

تاريخ القبول: 2020/05/12

تاريخ الإرسال: 2020/01/10

تاريخ النشر: 2020/07/02

تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017).
Influence of financial performance indicators on market value of shares of service companies listed in the French SBF 120 index during the period (2013-2017).

د/قنون عبد الحق

المركز الجامعي تمنراست (الجزائر). aguennoun89@gmail.com

ط. د/قنون ريم.

جامعة ورقلة، rim.g1303@gmail.com

"مخبر الجامعة، المؤسسة والتنمية المحلية المستدامة" (الجزائر).

المخلص:

هدفت هذه الدراسة الى اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية للأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة خدمية مدرجة في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017)، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

توصلت الدراسة الى وجود علاقة لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة متمثلة في (ربحية السهم، العائد على حقوق الملكية، القيمة السوقية المضافة) مع القيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت النتائج تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير القيمة السوقية للأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 42.01%، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم

تتجاوز نسبة التفسير 8% للقيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت النتائج صلاحية تطبيق نظرية الإشارة في السوق الفرنسية.

الكلمات المفتاحية: أداء مالي، مؤشرات تقليدية، مؤشرات حديثة، قيمة الأسهم، بورصة باريس. تصنيف Jel: C51; D46.

Abstract:

The purpose of this study is to show the ability of traditional and modern financial performance indicators to explain the market value of shares. The study sample includes 30 service companies listed in the French SBF120 index between 2013 and 2017, using the multiple linear regression model.

The study concluded that there is a relationship between traditional and modern financial performance indicators (earnings per share, return on equity, market added value) and the market value of shares. Furthermore, it showed results that exceed the traditional indicators in the interpretation of the market value of the shares where the interpretation ratio was 42.01 %. However, the Modern indicators didn't exceed 8% of the market value of the shares. Finally, the results demonstrated the validity of the application of signal theory in the French market.

Keywords: financial performance, traditional indicators, modern indicators, shares value, Paris stock exchange

Jel Classification Codes : C51 ; D46.

المؤلف المرسل: قنون عبد الحق ، AGUENNOUN89@GMAIL.COM

1. مقدمة

أصبحت سوق الأوراق المالية وجهة جيدة للعديد من المستثمرين، حيث تقدم خيارات جادة وجذابة للمستثمر سواء كان محليا أو دوليا، وذلك بسبب سهولة الوصول إليها من

أي مكان وفي أي زمان إضافة الى القوانين واللوائح التي تحكم هذه الأسواق وتحمي المستثمر المتعامل فيها كل حسب قدراته الاستثمارية.

كما يعد قطاع الخدمات من أهم القطاعات الحديثة تطورا في شتى المجالات والذي يلعب دورا هاما في اقتصاديات الدول ويستحوذ على نسبة مهمة من الناتج الداخلي الإجمالي لتلك الدول، خاصة مع تطور خدمات الاتصالات، الفندقية والنقل. فأصبح وجهة للاستثمار فيه للتطور السريع الذي يشهده ولارتفاع القيمة السوقية للشركات العاملة فيه؛ وفي ظل المنافسة العالمية والمحلية بين المؤسسات ومحاولة المحافظة على مركزها الجيد في السوق، تسعى الشركات لتعظيم القيمة للمساهمين وتعلن عنها في شكل مؤشرات مالية تستخدم كإشارة للأطراف ذات المصلحة والمهتمين بها للاستفادة منها وإرضاء لتطلعاتهم الاستثمارية.

وفي هذا الصدد فقد تنوعت الدراسات السابقة حول دور المعلومات المالية في التأثير على القيمة السوقية للأسهم اعتمادا على الأطر النظرية كنظرية الإشارة، فهناك مؤشرات تكون ذات محتوى معلوماتي مؤثر ومؤشرات لا يكون لها نفس التأثير، ومن هذا المنطلق تتبلور الإشكالية الدراسة كما يلي:

ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للشركات الخدمية في

مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة 2013-2017؟

وبغية منا للتحكم في صلب الموضوع ارتأينا إلى تقسيم الإشكالية العامة إلى إشكاليات فرعية كما يلي:

- ✓ هل توجد علاقة بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية والقيمة السوقية للأسهم؟
- ✓ هل توجد علاقة بين مؤشرات الأداء المالي الحديثة والقيمة السوقية للأسهم؟
- ✓ أي من المؤشرات الأكثر تفسيراً للقيمة السوقية للأسهم؟

وللإجابة عن الإشكاليات الفرعية وجب علينا طرح الفرضيات التالية قصد اختبارها والاجابة على الاشكالية العامة كما يلي:

H_1 : يوجد على الأقل مؤشر تقليدي للأداء المالي له علاقة بالقيمة السوقية للأسهم؛

H_2 : يوجد على الأقل مؤشر حديث للأداء المالي له علاقة بالقيمة السوقية للأسهم؛

H_3 : تعتبر المؤشرات الحديثة الأكثر تفسيراً للقيمة السوقية للأسهم؛

أهداف الدراسة: تتمثل أهداف الدراسة في محاولة تبيان القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لتغيرات القيمة البورصية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي، إضافة إلى الوقوف على أي من المؤشرات التقليدية الحديثة الأكثر تفسيراً للقيمة السوقية للأسهم، كما تعتبر الدراسة محاولة لاختبار نظرية الإشارة، هذا للجدل القائم بين الباحثين حول مدى صلاحية تطبيقها في الأسواق المالية. إضافة إلى ذلك محاولة الوصول إلى نموذج يفسر تأثير مؤشرات الأداء المالي على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفرنسية.

