

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالب : رمضان مريزيق

بعنوان:

تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على

القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة

" دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر

للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 12 جوان 2014

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذ/ عصام بوزيدي

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الأستاذ الدكتور/ دادن عبد الوهاب

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الأستاذ / السعيد هتهات

السنة الجامعية: 2013/2014

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالب : رمضان مريزيق

بعنوان:

تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على

القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة

" دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر

للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 12 جوان 2014

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذ/ عصام بوزيدي

(أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الأستاذ الدكتور/ دادن عبد الوهاب

(أستاذ مساعد أ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الأستاذ / السعيد هتهات

السنة الجامعية: 2013/2014

الإهداء

إلى رمز الحب وبلسم الشفاء من تحت قدميها تكمن الجنة

أمي الحنون

إلى من كتبت يداه وسهرت عيناه ليمنحنا عيشة كريمة

إلى من نرس في وجداني معاني الرجولة والتضحية

إلى أبي

إلى فرحة الحياة وبهجتها إخوتي و أخواتي

إلى خالي أحمد و زوجته الفاضلة و إلى كل عائلتي

إلى كتاكيت داود_ أنس_ آلاء

إلى أسرتي الثانية قادة و أبناء فوج الرجاء- سكرة-

إلى جميع الخلان والأحباب و الأصدقاء

إلى كل من أحبهم و يحبونني في كل مكان من ربوع الأرض

إلى كل من أحب في الله و نصح في الله و دعى في ظهر الغيب الله

أحبكم في الله

رمضان/عمر

شكرو تقدير

الحمد لله جزيل الإنعام، أخرجنا إلى النور من الظلام

ألبننا حلة الإسلام و دلنا عليه بخير الأنام سيدنا محمد عليه أزكى

صلاة و أشدى سلام

جزيل الشكر أهديه إلى من أعده قدوتي علما و خلقا، لم يبخل علي
بالنصح والإرشاد، أستاذي " عبد الوهاب دادن" رفع الله قدره بالعلم و حسن
العمل

وأجمل الشكر إلى الأستاذين الفاضلين " إلياس بن ساسي" و "محمد فوزي
شعوبي" على المساعدة و التوجيه ، فجزاهما الله خيرا وزادهما علما وهدى
كما أحمد الله على رفقة لم تبخل بالنصح والعون، أخص منهم رفاق
درب طلب العلم

بلقاسم، عبد الحق، صالح، هشام، هاني، عفة، عبد الحمي، عبد الفادر، فهدى

وإلى كل من ساندني في مسيرتي العلمية

جزاكم الله جميعا كل خير

رمضان /عمر

ملخص البحث :

نهدف في دراستنا هذه إلى محاولة قياس تأثير "نسب الربحية" و "نسب السيولة" على "القيمة السوقية" للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، معبرا عنها بـ "سعر السهم السوقي"، و من ثم تحديد أي النسب أعلى تأثيرا. و اعتمدنا لتحقيق ذلك على عينة مكونة من 18 مؤسسة، على مدى أربع سنوات (من 2009 إلى 2012)، مستخدمين كلا من "التحليل العاملي إلى مركبات أساسية"-(ACP) و تحليل "الانحدار الخطي البسيط". ولقد خلصنا إلى أن هناك خمس نسب (ربحية السهم، العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول) هي الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي توافقنا مع الاتجاه القائل بأن نسب الربحية هي الأكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: قيمة سوقية، سعر السهم السوقي، نسب الربحية، نسب السيولة، تحليل عاملي، ربحية السهم، عائد على الاستثمار، عائد على حقوق الملكية.

Résumé de l'étude :

Notre étude vise à mesurer l'influence "des ratios de liquidité" et " des ratios de rentabilité" sur " la valeur boursière d'entreprise" agréée par "la Bourse du Qatar", et à déterminer les ratios les plus influentes.

Notre étude choisit 18 entreprises comme un échantillon pendant 4 ans (de 2009 au 2012), Nous utilisons " L'analyse factorielle des composants principaux"-(ACP)- et "L'Analyse de régression linéaire multiple" et "L'Analyse de régression linéaire simple".

Nous trouvons que des cinq ratios (EPS,ROI, ROE ,Taux de rotation de l'actif, Flux de trésorerie d'exploitation / Actif total) sont les plus influentes sur "la capitalisation boursière d'entreprise".

Donc , nous sommes d'accord avec la tendance dite que "les ratios de rentabilité" sont plus influentes sur " la valeur boursière d'entreprise ".

Mots clés : La capitalisation boursière , La valeur boursière, les ratios de rentabilité, Les ratios de liquidité, L'analyse factorielle des composants principaux, EPS,ROI, ROE.

فهرس المحتويات

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص البحث.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	مقدمة.....
01	الفصل الأول: أدبيات حول قيمة المؤسسة، وإدارة الربحية و السيولة.....
02	المبحث الأول : مفاهيم حول قيمة المؤسسة.....
03	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة.....
03	أ. مفهوم قيمة المؤسسة.....
03	ب. تعظيم قيمة المؤسسة كهدف للإدارة المالية للمؤسسة.....
04	المطلب الثاني: الربحية و السيولة كأهداف مهمة للإدارة المالية للمؤسسة.....
05	أ. إدارة السيولة.....
06	ب. إدارة الربحية.....
06	ج. إدارة التوازن بين الربحية و السيولة.....
07	المبحث الثاني: دراسات سابقة.....
07	المطلب الأول:الدراسات العربية و الأجنبية.....
11	المطلب الثاني: ما يميز هذه الدراسة.....
12	خلاصة الفصل.....
13	الفصل الثاني:دراسة تأثير نسب السيولة و نسب الربحية على قيمة المؤسسة.....
15	المبحث الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة و أدوات البحث.....
15	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة.....
15	أ. مجتمع الدراسة.....

17	..... ب. تقديم عينة الدراسة.
19	..... ج. متغيرات الدراسة.
22	..... المطلب الثاني: الأسلوب و الأدوات الإحصائية المعتمدة.
23	..... المبحث الثاني: تقديم و تفسير نتائج الدراسة.
23	..... المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة.
23	..... المرحلة الأولى: التحليل العاملي.
27	..... المرحلة الثانية: الإنحدار الخطي المتعدد.
29	..... المرحلة الثالثة: الإنحدار البسيط.
34	..... المطلب الثاني: تحليل و تفسير نتائج الدراسة.
34	..... أولا: بالنسبة للتحليل العاملي إلى عوامل أساسية.
35	..... ثانيا: بالنسبة للإنحدار الخطي المتعدد.
35	..... ثالثا: بالنسبة للإنحدار الخطي البسيط.
37	..... خلاصة.
39	..... خاتمة.
42	..... قائمة المراجع.
45	..... الملاحق.

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	القيم الذاتية ونسب التشتت حول المحاور العاملة	1.II
23	مصفوفة العوامل بعد تدوير المحاور	2.II
24	المتغيرات المستقلة للدراسة	3.II
28	نتائج اختبار كايزر-ماير-أولكن (K-M-O) و KMO and Bartlett's Test	4.II
28	مصفوفة معاملات الارتباط الصورية Anti-image Matrices	5.II
29	جودة تمثيل المتغيرات Communalities	6.II
30	القيم الذاتية ونسب التشتت حول المحاور العاملة Total Variance Explained	7.II
31	مصفوفة العوامل بعد تدوير المحاور Rotated Component Matrix	8.II
32	نتائج الانحدار الخطي المتعدد- المرحلة الأولى	9.II
33	نتائج الانحدار الخطي المتعدد- المرحلة الثانية	10.II
34	تأثير النسبة " L1 " على سعر السهم السوقي	11.II
34	تأثير النسبة " L2 " على سعر السهم السوقي	12.II
35	تأثير النسبة " L5 " على سعر السهم السوقي	13.II
35	تأثير النسبة " L7 " على سعر السهم السوقي	14.II
36	تأثير النسبة " L8 " على سعر السهم السوقي	15.II
36	تأثير النسبة " L10 " على سعر السهم السوقي	16.II
36	تأثير النسبة " L11 " على سعر السهم السوقي	17.II

37	تأثير النسبة " P1 " على سعر السهم السوقي	18.II
37	تأثير النسبة " P4 " على سعر السهم السوقي	19.II
38	تأثير النسبة " P5 " على سعر السهم السوقي	20.II
38	تأثير النسبة " P6 " على سعر السهم السوقي	21.II
38	تأثير النسبة " P7 " على سعر السهم السوقي	22.II
39	تأثير النسبة " P8 " على سعر السهم السوقي	23.II

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
21	تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر	1.II
21	تطور القيمة السوقية لبورصة قطر 2008-2012	2.II
23	التوزيع السبي لمؤسسات العينة حسب القطاع	3.II

قائمة الملحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	البيانات المالية الخام لعينة الدراسة
02	النسب المالية لمؤسسات العينة
03	القيم السوقية لمؤسسات العينة
04	نتائج الانحدار البسيط للمتغيرات المستقلة

مقابلة

توطئة :

تمثل الأسواق المالية نقطة الاتصال بين المستثمرين و المؤسسات من خلال تجميع المدخرات وتحويلها لاستثمارات تنفذها هذه المؤسسات من خلال نشاطها الحقيقي ، فالسوق المالية مصدر هام لرفع رأس مال المؤسسة و كذا مصدر هام للمستثمر في الحصول على المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسة وأدائها المالي ومحيط نشاطها.

والمؤسسة في النظرية الحديثة أكبر ما تهدف إليه هو تعظيم قيمتها السوقية؛ وللمعلومة المالية دور مفصلي في كفاءة السوق المالية من حيث جودتها وشفافيتها وتعبيرها الحقيقي عن القيمة الحقيقية للورقة المالية في السوق؛ و تسعى المؤسسة إلى تعظيم قيمتها مرتبط بالقرارات المالية المتخذة وبالتالي ما ينجم عن هذه القرارات من نتائج تترجمها القوائم المالية المقدمة لأصحاب المصلحة في الإطلاع على هذه القوائم، إن هذا الدور الحساس للمعلومات المالية يدفع المستثمر في السوق إلى العودة إليها لاتخاذ قراره وبالتالي شراء أسهم المؤسسة أو لا مما يعني مباشرة تأثر دورة التمويل بالمؤسسة فدورة النشاط والاستثمار وهكذا دواليك إلى أن يظهر أثره النهائي على قيمة أسهم المؤسسة في السوق المالية.

1 - الإشكالية :

إن سعي المستثمر إلى تحقيق أكبر عائد مع أقل مخاطرة ممكنة، في مقابل هدف المؤسسة في ظل أجديات النظرية الحديثة إلى تعظيم قيمتها السوقية أي قيمة أسهمها السوقية، قد يضع الطرفين أمام إشكاليات عديدة، لذا لابد من توفر مجموعة من المؤشرات التي تساهم في رفع ثقة المستثمر في القرار الذي سيتخذه في المفاضلة بين المؤسسات التي سيساهم فيها ولعل من أهم تلك المؤشرات هي نسب السيولة ونسب الربحية فالسيولة العالية بالنسبة له ضمان والربحية الجيدة محفز وعامل ثقة بالمؤسسة ودليل على كفاءة المسيرين، وتبعاً لهذه العلاقة ومدى تأثير هذه المؤشرات في القرار الاستثماري وبالتالي على قيمة أسهم المؤسسة المسعرة في البورصة نطرح الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير مؤشرات السيولة و مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؟ وأي

النسب هي الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة؟

ومن أجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع توصلنا إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- 1 - إلى أي مدى يساهم التحليل العاملي في إيجاد تصنيفات جزئية لنسب الربحية والسيولة ذات دلالة نوعية تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في سوق قطر للفترة 2009-2012 ؟
- 2 - كيف تؤثر نسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في سوق قطر للفترة 2009-2012 ؟
- 3 - كيف تؤثر نسب الربحية على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في سوق قطر للفترة 2009-2012 ؟
- 4 - أي هذه النسب أكثر تأثيراً على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في سوق قطر للفترة 2009-2012 ؟

2 - الفرضيات :

للإجابة على هذه الأسئلة، يتم عرض الفرضيات الأولية الآتية:

- 1 - يساهم التحليل العاملي بشكل كبير في إيجاد تصنيفات جزئية لنسب الربحية والسيولة ذات دلالة تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- 2 - تؤثر المؤشرات السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة بشكل إيجابي؛
- 3 - تؤثر المؤشرات الربحية على القيمة السوقية للمؤسسة بشكل إيجابي؛
- 4 - تعتبر مؤشرات الربحية أكثر تأثيراً من مؤشرات السيولة أكثر تأثيراً على القيمة السوقية للمؤسسة.

3 - مبررات اختيار الموضوع :

- ✓ محاولة تطبيق بعض أجدديات التحليل المالي في السوق المالية لتطوير قدراتنا في المجال؛
- ✓ الميول الشخصي لدراسة هذا الموضوع للشعور بقيمته و أهميته؛
- ✓ اختيار بورصة قطر لسهولة الحصول على المعلومات المرتبطة بمتغيرات الدراسة؛
- ✓ محاولة فهم مبررات الاختيار بين ثنائية (سيولة_ربحية) والتي تتسم بالتضارب بين مكوناتها من حيث الأولوية بالنسبة للمستثمر الذي يفترض فيه العقلانية والرشاد؛
- ✓ الرغبة في معرفة مدى استعانة المستثمر بالقوائم المالية للمؤسسات المسعرة بالبورصة في اتخاذ قراراته الاستثمارية في البورصة .

4 - أهمية البحث :

تكمن أهمية الموضوع في كونه يعالج أحد المواضيع المهمة التي تؤكد النظرية المالية الحديثة انه الهدف الحقيقي للمؤسسة ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة في السوق ، وكذا أهمية القوائم المالية كمصدر معلومة أساسي للمستثمر في البورصة وخاصة قائمتي "التدفقات النقدية" و"قائمة الدخل" أو "جدول حسابات النتائج" والمؤشرات المستخرجة منهما المتعلقة بالسيولة و الربحية على التوالي؛ كما أن بورصة قطر تشهد تطوراً كبيراً من خلال ولوج عدد كبير من المستثمرين إليها ونجاحها في جذب الكثير من الدارسين الأكاديميين المهتمين بالدراسات البورصية وأدائها وأداء المؤسسات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية والعوامل المؤثرة على ذلك.

5 - أهداف البحث :

تظهر أهمية البحث من أهمية التساؤلات المطروحة في إشكالية البحث وذلك من خلال:

- ✓ معرفة قدرة مخرجات القوائم المالية خاصة قائمتي الدخل والتدفقات النقدية على قيمة المؤسسة؛

✓ محاولة التوصل إلى معرفة أي المؤشرات أكثر قدرة على تفسير تطور قيمة المؤسسة؛ أهي المتعلقة بالسيولة أم تلك المتعلقة بالربحية؟؛

✓ محاولة للتوصل إلى نموذج تفسيري لقيمة المؤسسة في بورصة قطر من خلال تقدير أهم المؤشرات المرتبطة بالربحية والسيولة التي تسمح للمستثمر باختيار الأسهم الأكثر ربحية وأقل مخاطرة.

6 - حدود البحث :

الحدود المكانية: عينة من المؤسسات المسعرة في بورصة قطر؛

الحدود الزمانية: من الفترة الممتدة من 2010 إلى 2012 .

