دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010□2015)"

أد. محمد زرقون• & د. نفيسة حجاج•• & أ. صليحة حجاج•••

ملخص

نهدف من خلال دراستنا إلى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROE & ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA & MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015)، وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وكذا اختبارات الاستقرارية واختبار BDS لاختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44.6 في المائة، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30 في المائة لعوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية : أداء مالي، مؤشرات تقليدية، مؤشرات حديثة، عوائد الأسهم.

Studying the ability of conventional and modern financial performance indicators to interpret stock returns "Case Study of Companies Listed on the Qatar Exchange for the Period (2010-2015)"

Zergoune Mohamed & HadjajNafissa &Hadjaj Saliha

Abstract

In our study, we aim to test the ability of traditional performance indicators (ROE & ROA) compared to the recent EVA & MVA in interpreting stock returns. The study sample includes 30 companies listed on the Qatar Stock Exchange for the period 2010-2015. We use simple and multiple linear regression models, stability tests as well as BDS test to examine efficiency at the weak level. The estimation results showed the existence of positive relationship between all the traditional and modern financial performance indicators studied and stock returns , except for the recent indicator of economic value added, the traditional indicators outperforms stock returns, with an interpretation rate of 44.6%, compared to recent indicators that did not exceed 30%. In addition, we found that the Qatar Exchange market is not efficient at the weak level.

Key words: Financial performance, traditional indicators, recent indices, stock returns.

• مخبر التمويل، مالية المؤسسة، مالية الأسواق؛ كُلّية العُلوم الاقتصاديّة والعُلوم التّجاريّة وعُلوم التّسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر Zergounemed@gmail.com

•• مخبر التمويل، مالية المؤسسة، مالية الأسواق؛ كُلّية العُلوم الاقتصاديّة والعُلوم التّجاريّة وعُلوم التّسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر Nafissa19561@gmail.com

••• مخبر التمويل، مالية المؤسسة، مالية الأسواق؛ كُلّية العُلوم الاقتصاديّة والعُلوم التّجاريّة وعُلوم التّسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة / الجزائر Saliha.hadjadj@gmail.com

مقدمة :

يعتبر هدف تعظيم القيمة والربح من أهم الأهداف التي تسعى الشركة إلى تحقيقها، من أجل تعظيم قيمة أسهمها ومنه الرفع من قيمة العائد على السهم، بما يضمن لها البقاء في السوق وجلب المستثمرين إليها، لذلك تحتاج الشركة دائما إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في سوق الأوراق المالية، ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن، وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات.

إن الأساليب المحاسبية التقليدية المستخدمة في تقييم أداء المؤسسة قد واجهت عدة انتقادات لاعتمادها على الأرباح المحاسبية وتأثرها بالطرق المحاسبية المستخدمة، ومنه أصبح من الضروري مراجعة هذه الطرق للتغلب على عيوبها، فأصبحت الحاجة ملحة لتوفير أدوات أكثر دقة من خلال الاعتماد على الطرق القياسية، لذلك تأتي هذه الدراسة كحالة تطبيقية تقارن بين المؤشرات المحاسبية التقليدية والمؤشرات الاقتصادية الحديثة وأيهما أكثر تفسيرا لعوائد الأسهم، وذلك تحت الاشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)؟

هدف الدراسة: يتمثل الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو اختبار قدرة المؤشرات التقليدية المحاسبية للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم، وذلك من أجل إيجاد أي المؤشرات أقرب تفسيرا لعوائد الأسهم.

أهمية الدراسة : تكمن أهمية هذه الدراسة في البحث عن مدى نجاح استخدام المؤشرات الحديثة للأداء المالي المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء المالي في بورصة قطر للأوراق المالية، بعد تضارب نتائج الدراسات السابقة في هذا الموضوع.

حاولنا دراسة هذا الموضوع من خلال تجزئته إلى ثلاثة محاور أساسية :

I. المحور الأول: الدراسات السابقة

1. دراسة (سمير رواشدة، 2006)[1] : هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة كل من مقاييس الأداء التقليدية والمتمثلة في (ROA, CFO & ROE) في تفسير عوائد الأسهم (EPS) وذلك بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 47 شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان المالية، للفترة (1998-2004)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط وتحليل الانحدار وخلصت الدراسة أن لمؤشرات الأداء التقليدية قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة لعوائد الأسهم باستثناء مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية.

