63347	-0.49536064
CENTRAL DANONE	2013	**0.19215738**	**0.217119462**	133404996.7	1474.95102	0.079258669
CENTRAL DANONE	2014	**0.063875297**	**0.091402567**	28915941.12	1496.68952	0.014738456
CENTRAL DANONE	2015	**0.069288944**	**0.047568188**	-47105624.15	1147.30163	-0.23344046
CENTRAL DANONE	2016	**0.062175925**	**0.144142459**	123506672	850.202	-0.25895512

الملحق3 : نتائج تقدير نماذج بانل للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات

الثابت:

Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 03/21/18 Time: 18:32
Sample: 2012 2016
Periods included: 5
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	666.7806	27.96761	23.84118	0.0000
EVA	2.02E-07	2.95E-07	0.686037	0.4948
RE	-153.2092	213.1271	-0.718863	0.4744
RF	4.845266	37.26136	0.130035	0.8969

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.920582	Mean dependent var	646.3777
Adjusted R-squared	0.897891	S.D. dependent var	591.7765
S.E. of regression	189.0993	Akaike info criterion	13.52106
Sum squared resid	2753407.	Schwarz criterion	14.12025
Log likelihood	-653.0528	Hannan-Quinn criter.	13.76356
F-statistic	40.57053	Durbin-Watson stat	1.139388
Prob(F-statistic)	0.000000		

التجميعي

Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 03/21/18 Time: 18:25
Sample: 2012 2016
Periods included: 5
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	476.4471	62.65211	7.604646	0.0000
EVA	-2.29E-06	5.15E-07	-4.448946	0.0000
RE	1015.081	374.5545	2.710103	0.0080
RF	-58.91861	99.83494	-0.590160	0.5565

R-squared	0.236354	Mean dependent var	646.3777
Adjusted R-squared	0.212491	S.D. dependent var	591.7765
S.E. of regression	525.1527	Akaike info criterion	15.40443
Sum squared resid	26475395	Schwarz criterion	15.50864
Log likelihood	-766.2217	Hannan-Quinn criter.	15.44661
F-statistic	9.904260	Durbin-Watson stat	0.325820
Prob(F-statistic)	0.000009		

الملحق4: اختبارات المفاضلة بين النماذج

العشوائي:

Dependent Variable: MVS
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 03/21/18 Time: 18:37
Sample: 2012 2016
Periods included: 5
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 100
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	649.7598	105.4394	6.162403	0.0000
EVA	-1.15E-08	2.87E-07	-0.039972	0.9682
RE	-43.22524	207.7000	-0.208114	0.8356
RF	-2.155701	37.16162	-0.058009	0.9539

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	455.1813	0.8528
Idiosyncratic random	189.0993	0.1472

Weighted Statistics

R-squared	0.000677	Mean dependent var	118.0696
Adjusted R-squared	-0.030552	S.D. dependent var	197.3129
S.E. of regression	200.3044	Sum squared resid	3851697.
F-statistic	0.021682	Durbin-Watson stat	0.826553
Prob(F-statistic)	0.995642		

Unweighted Statistics

R-squared	-0.005557	Mean dependent var	646.3777
Sum squared resid	34862409	Durbin-Watson stat	0.091320

لاغرونج

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	97.68570	1.137886	98.82358
	(0.0000)	(0.2861)	(0.0000)
Honda	9.883607	-1.066717	6.234483
	(0.0000)	--	(0.0000)
King-Wu	9.883607	-1.066717	3.152217
	(0.0000)	--	(0.0008)
Standardized Honda	10.52681	-0.847896	3.353941
	(0.0000)	--	(0.0004)
Standardized King-Wu	10.52681	-0.847896	0.660931
	(0.0000)	--	(0.2543)
Gourierioux, et al.*	--	--	97.68570
			(< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

هوسمان

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

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.714067	3	0.0021

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EVA	0.000000	-0.000000	0.000000	0.0011
RE	-153.209176	-43.225242	2283.900677	0.0214
RF	4.845266	-2.155701	7.422926	0.0102

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: MVS
Method: Panel Least Squares
Date: 03/22/18 Time: 09:43
Sample: 2012 2016
Periods included: 5
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	666.7806	27.96761	23.84118	0.0000
EVA	2.02E-07	2.95E-07	0.686037	0.4948
RE	-153.2092	213.1271	-0.718863	0.4744
RF	4.845266	37.26136	0.130035	0.8969

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.920582	Mean dependent var	646.3777
Adjusted R-squared	0.897891	S.D. dependent var	591.7765
S.E. of regression	189.0993	Akaike info criterion	13.52106
Sum squared resid	2753407.	Schwarz criterion	14.12025
Log likelihood	-653.0528	Hannan-Quinn criter.	13.76356
F-statistic	40.57053	Durbin-Watson stat	1.139388
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق5: نتائج اختبارات الاستقرارية

Panel unit root test: Summary
Series: MVS
Date: 04/19/18 Time: 08:04
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-41.2818	0.0000	20	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.28503	0.0000	20	80
ADF - Fisher Chi-square	71.6889	0.0015	20	80
PP - Fisher Chi-square	81.2592	0.0001	20	80