7 - منهج البحث و أدوات الدراسة المستخدمة:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة و لغرض الإلمام بمختلف جوانب الموضوع سيتم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري من البحث، أما من الجانب التطبيقي الذي يتم فيه إسقاط الجانب النظري فسوف يتم إتباع منهج دراسة حالة اعتمادا على الأساليب الإحصائية التي تساعد على تفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، أما الأدوات المستخدمة فتتمثل في برنامج معالج الجداول EXCEL، لمعالجة المعطيات التي تكون في شكل جداول و لترجمتها إلى رسومات بيانية لتسهيل عملية الملاحظة والتحليل، بالإضافة إلى الاستعانة ببرنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS النسخة 20.0، وذلك من خلال التحليل العملي إلى عوامل أساسية، إضافة البرنامج الإحصائي EVIEWS 7.0 من خلال تحليل الانحدار المتعدد وتحليل الانحدار البسيط.

8 - مرجعية الدراسة :

في هذه الدراسة تم الاعتماد على مجموعة من المراجع المتعلقة بمالية المؤسسة والأسواق المالية، وكذا الكتب و الأبحاث المرتبطة بالاقتصاد القياسي.

9 - هيكل البحث :

للإجابة على الإشكالية وكذا الأسئلة الفرعية، تم تقسيم موضوع البحث إلى فصلين تسبقهم مقدمة وتليهم خاتمة ولكل فصل تمهيد وخلاصة، حيث تضمنت المقدمة العناصر المنهجية الذي يفترض أن تحتويها كل مقدمة بحث علمي سواء فيما يتعلق بالإشكاليات، الفرضيات، أسباب اختيار الموضوع، أهمية، أهداف ومنهج البحث.

سنتناول في الفصل الأول وذلك من خلال تقسيم هـ إلى مبحثين، نتطرق في الأول و باختصار إلى المفاهيم الأساسية النظرية حول "قيمة المؤسسة" و "نسب السيولة" و كذا "نسب الربحية"، بينما المبحث الثاني خصص للدراسات السابقة التي تم الاعتماد عليها في دراستنا وما نراه مميزا لدراستنا عن هذه الدراسات، بينما الفصل الثاني سيكون للدراسة التطبيقية، والذي سنقدم في مبحثه الأول مجتمع وعينة الدراسة المعتمدة ومجموع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وما هي الأساليب الإحصائية المناسبة

للكشف عن العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسب السيولة و الربحية التي استخدمناها لتحقيق هذا الغرض، أما المبحث الثاني فقد خصص لتقديم نتائج الدراسة كمرحلة أولى ثم تفسير هذه النتائج والإجابة على فرضيات الدراسة.

الفصل الأول
أدبيات حول قيمة المؤسسة وإدارة
الربحية و السيولة

تمهيد :

منذ ظهور النظرية المالية الحديثة حدثت الكثير من التطورات الفكرية على المستوى الاقتصادي و المالي، وكذا على مستوى الأدوات والوسائل التحليلية المستخدمة في معالجة الإشكاليات التي تطرحها النظرية من الجانبين النظري والتطبيقي، ولعل من أهم المفاهيم التي قدمتها النظرية تلك المرتبطة بقيمة المؤسسة من حيث المفهوم وطرق التقييم وكذا المتغيرات التي تؤثر عليها.

وتعد القرارات المرتبطة بإدارة السيولة و الربحية من بين القرارات الإستراتيجية التي لها تأثير كبير جدا على قيمة المؤسسة من جهة، و على اتجاهات المستثمرين و المساهمين من جهة أخرى.

سنحاول في هذا الفصل ضبط بعض من المفاهيم والمصطلحات المرتبطة بقيمة المؤسسة، و إدارة الربحية والسيولة، ثم تقديم لمجموعة من الدراسات السابقة المتعلقة بإشكالية الباحث.

المبحث الأول: مفاهيم حول قيمة المؤسسة وإدارة السيولة و الربحية

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

يعتبر مفهوم قيمة المؤسسة أحد أكثر المفاهيم شدا لانتباه الباحثين والأكاديميين مؤخرًا، خاصة مع تطور الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر، فالنظرية الكلاسيكية اعتبرت تعظيم الأرباح هو الهدف الأساسي للمؤسسة، بيد أن هذا المفهوم لم يستطع مقاومة زحف النظرية المالية الحديثة، خاصة بعد التطور الذي شهده الاقتصاد العالمي، وتطور الأسواق المالية من حيث أدائها المالية المتنوعة ومن حيث انتشارها الجغرافي، وكذا تطور المؤسسة ككيان، إذ انفصلت الملكية عن الإدارة وتضاربت أهداف الأطراف المشاركة في صناعة القرار فيها، هنا قدمت النظرية المالية الحديثة وجهة نظرها التي تدعمها حالة عدم اليقين التي تسود الظروف الاقتصادي والسياسي المحيط بالمؤسسة، ليصبح الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم قيمتها السوقية. لا يكاد مصطلح القيمة يجاوز مصطلح المؤسسة في أغلب الأبحاث المعاصرة، فهما مصطلحان متلازمان مقترنان، دلالة على أهمية أحدهما و اقتترانه بالثاني بشكل متبادل¹.

أ) مفهوم قيمة المؤسسة:

يرجع الأكاديميون الفضل في ظهور الفكر المالي إلى J.B.Wilams في 1938، إذ بين أن "قيمة أي أصل اقتصادي تتحدد انطلاقًا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل"، ليأخذ مفهوم القيمة بالمؤسسة بعدا جديدا مؤثرا على مفهوم قيمة المؤسسة في حد ذاتها، حيث فرض تغير المفاهيم تغيير أدوات القياس و أساليب البحث، لتقدم النتائج إثراء علميا قيما من الجانب النظري والواقعي في مجالات المالية و المحاسبة وحتى المراقبة والتدقيق المالي والمحاسبي، وتتطور النظرية الحديثة بمساهمات M&M و Fama في 1958 ساعد في الوصول إلى إطار نظري قوي للمالية الحديثة.

و في إطار البعد النظري للمالية الحديثة، تعرف المؤسسة بأنها² " ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد و إمكانيات المؤسسة المستغلة، في تنظيمها القائم، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".

ب) تعظيم القيمة كهدف للإدارة المالية للمؤسسة³:

إن هدف تعظيم الأرباح يتجاهل عدة عناصر هامة، أهمها:

¹ - عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/04، ص43، بتصرف.

² - هوراي سوسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير "غير منشورة"، جامعة الجزائر 2008، ص37.

³ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص17-18.

- * التدفقات النقدية: لا تمثل الأرباح التدفقات النقدية، وهي تمثل اهتمام المساهمين الرئيسي، وتتكون من شكلين، أولهما التوزيعات النقدية التي تدفع لهم من الأرباح المحققة خلال فترة زمنية معينة والتي يحددها مجلس الإدارة، و الثاني هو الأرباح الرأسمالية والتي تتضمن بيع الأسهم عندما تكون قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الاسمية أو قيمتها عند الشراء.
- * التوقيت الزمني للعوائد: لا يأخذ تعظيم الربح البعد الزمني بعين الاعتبار، فكلما زادت سرعة التدفقات النقدية زمنيا زاد تفضيل المشروع على المشاريع الأخرى التي يتأخر فيها العائد زمنيا، والسبب في ذلك هو إمكانية استثمار العائد السريع مرة أخرى لتحقيق عائد إضافي، وهو ما يسمى بالقيمة الزمانية للنقود.
- * المخاطرة: أي عدم التأكد من الحصول على العائد أو من زمنه أو من انتظامه، وتزداد كلما ازدادت درجة التذبذب في العائد المتوقع. ومن الفرضيات الأساسية أن بين العائد والمخاطرة علاقة طردية، مما يؤثر على سعر السهم السوقى، مما يوجب تعويض المساهمين مقابل المخاطر العالية، و أي انخفاض مثلا في سعر السهم جراء مشاكل واجهتها المؤسسة كدعوة قضائية مثلا جراء تسمم عدد من الزبائن، لم يحدث بسبب نقص في العوائد أو التدفقات النقدية بل بعنصر المخاطرة، فإهمال المخاطرة يعني إهمال أحد أهم أسس اتخاذ القرار الاستثماري.

إذا فهدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل، ولأن القرارات المالية لا بد أن تؤخذ في ضوء تحقيق هدف إدارة الشركة الذي تسعى إليه باستمرار و هو تطوير وتوزيع الموارد المتاحة بكفاءة على المدى الطويل من أجل تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي ثروة الملاك، ههذه القرارات لا بد أن تأخذ في عين الاعتبار المبادلة بين العوائد والمخاطرة .

تزداد قيمة المؤسسة كلما تمكنت من تحقيق نتائج إيجابية بشكل مستمر بحيث تتراكم هذه النتائج وتكوّن فوائض مالية تشكل ما يسمى ثروة المؤسسة، و يجب أن تكون النتائج المحققة آنية ومستقبلية من خلال دراسة المدروية المستقبلية و تحديد جدوى المشاريع مستقبلا وبالتالي توقع حجم ثروة المؤسسة، إلا أن هناك عوامل تعمل على الحد من قيمة المؤسسة، ممثلة في مخاطر متعلقة بالنشاط، مثل توقف الإنتاج، ارتفاع التكاليف، مشاكل نوعية في الجودة..... إلخ، إضافة إلى مخاطر مرتبطة بمحيط المؤسسة كارتفاع معدلات الفائدة والصرف... إلخ، إذا فالتسيير المالي (الإدارة المالية) يهدف أساس إلى تعظيم قيمة المؤسسة¹.

المطلب الثاني: الربحية والسيولة كأهداف مهمة للإدارة المالية للمؤسسة :

بالإضافة إلى هدف تعظيم ثروة الملاك و المساهمين الذي يعتبر هدفا طويلا الأجل، تسعى الإدارة المالية لتحقيق أهداف قصيرة الأجل، ومنها إدارة الربحية و إدارة السيولة و الموازنة بينهما كمطلبين متضاربين.

¹ - إلياس بن ساسي، قريشي يوسف، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص59، بتصرف.

أ) إدارة السيولة :

يستعمل مصطلح السيولة للتعبير عما يلي¹ :

- * بالنقد الجاهز: صافي التدفق النقدي، والذي هو عبارة عن التدفق النقدي الداخل مطروحا منه التدفق النقدي الخارج.
- * سيولة الشركة: وجود أموال سائلة (نقد وشبه نقد) كافية للشركة لمقابلة إلتزاماتها في مواعيد استحقاقها.
- * سيولة الأصل: تعني سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نقد جاهز وبدون خسائر تذكر حسب السير الطبيعي للأمر.
- وإدارة السيولة² هي القدرة على توفير الأموال بكلفة معقولة لمواجهة الإلتزامات عند استحقاقها، وتهدف إدارة السيولة للمحافظة على استمرار عمل الشركة، و إبعاد مخاطر العسر المالي عنها، وللعسر المالي نوعان:
- * العسر المالي الفني: وهي الحالة التي تكون فيها قيمة موجودات الشركة أكبر من مطلوباتها (إلتزاماتها)، أي أن للشركة قيمة صافية موجبة، لكنها لا تقدر على مواجهة الإلتزامات في مواعيدها، وقد ينشأ ذلك عن التوسع في الاستثمار في أصول غير قابلة للتحويل إلى نقد بسرعة، ويمكن التغلب على هذا النوع من العسر بتسييل ما يمكن الاستغناء عنه من استثمارات، وجدولة الديون.
- * العسر المالي الحقيقي : وهي الحالة التي يكون فيها قيمة موجودات الشركة أقل من إلتزاماتها، أي أن القيمة الصافية للشركة سالبة، أي مشكلة سيولة عويصة وعدم قدرة على مواجهة الإلتزامات في مواعيدها، لذا كثيرا ما يقود العسر المالي الحقيقي إلى الإفلاس أو التصفية، وخاصة عند إصرار الدائنين على تحصيل حقوقهم وتقليل خسائرهم.
- وهناك عدة مقاييس للسيولة³ تعرف باسم نسب تحليل المركز المالي قصير الأجل، وأيضا نسب رأس المال العامل، ونسب التغطية من التدفقات النقدية، وأغلب نسب النقدية يشير ارتفاعها إلى هامش أكبر من السلامة لتغطية الإلتزامات، وفي نفس الوقت فإن زيادة السيولة عن الحاجة قد يؤدي إلى انخفاض الأرباح نتيجة عدم توظيف الشركة لجزء معتبر من أموالها، وفي حالة أظهرت هذه النسب دلائل على أن الشركة بالكاد قادرة على تسديد إلتزاماتها قصيرة الأجل، وأنها قد تواجه مشاكل مالية في الأجلين المتوسط والطويل، وجب القيام بمزيد من الدراسة والتحليل واقتراح أفضل السبل لمواجهة هذه الإشكاليات.
- وسنعرض لأهم نسب السيولة في الجانب التطبيقي إيجازا مبينين أسماءها ودلالاتها.

¹ - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 20-21.

² - فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، SME Financial، رام الله، فلسطين، 2008، ص 30، بتصرف.

³ - نفس المرجع، ص 31. بتصرف.

(ب) إدارة الربحية :

تعتبر الربحية هدفا أساسيا و أمرا ضروريا لاستمرار الشركة وبقائها، وهي غاية يتطلع إليها المساهمون، وتعتبر الربحية عن العلاقة بين الأرباح المحققة والعناصر التي ساهمت في تحقيقها¹.

ولتحقيق هذا الهدف لا بد للمدير المالي أن يحصل على الأموال المطلوبة بأقل ما يمكن من التكاليف والمخاطر، واستثمار هذه الأموال بطريقة تمكن المؤسسة من تحقيق عائد لا يقل في مستواه عما يستطيع أصحاب الأسهم فيها (مالكوها) تحصيله من استثمار أموالهم في مشاريع أخرى تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر².

وتستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح من دورة الاستغلال مقارنة إلى بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تكبدتها خلال فترة محددة من الزمن، وهي أداة لقياس كفاءة الإدارة (المسيرين) في استخدام الموارد المتاحة بكفاية، وسنعرض لأهم نسب السيولة في الجانب التطبيقي إجازا مبينين أسماءها ودلالاتها.

(ج) إدارة التوازن بين الربحية والسيولة³:

يهدف المسير المالي إلى تعظيم قيمة المؤسسة وكذا الملاءمة بين هديتي توفير السيولة و تحسين الربحية، وتحقق ربحية المؤسسة من خلال الكفاءة في استغلال أصول وموارد المؤسسة، بينما السيولة فتتحقق من خلال الكفاءة في إدارة عناصر رأس المال العامل، وفي قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل قصير الأجل و طويل الأجل .

فالسيولة ضرورية لوفاء المؤسسة بالتزاماتها وتفادي مشكلات خطر الإفلاس والتصفية إن لم تتوفر السيولة ولو لفترة قصيرة؛ وفي نفس الوقت، فان زيادة السيولة عن الحاجة قد يؤدي إلى تخفيض الأرباح نتيجة توظيف المؤسسة لجزء من أموالها في استثمارات ذات عوائد منخفضة.