2. دراسة (عبد الله صلاح سعود حردان، 2009)[2] : هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر كل من المؤشرات المحاسبية (ROE, ROA, NICM, EPS, ER, DR & LR) ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على القيمة السوقية (MV)، وذلك بغرض التوصل لبناء نموذج يمكن من خلاله تقييم أداء البنوك، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 23 بنك تجاري مدرج في سوق عمان المالي، للفترة (2001-2007)، باستعمال مجموعة من الأساليب الإحصائية (تحليل التباين، تحليل الارتباط، تحليل التمايز، الانحدار اللوجستي والتحليل العاملي)، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها :

- وجود تأثير لجميع المتغيرات المدروسة على القيمة السوقية للبنوك التجارية؛
- بينت الدراسة وجود تفاوت بين المؤشرات المحاسبية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير القيمة السوقية للبنوك التجارية؛
- توصلت الدراسة إلى بناء نموذج مكون من أربعة عوامل يمكن الاعتماد عليها وبدرجة ثقة عالية في تفسير التغير في القيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالي.

3. دراسة (حسنية صديقي، 2015)[3] : هدفت هذه إلى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، وذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء التقليدية (ROE, ROA, CFO & EPS)، والمؤشران الحديثان (EVA & MVA) (كمتغيرات مستقلة)، وعائد السهم (TSR) ، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 36 شركة مدرجة في سوق باريس للأوراق المالية للفترة (2008-2013)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الآثار المجمعة، الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وذلك بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، وخلصت الدراسة في الأخير إلى أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما أضهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية.

4 . **دراسة** (Gabriela Chmelíková, 2008)[4] : هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين EVA ومعايير الأداء التقليدية ROE & ROA للوقوف على قدرتها على خلق قيمة للمساهمين، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 18 شركة مدرجة في بورصة جمهورية التشيك، للفترة (2000-2005)، وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار الخطي البسيط، وخلصت الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في ثروة المساهمين بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية ROA & ROE.

5. **دراسة** (Habibollah Nakhaei, Nik Intan Norhan Bnti Hamid, 2013)[5]: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع المؤشرات المحاسبية والمتمثلة في النتيجة الصافية(NP) ونتيجة الاستغلال (OP) للقيمة السوقية للأسهم، حيث طبقت الدراسة على 87 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، للفترة (2004-2008)، وذلك باستعمال الانحدار الخطي

البسيط، وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات المحاسبية أكثر قدرة على تفسير القيمة السوقية للأسهم بالمقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة.

II. الإطار النظري للدراسة

1.2 الأداء المالي

1.1.2 مفهوم الأداء المالي : تعددت التعاريف التي تناولت الأداء المالي نذكر منها :

- يعرف الأداء المالي بمدى قدرة المؤسسة على استغلال الأمثل لمواردها ومصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل الثروة[6].
- يعرف على أنه "مقياس للتغيرات في الوضع المالي للمؤسسة"[7]؛
- يعبر الأداء المالي عن تعظيم النتائج وذلك من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتدنئة التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل وذلك بغية تحقيق التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء[8].

2.1.2 مؤشرات قياس الأداء المالي : يعتبر قياس الأداء أحد مراحل عملية التقييم، حيث يتم قياس الأداء المالي من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات التقليدية (المؤشرات المحاسبية) ومجموعة من المؤشرات الحديثة (مؤشرات خلق القيمة).

أولا : المؤشرات التقليدية للأداء المالي

يقاس الأداء المالي استنادا إلى البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، ويتم قياسه بمجموعة من المؤشرات **(نسب السيولة ،نسب أداء هيكل رأس المال، نسب الربحية)**، سنحاول في هذا الجزء التطرق الى نسب الربحية با التفصيل كون أنّ هذه النسب هي نسب تقليدية وأكثر تعبيرا على الأداء المالي حسب ما تناولته العديد من الدراسات ، أما بقية النسب التقليدية الأخرى سنتطرق إليها باختصار، وتتمثل نسب قياس الأداء المالي فيما يلي :

1.نسب الربحية :

تقيس نسب الربحية مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة[9]، وتتمثل فيما يلي :

أ – العائد على حقوق الملكية (ROE) : تشير هذه النسبة إلى العائد المتحقق جراء استثمار المالكين في الشركة، وتعبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك وقدرتها على تحقيق أرباح مرضية لهم[10]، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي[11] : ROE = النتيجة الصافية / حقوق الملكية.

ب – العائد على الأصول (ROA) : يبين هذا المعدل نسبة الربح المحقق على كل دينار مستثمر في الأصول، وكلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت ربحية الشركة أفضل، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي[12] : ROA= النتيجة الصافية / مجموع الأصول .

2.نسب أداء هيكل رأس المال : كما تسمى أيضا نسب المديونية، تساعد هذه النسب المحلل المالي الحكم على مدى قدرة الشركة الوفاء بالتزاماتها، ومن نسب هذه المجموعة نجد[13] : (نسبة قابلية السداد، نسبة الاستقلالية المالية ونسبة الرافعة المالية).

3.نسب السيولة : تمثل نسب السيولة مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل حين استحقاقها، ومن نسب هذه المجموعة نجد[14] : (نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة ونسبة السيولة الجاهزة).