2. الخلفية النظرية

1.2. القيمة السوقية: تعرف القيمة السوقية على أنها المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادله والذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منها معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه¹، ونجد في الفكر المالي أن قيمة أي أصل تتحدد انطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرّة التي يمكن أن يحققها هذا الأصل، ومن هذا المنطلق ارتبط مفهوم القيمة بالمؤسسة وتطور مع تطوّر النظرية المالية الحديثة بظهور نظرية قيمة المؤسسة كما هي عليه حالياً، وبالتحديد مع دراسات Miller and Modigliani في

2.1958

3.2. الأداء المالي ومؤشرات قياسه: يتمثل الأداء في تحقيق الأهداف أو النتائج المتوقعة من النشاط، وفي نطاق أوسع يتطابق مع خلق القيمة، حيث أن مفهوم خلق القيمة عموماً يرتبط بنمو الأرباح³، وباعتبار أن الأداء المالي يعد جزءاً من الأداء أو نتيجة له، يمكن أن نقدم بعض التعاريف للأداء المالي:

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسة، حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف كما أنه يساهم في إتاحة الموارد وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم⁴، كما يمكن تعريفه على أنه "مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"⁵.

وبشكل عام يمكن أن نعرف الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل المؤثرة في المردودية المالية ومدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض وأرباح إضافة إلى قياس مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة⁶؛

1.3.2 مؤشرات قياس الأداء المالي: تعد مؤشرات تقييم وقياس الأداء المالي من أساليب التحليل المالي الأكثر شيوعاً في مجال الأعمال وذلك لأنها توفر عدداً كبيراً من المؤشرات المالية التي يمكن الاستفادة منها في تقييم أداء المؤسسات في مجال الربحية والسيولة والكفاءة⁷.

أولاً: المؤشرات التقليدية: تتضمن المؤشرات التقليدية النسب المتعارف عليها والتي تستند إلى مخرجات القوائم المالية، ومن أهم المؤشرات التقليدية نجد:

أ- مؤشرات أداء هيكل رأس المال: ومن أهمها مؤشر الرفع المالي والذي يهدف إلى قياس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، حيث يساعد في معرفة درجة الخطر المالي الذي يواجه المؤسسة⁸.

ب- مؤشرات الربحية: تهدف إلى تقييم مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح والاستمرار في النشاط بالاعتماد على (حقوق الملكية، إجمالي الأصول، ربحية السهم)، فتحقيق الربحية يعني التحسن في الأداء المالي، وهو ما يعكس كفاءة السياسات والإجراءات والقرارات التي اتخذتها الإدارة⁹.

ثانياً: المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي: يتم استعمال هذه الطرق لقياس المردودية، كما تستخدم في قياس الأداء المعبر عنه بخلق القيمة، وقد نالت هذه المؤشرات شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين من خلال الدراسات التي تناولتها، بالإضافة لما حققته من شهرة في أوساط المهنيين من خلال تبنيها من طرف مكاتب الاستشارة ذات السمعة العالمية¹⁰، ومن أهم الدراسات المقدمة دراسة (Stern, Stewart, and Chew, 1996)¹¹.

أ- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): يعتبر هذا المؤشر معياراً لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، بمعنى أنه مؤشر يقوم بقياس أداء المسيرين أمام المساهمين، حيث يعبر عن الهامش الناتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد التي استخدمتها¹².

ب- القيمة السوقية المضافة (MVA): تعبر هذه القيمة عن الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة، من خلال ربط الوحدات التي توافق بين قيمة المؤسسة في البورصة والقيمة الدفترية لها¹³.

علاقة الأداء المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة

يعتقد بعض الباحثين أن تعظيم الربح هو الهدف الأساسي للمؤسسة، بينما يعتقد البعض الآخر أن تعظيم القيمة هو الهدف الأساسي وهذا من خلال عدة اعتبارات. حيث يرى مسيرو المؤسسات أن مؤشرات الأداء المالي عبارة عن معلومات تعبر عن

أداء المالي للمؤسسة، والمتمثلة في مختلف المؤشرات المعلن عنها سنويا والتي من المفترض أن تتعكس على القيمة السوقية للأسهم عندما يتم التفاعل معها كمعلومات متاحة سلبية أو إيجابية عن تلك الأسهم، وتكمن أهمية هذه المعلومات في تحديد المحتوى المعلوماتي للمؤشرات بنوعها ومدى تأثيره على القيمة السوقية للأسهم وهذا ما تنص عليه نظرية الإشارة في إعطاء معلومات عن دورة حياة المؤسسة وما تحققه في نشاطها بغية التأثير عن المهتمين بالمعلومات التي تخص المؤسسة.