والربحية ضرورية لقدرة المؤسسة على البقاء والاستمرار، لأن الخسارة المستمرة ستؤدي إلى تلاشي حقوق المساهمين وبدء التهديد لحقوق الدائنين، وهو أمر غير مقبول منهم، وستؤدي بهم إلى التوقف عن مد المؤسسة بأي تمويل جديد والعمل على تقليص التمويل القديم حيث أمكن، ولتحقيق الربحية تسعى المؤسسات لتوظيف أكبر قدر ممكن من أموالها في استثمارات ذات عوائد مرتفعة الأمر الذي يتعارض بشكل عام مع هدف السيولة .

ويمكن القول بأن السيولة والربحية هدفان متلازمان لكنهما متعارضان، لذا يجب على الإدارة المالية للمؤسسة إعطاء عناية خاصة للموازنة بين هذين الأمرين، للآثار السلبية الكبيرة الممكن أن تنشأ عن عدم الموازنة بينهما، وذلك من خلال مراقبة دقيقة

¹ - نفس المرجع السابق، ص 41.

² - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³ - http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3868، تاريخ النصف 2014/04/16.

للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حتى لا تكون هناك سيولة زائدة، وفي نفس الوقت عليها أن توجه استثماراتها إلى الغايات الأساسية التي قامت المنشأة من أجلها دون المبالغة في التوسع على حساب السيولة ومن المناسب الإشارة هنا إلى أنه ليس هناك تلازم دائم بين السيولة والربحية، إذ قد يتحققن معا فتكون ربحية المؤسسة مرتفعة وسيولتها جيدة، أو تتحقق إحدهما دون الأخرى فتكون ربحية المؤسسة مرتفعة، ومع ذلك قد تعاني من أزمة سيولة، والعكس قد يكون صحيحا.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة:

المطلب الأول: الدراسات العربية و الأجنبية

1. الدراسات العربية:

أ) دراسة (عبد الله 1995)، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"

كان الهدف الرئيسي للدراسة هو تعريف العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في كل من القطاع الصناعي، قطاع الاسمنت وقطاع الخدمات، إتمدت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تحديد هذه العوامل، تمثلت المتغيرات المستقلة في: دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، رافعة التمويل، رافعة التشغيل، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركة.

خلصت الدراسة إلى أن دخل السهم و العائد على حقوق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر أهم العوامل المحددة لسعر سهم الشركة المساهمة بغض النظر عن قطاع النشاط، إضافة لذلك فإن المشاركة الحكومية ذات علاقة ايجابية مع سعر السهم في القطاعين الصناعي والخدمي.

ب) دراسة (العواد 2011)، "أثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردنية "

سعت الدراسة إلى إبراز أثر الملاءة المالية قصيرة الأجل و طويلة الأجل ونسب تغطية المالية كمتغيرات مستقلة على سعر سهم للبنوك التجارية الأردنية من عام 2001 إلى العام 2010، وقد كانت عينة الدراسة متمثلة في (15) بنكا تجاريا تطرح بياناته في بورصة عمان طيلة فترة الدراسة، واستخدم الباحث أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد، وتوصل إلى نسبة النقدية (ملاءة قصيرة الأجل) و نسبة الديون إلى حقوق الملكية (ملاءة طويلة الأجل) وكذا متغير تغطية الفوائد (ملاءة تغطية الفوائد); هي الأكثر تأثيرا من بين جميع المتغيرات المستقلة الأخرى على القيمة السوقية لسعر السهم.

ج) دراسة (الخدش، العبادي 2005)، "علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم"

هدفت الدراسة إلى تحديد أهمية العائد إلى حقوق المساهمين كنسبة مالية مستندة إلى أساس الاستحقاق وإلى التدفقات النقدية في تقييم الوضع المالي والسعر السوقي للسهم، اختار الباحثان عينة مكونة من 26 شركة صناعية مساهمة عامة أردنية في بورصة عمان لسنة 2002، بشرط أن تكون مدرجة منذ عشر سنوات على الأقل، وتوصلت الدراسة إلى أن قائمة التدفقات النقدية توفر معلومات إضافية وهامة تساند المعلومات التي توفرها القوائم المالية الأخرى، كما تعبر قيم التدفقات النقدية ونسبها المالية ذات أهمية أفضل من مثيلتها المبنية على أساس الاستحقاق في تقييم الوضع المالي للشركات.

د) دراسة (صيام، الخدش 2003)، "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهمية قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضع المالي للشركة وإجازاتها المالية، إضافة إلى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم، أو بمعنى آخر بلورة تأثير سلوك التدفقات النقدية على سلوك القيمة السوقية للسهم، وتحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. لفحص العلاقة المفترضة غطت الدراسة 23 شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2002م والتي سبق تأسيسها عام 1998م وتم التداول في أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام 1998م حتى عام 2001م. وتم بناء نموذج موحد لاختبار جميع الشركات، وتحليل نتائج هذا النموذج إحصائياً باستخدام الانحدار البسيط والمتعدد توصل الباحثان إلى النتائج التالية: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين صافي التدفقات النقدية، صافي التدفقات النقدية منسوبة إلى: الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، حقوق الملكية وصافي المبيعات من جهة أخرى.

هـ) دراسة (باشيخ 2005)، "العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم"

ارتكزت الدراسة على محاولة معرفة ما إن كانت هناك علاقة معنوية بين مستويات أسعار الأسهم في السوق السعودي من جهة وبين المتغيرات المحاسبية المعتمدة بالدراسة (ربح السهم، الربح الموزع، معدل توزيع الأرباح، القيمة الدفترية للسهم والعائد على حقوق المساهمين) من جهة ثانية، وتمثلت عينة الدراسة في جميع الشركات السعودية المساهمة المسجلة في السوق السعودي خلال الفترة من 1999 إلى 2003، واستخدم الباحث نموذج الانحدار المتدرج من خلال برنامج SPSS، و توصل إلى وجود علاقة طردية بين سعر السهم السوقي وكل من ربح السهم و الربح الموزع، بينما سجل علاقة عكسية بين سعر السهم السوقي وكل من عائد الربح الموزع والعائد على حقوق الملكية، كما أكد الباحث على وجود فروق بين تفاعل القطاعات مع هذه النتائج خاصة في قطاعي الاسمنت والخدمات.

و) دراسة (المليحي 2007): "دراسة واختبار مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس"

هدفت هذه الدراسة إلى المفاضلة بين مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي فيما يتعلق بمدى توفير بيانات تلائم احتياجات المستثمرين ، وتساهم في ترشيد الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة في سوق الأوراق المالية، يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المصرية (الصناعية والخدمية) التي تتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية ابتداء من سنة 2000 وحتى نهاية عام 2005، كان المتغير التابع للدراسة هو سعر السهم السوقي، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة في (معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، التدفق النقدي من العمليات / الأصول، التدفق من رأس المال العامل / الأصول، صافي الربح معدلا بالاستهلاكات / الأصول)، توصل الباحث في نهاية الدراسة إلى أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي ، وان مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي أكثر ارتباطا بالقيمة السوقية للأسهم من مقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي ، ونسبة ما تفسره من التغيرات في القيمة السوقية للأسهم أعلى - وبشكل ملحوظ - من نسبة ما تفسره مقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي.

ز) دراسة (مفيد، الظاهر 2010) : "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008م"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمانية الممتدة ما بين الأعوام 2004-2008م. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير

بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

2. الدراسات الأجنبية:

أ) دراسة (Arnold et al , 1991) :

" The Relationship Between Earnings , Funds Flow & Cash Flows : Evidence From the U. K. "

استهدفت قياس العلاقة بين الربح ، التدفق المالي ، والتدفق النقدي ، وذلك باستخدام كل من اختبار العلاقة بين مجموعة من المتغيرات واختبار القوة التنبؤية لنفس المجموعة من المتغيرات ، وقد تم مقارنة صافي الدخل ، تدفق راس المال العامل ، تدفق راس المال العامل مضافاً إليه أو مطروحاً منه التغير في راس مال الأسهم ، التدفق النقدي من العمليات الجارية ، التدفق النقدي من العمليات الجارية والاستثمارات ، التغير في النقدية ، والتدفق النقدي للوحدة . وباستخدام أسلوب الارتباط بين السبعة متغيرات لقياس مدى التجانس بين هذه المقاييس ، ومدى التوافق أو الاختلاف بين هذه المقاييس في أعطاء مؤشر عن أنجاز المنشأة خلال الفترة . يضاف لهذا تم قياس العلاقة التنبؤية بين مقاييس الربحية ، التدفق المالي ، ومقاييس التدفق النقدي من حيث مقدرة كل متغير من هذه المقاييس على التنبؤ بالتدفق النقدي ، التدفق النقدي من العمليات ، والتدفق النقدي للوحدة .

وقد أوضحت النتائج وجود ارتباط بين الربح ، التدفق المالي ، والتدفق النقدي . كما أوضحت وجود علاقة تنبؤية بين مقاييس الربحية ، التدفق المالي ، والتدفق النقدي . إلا أنها لم تؤيد القول بان الربح المحاسبي يفوق التدفق النقدي في تنبؤه بالتدفق النقدي المتوقع في المستقبل .

ب) دراسة (Feltham & Ohlson, 1995) :

"Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities".

أجريت هذه الدراسة في كندا ، و قد تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية وخاصة المتعلقة بالأنشطة المالية، وقد تم قياس المعلومات والمؤشرات المحاسبية باستخدام القيمة الدفترية للسهم، و ربح السهم، والأرباح الموزعة، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ايجابية بين القيمة السوقية للسهم، والمتغيرات المعبرة عن الأنشطة المالية المختلفة.

المطلب الثاني: ما يميز هذه الدراسة:

إن ما قد يميز دراستنا عن الدراسات السابقة ما يلي :

- * محاولتنا استخدام التحليل العاملي إلى مركبات أساسية بحثا عن مجموعات جزئية بين المتغيرات المستقلة بهدف إيجاد تصنيف داخلي بين نسب الربحية و السيولة، ومن ثم تقديم بعد آخر لعلاقة النسب السابقة بقيمة المؤسسة؛
- * تعد دراستنا من الدراسات القليلة _ حسب اطلاعنا _ التي جمعت بين نسب الربحية ونسب السيولة، خلافا للدراسات الأخرى التي خصصت نسبة معينة بحد ذاتها، كما أننا و سعنا دائرة نسب السيولة لتشمل النسب المتعلقة بالقدرة على السداد في المدى الطويل مستنديين في ذلك إلى مجموعة من المراجع من أهمها كتاب التحليل المالي للأستاذ فهمي مصطفى الشيخ؛
- * تحاول هاته الدراسة المساهمة في دعم وجهة النظر الأكثر واقعية حسب النتائج المتوصل إليها بين المؤيدين لقوة نسب الربحية في التأثير على القيمة السوقية.

خلاصة الفصل :

تطرقنا في هذا الفصل النظري إيجازاً إلى مفهوم قيمة المؤسسة و العلاقة التي تربط بينها وبين إدارة السيولة والربحية، حيث أن تطور الفكر المالي من خلال ما قدمته النظرية الحديثة، أبرز الدور الهام لقيمة المؤسسة كهدف أساسي للمساهمين والمسيرين معاً، كما أبرزنا الصعوبات التي يواجهها المسير (المدير) المالي في الجمع بين تحقيق سيولة جيدة لمواجهة إلتزامات المؤسسة قصيرة الأجل، وفي نفس الوقت تحقيق ربحية عالية تضمن استمرارية المؤسسة وتؤكد كفاءة المسيرين في الاستغلال الأمثل لموارد المؤسسة، ثم وضحنا بأن السيولة والربحية هدفان معارضان لكنهما ملازمان، لذا يجب على الإدارة المالية للمؤسسة إعطاء عناية خاصة للموازنة بين هذين الأمرين، للآثار السلبية الكبيرة الممكن أن تنشأ عن عدم الموازنة بينهما، وذلك من خلال مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حتى لا تكون هناك سيولة زائدة، وفي نفس الوقت عليها أن توجه استثماراتها إلى الغايات الأساسية التي قامت المنشأة من أجلها دون المبالغة في التوسع على حساب السيولة.

الفصل الثاني

دراسة تأثير نسب السيولة و نسب
الربحية على قيمة المؤسسة

تمهيد :

بعد الانتهاء من الجانب النظري حول موضوع قيمة المؤسسة وعلاقتها بإدارة الربحية والسيولة، ومساهمة التحليل بالنسب في ذلك، سيتم في هذا الفصل الإجابة على إشكاليات الدراسة، ودراسة تأثير كل من نسب الربحية والسيولة على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك من خلال تبني مجموعة من المؤسسات الاقتصادية مدرجة في بورصة قطر كعينة للدراسة، مستخدمين مجموعة من الأساليب والبرامج الإحصائية، معتمدين بداية على التحليل العاملي إلى مركبات أساسية لإيجاد حد أدنى من العوامل الخفية التي ستساعدنا في تصنيف نسب الدراسة إلى مجموعات جزئية ذات دلالات مالية، تسمح فيما بعد بإيجاد قراءة جديدة لتأثير نسب الربحية و السيولة على قيمة المؤسسة، ثم سنعمد إلى تحليل الانحدار الخطي المتعدد لدراسة التأثير المباشر للنسب على قيمة المؤسسة ممثلة في سعر السهم السوقى، وفي حال عدم وجود دلالة إحصائية سنعمد إلى تحليل الانحدار الخطي البسيط للكشف عن تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع كل متغيرة على حدى.

ولذلك سيتكون هذا الفصل من جزئين، في الأول نقدم مجتمع و عينة الدراسة وكذا الأدوات المستخدمة في التحليل، أما في الجزء الثاني سنعرض نتائج التحليل وتفسيرها لها في حدود ما وفقنا إليه.

المبحث الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة و أدوات البحث

المطلب الأول: تقديم مجتمع و عينة الدراسة:

أ- مجتمع الدراسة

1 - نظرة عامة حول بورصة قطر:

تأسست بورصة قطر عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. حيث تسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها. كما تسعى لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات، لذا، في جوان 2009، قامت بورصة قطر بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext* من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل بورصة قطر إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة. ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمن إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم

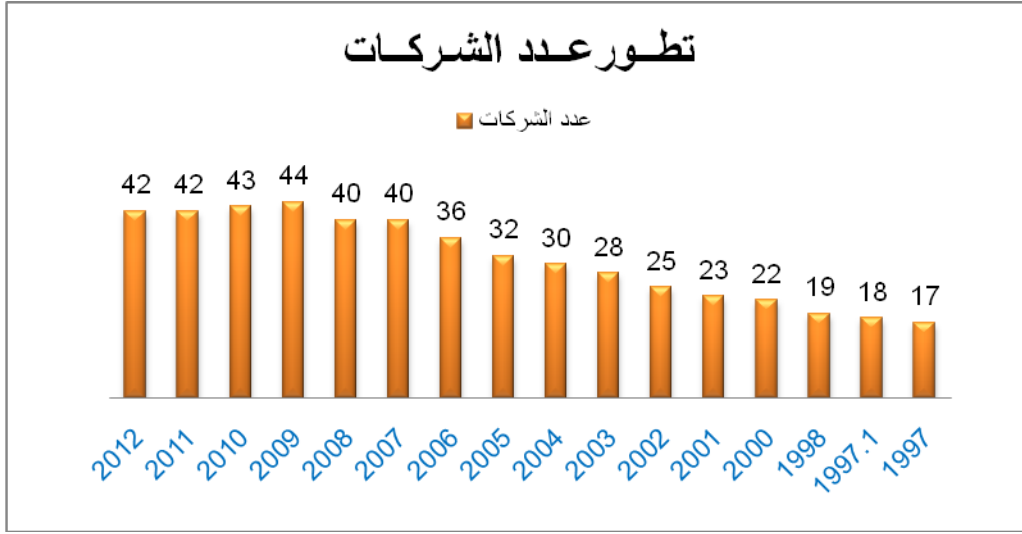
لذا تعتبر بورصة قطر من أهم الأسواق العربية و الخليجية من حيث الرسملة البورصية، حجم التداول و حجم الشركات، إضافة إلى حصولها على جائزة "بورصة العام" المرموقة التي تمنحها مجلة المستثمر العالمي (Global Investor) في سنة 2012، كأفضل بورصة على مستوى منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا.