ثانيا : المؤشرات الحديثة للأداء المالي

1 ـ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث سنة 1991 للتغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات المحاسبية التقليدية نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية، ويعتبر بديلا لمؤشر الربح المتبقي الذي يعتبر مؤشر داخلي للأداء، حيث قام الباحثين stewart & stern بتقديم هذا النموذج[15]، و تعرف على أنها "القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال"[16].

ولقد قامت شركة Stern Stewart بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروح منه رأس المال، وتعطى العلاقة المبسطة للقيمة الاقتصادية المضافة كالتالي[17] :

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة– (تكلفة رأس المال× رأس المال المستثمر).

2 ـ القيمة السوقية المضافة (MVA) :

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم[18]، ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة كالتالي[19] :

القيمة السوقية المضافة : القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

2.2– عوائد الأسهم

1.2.2 تعريف عائد السهم : يعرف العائد على أنه مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة[20].

2.2 أشكال عائد السهم وطرق حسابه

هناك العديد من المقاييس التي يعتمد عليها المتعاملين في السوق المالي في اتخاذ قراراتهم، ومن أهم مقاييس عائد السهم نذكر ما يلي :

عائد السهم الكلي (TSR)

يعرف معدل عائد السهم الكلي للسهم بأنه معدل المردودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة، حيث يهدف إلى إعطاء صورة على الأداء التاريخي والحالي للمؤسسة[21]، ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية[22] :

$$\text{عائد السهم الكلي} = \frac{\text{السعر الابتدائي} - \text{السعر النهائي} + \text{توزيعات الأرباح للسهم}}{\text{السعر الابتدائي}}$$

III. الدراسة الميدانية

يتمثل الجزء الميداني لهذه الدراسة أساسا في معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات، ومدى تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع وذلك من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة.

1.3-الطريقة والأدوات المستخدمة

سيتم من خلال هذا العنصر توضيح عينة الدراسة، بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

1.1.3العينة وحدود الدراسة :

تتمثل عينة الدراسة في 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية موزعة على جميع القطاعات ما عدى قطاع البنوك والتأمينات أنظر الملحق (1) خلال الفترة (2010-2015) ، وهي فترة كافية لإجراء الدراسة.

2.1.3 وصف متغيرات الدراسة :

المتغير التابع : يتمثل في عوائد الأسهم (TSR)، وبغية الحصول على أحسن تمثيل لعائد السهم فقد تم الاعتماد على نسبة عائد السهم الكلي.

المتغيرات المستقلة : وتمثلت في مجموعة من مؤشرات الأداء المالي المحاسبية التقليدية والحديثة، ويمكن إيجازها في ما يلي :

أ. المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي : العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA).

ب. المؤشرات الحديثة للأداء المالي : وتمثلت في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA).

وقد تم الاعتماد على طريقة المتوسطات من خلال حساب جميع متغيرات الدراسة لجميع المؤسسات خلال فترة الدراسة ومن ثم حساب المتوسط لكل متغير لوحده لجميع المؤسسات، وذلك بالاستعانة ببرنامج Excel 2007، وذلك لتوحيد وتجانس معطيات الدراسة.

3.1.3الأدوات المستخدمة في الدراسة

تم الحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بمؤسسات عينة الدراسة من القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في سوق قطر المالي للفترة (2010-2015) المنشورة في موقع الرسمي للسوق القطري و التقارير الإحصائية السنوية وأسعار الإغلاق اليومية من الموقع الرسمي لبورصة قطر للأوراق المالية[23] **وكذا** التقارير المنشورة عن صندوق النقد العربي[24]. كما تم الاعتماد على بعض الأدوات الإحصائية متمثلة في : نماذج الانحدار وذلك لمعرفة قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة في تفسير عوائد الأسهم ، واختبارات استقرارية السلاسل الزمنية وهذا من خلال استخدام اختبار ADF، من أجل معرفة هل الأسعار تتحدد عشوائيا أم لا ؟ وكذا اختبار BDS، لمعرفة مدى كفاءة سوق قطر عند المستوى الضعيف.

2.3عرض وتحليل نتائج الدراسة

1.2.3تحليل الانحدار لعائد السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

سيتم في هذا الجزء عرض نتائج الانحدار لاختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي ممثلة بمؤشرات الأداء الربحي في تفسير عوائد الاسهم ممثل بعائد السهم الكلي.