3. الدراسات السابقة: أجريت العديد من الدراسات التي تصب في صلب موضوع الدراسة بصورة مباشرة وأخرى بشكل غير مباشر حيث نجد: دراسة (حفصي، بلعشي، حلبي، 2019)¹⁴ والتي حاولت تبين تأثير مؤشرات الأداء المالي متمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، ربحية السهم EPS، العائد على الأصول ROA على القيمة السوقية للأسهم بالاعتماد على بيانات 30 مؤسسة صناعية مدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2014-2016، و بالاعتماد على نماذج بانل للكشف عن هذه العلاقة توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وقوية بين مؤشر ربحية السهم EPS والقيمة السوقية للأسهم في حين لم تكن هنالك أي علاقة بين مؤشري EVA، ROA والقيمة السوقية للأسهم.

وفي دراسة (العيسى، العيشات، القضاة، 2017)¹⁵ والتي هدفت إلى تبين العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم للقطاعات المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2005 - 2015، وتوصلت الدراسة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعوامل: ROA، حجم التداول، ROE التغيرات الهيكلية التي طرأت على بورصة عمان على القيمة السوقية للأسهم، علما بأن حجم التداول هو العامل الأكثر تأثيرا على المتغير التابع؛ وفي نفس السياق حاولت دراسة (أسماء كسري، 2016)¹⁶ إلى تبين العلاقة بين المؤشرات المحاسبية متمثلة في مؤشرات

الربحية، الهيكل المالي، مؤشرات الأهمية النسبية للأسهم، ومؤشرات السيولة وقيمة الأسهم لفندق الأوراسي المدرج ببورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2011، حيث توصلت وبالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة السوقية ومؤشرات الربحية ومؤشرات الأهمية النسبية.

أما دراسة (Khushboo Vora, 2018)¹⁷ فهدفت إلى محاولة معرفة مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي والمتمثلة في ROI، ROE، EPS على قيمة الأسهم لكل المؤسسات المدرجة في مؤشر NIFTY50 الهندي خلال سنة 2017 وذلك باستخدام البيانات المقطعية، فتوصلت الدراسة الى وجود تأثير إيجابي لمؤشري ROI وEPS على قيمة الأسهم. في حين نجد أن دراسة (AMIT, 2016)¹⁸ التي توصلت بالاعتماد على نتائج نموذج الانحدار المتعدد إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وتأثير موجب لمؤشري العائد على الأصول ROA وربحية السهم EPS على قيمة أسهم الشركات الصيدلانية أي أنهما المتحكمين في تغيرات الكلية لقيمة الأسهم، حيث اعتمدت على عينة مكونة من أفضل 101 شركة صيدلانية مدرجة في مؤشر BSE الهندي.

كما أشارت نتائج دراسة (Idawati & Wahyudi, 2015)¹⁹ إلى وجود تأثير كبير لمؤشر ربحية السهم EPS على تغيرات قيمة أسهم الشركات المدروسة في حين أن مؤشر ROA ليس له علاقة إحصائية مع المؤشر التابع، حيث اختبر الباحثان العلاقة وتأثير كل من مؤشري ROA وEPS على القيمة السوقية لأسهم شركات تعدين الفحم والمدرجة في سوق إندونيسيا للأوراق المالية، بالاعتماد على نماذج بانل الإحصائية.

وفي دراسة (Pankaj Kumar, 2017)²⁰ والتي هدفت إلى تبيان العلاقة بين مؤشري (EPS, PER) وقيمة الأسهم السوقية من خلال الاعتماد على عينة مكونة من ثماني شركات تعمل في قطاع السيارات مدرجة ضمن مؤشر NIFTY50 الهندي وهذا خلال الفترة 2011-2015، بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة

العلاقة، توصلت الدراسة إلى أن المؤشرين المستعملين لهما علاقة موجبة وقوية مع القيمة السوقية للأسهم، كما أن هذا المستوى من التأثير يساعد على التنبؤ بسعر السهم المستقبلي في البورصة الهندية، كما توصلت الدراسة (Utami , Darmawan ,2019)²¹ وبالاعتماد على مخرجات نماذج بانل الإحصائية أوضحت أن مؤشري EPS وMVA لهما تأثير موجب على قيمة الشركات المدروسة، في حين أن باقي المؤشرات ليس لها أي تأثير على قيمة الشركات، والتي اختبرت تأثير المؤشرات المالية (DER, ROA,) (ROE, EPS, MVA) على قيمة الأسهم المدرجة في بورصة اندونيسيا بالاعتماد على عينة من 53 شركة صناعية خلال الفترة 2012-2016.