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi
-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: MVS
Date: 04/19/18 Time: 08:05
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 20

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	6.78642	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	6.19762	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality
Intermediate results on MVS

Cross section	Variance LM	Variance HAC	Bandwidth	Obs
sneep	0.3428	3446.395	2.0	5
TIMAR	0.4354	1072.752	2.0	5

Null Hypothesis: Stationarity
Series: EVA
Date: 04/19/18 Time: 08:24
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 20

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	7.37324	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	6.90233	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on EVA

Cross section	LM	Variance HAC	Bandwidth	Obs

Panel unit root test: Summary
Series: EVA
Date: 04/19/18 Time: 08:25
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-11.5737	0.0000	20	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.05049	0.0000	20	80
ADF - Fisher Chi-square	67.7509	0.0040	20	80
PP - Fisher Chi-square	91.8635	0.0000	20	80

Panel unit root test: Summary
Series: RE
Date: 04/19/18 Time: 08:40
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.03184	0.0000	20	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.22001	0.0132	20	80
ADF - Fisher Chi-square	50.7786	0.1181	20	80
PP - Fisher Chi-square	63.0340	0.0115	20	80

Null Hypothesis: Stationarity
Series: RE
Date: 04/19/18 Time: 08:40
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 20

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.95923	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	8.94400	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on RE

Cross section	Variance LM	Variance HAC	Bandwidth	Obs
sneep	0.5000	0.000540	4.0	5
TIMAR	0.4724	0.001254	0.0	5

Null Hypothesis: Stationarity
Series: RF
Date: 04/19/18 Time: 08:47
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 20

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.21209	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	8.27571	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.
** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on RF

Cross section		Variance		
	LM	HAC	Bandwidth	Obs
snep	0.5000	0.001941	4.0	5
TIMAR	0.2492	0.007128	0.0	5

Panel unit root test: Summary
Series: RF
Date: 04/19/18 Time: 08:48
Sample: 2012 2016
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.34076	0.0000	20	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.36212	0.0091	20	80
ADF - Fisher Chi-square	59.0044	0.0268	20	80
PP - Fisher Chi-square	85.4887	0.0000	20	80

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi
-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق6 : تقدير معادلة نموذج var بدلالة المؤشرات

System: UNTITLED
Estimation Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 20:58
Sample: 2015 2016
Included observations: 40
Total system (balanced) observations 40

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.412222	0.170375	8.288889	0.0000
C(2)	-0.229278	0.195075	-1.175331	0.2501
C(3)	-0.196544	0.140598	-1.397919	0.1735
C(4)	6.30E-07	3.95E-07	1.592882	0.1228
C(5)	-1.06E-06	5.97E-07	-1.776663	0.0869
C(6)	4.62E-07	5.26E-07	0.878907	0.3872
C(7)	881.5160	291.8382	3.020564	0.0055
C(8)	358.5051	904.8433	0.396207	0.6951
C(9)	-167.0364	526.0755	-0.317514	0.7533
C(10)	217.8263	97.86644	2.225751	0.0346
C(11)	-847.9226	792.5613	-1.069851	0.2942
C(12)	12.93492	93.38252	0.138515	0.8909
C(13)	-42.66620	42.35639	-1.007314	0.3227

Determinant residual covariance 11463.52

Equation: MVS = C(1)*MVS(-1) + C(2)*MVS(-2)+ C(3)*MVS(-3) + C(4)*EVA(-1) + C(5)*EVA(-2) +C(6)*EVA(-3)+ C(7)*RE(-1) + C(8)*RE(-2)+ C(9)*RE(-3) + C(10)*RF(-1)+ C(11)*RF(-2) +C(12)*RF(-3) + C(13)
Observations: 40

R-squared	0.970924	Mean dependent var	612.6426
Adjusted R-squared	0.958001	S.D. dependent var	635.9009
S.E. of regression	130.3188	Sum squared resid	458541.0
Durbin-Watson stat	1.975011		

الملحق7 : درجة التأخر بدلالة المؤشرات

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: MVS EVA RE RF
Exogenous variables: C
Date: 04/09/18 Time: 19:07
Sample: 2012 2016
Included observations: 40

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1119.145	NA	2.88e+19	56.15725	56.32614	56.21831
1	-1018.899	175.4303	4.28e+17	51.94496	52.78940	52.25028
2	-979.0940	61.69801	1.34e+17	50.75470	52.27469	51.30428
3	-935.0487	59.46112*	3.52e+16*	49.35244*	51.54798*	50.14627*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق 8: سلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء (2012–2016)

الشهر	2012	2013	2014	2015	2016
جانفي	11211.71	8996.43	9121.28	10222.56	8898.99
فيفري	11398.94	8932.82	9442.36	10460.62	8908.44
مارس	10948.45	9040.96	9519.21	10269.75	9327.98
افريل	10293.90	9145.51	9471.64	9937.38	9975.72
ماي	10286.99	8906.65	9494.79	9711.36	9757.92
جوان	10053.90	8792.15	9226.63	9578.34	9505.98
جويلية	9849.77	8577.59	9331.09	9740.01	9882.20
اوت	9944.22	8413.72	9544.69	9345.70	9860.77
سبتمبر	9471.80	8673.49	10080.80	9114.29	10039.14
أكتوبر	9504.55	9385.49	10352.05	9081.80	10564.64
نوفمبر	9733.62	9262.49	9975.71	9093.21	10672.53
ديسمبر	9359.19	9114.14	9620.11	8925.71	11644.22