2 - الشركات المدرجة :

وصل عدد الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية في ديسمبر 2012 إلى (42) شركة مقابل (17) شركة عند افتتاح السوق في سنة 1997، و قد تطور إدراج الشركات في السوق القطرية منذ افتتاحها وفق ما يوضحه الشكل البياني التالي:

* - هي مجموعة من الشركات العالمية التي تعمل في مجال الإدارة في الأسواق المالية، تشكلت في سنة 2007 من خلال اندماج مجموعة بورصة نيويورك ومجموعة بورصة يورو نكست، تعتبر مجموعة NYSE EURONEXT من أكثر البورصات تنوعاً حيث توفر سلسلة واسعة من المنتجات والخدمات المالية في أوروبا والولايات المتحدة و التي تشمل على تداول الأسهم و العقود الآجلة و عقود الخيارات و السندات و بيع بيانات السوق و المنتجات التكنولوجية. و يوجد أكثر من 8000 شركة مدرجة عالمياً، فان أسواق الأسهم الخاصة ببورصة NYSE EURONEXT و التي تمثل حوالي 40% من حجم التداول في سوق الأسهم العالمية و تتميز الأسهم المتداولة في مجموعة بورصات NYSE EURONEXT بالسيولة العالمية. <http://www.nyx.com/>

الشكل البياني رقم 1.II: تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر



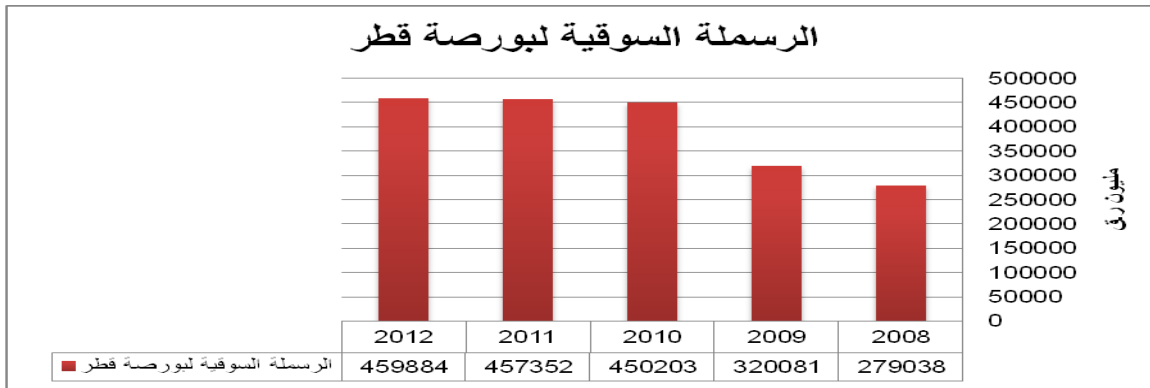
المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على برنامج Excel 2007 واعتمادا على البيانات المنشورة في موقع البورصة

يبين الشكل أعلاه تطور عدد الشركات المسعرة في بورصة قطر منذ انطلاقتها سنة 1997 حيث كان يومها 17 شركة، ليتطور تدريجيا ليبلغ ليصل إلى أكبر عدد من الشركات المدرجة و هو 44 سنة 2009، ليستقر عند 42 شركة سنة 2012.

3 - تطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة من 2008 إلى 2012 :

بالنسبة لتطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة الممتدة من 2008 إلى 2012 ، فقد شهدت تطورا هاما في السنوات الأخيرة بينها الشكل الموالي:

الشكل البياني رقم 2.II: تطور القيمة السوقية لبورصة قطر 2008-2012



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على برنامج Excel 2007

1- بورصة قطر، عن بورصة قطر، الشركات المدرجة،

<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About%20QE/About%20QE>، تاريخ الاطلاع

22:19 الساعة 2014/03/17

ب - تقديم عينة الدراسة:

نقدم في هذا الجزء عينة الدراسة والشروط التي تبينها لاعتماد المؤسسات كعنصر من العينة المختارة.

1 - عينة الدراسة:

تمثل عينة الدراسة في 18 شركة مدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء مؤسسات القطاع البنكي و قطاع التأمين وكذلك تلك التي تم استبعادها من القطاعات المعتمدة لعدم توفر الشروط التالية:

* الشركة مدرجة قبل سنة 2009 * توفر القوائم المالية في فترة البحث * لم تقم الشركة بعملية اندماج أو اتحاد خلال الفترة

* لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال الفترة * أن تكون الملفات البيانية المنشورة من نوع PDF.

وقد استقرت العينة على ما يلي:

الجدول رقم 1.II : عينة الدراسة

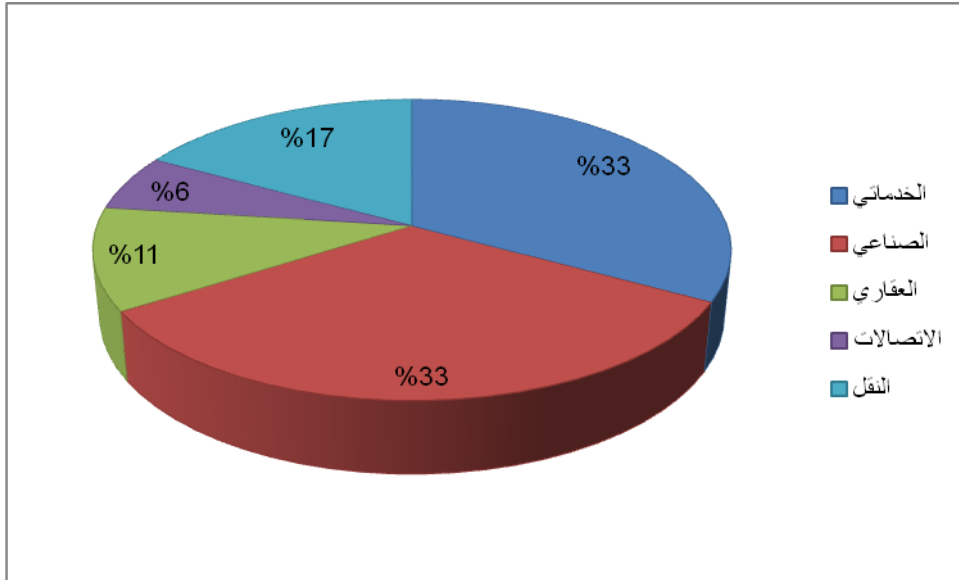
القطاع	اسم الشركة	رمز الشركة
القطاع الصناعي	الاسمنت	QNCD
	التحويلية	QIMD
	الخليجية الدولية	GISS
	شركة الصناعات قطر	IQCD
	الكهرباء و الماء القطرية	QEWS
	شركة المناعي	MCCS
قطاع النقل	الملاحة	QNNS
	المخازن	GWCS
	ناقلات	QGTS
قطاع الخدمات	شركة الرعاية	MCGS
	السينما	QCFS
	زاد	ZHCD
	السلام	SIIS
	الوقود	QFLS
	مواشي (ودام)	QMLS
قطاع الاتصالات	اريدو	QTEL
القطاع العقاري	ازدان	ERES
	بروة	BRES

الجدول رقم 2.11 : التوزيع القطاعي

المجموع	النقل	الاتصالات	العقاري	الصناعي	الخدماتي	القطاع
18	3	1	2	6	6	عدد المؤسسات
100%	17%	6%	11%	33%	33%	نسبة المؤسسات من العينة

المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على برنامج Excel 2007

الشكل البياني رقم 2.11 : التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على برنامج Excel 2007

2 - حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة الزمانية في الفترة الممتدة بين 2009-2012 و التي نعتبرها فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة " نسب الربحية و نسب السيولة" المعتمدة بالدراسة على المتغير التابع قيمة المؤسسة ممثلة بـ " سعر السهم السوقي للمؤسسة "، أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الدوحة للأوراق المالية.

3 - مصادر البيانات:

تم جمع بيانات عينة الدراسة من الموقع الالكتروني الخاص بورصة الدوحة ، وذلك من خلال البيانات المتعلقة بالمؤسسات قيد الدراسة و بورصة الدوحة، إضافة إلى التقارير السنوية و دليل المستثمر و التي ينشرها الموقع و هذا كونها معتمدة و مدققة، تتمتع بمصدقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراستنا التجريبية.

ج - متغيرات الدراسة:

1 - المتغير التابع:

المتغير التابع للدراسة يتمثل في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة، و من اجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا سعر السهم السوقى للمؤسسة لفترة الممتدة بين 2009-2012، معتمدين على البيانات الواردة في دليل المستثمر لسنة 2013، ويمكن اعتبار القيمة السوقية للسهم معيارا أساسيا للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة و عاكس لقيمتها و مدى إمكانية نموها واستمرارها.

2 - المتغيرات المستقلة

في دراستنا هذه سنعتمد بداية على 20 نسبة مالية، موزعة بين مجموعتين كالتالي :

الجدول 3. II : المتغيرات المستقلة للدراسة

الرمز	النسبة	الصف
P1	الربح الصافي / عدد الأسهم (EPS)	الربحية
P2	القيمة السوقية/ النتيجة الصافية (PER)	
P3	القيمة السوقية/ الأموال الخاصة (PBR)	
P4	صافي الربح / رأس المال المستثمر × 100 (ROI)	
P5	صافي الربح / إجمالي الأصول × 100 (ROA)	
P6	صافي الربح / الأموال الخاصة × 100 (ROE)	
P7	صافي الربح / رقم الأعمال × 100 (ROS)	
P8	رقم الأعمال / إجمالي الأصول × 100 (R)	
P9	الربح الموزع نقدا للسهم / القيمة السوقية للسهم × 100 (DY)	
L1	الأموال الدائمة / الأصول غير المتداولة	السيولة
L2	الديون قصيرة الأجل/ الأصول المتداولة	
L3	الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول	
L4	الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول	
L5	صافي رأس المال العامل/ إجمالي الأصول	
L6	تدفق خزينة الاستغلال / مصروفات رأسمالية	
L7	تدفق خزينة الاستغلال / مصروفات رأسمالية + توزيعات الأرباح	
L8	تدفق خزينة الاستغلال / الديون القصيرة الأجل	
L9	المتاحات / الديون قصيرة الأجل	
L10	تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الأصول	
L11	تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الديون	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الدراسات السابقة والمراجع المعتمدة

3 شرح النسب الم.الية:

وبإيجاز سنقدم تعريف ودلالة كل متغير من المتغيرات المستقلة المجدولة أعلاه:

أولاً: نسب الربحية:

- 1 - ربحية السهم الواحد (EPS)¹: تمثل نصيب السهم الواحد من الربح الصافي للمؤسسة، فهو مؤشر لمقدار ما سيناله حامل السهم العادي من الأرباح الصافية بعد اقتطاع نصيب الأسهم الممتازة، كلمت ارتفعت دلت على كفاءة الشركة².
- 2 - مضاعف السعر إلى العائد (PER): وهو مقلوب معدل المدرودية ويستعمل لرسملة العوائد بمعنى إيجاد قيمة الأصل بدلالة عدد المرات من العوائد الواجب تحققها لتغطية قيمة الأصل³؛
- 3 - القيمة السوقية إلى الأموال الخاصة (PBR): كلما كانت أكبر من الواحد كلما زادت ثقة المساهمين وتوقعاتهم بارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، فهي تعكس قيمة المؤسسة ودليل على ارتفاعها و انخفاضها⁴؛
- 4 - العائد على الاستثمار (ROI): تمثل مساهمة الأموال المستثمرة في خلق النتيجة الصافية، فهي دليل على ربحية الدينار الواحد من الأموال المستثمرة داخل المؤسسة، وبالتالي مقياس لكفاءة وربحية الشركة من الاستثمارات الرأسمالية، كما يجب أن تكون أعلى من معدل الاقتراض لان أي ارتفاع في الاقتراض يعمل على تخفيض أرباح المساهمين؛
- 5 - العائد على الأصول (ROA): تمثل مساهمة الأصول في خلق النتيجة الصافية، وهي مؤشر على ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها، و مقياس لكفاءة المديرين في استخدام الأصول لتوليد الأرباح؛
- 6 - العائد على حقوق الملكية (ROE): تمثل مساهمة الأموال الخاصة في خلق النتيجة الصافية، بمعنى آخر تمثل ربحية الأموال الخاصة، فهي مؤشر عن ربحية الدينار الواحد من المبيعات و دلالة على كفاءة المديرين في توظيف أموال المساهمين؛
- 7 - صافي الربح إلى رقم الأعمال (ROS): مقياس لصافي الربح المتحقق بعد الفوائد و الضرائب عن كل دينار من رقم الأعمال، و كلما زادت دلت على أن الشركة أكثر ربحية وأكثر سيطرة على التكاليف؛
- 8 - رقم الأعمال إلى إجمالي الأصول (R): مقياس لمساهمة إجمالي الأصول في تحقيق رقم الأعمال، أي حجم المبيعات المتولدة عن كل دينار من قيمة الأصول؛
- 9 - الربح الموزع نقدا للسهم إلى القيمة السوقية للسهم (DY): يقصد به العائد النقدي الذي يستوفيه حامل السهم إلى القيمة السوقية للسهم أي ما يحصله مقابل كل دينار من سعر السهم.

¹ فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

³ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 180.