4. منهجية الدراسة والأدوات المستعملة:

1.4. مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات الخدمية المدرجة في بورصة باريس الفرنسية، حيث تم الاعتماد على عينة مكون من 30 شركة خدمية مدرجة في مؤشر SBF120 خلال الفترة (2013-2016) مقسمة على عدة نشاطات تدخل ضمن القطاع الخدمي " الصحة، الفنادق، النقل ومؤسسات أخرى نشطة في هذا المجال، وقد تم اختيار العينة بناء على عدة اعتبارات منها:

✓ لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة.

✓ توفر المعلومات المتمثلة في القوائم المالية والتقارير السنوية من نوع PDF.

2.4. أسلوب الدراسة: نهدف من خلال هذه الدراسة إلى بناء نموذج إحصائي لتبيان المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم للشركات المدرجة من خلال إيجاد المعاملات $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_n$ ، وتم اعتماد طريقة المربعات الصغرى والتي تهدف إلى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدنية مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية والمقدرة.

3.4. متغيرات الدراسة: تتكون متغيرات الدراسة من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي نظن أنها ستؤثر على قيمة المؤسسات قيد الدراسة ويتمثلان فيما يلي:

**** المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية للأسهم، حيث تم اعتماد سعر الاغلاق السنوي لأسهم الشركات الخدمية الفترة المدروسة (2013-2017).

**** المتغيرات المستقلة:** وتمثلت في مجموعة من مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة، ويمكن ايجازها في الجدول رقم (01) "انظر الملاحق".

ملاحظة: سيتم استخدام فاصل زمني مقدار بفترة واحدة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي تقاس في الفترة السابقة ويتم الإفصاح عنها في الفترة التالية حيث يسري الاعتقاد أنها تنعكس على المتغير التابع "قيمة المؤسسة".

5. عرض وتحليل نتائج الدراسة

1.5. عرض النتائج

1.1.5. نتائج الارتباط: نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) في الملاحق أن مؤشرات (مؤشر الرفع المالي، القيمة السوقية المضافة) ذو ارتباط سالب مع القيمة السوقية للأسهم، أي ان كل نقصان في المؤشرين سيؤثر بالسلب على القيمة السوقية، كما نلاحظ من نفس الجدول أنه يوجد ارتباط موجب بين كل من المؤشرات (ربحية السهم، العائد على اجمالي الأصول، العائد على حقوق الملكية والقيمة الاقتصادية المضافة) والقيمة السوقية للأسهم، أي ان كل ارتفاع في هذه المؤشرات سيؤثر بالإيجاب على القيمة السوقية للأسهم محل الدراسة.

2.1.5. نتائج الانحدار المتعدد: يوضح الجدول رقم (03) في الملاحق نتائج الانحدار المتعدد لمؤشرات الأداء المالي بدلالة قيمة السوقية للأسهم.

** تشخيص القوة الإحصائية للنموذج:

يستند تشخيص القوة الإحصائية للنموذج على عدة اختبارات منها: اختبار جودة التوثيق، اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدر، اختبار المعنوية الكلية للنموذج، اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء، كما يلي:

من خلال نتائج الجدول رقم (03)، يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة تقسّر 46% من التغيرات الكلية للمتغير التابع، ومعامل التحديد الصحيح 43.27%، أي تأثير متوسط للمؤشرات على المتغير التابع.

ولاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين:

$$H_0 : B_j=0/j=1.2.3$$

$$H_1 : B_j \neq 0/j=1.2.3$$

نلاحظ كذلك من نفس الجدول ان القيمة الاحتمالية prob لمتغيرة الحد الثابت B0 قد بلغت الى 0.0093 وهي أقل من مستوى المعنوية الإحصائية 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن الحد الثابت يختلف عن الصفر أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحد الثابت وقيمة السهم. كما بينت نتائج الجدول رقم (03) ان المؤشرات " ربحية السهم EPS، القيمة السوقية المضافة MVA، مردودية حقوق الملكية ROE" لهم دلالة إحصائية، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لهم على التوالي (0.000، 0.084، 0.0192) وهي أقل من مستوى المعنوية الإحصائية، ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ومنه المؤشرات المذكورة لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة السهم؛ اما بالنسبة لباقي المؤشرات المستقلة فكانت المعنوية الإحصائية لهم أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 0.05 كما تبينه نتائج الجدول رقم (03)، وبذلك نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أن المؤشرات المتبقية ليست لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة السهم.

يمكن اختبار المعنوية الكلية للنموذج بالاعتماد على القيمة الاحتمالية prob(F-stat) ومقارنتها بمستوى المعنوية 0.05؛ ومن خلال القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية والتي قدرت ب prob(F-stat) والذي قدر ب 0.00 والذي هو أقل من مستوى المعنوية

0.05 نقبل الفرضية البديلة H_1 أي ان المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية وان القيمة R^2 لها دلالة إحصائية.

كما يمكن اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى باستخدام اختبار (Durban Watson) وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة من الجدول الانحدار الخطي المتعدد والتي قدرت ب $DW=2.081040$.