بعد قيامنا بالتمثيل النقطي لـ 30 مشاهدة انطلاقا من معطيات الشركات محل الدراسة، لم نستطع تمييز العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لكن بما أن بعض المتغيرات المدروسة سالبة، سنعتمد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وذلك بصياغة معادلتين للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية ومن ثم اختيار النموذج الأحسن بناءا على عدة معايير إحصائية، وتوصلنا في الأخير الى أن النموذج الأمثل هو:

$$TSR= B_0 + B_1\ ROE + B_2 ROA$$

والجدول الموالي يوضح نتائج **التقدير الأمثل للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي**

الجدول رقم (1)

نتائج التقدير الأمثل للعائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/15/16 Time: 16:05
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.209344	0.090346	2.317139	0.0283
ROE	3.662942	0.949871	3.856253	0.0006
ROA	1.306991	0.546278	2.392537	0.0240

R-squared	0.485073	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.446931	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.353349	Akaike info criterion	0.851917
Sum squared resid	3.371093	Schwarz criterion	0.992036
Log likelihood	-9.778749	Hannan-Quinn criter.	0.896742
F-statistic	12.71732	Durbin-Watson stat	1.964505
Prob(F-statistic)	0.000128		

المصدر : من إعداد الباحثون استنادا إلى الملحق رقم (03) والبرنامج الإحصائي Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه يمكن تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر وذلك من خلال الاختبارات التالية

أ. اختبار المعنوية الكلية للنموذج : نلاحظ من خلال الجدول رقم (1)أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.000128 أقل من 0.05 وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا، وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر.

ب. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

– **اختبار المعنوية الإحصائية ل** B_0 : انطلاقا من الجدول رقم (1) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_0 تساوي 0.0283 أقل من 0.05 ومنه القيمة المقدرة $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي لها دلالة إحصائية معنوية.

–**اختبار المعنوية الإحصائية ل** B_1 : انطلاقا من الجدول رقم (1) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_1 تساوي 0.0006 أقل من 0.05 ومنه القيمة المقدرة $\widehat{B_1}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي وبالتالي لها دلالة إحصائية معنوية

– **اختبار المعنوية الإحصائية ل** B_2

انطلاقا من الجدول رقم (1) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_2 تساوي 0.024 أقل من 0.05 أي أن B_2 تختلف معنويا عن الصفر، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_2}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي لها دلالة إحصائية معنوية.

ت. اختبار جودة التوفيق :

من خلال الجدول رقم (1) يمكن ملاحظة أن المعادلة المقدرة تفسر 44.6 في المائة من التغيرات الإجمالية لعوائد الأسهم، أما النسبة المتبقية ترجع إلى متغيرات مفسرة أخرى غير داخلة في النموذج.

بعد تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقبول وجب علينا تفسير علاقة العائد على السهم بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي، معادلة النموذج المقبول هي :

$$TSR = 0.209 + 3.662 \times ROE + 1.306 \times ROA$$

تفسير العلاقة

- B_0 : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدر للمتغير التابع العائد على السهم عند انعدام المتغيرات المستقلة العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، بمعنى انه عندما يساوي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول الصفر القيمة المقدرة لعائد السهم هي 0.209.
- B_1 : معلمة المتغير المستقل العائد على حقوق الملكية، عند زيادة العائد على حقوق الملكية بـ واحد وحدة يزيد العائد على السهم بـ 3.662 وحدة، مع ثبات العائد على الأصول، أي أن العلاقة بين العائد على السهم والعائد على حقوق الملكية هي علاقة طردية.

B_2 : معلمة المتغير المستقل العائد على الأصول، عند زيادة العائد على الأصول بـ واحد وحدة يزيد العائد على السهم بـ 1.306 وحدة، مع ثبات العائد على حقوق الملكية، أي أن العلاقة بين العائد على السهم والعائد على الأصول طردية.

2.2.3 تحليل الانحدار لعائد السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي

بعد قيامنا بالتمثيل النقطي لم نستطع تمييز العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لكن بما أن بعض المتغيرات المدروسة سالبة، سنعتمد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وذلك بصياغة أربعة معادلات للعائد على السهم بدلالة المؤشرات الحديثة، بحيث شملت المعادلة الأولى والثانية العائد على السهم والمؤشرين (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة) ولكن بعد إجراء عليهم اختبارات إحصائية تبين لنا أنه لا توجد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم ، لهذا في المعادلة الثالثة والرابعة شملت العائد على الأسهم والقيمة السوقية المضافة فقط، ومن خلال المفاضلة بين المعادلة الثالثة والرابعة بناءا على عدة معايير إحصائية، وتوصلنا الى أن النموذج الأمثل للدراسة هو :

$$TSR= B_0 + B_1 MVA$$

والجدول التالي يلخص أهم النتائج للتقدير الأمثل للمتغير التابع TSR بدلالة المؤشر الحديث MVA :

الجدول رقم (2)

نتائج التقدير الامثل للعائد على السهم بدلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: TSR
Method: Least Squares
Date: 03/17/16 Time: 16:16
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.199268	0.089074	2.237115	0.0334
MVA	0.006177	0.001697	3.640870	0.0011

R-squared	0.321310	Mean dependent var	0.386501
Adjusted R-squared	0.297071	S.D. dependent var	0.475131
S.E. of regression	0.398354	Akaike info criterion	1.061390
Sum squared resid	4.443210	Schwarz criterion	1.154803
Log likelihood	-13.92085	Hannan-Quinn criter.	1.091274
F-statistic	13.25594	Durbin-Watson stat	1.598467
Prob(F-statistic)	0.001091		

المصدر : من اعداد الباحثون استنادا على الملحق رقم (03) والبرنامج الإحصائي Eviews 9

– تشخيص القوة الإحصائية للنموذج

أ. اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2)أن إحصائية فيشر تقدر بـ 0.001 أقل من 0.05 وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا، وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر.