⁴ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

ثانيا: نسب السيولة¹:

- 1 -الأموال الدائمة / الأصول غير المتداولة: تعبر عن حجم الأموال الدائمة مقارنة بأصول المؤسسة غير المتداولة أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة غير المتداولة في تغطية الأموال الدائمة؛
- 2 -الديون قصيرة الأجل/ الأصول المتداولة: تعبر عن حجم الديون قصيرة الأجل مقارنة بأصول المؤسسة المتداولة أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة المتداولة في تغطية الديون قصيرة الأجل، ويسمى مقلوبها بنسبة التداول؛
- 3 -الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول: تعبر عن حجم الديون قصيرة الأجل مقارنة بأصول المؤسسة أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة في تغطية الديون قصيرة الأجل؛
- 4 -الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول: تعبر عن حجم الديون طويلة الأجل مقارنة بأصول المؤسسة أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة في تغطية الديون طويلة الأجل، وهي مقياس لتقييم قدرة المؤسسة على السداد في الأجل الطويل؛
- 5 -صافي رأس المال العامل/إجمالي الأصول: تعبر عن قدرة الفائض من الأموال الدائمة على تغطية أصول المؤسسة، وتستعمل هذه النسبة للمقارنة بين الشركات مختلفة الأحجام أي أنها تلغي مشكلة الحجم والأرقام المطلقة؛
- 6 -تدفق خزينة الاستغلال / مصروفات رأسمالية: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية؛
- 7 -المصروفات الرأسمالية، وهي مؤشر على قدرة المؤسسة على تمويل شراء الأصول الرأسمالية اللازمة من السيولة النقدية المتولدة عن أنشطة الاستغلال؛
- 8 -تدفق خزينة الاستغلال / مصروفات رأسمالية + توزيعات الأرباح: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية المصروفات الرأسمالية و توزيعات الأرباح، فكلما كانت أكبر من الواحد الصحيح فإن الاستثمار على درجة عالية من الجودة، ودلالة على قدرة المؤسسة على توليد مزيد من الأرباح؛
- 9 -تدفق خزينة الاستغلال / الديون القصيرة الأجل: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية الديون قصيرة الأجل، وكلما زاد هذا المعدل دل على انخفاض احتمال تعرض المؤسسة لمشكلة السيولة؛
- 10 - تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الأصول: تعبر عن مساهمة أصول المؤسسة في توليد تدفقات خزينة الاستغلال، أو هي نسبة مساهمة تدفقات دورة الاستغلال في تغطية الأصول؛
- 11 - التماحات / الديون قصيرة الأجل : تعبر عن قدرة النقود وما في حكمها على تغطية الديون قصيرة الأجل؛
- 12 - تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الديون: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية إجمالي الديون، أي مدى مساهمة هاته التدفقات في تخفيف المؤسسة الإفلاس أو بيع أصولها.

المطلب الثاني: الأسلوب و الأدوات الإحصائية المعتمدة:

¹ فهني مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 29-40.

من أجل الوصول إلى نتائج تتوافق و أهداف البحث اعتمدنا في كل مرحلة على الاسلوب الإحصائي الأنسب وهدف المرحلة بحيث اعتمدنا في المرحلة الأولى على طريقة التحليل العاملي إلى مركبات أساسية ACP، حيث يعرف هذا التحليل بأنه: " تصميم ينصب على فحص ارتباط مجموعة من المتغيرات تمهيدا لتقديم تفسير حول العلاقات بينها من أجل الوصول إلى عدد قليل من المتغيرات الخفية والتي نسميها بالعوامل"، وتعني عبارة عامل هنا مجموعة أبعاد أو متغيرات خفية تتضمن عددا من المتغيرات المرتبطة خطيا، وتتحدد المتغيرات في كل عامل وفقا لدرجة تشبعها فيه، وباعتبار المتغيرات مرتبطة وبنسب مختلفة بالعوامل المستخرجة، فانتماء المتغير إلى العامل يكون وفق أعلى درجة تشبع (ارتباط) بالعامل¹، ولتحقيق ذلك استخدمنا برنامج SPSS 20.0 .

وفي المرحلة الثانية اعتمدنا الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لاختبار فرضيات الدراسة، ودراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المشكلة للعامل المستخرج من التحليل العاملي كل على حدى، ومنه قياس مدى تفسير العوامل من خلال المتغيرات المستقاة المتشعبة بها للمتغير التابع، ومن اجل ذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 7.0.

¹ محمد فوزي شعوبي و عبد الوهاب دادن، مساهمة قطاع الفنادق في الاقتصاد الجزائري، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول اقتصاديات السياحة ودورها في التنمية المستدامة، جامعة بسكرة، الجزائر 2009، ص3 [بتصرف]

المبحث الثاني: تقديم و تفسير نتائج الدراسة

المطلب الأول : تقديم نتائج الدراسة

المرحلة الأولى: التحليل العاملي

بالاعتماد على قاعدة المعطيات المشكلة والمبينة في الملحق رقم (01)، نستخدم أسلوب التحليل العاملي إلى مركبات أساسية وذلك من أجل الإجابة على الأسئلة التالية¹: 86.

✓ ما هو الحد الأدنى من العوامل المفسرة للتباين المشترك بين متغيرات الدراسة؟

✓ هل يمكن تصنيف متغيرات الدراسة إلى مجموعات جزئية متجانسة؟

✓ إذا تحقق ما سبق، ما هي الدلالات المالية لهذه المجموعات (العوامل) ؟ .

أ -تحقق كفاية العينة :

جدول رقم II-4 نتائج اختبار كايزر-ماير-أولكن (K-M-O) and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.733
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	703.246
	Df	78
	Sig.	0

المصدر: من إعداد الطالب إعتامدا على برنامج SPSS 20.0

يبين الجدول رقم (01) أن نتائج اختبار كايزر-ماير-أولكن (K-M-O)، فهو يشير إلى مدى تحقق إحدى فرضيات هذا التحليل وهي تجاوز قيمة (K-M-O) لنسبة 50%، وهو ما يبدو انه محقق لدينا حيث بلغت قيمة المؤشر 0.733، مما يدل على كفاية العينة موضوع الدراسة، كما تظهر نتيجة Bartlett، وهذا دليل على اختلاف مصفوفة الارتباط عن مصفوفة الوحدة، بمعنى أنه يوجد تباينات مشتركة بين متغيرات الدراسة تشكل مجموعة العوامل المخفية، وهو ما نهدف إلى الكشف عنه

¹ - دادن عبد الوهاب، دادن عبد الغني، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام التحليل العاملي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر، العدد 11، 2012، ص 86.

ب - كفاية العينة لكل متغير :

جدول رقم II-5 مصفوفة معاملات الارتباط الصورية Anti-image Matrices

	P1	P4	P5	P6	P7	P8	L1	L2	L5	L7	L8	L10	L11	
Anti-image Correlation	P1	.700 ^a	-.947	-.006	-.148	.041	.095	-.099	.064	.068	.111	-.009	-.091	.036
	P4	-.947	.691 ^a	-.028	.030	-.039	-.242	.094	-.056	-.013	-.146	.006	.118	-.034
	P5	-.006	-.028	.781 ^a	-.492	.060	-.147	.164	.035	-.166	.365	-.136	-.040	-.383
	P6	-.148	.030	-.492	.746 ^a	-.121	.156	.094	-.161	-.128	-.135	-.046	-.203	.361
	P7	.041	-.039	.060	-.121	.697 ^a	.065	-.094	.030	.054	.034	.004	.098	-.081
	P8	.095	-.242	-.147	.156	.065	.790 ^a	-.195	-.140	-.440	-.139	.307	-.224	.020
	L1	-.099	.094	.164	.094	-.094	-.195	.714 ^a	-.071	-.227	.099	.128	-.373	.064
	L2	.064	-.056	.035	-.161	.030	-.140	-.071	.586 ^a	.711	.203	.337	-.221	.037
	L5	.068	-.013	-.166	-.128	.054	-.440	-.227	.711	.649 ^a	.243	.013	-.010	.086
	L7	.111	-.146	.365	-.135	.034	-.139	.099	.203	.243	.727 ^a	-.229	-.413	-.032
	L8	-.009	.006	-.136	-.046	.004	.307	.128	.337	.013	-.229	.807 ^a	-.321	-.265
	L10	-.091	.118	-.040	-.203	.098	-.224	-.373	-.221	-.010	-.413	-.321	.775 ^a	-.424
L11	.036	-.034	-.383	.361	-.081	.020	.064	.037	.086	-.032	-.265	-.424	.782 ^a	

المصدر: من إعداد الطالب إعتقادا على برنامج SPSS 20.0

يفيد الجدول رقم (02) والذي يمثل مصفوفة معاملات الارتباط الصورية (Anti-image Matrices) التحقق من فرضية كفاية العينة لكل متغير من متغيرات الدراسة، وبتتبع الأرقام المؤشر عليها قطريا بالحرف (a) نجد أن جميع المتغيرات ذات معامل ارتباط صوري يفوق 50%، وهو دلالة استيفاء هذه المتغيرات جميعا لفرضية كفاية العينة.

ج جودة تمثيل المتغيرات :

جدول رقم II-6 جودة تمثيل المتغيرات Communalities

	Initial	Extraction
P1	1	0.89
P4	1	0.887
P5	1	0.761
P6	1	0.7
P7	1	0.124
P8	1	0.808
L1	1	0.75
L2	1	0.81
L5	1	0.914
L7	1	0.746
L8	1	0.867
L10	1	0.888
L11	1	0.777

المصدر: من إعداد الطالب إعتقادا على برنامج SPSS 20.0

الجدول رقم (04) يبين انطلاقا من معاملات الارتباط المتعدد وكذا مقدار التباينات المشتركة بين المتغيرات، حيث يقدم العمود الثاني (Extraction) حاصل مجموع مربعات التباينات المشتركة عند كل متغير في العوامل المستخرجة، حيث يظهر أن متغيرات الدراسة المنتقاة نهائيا ذات جودة تمثيل عالية.

د - استخراج العوامل وفق قيمة "القيمة الذاتية" :

جدول رقم II-7 القيم الذاتية ونسب التشتت حول المحاور العاملة Explained Total Variance

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4.951	38.084	38.084	4.951	38.084	38.084	3.071	23.626	23.626
2	2.119	16.301	54.385	2.119	16.301	54.385	3.04	23.383	47.009
3	1.671	12.856	67.242	1.671	12.856	67.242	2.098	16.139	63.148
4	1.182	9.091	76.333	1.182	9.091	76.333	1.714	13.185	76.333
5	0.969	7.451	83.784						
6	0.653	5.02	88.803						
7	0.495	3.81	92.613						
8	0.356	2.739	95.352						
9	0.177	1.361	96.714						
10	0.164	1.262	97.976						
11	0.124	0.95	98.926						
12	0.116	0.89	99.816						
13	0.024	0.184	100						

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج SPSS 20.0

يبين الجدول رقم (04) أعلاه أن هناك أربع عوامل ذات قيم ذاتية¹ أكبر من الواحد، وهذا اعتمادا على أسلوب "كايزر" «Kaiser Criterion» وهو الأكثر شيوعا، و القيمة الذاتية تشير إلى كمية التباين المفسر في المتغيرات من قبل العامل المرتبطة به، أي تشتتها حول كل محور عاملي، ويظهر من الجدول ما يلي:

* تفسر المحاور العاملة الأربعة مجتمعة 76.333 من التباين المشترك للعينة، وهي نسبة عالية ومقبولة لأخذ هذه المحاور كعوامل مفسرة؛

* المحور العاملي الأول يفسر (23.626%) من التشتت الإجمالي وتقابله القيمة الذاتية (4.951)؛

* المحور العاملي الثاني يفسر (23.383%) من التشتت الإجمالي وتقابله القيمة الذاتية (2.119)؛

¹محمد فوزي شعوبي و عبد الوهاب دادن، مساهمة قطاع الفنادق في الاقتصاد الجزائري، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول اقتصاديات السياحة ودورها في التنمية المستدامة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات السياحة ودورها في التنمية المستدامة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2009، ص 10-11، [بتصرف]

* المحور العامل الثالث يفسر (16.139%) من التشتت الإجمالي وتقابله القيمة الذاتية (1.671)؛

* المحور العامل الرابع يفسر (13.185%) من التشتت الإجمالي وتقابله القيمة الذاتية (1.182).

هـ - مكونات العوامل المستخلصة :

جدول رقم 8-II مصفوفة العوامل بعد تدوير المحاور					
	Component				Extraction Method: Principal Component Analysis. Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization
	1	2	3	4	
P1	0.92				a.Rotation converged in 5 iterations
P4	0.91				
P6	0.78				
P5	0.58				
L8		0.867			
L11		0.845			
L10		0.824			
L7		0.813			
L2			-0.87		
L5			0.849		
L1				0.852	
P8				0.667	
P7				-0.326	

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على برنامج SPSS 20.0

يبين الجدول رقم (05) أعلاه العوامل والمتغيرات المرتبطة بكل عامل وكذا نسبة تشعبها فيه، ومنه نستخلص ما يلي:

أ) العامل الأول مفسر بكل من : صافي ربح السهم، العائد على الاستثمار، العائد على الأصول و العائد على حقوق المساهمين؛

ب) العامل الثاني مفسر بكل من : تدفق خزينة الاستغلال/المصروفات الرأسمالية+توزيعات الأرباح، تدفق خزينة الاستغلال/الديون قصيرة الأجل، تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول، تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون؛

ت) العامل الثالث مفسر بكل من : الديون قصيرة الأجل/الأصول المتداولة، صافي رأس المال العامل/إجمالي الأصول؛

ث) العامل الرابع مفسر بكل من : الأموال الدائمة/الأصول غير المتداولة، صافي الربح/رقم الأعمال، رقم الأعمال/إجمالي الأصول

المرحلة الثانية: الانحدار الخطي المتعدد:

تهدف من خلال هذه المرحلة إلى بناء نموذج إحصائي بين سعر السهم كمتغير تابع و المتغيرات المستقلة المسؤولة عن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم، و تهدف طريقة المربعات الصغرى إلى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدنية مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية و المقدرة.

الجدول رقم II-9 نتائج الانحدار الخطي المتعدد- المرحلة الأولى

Dependent Variable: VAL

Method: Least Squares

Date: 05/16/14 Time: 23:37

Sample: 1 72

Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.885800	10.44489	-0.276288	0.7833
L1	0.012974	0.009876	1.313676	0.1943
L10	1.450808	0.700938	2.069810	0.0431
L11	0.079532	0.113513	0.700641	0.4864
L2	0.120125	0.104141	1.153491	0.2536
L5	0.209889	0.332862	0.630558	0.5309
L7	0.017287	0.038259	0.451847	0.6531
L8	-0.060102	0.055298	-1.086884	0.2817
P1	3.246885	1.737690	1.868506	0.0669
P4	0.337226	0.165970	2.031855	0.0469
P5	0.227339	0.768258	0.295915	0.7684
P6	0.199641	0.348243	0.573279	0.5688
P7	0.003759	0.011748	0.319970	0.7502
P8	-0.030033	0.130332	-0.230438	0.8186
R-squared	0.893713	Mean dependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.869040	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	20.80465	Akaike info criterion		9.085087
Sum squared resid	24238.68	Schwarz criterion		9.534786
Log likelihood	-303.9780	Hannan-Quinn criter.		9.263713
F-statistic	36.22127	Durbin-Watson stat		1.212812
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على برنامج Eviews 7.0

بعد استبعاد المتغيرات المستقلة غير المفهومة للنموذج، وهي التي سجلت Prob أكبر من 5%، فحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم II-10 نتائج الانحدار الخطي المتعدد - المرحلة الثانية

Dependent Variable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/14 Time: 00:18
 Sample: 1 72
 Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.42071	3.801463	3.004293	0.0038
L10	1.651218	0.310750	5.313648	0.0000
P1	3.362973	1.662675	2.022629	0.0472
P4	0.363852	0.155403	2.341348	0.0222
R-squared	0.876593	Mean dependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.870984	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	20.64962	Akaike info criterion		8.948716
Sum squared resid	28142.84	Schwarz criterion		9.077201
Log likelihood	-309.2051	Hannan-Quinn criter.		8.999752
F-statistic	156.2726	Durbin-Watson stat		1.159017
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Eviews 7.0

بعد تحديد المتغيرات المكونة للعوامل من خلال أسلوب التحليل العاملي الأساسي، والذي أفرز 13 متغيرة مستقلة موزع على العوامل الأربعة المستخرجة، سنسعى في هذا الجزء إلى تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد للمتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة، حيث بين الجدول رقم (06) ومن خلال نتائج تحليل الانحدار المتعدد وبعد استبعاد المتغيرات غير المفسرة، و الاحتفاظ بالمتغيرات المستقلة (تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول، ربحية السهم، العائد على الاستثمار)، و بالتالي يمكن صياغة معادلة الانحدار المتعدد التالية:

$$PRI=11.42071+1.651218L10+3.362973 P1+0.363852 P4$$

أما بالنسبة للإختبارات المطبقة على النموذج فقد جاءت على المنوال الآتي:

- أ - اختبار جودة التوفيق : بما أن $(R^2 = 0.876593)$ تفسر المتغيرات المستقلة 87.65 % من التغير في المتغير التابع سعر السهم السوقي وهذا دليل على جودة التوثيق العالية؛
- ب - اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة: يتضح أن الاحتمال المرفق بـ t-Statistic لجميع المتغيرات أقل تماما من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع؛
- ج اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نلاحظ أيضا أن $Prob(F-statistic)=0.0000$ أي أن المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية و أن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية؛

د اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: باستخدام اختبار (Durban Watson)، يتضح أن قيمة DW تساوي 1.159017 والتي تقع في مجال "الارتباط الذاتي السالب"، مما يعني أن هناك احتمالية قوية لوجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، أي هناك أخطاء معيارية نتيجة ارتباط الخطأ للفترة الزمانية مع الفترة السابقة لها .
من خلال ما سبق وخاصة نتيجة اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء، فإنه لا يمكننا الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار المتعدد، وسنلجأ إلى النحدر البسيط لكل متغيرة مستقلة مع المتغير التابع على حدى.