الشكل رقم (04): يوضح قيم d (القيم الجدولية الاختبارية):

| P>0 | ؟ | P=0 | P=0 | ؟ | P<0 |
|------------------|----------|-----------------|-----------------|----------|------------------|
| ارتباط ذاتي موجب | غير محدد | عدم وجود ارتباط | عدم وجود ارتباط | غير محدد | ارتباط ذاتي سالب |
| 1.12 H_1 | 1.66 | 2 H_0 | 0 H_0 | 2.34 | 2.88 H_1 4 |

المصدر من اعداد الباحثين باعتماد على جدول DW

ومن خلال الشكل التالي الذي يوضح قيم d (القيم الجدولية الاختبارية)، والتي تشير الى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى الموجب او السالب، نلاحظ ان قيمة DW تقع في منطقة H_0 ومنه نقول انه لا يوجد مشكل ارتباط ذاتي للأخطاء. ومن خلال الاختبارات الإحصائية ناجحة التي أجريت على نموذج يمكن أن نقول إن النموذج المقدر مقبول عموماً من الناحية الإحصائية.

3.1.5. نتائج الانحدار المتعدد المصحح: بعد تقدير النموذج الأولي الذي يفسر تأثير كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، سنقوم في هذا الجزء بتقدير النموذج المصحح بعد استبعاد المؤشرات غير المفسرة، ومن هذا المنطلق قمنا باختبار النموذج بالاعتماد على المؤشرات المفسرة فقط متمثلة في ROE،EPS و MVA مع المتغير التابع قيمة الأسهم كما يوضحه الجدول رقم (04) في الملاحق.

ومن خلال نتائج الجدول رقم (04) "انظر الملحق" يمكن ملاحظة ان المتغيرات المستقلة تفسر %44.72 من التغيرات الكلية للمتغير التابع، حيث بلغ معامل التحديد %44.72 ومعامل التحديد المصحح %43.59.

ولاختبار المعنوية الإحصائية للمتغيرات نقوم بوضع فرضيتين كما يلي:

$$H_0 : B_j=0/j=1.2.3$$

$$H_1 : B_j \neq 0/j=1.2.3$$

انطلاقاً من الجدول نلاحظ ان القيمة الاحتمالية ل B_0 تساوي 0.0013 اقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 أي ان B_0 تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لها علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05.

كما نلاحظ من نفس الجدول أن المؤشرات المستقلة EPS، MVA كانت لها قيمة احتمالية تقترب من الصفر حيث بلغت على التوالي (0.0096، 0.000) أي انها أقل من مستوى المعنوية 0.05 أي نقبل الفرضية البديلة H_1 ، ومنه B_1 و B_2 لهما علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة السهم؛ كما تبين ان القيمة الاحتمالية للمؤشر ROE قد بلغت 0.0667 أي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ولكن يمكن قبولها عند المستوى 0.10 ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ومنه B_3 له علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة السهم؛ واختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بوضع فرضيتين كما يلي:

$$H_0 : B_0=B_1=0$$

$$H_1 : (B_j \neq 0)$$

نلاحظ من الجدول أعلاه ان إحصائية فيشر تقدر ب 0.000 اقل من 0.05 ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 ، أي ان المعامل المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية. كما بلغت قيمة DW (2.076761) حيث تقع في منطقة H_0 ومنه نقول انه لا يوجد مشكل ارتباط ذاتي للأخطاء، ومنه نقول ان النموذج مقبول من الناحية الإحصائية ويمكن اعتماده لتفسير تغيرات القيمة السوقية للأسهم.

بعد تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المصحح يمكن كتابة معادلة النموذج المصحح كما يلي:

$$MV=18.84+22.27*EPS -3.18*MVA -43.13*ROE$$

4.1.5. نتائج انحدار القيمة السوقية بدلالة المؤشرات التقليدية للأداء المالي: نهدف من هذا الجزء الى اختبار قدرة مؤشرات التقليدية للأداء المالي في تفسير القيمة السوقية للأسهم كما هو يوضحه الجدول رقم (05) في الملاحق.

انطلاقاً من نتائج الجدول رقم (05) نلاحظ أن النموذج المقدر يفسر %42.12 من تغيرات القيمة السوقية حيث تعتبر قريبة من المتوسط، أما النسبة المتبقية يمكن ارجاعها الى متغيرات لم يتم إدخالها في النموذج؛ كما كانت القيم الاحتمالية للمتغيرات (الحد الثابت، EPS، ROE) أقل من 0.05 حيث بلغت على التوالي (0.0015، 0.000، 0.434) أي نقبل الفرضية البديلة ومنه B0، B1، B2 لهم علاقة ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع، إضافة الى ذلك، بينت احصائية فيشر أنها أقل من 0.05 حيث بلغت 0.00 ما يعني ان النموذج مقبول احصائياً، وانه يوجد على اقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر.

5.1.5. نتائج الانحدار القيمة السوقية بدلالة المؤشرات الحديثة للأداء المالي

سناول في هذا الجزء اختبار قدرة المؤشرات الحديثة للأداء المالي على تفسير القيمة السوقية كما يبينه الجدول رقم (06) في الملاحق.