الملحق9 : وضعية المؤسسات بنسبة لمؤشرات القيمة

الوضعية	Iv	M	المؤسسة
امتياز	0,138048158	9,974926716	centrale danone
مربكة	-0,039348770	0,945909923	SNEP
إعادة الانتعاش	-0,004288910	1,329475227	TIMAR
امتياز	0,134493001	3,055846326	GAZ
امتياز	0,037348048	2,648512061	LESIUR
امتياز	0,318179859	2,540306430	AUTO NEJMA
امتياز	0,165733985	2,216440749	PROMOPHARME
امتياز	0,008761534	4,881979927	MANAGME
امتياز	0,008761534	1,516145035	Aluminium
امتياز	0,271688950	9,045732934	Lavrge
متراجعة	0,038353427	0,810689625	DISWAY
امتياز	0,195643559	2,128065704	MIQRODATA
متراجعة	0,018668889	0,708982676	NEXANE
إعادة الانتعاش	-0,286348070	2,025113021	STROC
إعادة الانتعاش	-0,014695410	2,501343690	SONASID
مربكة	-0,202187030	0,739829603	ZLIDJA
امتياز	0,031876945	1,066484226	M2M
امتياز	0,038438148	1,800763719	DELATTRE LEVIVIER MAROC
متراجعة	0,006776173	0,713489799	OX
متراجعة	0,065296579	0,758544180	MIQANIQUE

الفهرس

العنوان	رقم الصفحة
الإهداء	III
شكر وتقدير	III
ملخص:	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال البيانية	VIII
قائمة الاختصارات والرموز	IX
قائمة الملاحق	X
مقدمة	أ
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لخلق القيمة والقيمة السوقية للأسهم	**1**
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وخلق القيمة	3
المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للأداء المالي	3
الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي	3
الفرع الثاني: أهمية تقيم الأداء المالي	4
المطلب الثاني: تقيم الأداء من خلال خلق القيمة	4
الفرع الأول: المفاهيم المتعلقة بخلق القيمة	5
الفرع الثاني: خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين	6
الفرع الثالث: مقاييس الأداء المبنية على خلق القيمة	8
المطلب الثالث: أثر خلق القيمة على القيمة السوقية للأسهم	16
الفرع الأول: نظرية الوكالة	17
الفرع الثاني: نظرية الإشارة	18
المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأداء المالي والقيمة السوقية للسهم	19
المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة	19
الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية	19

الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية 22
المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها..... 26
الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات العربية 26
الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات الأجنبية 27
الفرع الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة..... 28
خلاصة الفصل الأول:..... **29**

الفصل الثاني: اختبار أثر مؤشرات خلق القيمة في **30**

تفسير القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء

تمهيد **31**

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة 32
المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة..... 32
الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة 32
الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها..... 34
المطلب الثاني: أدوات الدراسة 37
الفرع الأول: أدوات الإحصاء الوصفي 37
الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط (بيرسون)..... 37
الفرع الثالث: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية 37
الفرع الرابع: الاستقرارية واختبارات جذر الوحدة..... 40
الفرع الخامس: اختبار الكفاءة BDS..... 41
المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة 41
المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة 41
الفرع الأول: تحديد وضعية المؤسسات..... 41
الفرع الثاني: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة 42
الفرع الثالث: تحليل نتائج الارتباط والانحدار بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية للأسهم..... 42
الفرع الرابع: إختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف..... 53
المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها..... 57
الفرع الأول: تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج 58
الفرع الثاني: تحليل نتائج التقدير لنموذج التأثيرات الثابتة الأمثل 58

الفرع الثالث: تحليل نتائج الإستقراية والتكامل المشترك 59
الفرع الرابع: تحليل نتائج اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء عند المستوى الضعيف 60
خلاصة الفصل الثاني **61**
الخاتمة 63
المصادر والمراجع 66
الملاحق 71
الملحق 1: توزيع الشركات على قطاع الدراسة 72
الملحق2 : بيانات متغيرات الدراسة 72
الملحق3 : نتائج تقدير نماذج بانل للقيمة السوقية بدلالة المؤشرات 75
الملحق4: اختبارات المفاضلة بين النماذج 76
الملحق5: نتائج اختبارات الاستقرارية 78
الملحق6 : تقدير معادلة نموذج var بدلالة المؤشرات 82
الملحق7 : درجة التأخر بدلالة المؤشرات 82
الملحق 8: سلسلة مؤشر بورصة الدار البيضاء (2012-2016) 83
الملحق9 : وضعية المؤسسات بنسبة لمؤشرات القيمة 84
الفهرس 84