المرحلة الثالثة: الانحدار البسيط متغير بمتغير :

بعد استبعاد نموذج الانحدار المتعدد، سنسعى في هذا الجزء إلى تقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع وذلك تترى، وهذا بهدف معرفة أي المتغيرات أكثر تأثيراً على المتغير المستقل سعر السهم السوقي ممثلاً لـ "قيمة المؤسسة"، وقد جاءت النتائج على المنوال الآتي:

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة " الأموال الدائمة/الأصول غير المتداولة ":

الجدول رقم II-11 : تأثير النسبة " L1 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	59.4011	7.37187		0.0000	
L1	0.062746	0.018629	0.001250	0.0012	0.142973

المصدر: من إعداد الطالب إعتقاداً على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (1) : القيمة الاحتمالية لـ (T-stat) بلغت (0.0012) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر «Fisher» بلغت (0.001250) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R²) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة " الديون قصيرة الأجل /الأصول المتداولة ":

الجدول رقم II-12: تأثير النسبة " L2 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	76.58836	12.47997		0.0000	
L2	-0.0748	0.158347	0.638019	0.6380	0.003274

المصدر: من إعداد الطالب إعتقاداً على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (2) : القيمة الاحتمالية لـ (T-stat) بلغت (0.6380) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.6380) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة " صافي رأس المال العامل /إجمالي الأصول:

الجدول رقم II-13 : تأثير النسبة " L5 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	56.76459	8.759838		0.0000	
L5	0.992868	0.383219	0.011705	0.0117	0.011705

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (3) : القيمة الاحتمالية لـ (T-stat) والتي بلغت (0.0117) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.011705) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "تدفق خزينة الاستغلال/مصرفات رأسمالية+توزيعات الأرباح":

الجدول رقم II-14 : تأثير النسبة " L7 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	58.81013	7.615980		0.0000	
L7	0.184515	0.057922	0.002182	0.0022	0.129854

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (4) : القيمة الاحتمالية لـ (T-stat) والتي بلغت (0.0022) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.002182) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "تدفق خزينة الاستغلال/الديون قصيرة الأجل":

الجدول رقم II-15 : تأثير النسبة " L8 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	63.93728	7.826035		0.0000	
L8	0.144484	0.074339	0.056086	0.0561	0.052628

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (5) : القيمة الاحتمالية ل (T-stat) والتي بلغت (0.0561) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.056086) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R²) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول":

الجدول رقم II-16 : تأثير النسبة " L10 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	44.65901	7.655023		0.0000	
L10	3.652779	0.676777	0.000001	0.0000	0.299914

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (6) : القيمة الاحتمالية ل (T-stat) والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.000001) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R²) تساوي تقريبا 30%، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون":

الجدول رقم II-17 : تأثير النسبة " L11 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	58.29854	8.004899		0.0000	
L11	0.447789	0.154883	0.005149	0.0051	0.109466

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (7) : القيمة الاحتمالية لـ **(T-stat)** والتي بلغت (0.0051) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.005149) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "ربحية السهم":

الجدول رقم II-18 : تأثير النسبة " P1 " على سعر السهم السوقى

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	17.55473	4.328047		0.0001	
P1	7.941111	0.460031	0.000000	0.0000	0.814198

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج **Eviews 7.0**

نلاحظ من الجدول (8) : القيمة الاحتمالية لـ **(T-stat)** والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.000000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أكبر من 50%، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "العائد على الاستثمار":

الجدول رقم II-19 : تأثير النسبة " P4 " على سعر السهم السوقى

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	20.24246	4.254630		0.0000	
P4	0.744926	0.043583	0.000000	0.0000	0.811183

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج **Eviews 7.0**

نلاحظ من الجدول (9) : القيمة الاحتمالية لـ **(T-stat)** والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.000000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أكبر من 50%، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "العائد على الأصول":

الجدول رقم II-20 : تأثير النسبة " P5 " على سعر السهم السوقى

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R ²
ثابت الانحدار	32.05061	10.36381		0.0029	
P5	4.597732	0.979229	0.000013	0.0000	0.244826

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج **Eviews 7.0**

الفصل الثاني :

دراسة تأثير نسب السيولة و نسب الربحية على قيمة المؤسسة

نلاحظ من الجدول (10) : القيمة الاحتمالية ل (T-stat) والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.000013) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة بقيمة المؤسسة بالنسبة "العائد على الأموال الخاصة":

الجدول رقم II-21 : تأثير النسبة " P6 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R^2
ثابت الانحدار	20.12032	10.45174		0.0584	
P6	2.945118	0.502576	0.000000	0.0000	0.335549

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (11) : القيمة الاحتمالية ل (T-stat) والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.000000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أكبر من 30% وأقل من 50%، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "هامش صافي الربح":

الجدول رقم II-22 : تأثير النسبة " P7 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R2
ثابت الانحدار	73.06180	7.126999		0.0000	
P7	-0.02406	0.031531	0.447971	0.4480	0.008494

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (12) : القيمة الاحتمالية ل (T-stat) والتي بلغت (0.4480) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.447971) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أقل من 30%، ومنه ليس للنموذج تفسير.

* علاقة قيمة المؤسسة بالنسبة "معدل دوران الأصول":

الجدول رقم II-23 : تأثير النسبة " P8 " على سعر السهم السوقي

المتغير	B	الخطأ المعياري	Prob.F	Prob. T	R2
ثابت الانحدار	33.66467	7.950464		0.0001	
P8	0.960467	0.146887	0.000000	0.0000	0.386038

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 7.0

نلاحظ من الجدول (6) : القيمة الاحتمالية لـ (T-stat) والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع قيمة احتمالية لفيشر بلغت (0.00000) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مع تسجيل معامل التحديد (R^2) أكبر من 30% وأقل من 50%، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

المطلب الثاني : تحليل و تفسير نتائج الدراسة

في دراستنا هذه توصلنا إلى مجموعة نتائج يمكن أن تبث أو تنفي فرضياتنا ومنه يمكن أن تقدم للباحثين و المستثمرين نافذة لفهم بعض المحددات التي ترتبط بقيمة المؤسسة ممثلة بسعر سهمها السوقي و العوامل المؤثرة عليها:

أولاً: بالنسبة للتحليل العاملي إلى عوامل أساسية :

قدم التحليل العاملي إلى عوامل أساسية إختصاراً لعدد المتغيرات المستقلة من 20 إلى 13 متغيرة من خلال إظهار العوامل الخفية المفسرة لسلوك المتغيرات المستقلة فيما بينها، و بالعودة إلى أساسيات التحليل المالي النظرية خلصنا إلى ما يلي:

* العامل الأول: من خلال المكونات المفسرة له (صافي ربح السهم، العائد على الاستثمار، العائد على الأصول و العائد على حقوق المساهمين) يمكن تسمية هذا العامل بـ: "مردودية المؤسسة" كون النسب المذكورة مرتبطة بتحقيق معدلات معينة من المردودية للمؤسسة و المساهمين.

* العامل الثاني: من خلال المكونات المفسرة له (تدفق خزينة الاستغلال/المصروفات الرأسمالية+توزيعات الأرباح، تدفق خزينة الاستغلال/الديون قصيرة الأجل، تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول، تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون) يمكن تسمية هذا العامل بـ: "أداء خزينة الاستغلال" كون النسب المذكورة مرتبطة بتدفق خزينة الاستغلال و مساهمتها في تغطية العناصر الواردة في مقام كل نسبة.

* العامل الثالث: من خلال المكونات المفسرة له (الديون قصيرة الأجل/الأصول المتداولة، صافي رأس المال العامل/إجمالي الأصول) يمكن تسمية هذا العامل بـ: "كفاءة رأس المال العامل" لأن المتغيرات المكونة له تعبر عن رأس المال العامل من بعدين متوازيين.

* العامل الرابع: من خلال المكونات المفسرة له (الأموال الدائمة/الأصول غير المتداولة، صافي الربح/رقم الأعمال، رقم الأعمال/إجمالي الأصول) يمكن تسمية هذا العامل بـ: "جودة الأصول مع إلغاء أثر الحجم" حيث أن المتغيرات المشكلة له تعبر عن جودة الأصول في مقابلة الالتزامات منسوبة إلى إجمالي الأصول مما يلغي أثر الحجم بين المؤسسات في حالة المقارنة.

ثانيا: بالنسبة للانحدار الخطي المتعدد:

كشفت نتائج هذا الاختبار عن عدم وجود تأثير لنسب الربحية أو السيولة على عر السهم السوقى وبالتالي قيمة المؤسسة، ويرجع ذلك إحصائيا إلى وجود ارتباط أخطأ معيارية للفترة الزمانية مع الفترة السابقة لها، إذ نعتقد أن عدم وجود دلالة إحصائية لنتائج التحليل للانحدار المتعدد، لا يعني عدم وجود تأثير لنسب الربحية والسيولة على قيمة المؤسسة واقعيًا، فقد يكون هذا بتأثير تذبذبات قيمة الدولار في فترة الدراسة و بالتالي تأثر أسعار النفط والغاز الذين هما دعامة أساسية للاقتصاد القطري، إضافة إلى وجود أزمة في قطاع العقارات في قطر في تلك الفترة تأثرا بالأزمة المالية العالمية الأخيرة.

ثالثا: بالنسبة للانحدار الخطي البسيط:

من خلال الانحدار الخطي البسيط تمكنا من تحديد أربعة (04) نماذج ذات دلالة إحصائية وبالتالي هناك (04) متغيرات مستقلة لها تأثير معتبر على قيمة المؤسسة معبرا عنها بسعر السهم السوقى، مجيبة على فرضيات الدراسة، وبالتالي فإننا نستخلص ما يلي:

* توافقت دراستنا مع دراسة (المليجي 2007)، حيث تحققت عندنا وجود دلالة إحصائية للمتغير نسبة " تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول" على القيمة السوقية لسعر السوقية بمستوى تفسير متوسط وبمعامل انحدار موجب (3.652779=B) ، ومنه يمكن صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$PRI=44.65901 + 3.652779L10$$

وبالتالي فإن كل زيادة في هذه النسبة بدرجة واحدة يساهم في زيادة سعر السهم السوقى بـ 3.65 وحدة نقدية، وبالتالي فلنسبة " تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول" دور إيجابي في تحديد اتجاه قيمة سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

* تؤثر نسبة " ربحية السهم" على القيمة السوقية لسعر السوقية بنسبة بمستوى تفسير قوي، و ذلك بمعامل انحدار موجب يقدر بـ (B =7.941111)، ومنه يمكن صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$PRI=17.55473 + 7.941111 P1$$

أي أن كل زيادة في هذه النسبة بدرجة واحدة يساهم في زيادة سعر السهم السوقى بـ 7.94 وحدة نقدية، وبالتالي فلنسبة " ربحية السهم" دور إيجابي في تحديد اتجاه قيمة سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

* تؤثر نسبة " العائد على الاستثمار" على القيمة السوقية لسعر السوقية بمستوى تفسير قوي وبمعامل انحدار (0.744926=B) ، ومنه يمكن صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$PRI=20.24246 + 0.744926 P4$$

ومنه فإن كل زيادة في هذه النسبة بدرجة واحدة يساهم في زيادة سعر السهم السوقي بـ **0.74** وحدة نقدية، وبالتالي فنسبة "العائد على الاستثمار" دور إيجابي في تحديد اتجاه قيمة سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

* توافقت نتائج دراستنا مع دراسة كل من (عبد الله 1995)، (باشيخ 2005) و دراسة (المليحي 2007)، حيث تحقق عندنا وجود دلالة إحصائية للمتغير نسبة "العائد على حقوق الملكية" على القيمة السوقية لسعر السوقية بمستوى تفسير متوسط وبمعامل انحدار ($B = 0.502576$)، ومنه يمكن صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$PRI = 20.12032 + 0.502576 P6$$

يعني أن كل زيادة في هذه النسبة بدرجة واحدة يساهم في زيادة سعر السهم السوقي بـ **0.50** وحدة نقدية، وبالتالي فنسبة "العائد على حقوق الملكية" دور إيجابي في تحديد اتجاه قيمة سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

* توافقت نتائج دراستنا مع دراسة (المليحي 2007) و دراسة (مفيد، الظاهر 2010) حيث تحقق عندنا وجود دلالة إحصائية للمتغير نسبة "معدل دوران الأصول" على القيمة السوقية لسعر السوقية بمستوى تفسير متوسط وبمعامل انحدار ($B = 0.960467$)، ومنه يمكن صياغة معادلة الانحدار التالية:

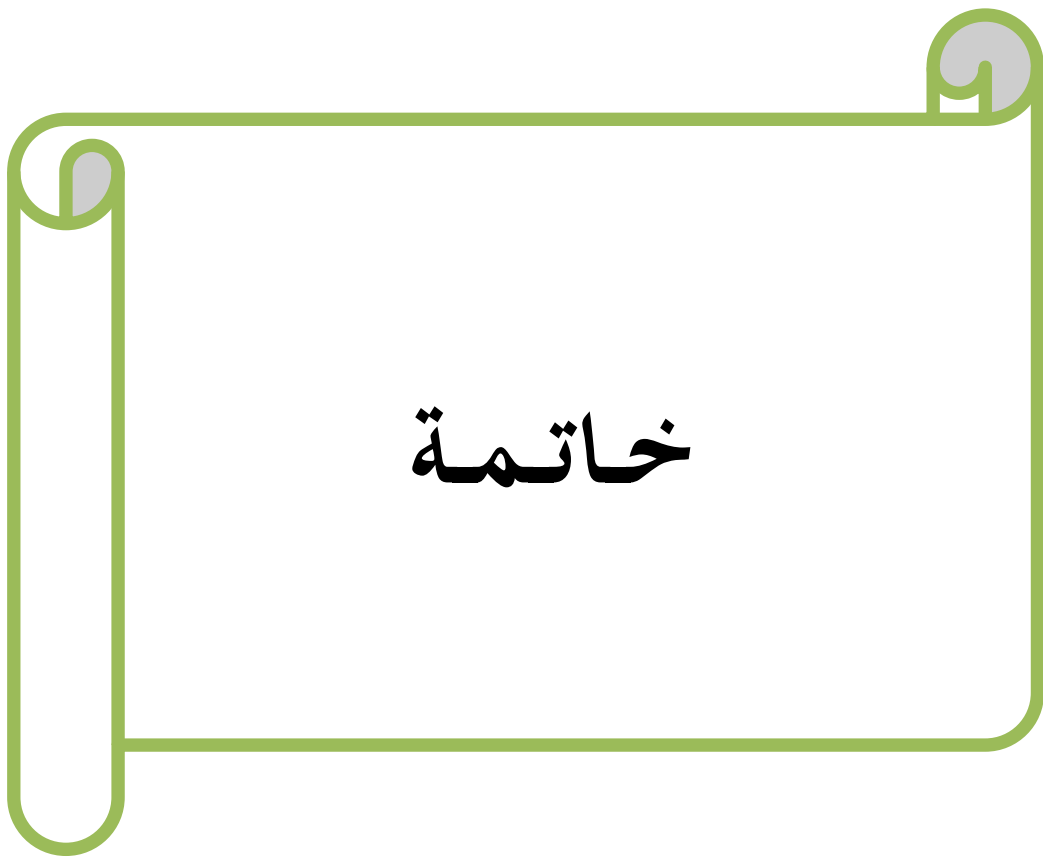
$$PRI = 33.66467 + 0.960467 P8$$

يعني أن كل زيادة في هذه النسبة بدرجة واحدة يساهم في زيادة سعر السهم السوقي بـ **0.96** وحدة نقدية، وبالتالي فنسبة "معدل دوران الأصول" دور إيجابي في تحديد اتجاه قيمة سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

خلاصة :

تعتبر بورصة قطر من بين أهم البورصات في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصية عالية و أداء جيد حيث تعتبر الثانية بعد البورصة السعودية من حيث الرسملة غير أن حجم المؤسسات يعتبر قليلا مقارنة مع مثيلاها من البورصات العالمية حيث لم يتجاوز عددها 42 مؤسسة اقتصادية فقط.

و من خلال ما تقدم من نتائج متوصل إليها يتضح أن هناك 13 نسبة من بين 20 نسبة مستخدمة في الدراسة تساهم في إعطاء حد أدنى من العوامل المفسرة للتباين المشترك لمتغيرات الدراسة، حيث قدم التحليل العملي أربعة عوامل أساسية مصنفة كما يلي: (مردودية المؤسسة، أداء خزينة الاستغلال، كفاءة رأس المال العامل، جودة الأصول مع إلغاء أثر الحجم)، كما أن هناك خمس نسب فقط من النسب الـ 13 لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع سعر السهم السوقي و بشكل موجب، و هي "ربحية السهم، العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول" تعتبر الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي فإن نسب الربحية هي الأكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة.



خاتمة

حاولنا في هذا العمل دراسة العلاقة بين نسب الربحية و نسب السيولة من جهة و القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية من جهة ثانية، حيث من خلاله أردنا الإجابة على الإشكالية التالية : ما مدى تأثير نسب الربحية ونسب السيولة على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؟.

تطلب تحقيق ذلك الاعتماد على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012) ، ومن ثم تقسم الدراسة إلى فصلين، الأول نظري أوجزنا فيه المفاهيم المرتبطة بمتغيرات الدراسة، وفي الثاني تطبيقي استعنا فيه بكل من التحليل العاملي إلى مركبات أساسية و تحليل الانحدار الخطي بنوعيه المتعدد وال بسيط، وقد أسفرت الدراسة على مجموعة نتائج معتبرة، وكذلك بعض المقترحات التي نراها هامة للباحثين وللمستثمرين في الأسواق المالية، كما فتحت أمامنا هذه النتائج أبعادا مهمة لتطوير الدراسة من حيث أبعادها الزمانية والمكانية ومن حيث الأدوات المستخدمة في التحليل، سنوردها جميعا كما يلي:

أ - نتائج الدراسة واختبار الفرضيات :

1 -كشفت التحليل العاملي إلى عوامل أساسية أن هناك أربعة تصنيفات جزئية (عوامل) للمتغيرات المستقلة ذات دلالة مالية تسمح بإعطاء قراءة ثانية لنتائج تحليل الانحدار المتعدد البسيط، حيث أن المتغيرات المستقلة التي أفرزها تحليل الانحدار البسيط و المذكورة أعلاه تشترك ثلاث منها وهي "ربحية السهم" ، " العائد على حقوق الملكية " و "العائد على الاستثمار" تنتمي إلى العامل الأول " مردودية المؤسسة " الذي استخلصناه بواسطة التحليل العاملي إلى مركبات أساسية، أي أن التحليل العاملي ساهم في إيجاد دلالة إضافية نوعية لتأثير نسب الدراسة على قيمة سعر السهم، حيث أفاد هذا التحليل أن النسب المالية المرتبطة بمردودية المؤسسة لها تأثير على قيمة المؤسسة المدرجة في بورصة قطر.

و بالتالي أجبنا على الفرضية الأولى بالقبول؛

2 -إن نسب السيولة باستثناء نسبة (تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول) ليس لها تأثير على سعر السهم السوقية و بالتالي على قيمة المؤسسة، وهذا ما يناقض ما توصلت إليه دراسة كل من (الخدش و العبادي 2005) و (الخدش و صيام 2003)؛ التي اتفقت على أن مؤشرات النقدية أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة من مؤشرات الربحية.

إذا نرفض الفرضية الثانية أي أن نسب السيولة ليس تأثير على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة قطر.

3 -إن أربع (04) نسب من نسب الربحية كانت أعلى تأثيرا على قيمة المؤسسة، أي أن نسب الربحية أفضل تفسيرا لسلك سعر السهم وهو ما يتوافق مع دراسة (العواد 2011) و (المليحي 2007) و دراسة (عبد الله 1995) .

وبالتالي نقبل الفرضية الثالثة وهو أن نسب الربحية تؤثر على قيمة المؤسسة المدرجة في بورصة قطر بشكل إيجابي.

4 -تعتبر نسب الربحية أعلا تأثيرا من نسب السيولة، إن لم تكن وحدها الأقدرا على تفسير التغير في القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي نقبل الفرضية الرابعة.

ثالثا : التوصيات و آفاق البحث

بالنظر إلى حدود الدراسة الزمانية و المكانية، حيث أن لهذين البعدين أثر على النتائج، ومن خلال ما تم التوصل إليه من نتائج فإننا نقترح التوصيات التالية:

أ - التوصيات:

1 -نوصي المستثمر في بورصة قطر بالإعتماد على نسب الربحية بشكل أكبر في تقييمه لسلوك أسعار الأسهم الشركات المدرجة في البورصة بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دلالة؛

2 -على المسيرين الماليين إعطاء إهتمام كبير للموازنة بين إدارة الربحية و إدارة السيولة.

ب -آفاق البحث:

1 -إعادة إجراء الدراسة من اختبار كفاءة بورصة قطر؛

2 -إعادة إجراء هذه الدراسة مع توسيع العينة من حيث: عدد البورصات و توزيعها الجغرافي و كذا من حيث الفترة الزمانية لإعطاء فرصة للمقارنة بين النتائج من حيث الأسواق و القطاعات التي تنتمي إليها المؤسسات المسعرة؛

3 -توسيع فئة المتغيرات المستقلة لتشمل نسب المردودية ونسب النشاط مع انتهاج نفس الخطوات التي قمنا بها في دراستنا؛

4 -اختبار بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ودراسة تأثيرها على قيمة المؤسسة.



قائمة المراجع

I - الكتب :

- 1 -أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية"إطار في التنظيمي تقييم الأدوات "، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة العربية، 2010؛
- 2 -إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) ، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006؛
- 3 -بنيامين جراهام، وران بافيت، المستثمر الذكي، مكتبة جرير، السعودية، طبعة 2010، منقحة؛
- 4 - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008؛
- 5 -خايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010؛
- 6 -فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، SME Financial، رام الله، فلسطين، 2008؛
- 7 -مغوظ جودة، التحليل الإحصائي باستخدام SPSS، دار وائل للنشر، 2008؛
- 8 -محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي"محاضرات و تطبيقات" ، دار مكتب حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، طبعة 2007؛
- 9 -محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على أسهم الشركات، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2009.

II -البحوث الجامعية :

- 1 - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012.
- 2 - هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير"غير منشورة"، جامعة الجزائر 2008.
- 3 - سعيد هتهات، دراسات اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2005.
- 4 - عبد الوهاب دادن ، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008؛

- 5 - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006، 2008، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة 200 و2009.

6 - المقالات المنشورة :

- 1 - الخدّاش والعبادي، "علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، الأردن، المجلد 32، العدد 2005، 1، ص 141-153؛
- 2 جاشيخ، عبد اللطيف بن محمد ، "العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم" ،مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز، مجلة الاقتصاد والإدارة، مجلد 19، عدد 2005/2، ص 171-185؛
- 3 حسيام، الخدّاش، "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية". مجلة دراسات العلوم الإدارية، الأردن، المجلد...، العدد؛
- 4 عبد الله، عبد القادر، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 1، العدد 1/1995، ص: 135 - 155؛
- 5 عبدالغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتص ادية، مجلة الباحث ،جامعة ورقلة، العدد 2006/04؛
- 6 - عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة_ حالة المؤشر CAC40 _ خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009، مجلة الباحث، العدد 10/2012؛
- 7 - سعيد الظاهر، سام الفقهاء، "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008م"، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد 26، العدد 2011/07.

7 - المؤتمرات و الملتقيات :

- 1 - محمد فوزي شعوبي و عبد الوهاب دادن، مساهمة قطاع الفنادق في الاقتصاد الجزائري، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول اقتصاديات السياحة ودورها في التنمية المستدامة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات السياحة ودورها في التنمية المستدامة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2009؛
- 2 - شاهر فلاح العرود، " أثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردنية"، المؤتمر العلمي الدولي، الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل، جامعة الزرقاء، الأردن، 24-25 أبريل 2013؛
- 3 - المليحي: "دراسة واختبار مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء الشركات المساهمة المصرية"، المصدر والسنة مجهولة.

ثانيا: المصادر والمراجع الأجنبية :

- Feltham, G. and Ohlson, J. (1995). "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities". Contemporary Accounting Research, 11: 689-731.
- Selvon, M. (2008). "How Liabilities Assets Ratio Determines Financial Status". Available at: <http://ezinearticles.com/?How-Liabilities-Assets-Ratio-Determines-Financial-Status&id=1261935>
- Jacques Teulié, toposcalain, finance, 2eme édition, Vuibert, 1997.

المواقع الالكترونية:

<http://www.qe.com.qa>

http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3868

<http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>



قائمة الملاحق

الملاحق رقم 02: النسب المالية لمؤسسات العينة

المؤسسة	نوع الشركة	السنة	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	L1	L2	L3	L4	L5	L6	L7	L8	L9	L10	L11	
البنوك	QNCB	2009	9.34	8.43	1.8292	95.43	16.51	25.20	27.45235	60.13574	7.61	103.98555	84.46549	17.24593	6.63279	3.17179	47.82084	240.53755	125.20148	12.58191	21.59216	90.42427	
		2010	10.46	11.18	2.4181	104.62	17.91	24.68	42.86343	37.80121	4.66	121.09964	40.39630	10.56149	6.61992	1.58321	132.61689	1132.61038	153.87641	16.22541	36.23710	62.56144	
		2011	9.06	12.37	2.3755	90.56	16.98	22.01	46.06936	37.80121	5.36	120.29414	31.05997	8.02999	3.50724	1.796386	17.96386	187.14114	130.11551	22.49443	193.91378	94.58853	
التأمين	QIMD	2009	4.03	8.71	1.2237	86.62	15.86	19.88	44.10638	35.95811	5.61	130.68916	36.18631	8.11090	4.41143	1.41349	65.409561	138.33351	68.273675	139.58981	19.27308	208.97863	
		2010	5.63	9.51	1.0674	56.27	15.03	19.20	52.03659	25.20082	4.75	115.95080	36.18631	7.26331	5.84207	1.27106	128.73063	138.33351	64.21047	132.14622	4.66447	35.52787	
		2011	5.21	1.09	1.7596	52.09	14.36	18.94	65.02897	22.07113	4.67	118.49397	39.23873	5.04446	4.40259	1.74837	31.50487	10.48975	12.71686	183.07080	0.69999	7.06562	
التجزئة	GISS	2009	4.03	7.37	2.0340467	41.80	15.33	31.04	36.92120	25.03935	5.65	115.44674	41.66749	12.07130	6.71251	1.914777	70.21674	30.44010	46.74066	62.94579	143.37985	43.51320	
		2010	5.63	8.77	1.7171232	32.49	10.40	20.98	29.55184	32.50935	4.56	134.23065	37.43343	30.49572	16.36392	1.732325	168.88279	160.80217	49.29650	64.22454	42.93432	88.73575	
		2011	1.9	12.88	136.8658	20.23	6.14	15.98	19.52508	31.99015	3.98	103.83653	30.99915	32.05887	16.79866	1.949260	69.71237	49.74732	36.23953	74.06980	15.03332	32.64273	
الخدمات المالية	IQCD	2009	9.02	12.87	3.2910469	88.65	17.77	29.20	50.33129	35.92321	5.00	858.43653	7.23834	34.76104	23.00647	13.22127	36.23953	36.62104	15.95051	38.34459	5.54442	5.45837	
		2010	10.44	13.86	3.4877484	94.40	17.17	29.26	45.33398	36.94543	3.99	130.41114	33.01086	16.69920	21.87900	20.79450	112.50968	69.45479	146.58282	155.39409	176.82995	15.64013	79.14623
		2011	14.42	9.22	2.7467645	144.20	12.56	35.87	47.88118	44.99780	5.64	135.01706	45.33358	14.42458	16.87602	23.15968	22.52065	123.12825	104.29508	176.82995	15.64013	79.14623	
الخدمات العامة	QEWS	2009	9.22	10.59	2.7857559	94.49	5.24	30.58	35.64395	14.68088	5.48	142.70267	64.69897	12.97024	11.87475	6.070778	46.643076	149.38502	185.13938	185.33675	22.55753	95.33380	
		2010	11.98	9.15	3.2392240	119.83	5.41	37.47	34.01707	15.48609	5.47	92.67392	132.71168	23.97945	59.21856	20.47273	32.74423	39.24665	49.31374	52.33426	7.37546	9.20663	
		2011	1.3	10.74	4.3250840	129.97	5.79	54.65	30.34249	19.58628	4.66	97.07761	112.00897	24.93084	61.08828	2.67294	49.02268	214.20558	44.20223	10.50097	12.20771		
الخدمات العامة	MCCS	2009	7.75	12.12	3.0828563	116.30	14.21	28.55	9.58934	148.19863	5.05	326.79289	51.09119	42.02774	2.08552	796.16201	40.23250	796.16201	273.58089	66.09962	31.08837	27.8018	
		2010	9.72	14.31	3.8117002	97.15	14.64	33.00	11.68706	12.17639	79.21291	5.19	180.50419	54.14811	43.17511	1.89028	36.56746	120.03193	74.91957	132.18418	12.73971	10.00984	
		2011	9.01	12.98	2.4732380	81.59	9.64	23.64	12.17639	79.21291	5.19	180.50419	54.14811	43.17511	1.89028	36.56746	120.03193	74.91957	132.18418	12.73971	10.00984		
الخدمات العامة	QWNS	2009	6.65	9.72	7.8701411	66.49	6.65	8.52	40.26642	16.62307	6.19	104.64572	64.69897	7.53724	10.32206	4.11247	38.79081	58.81003	52.20034	104.51015	1.00237	24.80597	
		2010	6.21	8.22	9.854811	95.94	8.26	10.64	58.43092	14.16414	5.07	108.19284	64.69897	103.64947	14.42458	11.98640	19.44811	59.74852	40.27266	48.08273	5.86038	28.99220	
		2011	6.21	12.32	8.248236	62.08	5.34	6.99	32.53601	16.62307	6.19	104.64572	64.69897	7.53724	10.32206	4.11247	38.79081	58.81003	52.20034	104.51015	1.00237	24.80597	
الخدمات العامة	GWCS	2009	0.93	0.00	1.7222	3.93	2.46	3.29	13.20860	18.61433	0.00	129.64828	26.26599	7.53246	14.62272	10.89912	63.29625	44.02272	45.53063	122.05994	16.62744	27.55640	
		2010	2.04	20.23	1.7053	20.56	8.44	15.87	58.25202	20.33035	4.94	189.36745	47.38831	16.02475	44.31668	17.79323	37.81384	35.96257	32.50078	40.58878	38.78357	38.944	
		2011	1.56	24.77	1.4338	15.58	4.94	12.89	14.71351	19.33543	4.94	113.34980	16.65105	9.59535	16.33998	14.62272	10.89912	63.29625	44.02272	45.53063	122.05994	16.62744	
الخدمات العامة	QCTS	2009	1.06	20.56	2.0651955	10.63	5.38	12.00	16.68048	17.10971	0.00	113.20351	12.46884	2.06645	8.52329	3.95713	0.63658	0.63658	26.37804	55.62634	38.4494	12.53685	
		2010	1.07	17.41	1.6211584	12.00	2.08	10.24	24.37188	4.77990	2.22	110.88110	34.30596	0.96645	8.52329	3.95713	0.63658	0.63658	26.37804	55.62634	38.4494	12.53685	
		2011	1.5	11.78	6.723330	15.03	2.65	12.19	24.36155	10.89752	3.59	116.14821	45.70969	4.32386	8.52329	3.95713	0.63658	0.63658	26.37804	55.62634	38.4494	12.53685	
الخدمات العامة	MCGS	2009	1.38	11.16	4.8582287	13.82	2.48	10.87	22.39693	11.07135	6.48	104.45025	48.14799	3.82188	90.46538	4.11589	63.92981	248.47427	79.38104	172.24795	2.28654	5.60997	
		2010	1.62	5.59	0.6896	13.90	5.60	6.41	18.51860	30.22883	11.05	114.36431	42.88819	7.20331	1.19523	8.31424	14.70328	285.12563	103.45142	58.60927	6.04170	65.23080	
		2011	1.39	17.59	0.9171	16.90	4.71	5.44	13.32066	34.10890	4.00	114.36431	42.88819	7.20331	1.19523	8.31424	14.70328	285.12563	103.45142	58.60927	6.04170	65.23080	
الخدمات العامة	QFIS	2009	2.08	18.44	1.4036	17.11	15.92	5.25	18.2	15.91862	46.02922	5.04	121.13603	31.74902	2.79687	16.13830	32.647062	133.92458	103.10403	97.03942	74.6291	79.66596	
		2010	2.86	12.39	1.7445	24.51	7.17	10.21	43.15105	9.17577	8.23	97.44571	110.29810	21.92066	0.87079	-2.04665	19.86620	18.54356	20.2195	82.62836	4.82736	21.88055	
		2011	2.34	31.75	3.1725	25.77	7.36	0.00	75.52290	9.52474	1.83	86.26099	188.78555	25.29892	1.03029	-1.89783	74.14962	146.35354	146.35354	146.35354	146.35354	146.35354	
الخدمات العامة	ZHCD	2009	5.85	9.94	1.2236	20.66	9.94	9.49	18.23962	54.52104	2.34	119.16132	58.87268	18.71129	4.88143	13.07135	139.97189	117.50184	49.06473	50.58022	8.71930	39.67394	
		2010	6.28	9.71	1.0183	62.84	8.78	12.67	16.26647	53.99478	4.10	124.27631	48.85978	15.72799	16.46185	17.85987	120.78936	42.83945	74.17991	54.61097	9.18064	17.93399	
		2011	6.65	7.31	0.4930	64.98	4.30	10.95	28.95131	14.83995	0.00	97.44571	131.6665	129.94232	12.13439	-5.60301	-215.47837	-142.29270	-22.05587	11.34627	-14.68051		
الخدمات العامة	SIIS	2009	1.3	8.17	0.7196	13.02	4.79	8.70	7.48454	65.02505	6.58	115.16600	71.13708	30.52884	11.91980	12.13396	-2.01531	47.90254	47.90254	108.31696	16.32609	8.82434	
		2010	1.42	7.22	0.6171	14.17	4.98	9.24	8.36061	59.98419	9.77	121.69883	71.13708	30.52884	11.91980	12.13396	-2.01531	47.90254	47.90254	108.31696	16.32609	8.82434	
		2011	3.39	7.90	0.6509	15.29	3.64	10.14	8.54418	42.79088	8.28	98.75220	102.80079	31.68390	24.15615	-0.86322	17.12310	13.43557	34.68650	12.01326	5.71173	13.45562	
الخدمات العامة	QFIS	2009	25.57	5.75	1.4517	276.18	17.59	29.43	15.36730	124.91426	6.30	233.29842	79.49476	26.68962	33.48844	58.78792	34.68650	71.5032	27.61117	190839	31.7152	19.59592	
		2010	31	8.62	2.3098	310.00	17.46	29.25	15.25506	124.52506	4.08	232.16976	39.69521	43.59982	28.42887	2.71677	38.71718	40.86527	19.11241	8.21618	126.18009	2.45513	8.08779
		2011	22.78	8.60	1.9992	284.81	17.62	26.93	12.53346	150.96006	4.58	232.16976	39.69521	43.59982	28.42887	2.71677	38.71718	40.86527	19.11241	8.21618	126.18009	2.45513	8.08779
الخدمات العامة	QMLS	2009	1.05	16.92	1.5416	10.52	6.66	9.60	11.49432	186.56760	3.64	278.17642	36.87622	35.61477									

لملحق رقم (03): القيم السوقية لمؤسسات العينة

المؤسسة	القيمة السوقية 2009	القيمة السوقية 2010	القيمة السوقية 2011	القيمة السوقية 2012
الرعاية	254704105	509408210	688123245	1004744370
السينما	91357024	160912940	424602532	324888417
قطر للوقود	4999050000	9786825000	10187100000	14293125000
السلام	1118402460	999634057	1254342789	1447222671
ودام	320400000	275400000	573300000	1058400000
زاد	585446400	613803960	621350730	769166798
الخليج الدولية	4162835477	3851974386	3223494355	4460180850
صناعات قطر	62755000000	75900000000	73150000000	85305000000
مجمع المناعي	2233440000	3302640000	3387225600	3695155200
كهرباء وماء	10000000000	12760000000	13960000000	13240000000
التحويلية	1263000000	1296000000	2257200000	2102760000
الاسمنت	3517388114	5222517885	5499266752	5253763772
بروة	8662500000	14047399396	11654282878	10681471286
إزدان القابضة	30109710000	80901149076	58858901573	48275439776
Ooredoo	21281333382	26209333393	24780800000	33313280000
مخازن	515000000	595000000	1472408524	1593292669
ناقلات	13440000000	11200000000	9805600000	8545600000
الملاحة	46528297720	10685201160	8761177800	7226540120

من إعداد الطالب اعتمادا على القوائم المالية لمؤسسات العينة و دليل المستثمر لبورصة قطر

الملحق رقم 04: نتائج الانحدار البسيط للمتغيرات المستقلة

Method: Least Squares
Date: 05/18/14 Time: 19:37
Sample: 1 72
Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	59.40110	7.371870	8.057807	0.0000
L1	0.062746	0.018629	3.368092	0.0012
R-squared	0.142973	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.130370	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	53.61147	Akaike info criterion		10.82956
Sumsquaredresid	195444.9	Schwarz criterion		10.89380
Log likelihood	-377.0346	Hannan-Quinn criter.		10.85508
F-statistic	11.34405	Durbin-Watson stat		0.552545
Prob(F-statistic)	0.001250			

المصدر: مخرجات Eviews 7.0

Dependent Variable: VAL
Method: Least Squares
Date: 05/18/14 Time: 19:36
Sample: 1 72
Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	76.58836	12.47997	6.136904	0.0000
L2	-0.074833	0.158347	-0.472590	0.6380
R-squared	0.003274	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	-0.011384	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	57.81605	Akaike info criterion		10.98057
Sumsquaredresid	227303.3	Schwarz criterion		11.04481
Log likelihood	-382.3198	Hannan-Quinn criter.		11.00608
F-statistic	0.223341	Durbin-Watson stat		0.597825
Prob(F-statistic)	0.638019			

المصدر: مخرجات Eviews 7.0

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:37
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	56.76459	8.759838	6.480096	0.0000
L5	0.992868	0.383219	2.590861	0.0117
R-squared	0.089845	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.076461	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	55.24820	Akaike info criterion		10.88970
Sumsquaredresid	207560.7	Schwarz criterion		10.95395
Log likelihood	-379.1396	Hannan-Quinn criter.		10.91522
F-statistic	6.712560	Durbin-Watson stat		0.651563
Prob(F-statistic)	0.011705			

Eviews 7.0 المصدر: مخرجات

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:35
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	58.81013	7.615980	7.721938	0.0000
L7	0.184515	0.057922	3.185569	0.0022
R-squared	0.129854	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.117058	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	54.02023	Akaike info criterion		10.84475
Sumsquaredresid	198436.6	Schwarz criterion		10.90899
Log likelihood	-377.5662	Hannan-Quinn criter.		10.87027
F-statistic	10.14785	Durbin-Watson stat		0.670781
Prob(F-statistic)	0.002182			

Eviews 7.0 المصدر: مخرجات

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:31
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	63.93728	7.826035	8.169818	0.0000
L8	0.144484	0.074339	1.943576	0.0561
R-squared	0.052628	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.038696	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	56.36646	Akaike info criterion		10.92978
Sumsquaredresid	216048.1	Schwarz criterion		10.99402
Log likelihood	-380.5423	Hannan-Quinn criter.		10.95530
F-statistic	3.777488	Durbin-Watson stat		0.622764
Prob(F-statistic)	0.056086			

المصدر : مخرجات 7.0 Eviews

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:35
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	44.65901	7.655023	5.833949	0.0000
L10	3.652779	0.676777	5.397312	0.0000
R-squared	0.299914	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.289619	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	48.45471	Akaike info criterion		10.62729
Sumsquaredresid	159654.4	Schwarz criterion		10.69153
Log likelihood	-369.9552	Hannan-Quinn criter.		10.65281
F-statistic	29.13098	Durbin-Watson stat		0.740335
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر : مخرجات 7.0 Eviews

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:33
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	58.29854	8.004899	7.282858	0.0000
L11	0.447789	0.154883	2.891142	0.0051
R-squared	0.109466	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.096370	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	54.64943	Akaike info criterion		10.86791
Sumsquaredresid	203086.1	Schwarz criterion		10.93215
Log likelihood	-378.3769	Hannan-Quinn criter.		10.89343
F-statistic	8.358699	Durbin-Watson stat		0.558580
Prob(F-statistic)	0.005149			

Eviews 7.0 المصدر: مخرجات

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:26
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.55473	4.328047	4.056039	0.0001
P1	7.941111	0.460031	17.26212	0.0000
R-squared	0.814198	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.811466	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	24.96236	Akaike info criterion		9.300771
Sumsquaredresid	42372.13	Schwarz criterion		9.365014
Log likelihood	-323.5270	Hannan-Quinn criter.		9.326289
F-statistic	297.9809	Durbin-Watson stat		1.316534
Prob(F-statistic)	0.000000			

Eviews 7.0 المصدر: مخرجات

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:27
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	20.24246	4.254630	4.757748	0.0000
P4	0.744926	0.043583	17.09204	0.0000
R-squared	0.811183	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.808407	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	25.16405	Akaike info criterion		9.316865
Sumsquaredresid	43059.59	Schwarz criterion		9.381108
Log likelihood	-324.0903	Hannan-Quinn criter.		9.342383
F-statistic	292.1379	Durbin-Watson stat		1.158336
Prob(F-statistic)	0.000000			

Eviews 7.0 المصدر: مخرجات

Dependent Variable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:30
 Sample: 1 72
 Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	32.05061	10.36381	3.092552	0.0029
P5	4.597732	0.979229	4.695259	0.0000
R-squared	0.244826	Mean dependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.233720	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	50.32503	Akaike info criterion		10.70304
Sum squared resid	172217.4	Schwarz criterion		10.76728
Log likelihood	-372.6063	Hannan-Quinn criter.		10.72856
F-statistic	22.04546	Durbin-Watson stat		0.743366
Prob(F-statistic)	0.000013			

Eviews 7.0 المصدر: مخرجات

Dependent Variable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:28
 Sample: 1 72
 Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	20.12032	10.45174	1.925069	0.0584
P6	2.945118	0.502576	5.860045	0.0000
R-squared	0.335549	Mean dependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.325778	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	47.20543	Akaike info criterion		10.57505
Sum squared resid	151528.0	Schwarz criterion		10.63929
Log likelihood	-368.1268	Hannan-Quinn criter.		10.60057
F-statistic	34.34013	Durbin-Watson stat		0.878279
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات Eviews 7.0

Dependent Variable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:38
 Sample: 1 72
 Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	73.06180	7.126999	10.25141	0.0000
P7	-0.024065	0.031531	-0.763222	0.4480
R-squared	0.008494	Mean dependent var		71.67714
Adjusted R-squared	-0.006087	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	57.66446	Akaike info criterion		10.97531
Sum squared resid	226112.9	Schwarz criterion		11.03956
Log likelihood	-382.1360	Hannan-Quinn criter.		11.00083
F-statistic	0.582507	Durbin-Watson stat		0.627383
Prob(F-statistic)	0.447971			

المصدر: مخرجات Eviews 7.0

DependentVariable: VAL
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/14 Time: 19:38
 Sample: 1 72
 Includedobservations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	33.66467	7.950464	4.234302	0.0001
P8	0.960467	0.146887	6.538810	0.0000
R-squared	0.386038	Meandependent var		71.67714
Adjusted R-squared	0.377009	S.D. dependent var		57.48974
S.E. of regression	45.37652	Akaike info criterion		10.49602
Sumsquaredresid	140014.0	Schwarz criterion		10.56026
Log likelihood	-365.3608	Hannan-Quinn criter.		10.52154
F-statistic	42.75604	Durbin-Watson stat		0.658532
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات Eviews 7.0