ب. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

– **اختبار المعنوية الإحصائية لـ B_0** : انطلاقا من الجدول رقم (2)نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_0 تساوي 0.033 أقل من 0.05 ومنه القيمة المقدرة $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي لها دلالة إحصائية معنوية.

– **اختبار المعنوية الإحصائية لـ B_1** : انطلاقا من الجدول رقم (2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ B_1 تساوي 0.001 أقل من 0.05 ومنه ، أي أن القيمة المقدرة $\widehat{B_1}$ هي قيمة غير عشوائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية.

ت. اختبار جودة التوفيق : من خلال الجدول رقم (2) يمكن ملاحظة أن المعادلة المقدرة تفسر 29.1 في المائة من التغيرات الإجمالية لعوائد الأسهم، أما النسبة المتبقية ترجع إلى متغيرات مفسرة أخرى غير داخلة في النموذج.

بعد تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقبول وجب علينا تفسير علاقة العائد على السهم بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي، معادلة النموذج المقبول هي :

$$TSR = 0.1992 + 0.0061 \times MVA$$

تفسير العلاقة

- B_0 : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدر للمتغير التابع العائد على السهم عند انعدام المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة، بمعنى انه عندما تساوي القيمة الاقتصادية الصفر القيمة المقدرة لعائد السهم هي 0.1992.
- B_1 : معلمة المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة، عند زيادة القيمة السوقية المضافة بـ واحد وحدة يزيد العائد على السهم بـ 0.0061 وحدة، أي أن العلاقة بين العائد على السهم القيمة السوقية المضافة هي علاقة طردية.

3.2.3اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف

سنحاول من خلال هذا الفرع اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف، وذلك من خلال دراسة سلوك الأسعار لأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر والمعبر عنها بمؤشر السوق، وحتى يتسنى لنا ذلك لا بد من إجراء الاختبار ADF لدراسة الاستقرارية، واختبار BDS.

أولا : اختبار استقرارية مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

- اختبار Augmented Dickey-Fuller (1981)

نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول رقم (3)

نتائج إختبار ADF

Null Hypothesis: IM has a unit root		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
Test ADF	Exogenous	Prob
النموذج الأول	Constant	0.4674
النموذج الثاني	Constant, Linear Trend	0.8466
النموذج الثالث	None	0.8474

المصدر : من إعداد الباحثون بالاعتماد على الملحق رقم (02) و(04) وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار ADF أكبر من 0.05 ومنه نقبل B_0 ونرفض H_1 أي أن هناك جدر وحدوي في السلسلة، وهي غير مستقرة.

ثانيا : اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة

الجدول التالي يوضح نتائج إحصائية BDS :

الجدول رقم (4) :

نتائج إحصائية BDS

BDS Test for IM
Date: 05/05/16 Time: 11:02
Sample: 2010M01 2015M12
Included observations: 72

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.174017	0.006622	26.27800	0.0000
3	0.301626	0.010605	28.44240	0.0000
4	0.384834	0.012720	30.25324	0.0000
5	0.438064	0.013354	32.80477	0.0000
6	0.469107	0.012970	36.16809	0.0000

Raw epsilon	3262.021		
Pairs within epsilon	3666.000	V-Statistic	0.707176
Triples within epsilon	197074.0	V-Statistic	0.527997

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	1641.000	0.660362	1733.000	0.697384	0.486345
3	1527.000	0.632298	1670.000	0.691511	0.330672
4	1431.000	0.609974	1616.000	0.688832	0.225140
5	1341.000	0.588674	1560.000	0.684811	0.150610
6	1258.000	0.568973	1506.000	0.681140	0.099866

المصدر : من إعداد الباحثون بالاعتماد على الملحق رقم (04) وبرنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن إحصائية BDS من اجل كل بعد 2، 3، 4، 5 و6 أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96 عند نسبة مجازفة 0.05، أي نقبل فرضية الارتباط بين المشاهدات ونرفض فرضية الاستقلالية والتي تعني أن سلسلة مؤشر بورصة قطر قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وهو ما يدل على أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

3.3تحليل ومناقشة النتائج

أظهرت نتائج الدراسة ما يلي :