وبالاستناد الى نتائج الجدول رقم (06) نلاحظ أن النموذج المقدر يفسر %8 من تغيرات القيمة السوقية وهو تأثير ضعيف جداً، أما باقي النسبة فترجع الى تأثير متغيرات أخرى لم يتم ادراجها في النموذج؛ كما بينت القيم الاحتمالية للمتغير للمستقل عن MVA وجود معنوية إحصائية له حيث بلغت 0.0003 وهي أقل من المعنوية الإحصائية 0.05 أي قبول الفرضية البديلة H1، إضافة الى ذلك فبينت احتمالية فيشر

عن قبول النموذج الكلي اين بلغت 0.000253 والتي هي اقل من مستوى المعنوية الكلية 0.05.

2.5. تحليل ومناقشة نتائج الدراسة:

كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الربحية السهم EPS والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 0.05، وهي النتيجة التي توافق كل الدراسات السابقة المقدمة ضمن الدراسة الحالية، ويأتي سبب وجود هذه العلاقة الى المحتوى المعلوماتي الجيد الذي يقدمه المؤشر للمستثمرين، حيث يستعمل لمعرفة نصيب كل مساهم من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة بغرض اتخاذ القرار الاستثماري.

كما بينت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE وقيمة السهم السوقية وهي نفس النتيجة المتوصل إليها من طرف (العيسى، العيشتات، القضاة، 2017)، (كسري، 2016)، في المقابل نجدها مخالفة لدراسة (Utami and Darmawan, 2019)، ويمكن ارجاع سبب وجود العلاقة الى اعتماد المستثمرين على المؤشر لمعرفة المردودية المالية في حل ما استثمروا في هذه المؤسسات.

إضافة الى ذلك تم التوصل الى عدم وجود علاقة بين العائد على الأصول ROA والمتغير التابع القيمة السوقية، وهي نفس النتائج المتوصل إليها من طرف (رشيد حفصي، بلعشي جميلة، & نبيل حليمي، 2019)، (Idawati & Wahyudi، 2019)، (Utami & Darmawan, 2019)، ومخالفة لدراسة (العيسى، العيشتات، القضاة، 2017) ودراسة (كسري، 2016) والذين توصلوا الى وجود علاقة للمؤشر ROA مع القيمة السوقية للسهم، أي ان هذين المؤشرين يتميزان بمحتوى اعلامي جيد، أي ان المستثمرون لا يهتمون بمدى فعالية الشركات الخدمة في توليد الأرباح بالاعتماد على الأصول و الاستثمارات المستخدمة.

وأظهرت نتائج الدراسة كذلك عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لمؤشر الرفع المالي مع القيمة السوقية، ويرجع ذلك الى عدم جدوى محتواها الإعلامي لعدم اهتمام المستثمرين بالسياسة التمويلية للمؤسسات الخدمية، ومنه نقبل الفرضية H_1 ، حيث ان المؤشر EPS، ROE لهما علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية للأسهم، ونكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى.

وبينت النتائج كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للأسهم وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة (رشيد حفصي، بلعشي جميلة، & نبيل حلومي، 2019)، ويمكن تفسير ذلك لعدم استعماله من طرف المتعاملين والمستثمرين في بورصة باريس أي عدم اهتمامهم بمدى تحقيق قيمة اقتصادية مضافة من طرف المؤسسات.

إضافة الى ذلك فقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والمتغير التابع قيمة الأسهم، حيث تتفق النتيجة مع دراسة (Utami and Darmawan, 2019)، ويعود سبب ذلك الى المحتوى الإعلامي والمنظور الذي يقدمه المؤشر من مقياس الأداء الخارجي للشركات وهو ما يهتم بيه لمستثمر الفرنسي في السوق المالية، ومنه نقبل الفرضية الثانية H_2 بوجود مؤشر ممثل في MVA له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية للأسهم، ومن نكون قد جابنا على الإشكالية الفرعية الثانية.

كما أظهر نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية على المؤشرات الحديثة في تفسير المتغيرات الكلية لقيمة السهم كون أن المؤشرات التقليدية تعتبر محاسبية بسيطة وسهم الفهم إضافة الى المحتوى الإعلامي الذي تقدمه إلى أكبر عدد ممكن من المستثمرين لاتخاذ قراراتهم المستقبلية، ومنه نرفض الفرضية H_3 . ونكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الثالثة.

6. خاتمة:

كان الهدف من الدراسة الحالية تبيان تأثير مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على القيمة السوقية لاسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي خلال الفترة 2013-2017، فبينت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من المؤشرات: ربحية السهم، العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية المضافة، حيث تعتبر هذه المؤشرات المسؤولة عن التغيرات الكلية لقيمة السهم بنسبة 47.08%.