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على حقوق الملكية وعائد السهم لكونه يقيس مردودية الأموال الخاصة، فكلما ارتفع هذا المعدل كلما كان الأداء مرضيا، كما أنه يقيس نمو الثروة للمساهمين، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم، كذلك وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الأصول وعائد السهم، لكون هذا المؤشر يقيس النتيجة التي حققتها الشركة من خلال استخدامها لأصولها، ومنه فأرباح المؤسسة هنا تعكس قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا أساسيا لتفسير عوائد الأسهم؛

وجود علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم، وهذا يعود إلى درجة الارتباط بينها وبين العائد على السهم، لأن في حساب هذا المؤشر أدخلنا القيمة السوقية للسهم، لهذا ينظر المستثمر القطري إلى هذا المؤشر بأنه مؤشر عام لقياس الأداء الخارجي للشركة، كما أظهرت النتائج كذلك فشل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسر عوائد الأسهم، يمكن أن يعود ذلك لعدم الإدراك الكافي للمستثمر القطري لمفهوم تكلفة رأس المال ،كما يمكن إرجاع فشله لكون الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة يتطلب إجراء عدد كثير من التسويات على صافي الدخل المحاسبي، إلا أن هذه الدراسة لم تأخذ بعين الاعتبار هذه التعديلات لعدم كفاية المعلومات نضرا لعدم شفافية المعلومات واكتفاء المؤسسات بالإفصاح الإلزامي فقط الذي حال دون إجرائها، وحتى ولو قامت المؤسسات المدرجة في بورصة قطر بإجراء هذه التعديلات، فقد تخضع هذه التعديلات للتقديرات الشخصية، أو قد يتم تكييفها لتنسجم مع أهدافهم المخططة، ولا شك أن ذلك سيقلل من مصداقيتها ويضعف من فعاليتها كمؤشر لتفسير عوائد الأسهم، وبالتالي يعتبر هذا المؤشر معيارا غير صالحا للتنبؤ بالعوائد المستقبلية؛

بينت الدراسة التطبيقية تفوق المؤشرات التقليدية للأداء المالي في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44.6 % بالمقارنة على المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة التفسير 30%، ويمكن إرجاع ذلك إلى اعتماد المؤشرات التقليدية المعتمدة في هذه الدراسة في حسابها على الأرباح، وحساب الأرباح له دور كبير في استقطاب المستثمرين أو إبعادهم من خلال ارتفاعه أو انخفاضه ، كما من شأنه مساعدة المستثمرين في القراءة والتحليل الاقتصادي للوضع واتخاذ القرار الصائب وبالتالي فالمستثمرين ينظرون إلى مؤشرات الأداء الربحي أنها المعيار الأساسي التي يمكن الاعتماد عليها لتفسير عوائد الأسهم، كما يمكن إرجاع قدرة المؤشرات المحاسبية التقليدية في تفسير عوائد الأسهم إلى أن المستثمرين في بورصة قطر يعتمدون بشكل أساسي على التحليل الفني نضرا لعدم كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف، لذلك المستثمر القطري لا يزال يعتمد على المعلومات المحاسبية، بمعنى أن المؤشرات التاريخية للشركات تلعب دورا كبيرا في تحديد أسعار أسهمها.

استنادا إلى اختبار الاستقرارية تم التوصل أن السلسلة بها جدر وحدوي وهي غير مستقرة، وبالاعتماد على إحصائية BDS خلصنا إلى أن مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015) قابل للتنبؤ على المدى القصير، أي أن بورصة قطر للأوراق المالية غير كفئة عند المستوى الضعيف.

خاتمة

تعتبر بورصة قطر من أهم الأسواق الخليجية والعربية، حيث تم تصنيفها سنة 2014 ضمن الأسواق العربية الناشئة من طرف وكالة "ستاندرد انديوز"، حاولنا من خلال بحثنا هذا اختبار قدرة المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر، وكذا اختبار كفاءتها عند المستوى الضعيف، حيث أظهرت النتائج أن جميع المؤشرات المدروسة لها علاقة مع عوائد الأسهم ما عدى المؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أن المؤشرات التقليدية الممثلة بمؤشرات الأداء الربحي هي الأكثر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر تعتبر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

التوصيات :

على ضوء النتاج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من التوصيات والاقتراحات التالية:

- رغم الانتقادات الموجهة للمؤشرات التقليدية إلا أننا نوصي المستثمرين في بورصة قطر للأوراق المالية التركيز على الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية عند اتخاذ قرار الاستثمار وعند بناء توقعاتهم، لما لها من تأثير على عوائد الأسهم، لذا وفي هذا الصدد نوصي بمراعاة التوجه المحاسبي الذي قامت به شركة Stern Stewart، وزيادة تحلي المسؤولين بشفافية والمصداقية عند إعداد القوائم المالية ذلك لسد بعض الثغرات التي يستغلها أصحاب السلطة في تغير نتائج الأرباح المحاسبية؛
- ضرورة الاهتمام بالعلاقة القوية بين نسب الربحية وعوائد الأسهم، حيث أن نسب الربحية تعكس الأداء الكلي للمؤسسة، وتدل على مدى إتباع المؤسسة لسياسات وإجراءات استثمارية سليمة ومناسبة؛
- على الشركات زيادة الاهتمام بالمؤشرات الاقتصادية، والتأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة داخل المؤسسة للتحسين من أدائها بشكل ينعكس على عوائد الأسهم؛
- إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف عن مدى فعالية استخدام المؤشرات المحاسبية والاقتصادية في بورصة الأوراق المالية، وذلك للحد من عشوائية المضاربة في الأسهم، وتوعية
- المستثمرين باستخدام هذه المؤشرات كأحد أهم الوسائل العلمية الصحيحة للاستثمار ؛
- على الشركات المدرجة في بورصة قطر التوسع في الإفصاح على المعلومات المحاسبية وعدم الاكتفاء بالإفصاح الإلزامي فقط، ذلك لتشجيع الباحثين لإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية في هذا المجال.

الملاحق :

الملحق رقم (01) : شركات عينة الدراسة

اسم الشركة	القطاع	اسم الشركة	القطاع
الرعاية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	مجمع المناعي	الصناعات
الميرة	البضائع والخدمات الاستهلاكية	مسيعيد	الصناعات
السينما	البضائع والخدمات الاستهلاكية	كهرباء وماء	الصناعات
قطر للوقود	البضائع والخدمات الاستهلاكية	المستثمرين	الصناعات
الطبية	البضائع والخدمات الاستهلاكية	التحويلية	الصناعات
السلام	البضائع والخدمات الاستهلاكية	الاسمنت	الصناعات
ودام	البضائع والخدمات الاستهلاكية	بروة	العقارات
زاد	البضائع والخدمات الاستهلاكية	إزدان القابضة	العقارات
دلالة	الخدمات	مزايا قطر	العقارات
الإسلامية القابضة	الخدمات	المتحدة للتنمية	العقارات
قطر وعمان	الخدمات	اوريدو	اتصالات
الإجارة	الخدمات	فودافون قطر	اتصالات
اعمال	الصناعات	مخازن	النقل
صناعات قطر	الصناعات	ناقلات	النقل
الخليج الدولية	الصناعات	الملاحة	النقل

المصدر : من إعداد الباحثون بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة قطر.

الملحق رقم (02) : نتائج اختبار ADF لسلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.619579	0.4674
Test critical values:	1% level	-3.525618	
	5% level	-2.902953	
	10% level	-2.588902	

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.420420	0.8466
Test critical values:	1% level	-4.092547	
	5% level	-3.474363	
	10% level	-3.164499	

Null Hypothesis: IM has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.616973	0.8474
Test critical values:	1% level	-2.597939	
	5% level	-1.945456	
	10% level	-1.613799	

المصدر : من إعداد الباحثون بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**

الملحق رقم (03) : متغيرات الدراسة

	عائد السهم	المؤشرات التقليدية للأداء المالي		المؤشرات الحديثة للأداء المالي	
رقم الشركة	TSR	ROE	ROA	EVA	MVA
1	0.70932594	0.18984	0.16377	176 477 446	76.2683
2	0.27847922	0.20729	0.09937	347 776.581	42.01
3	0.03774513	0.08981	0.076005	487 311 193	7.43
4	0.56338615	0.14055	0.13827	-14 548 238	20.66
5	0.89734113	0.20729	0.09937	347 776.58	115.06
6	0.7853156	0.22677	0.09873	539 312.304	66.77
7	0.84790566	0.24968	0.19114	3 261 538.18	111.76
8	0.18469143	0.1343	0.02776	21 550 423.3	52.09
9	-0.0189066	0.09744	0.02923	49198.1445	18.09
10	-0.1988708	0.05352	0.05087	16 867 452.3	2.24
11	0.39128805	0.0805	0.07344	45 451653	33.06
12	-0.3467875	0.02245	0.017883	10 057 096.7	-4.51
13	0.21906033	0.16412	0.016886	1 203 960 239	-0.82

14	0.67172809	0.23951	0.067251	396 428.666	-9.92
15	0.61992771	0.1267	0.06261	74 909 190.9	26.38
16	0.84010609	0.0849	0.6685	1 943 192.46	-16.67
17	0.93145787	0.2395	0.29115	15 430 0340	109.41
18	0.84035706	0.1017	0.15335	161 845 082	-20.92
19	0.90363252	0.08809	0.06917	-6 147 193.4	26.15
20	1.22026503	0.23328	0.16288	1427 217 802	149.15
21	0.15228834	0.1909	0.06434	-5 387 972	7.91
22	0.47421626	0.2144	0.11789	-249 387 875	35.43
23	0.36172784	0.0509	0.04048	597 641 149	-9.73
24	0.27184161	0.06516	0.03797	229 559 320	14.71
25	0.34439227	0.13535	0.06343	3 692 624.82	1.23
26	-0.4814861	0.04131	0.03271	10863707.3	9.39
27	-0.1804561	0.1205	0.0887	567574189	1.96
28	0.95036485	0.09227	0.0298	5 625 658.42	45.81
29	-0.6575773	0.03119	0.02369	-820 227.14	4.05
30	-0.0177288	0.08505	0.08457	11 285 334.8	-5.16

المصدر : من إعداد الباحثون بالاعتماد على التقارير والقوائم المالية المنشورة في بورصة قطر وكذا تقارير صندوق النقد العربي، بالاعتماد على برنامج Excel 2007.

الملحق رقم (04) : سلسلة مؤشر بورصة قطر للفترة (2010-2015)

2012	2011	2010	الشهر
8724.09	8890.58	6558.45	جانفي
8741.64	7489.25	6872.82	فيفري
8848.27	8463.76	7570.71	مارس
8685.19	8540.54	7514.82	أفريل
8333.07	8156.6	6774.36	ماي
8206.91	8478.79	6766.8	جوان
8340.31	8402.86	7004.66	جويلية
8454.9	8440.88	7470.79	أوت
8510.21	8356.77	7720.47	سبتمبر
8564.84	8631.11	7795.95	أكتوبر
8358.66	8758.71	8477.32	نوفمبر
8636.44	8779.03	8741.5	ديسمبر
2015	**2014**	**2013**	**الشهر**
11899.63	11173.97	8726.32	جانفي
12445.34	11771.83	8528.58	فيفري
11711.4	12098.46	8577.72	مارس
12164.48	12854.26	8785.53	أفريل
12048.26	13696.98	9239.22	ماي
12201	12333.54	9275.66	جوان
11785	12865.5	9764.55	جويلية
11563.56	13596.66	9667.58	أوت
11465.22	13830.9	9731.5	سبتمبر
11604.59	13623.33	9796.66	أكتوبر
10090.81	12760.46	10395.32	نوفمبر
10429.36	12229	10664.16	ديسمبر

المصدر : من إعداد الباحثون بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة قطر.

المراجع والهوامش

[1] سمير رواشدة، ***العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوئد الأسهم***، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، الأردن، 2006.

[2] عبد الله صلاح سعود حردان، ***نموذج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني***، أطروحة دكتوراه ، جامعة عمان للدراسات العليا، عمان، 2009.

[3] حسنية صديقي، ***قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة***، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.

[4] Gabriela Chmelíková, Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector, ***International Food and Agribusiness Management Review***, Mendel University, Issue 4, 2008.

[5] Habibollah Nakhaei, Nik Intan Norhan Bnti Hamid, Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) andAccounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE), ***Middle-East Journal of Scientific Research***, Islamic Azad University, Iran, ISSN 1990-9233, 2013.

[6] عبد الغني دادن، محمد الأمين كماسي، ***الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية***، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، 2011، ص 60.

[7] Hatane Saarce Elsye, Employee satisfaction and performance as intervening variables of learning organization on financial performance,procedia-social and behavioral science, ***2nd Global conference on business and social science***, bali, Indonesia, 17-18 september2015, p : 622

[8] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ***التسيير المالي***، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دائر وائل، عمان، الأردن، 2011، ص 60.

[9] اليمين سعادة، ***استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة وترشيد قراراتها***، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009، ص 54.

[10] منير هندي، ***الادارة المالية***، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 110.

[11] عبد الباقي بضياف، **تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة**، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 31.

[12] عمر عيد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من EVA et ROA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم، ***مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية***، المجلد الثالث وعشرون، العدد الاول، 2015، ص 215.

[13] لزعر لزمد سامي، ***التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي***، رسالة ماجستير ، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 100.

[14] محمد محمود الخطيب، ***الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات***، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2010، ص :36.

[15] هواري سويسي، ***تقييم المؤسسة ودره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر***، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص 243.

[16] Jéromecaby et Gérard hirigoyen, ***Création de valeur et gouvernance de entreprise***, 3edition, Paris,2005,p 27.

[17] عبد الغني دادن، ***قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية***، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007، ص 52.

[18] Pierre vernimen et d'autres, ***finance d'entreprise*** , 9ème Edition, Dalloz, Paris, 2011, p 673.

[19] حسنية صديقي، مرجع سبق ذكره، ص 76.

[20] دريد كمال آل شبيب، ***إدارة المحافظ الاستثمارية***، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010، ص 61.

[21] علي بن ضب، ***دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة***، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 10.

[22] محمد طنيب، محمد عبيدات، ***الإدارة المالية في القطاع الخاص***، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 112.

[23] 10/02/2016, http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home

[24] 15/02/2016, http://www.amf.org.ae/ar/amdb