كما بينت نتائج الدراسة أن المؤشرات التقليدية ممثلة في مؤشر ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية تتفوق على المؤشرات الحديثة متمثلة في القيمة السوقية المضافة في تفسير القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغت القوة التفسيرية للمؤشرات التقليدية 42% في حين بلغت القوة التفسيرية للمؤشرات الحديثة 8.8%، وبذلك يكمن القول أن هذه المؤشرات تتميز بمحتوى معلوماتي جيد يساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم المستقبلية بحيث يستقبلون إشارة مالية تخص ما حققته المؤسسة من نتائج خاصة ما تعلق بربحية السهم والعائد على حقوق الملكية في حال ما استثمروا أموالهم في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة باريس، ومنه نقول ان نظرية الإشارة قابلة للتطبيق في سوق باريس لما تقدمه المؤشرات المالية من محتوى اعلامي للمستثمرين.

7. قائمة الملاحق:

الجدول رقم (01): طريقة حساب متغيرات الدراسة

| الرمز | كيفية حسابه | المتغير |
|-------|---|---------------------------|
| MV | سعر الاغلاق السنوي | القيمة السوقية |
| ROE | نتيجة الصافية /الأموال الخاصة | العائد على حقوق |
| ROA | نتيجة الصافية /مجموع الأصول | العائد على الأصول |
| EPS | النتيجة الصافية / عدد الأسهم | ربحية السهم |
| D/CP | الديون / الأموال الخاصة | الرفع المالي |
| EVA | نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - (المتوسط المرجح لتكلفة لرأس المال * رأس المال المستثمر) | القيمة الاقتصادية المضافة |

| | | |
|-----|---|----------------|
| MVA | الرسمة البورصية للأسهم - القيمة الدفترية للأسهم | القيمة السوقية |
|-----|---|----------------|

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على الخلفية النظرية من الدراسة.

الجدول رقم (02): يبين الارتباط بين المؤشرات المدروسة

| | MV | EPS | D_CP | EVA | MVA | ROA | ROE |
|------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MV | 1.0000 | 0.6363 | -0.0237 | 0.0890 | -0.2946 | 0.1606 | 0.1008 |
| EPS | | 1.0000 | -0.0466 | 0.0383 | -0.1985 | 0.2434 | 0.3469 |
| D_CP | | | 1.0000 | -0.0133 | 0.0224 | -0.0178 | 0.0820 |
| EVA | | | | 1.0000 | -0.0114 | 0.0219 | -0.0273 |
| MVA | | | | | 1.0000 | 0.0191 | 0.0092 |
| ROA | | | | | | 1.0000 | 0.5780 |
| ROE | | | | | | | 1.0000 |

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على برنامج EVIEWS9.0

الجدول رقم (03): يبين تأثير المؤشرات المالية التقليدية والحديثة على القيمة السوقية للسهم

| Dependent Variable: MV Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 16:59 | | | |
|---|--------------------|--------------------|-------------------|
| Sample: 1 150 Included observations: 150 | | | |
| Variable | Coefficient | t-Statistic | Prob. |
| C | 16.76030 | 2.756464 | 0.0066 |
| EPS | 22.03437 | 9.467214 | 0.0000 |
| D_CP | 0.629830 | 0.450701 | 0.6529 |
| ROA | 97.98531 | 1.526580 | 0.1291 |
| ROE | -66.25401 | -2.367670 | 0.0192 |
| EVA | 2.34E-06 | 0.897912 | 0.3707 |
| MVA | -3.23E-05 | -2.672957 | 0.0084 |
| R-squared | Adjusted R-squared | Durbin-Watson stat | Prob(F-statistic) |
| 0.460002 | 0.437345 | 2.081040 | 0.000000 |

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على برنامج EVIEWS9.0

الجدول رقم (04): علاقة مؤشرات الأداء المالي بالقيمة السوقية للأسهم.

| Dependent Variable: MV Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 17:43 | | | |
|---|-------------|-------------|--------|
| Sample: 1 150 Included observations: 150 | | | |
| Variable | Coefficient | t-Statistic | Prob. |
| C | 18.84875 | 3.269599 | 0.0013 |
| EPS | 22.27379 | 9.611920 | 0.0000 |
| MVA | -3.18E-05 | -2.623578 | 0.0096 |
| ROE | -43.13766 | -1.847635 | 0.0667 |

| R-squared | Adjusted R-squared | Durbin-Watson stat | Prob(F-statistic) |
|-----------|--------------------|--------------------|-------------------|
| 0.447280 | 0.435922 | 2.076761 | 0.000000 |

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على برنامج EVIEWS9.0

الجدول رقم (05): نتائج القيمة السوقية بدلالة المؤشرات التقليدية

| Dependent Variable: MV Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 17:58 | | | |
|---|--------------------|--------------------|-------------------|
| Sample: 1 150 Included observations: 150 | | | |
| Variable | Coefficient | t-Statistic | Prob. |
| C | 19.02732 | 3.236672 | 0.0015 |
| EPS | 23.58153 | 10.21772 | 0.0000 |
| ROE | -48.34470 | -2.037803 | 0.0434 |
| R-squared | Adjusted R-squared | Durbin-Watson stat | Prob(F-statistic) |
| 0.421222 | 0.413347 | 2.079272 | 0.000000 |

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على برنامج EVIEWS9.0

الجدول رقم: (06) نتائج الانحدار القيمة السوقية بدلالة المؤشرات الحديثة

| Dependent Variable: MV Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 18:02 | | | |
|---|--------------------|--------------------|-------------------|
| Sample: 1 150 Included observations: 150 | | | |
| Variable | Coefficient | t-Statistic | Prob. |
| C | 52.86405 | 9.189339 | 0.0000 |
| MVA | -5.66E-05 | -3.750535 | 0.0003 |
| R-squared | Adjusted R-squared | Durbin-Watson stat | Prob(F-statistic) |
| 0.086795 | 0.080624 | 2.162668 | 0.000000 |

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS9.0

8. قائمة المراجع والمصادر

¹ طارق عبد العال حماد، (2010)، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص13.

² هوارى سويسى، (2008) "تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه "غير منشورة"، جامعة الجزائر، ص 17-27

³ GALDEMAR V, 2012, Léopold GILLES, et Marie-Odile SIMON, *Performance, efficacité, efficience: les critères d'évaluation des politiques sociales sont-ils pertinents ?* cahier de recherche 299 PARIS : CREDOC, P09.

⁴ محمد محمود الخطيب، (2009)، *الاداء المالي وأثره على أسهم المؤسسات*، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ص45.

⁵ رشيد حفصي، عبد الوهاب دادن، (2014)، «تحليل الاداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية استخدام طريقة التحليل العملي» (AFD)، *مجلة الالوات للبحوث والدراسات*، العدد 02، المجلد 07، جامعة غرداية، 2014، ص24.

⁶ عبد الغني دادن، (2006)، «قراءة في الاداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية»، *مجلة الباحث*، عدد04، جامعة ورقلة، الجزائر 2006، ص41-42.

⁷ علي خلف الركابي زهرة حسن العامري، (2007)، *أهمية النسب المالية في تقويم الأداء (دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية)*، *مجلة الادارة والاقتصاد*، العدد 63، ص113.

⁸ Brealey R, Myers S, and Allen F, (2011), *Fundamentals of Corporate Finance*, 7th Ed, New York, USA: McGraw-Hill Education, p93.

⁹ للمزيد من التفصيل انظر:

- حمزة محمود الزبيدي، (2008)، *الادارة المالية المتقدمة*، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص137.

- مبارك لسوس، (2012)، *التسيير المالي*، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، ص52.

- Quiry P, Salvi A, Dallochio M, Le Fur Y., (2009), *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd edition ,Chichester, U.K.; Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, p 230.

- Idem.

- Berk J and DeMarzo P, 2013, *Corporate Finance*, 3 Edition (Boston: Prentice Hall).p30

¹⁰ هوارى سويسي، (2010)، *دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الاداء المؤسسات من منظور خلق القيمة*، *مجلة الباحث*، 2010، جامعة ورقلة، الجزائر، ص60.

¹¹ Joel M. Stern, G. Bennett Stewart, and Donald H. Chew, (1996), *Eva®*: An Integrated Financial Management System***, *European*

Financial Management 2, no. 2: 223–45,
<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1996.tb00039.x>.

¹² هواربي سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 61، (بتصرف)

⁴ Quiry P, Salvi A, Dallochio M, Le Fur Y, (2009), *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd edition (Chichester, U.K.; Hoboken, NJ: John Wiley & Sons), p358.

¹⁴ رشيد حفصي، نبيل حليمي، جميلة بلعشي. (2019). مؤشرات الأداء المالي وتأثيرها على القيمة السوقية للأسهم – دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016. *مجلة الإستراتيجية والتنمية*, 9(5), 200-221.

¹⁵ محمد سليم العيسى، محمد هلال العيشات، ليث أكرم القضاة، (2017) "العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان، *مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية* 216-28.8 (December 31, 2017): no. 2, ص-ص 228-216

¹⁶ أسماء كسري، (2016)، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم: دراسة العلاقة السببية لأسهم الأوراسي للفترة (2004-2011)، *مجلة التواصل*، المجلد 02، العدد 22، الجزائر، ص-ص 218-204.

¹⁷ Khushboo Vora, (2018), "Influence of Financial Performance Indicators on Market Price of Shares of Nifty 50 Companies," *International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies* 06(02).

¹⁸ DAS AMIT, (2016) Impact of Financial Performance Indicators on Share Price of Listed Pharmaceutical Companies in India, *International Journal of Economics and Management Engineering* 10(03).

¹⁹ Wiwi Idawati and Aditio Wahyudi, (2015), Effect of Earning per Shares (EPS) and Return on Assets (ROA) against Share Price on Coal Mining Company Listed in Indonesia Stock Exchange, *Journal of Resources Development and Management* 7: 79–91.

²⁰ Pankaj Kumar (2017). Impact of earning per share and price earnings ratio on market price of share: a study on auto sector in India, *International Journal of Research –GRANTHAALAYAH* 5(02): 113–18.

²¹ Martina Rut Utami and Arif Darmawan, (2019) “Effect of DER, ROA, ROE, EPS and MVA on Stock Prices in Sharia Indonesian Stock Index,” *Journal of Applied Accounting and Taxation* 4, no. 1: 15–22.