



مؤشر الربحية للأداء المالي و أثره على القيمة السوقية للسهم، دراسة لعينة من المؤسسات

الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2023

Profitability index of financial performance and its impact on the market value of the stock, a study of a sample of economic institutions listed on the Algerian Stock Exchange during the period 2014-2023

د. قليل زينب

ط. د. بن دحمان فتح الله *

مخبر النقود والمؤسسات المالية في دول المغرب العربي

مخبر النقود والمؤسسات المالية في دول المغرب العربي

MIFMA، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان ، الجزائر

MIFMA، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان ، الجزائر

zeyneb.guellil@univ-tlemcen.dz

fethallah.bendahmane@univ-tlemcen.dz

تاريخ النشر: 2024/12/14

تاريخ القبول: 2024/11/08

تاريخ الإرسال: 2024/10/01

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أثر الربحية كمؤشر للأداء المالي ممثلا في العائد على الأصول وربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للأسهم والتي تم التعبير عنها بسعر الإغلاق للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للأوراق المالية، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على عينة مكونة من 3 مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر موزعة على قطاع الصيدلة (مؤسسة صيدال و مؤسسة بيوفارم) وقطاع الخدمات (مؤسسة التسيير الفندقي "الاوراسي") خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2023، تم استخدام المنهج الوصفي من أجل توضيح المفاهيم النظرية للربحية والأداء المالي، والمنهج القياسي من خلال تحليل بيانات البانل عن طريق الاستعانة ببرنامج Eviews 13. و توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول على القيمة السوقية و وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر. الكلمات المفتاحية: أداء مالي ؛ بيانات البانل ؛ قيمة سوقية ؛ مؤشرات الأداء المالي ؛ ربحية المؤسسات .

Abstract :

This study aims to demonstrate the impact of profitability as an indicator of financial performance, represented by return on assets and earnings per share on the market value of stocks, expressed by the closing price of the economic institutions listed on the Algerian Stock Exchange. To achieve this, a sample consisting of 3 institutions listed on the Algerian Stock Exchange was relied upon, distributed across the pharmaceutical sector (Saïdal and Biopharm) and the services sector (Aurassi Hotel Management Company) during the period from 2014 to 2023 was utilized. The study used the descriptive method to clarify the theoretical concepts of profitability and financial performance, and the standard method by analyzing panel data using the Eviews 13 program. The study found a statistically significant negative impact of return on assets on market value and a statistically significant positive impact of earnings per share on the market value of the economic institutions listed on the Algerian Stock Exchange.

Key Words: Financial performance ; Panel data; Market value ; Financial performance indicators; profitability .

JEL Classification: G15; O16.

* مرسل المقال: بن دحمان فتح الله (bendahmanefethallah@gmail.com)



المقدمة:

تهدف النظرة الحديثة للإدارة المالية لتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين من خلال الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة، التي تتجسد بتعظيم قيمة السهم في السوق المالي، هذا الهدف لا يتحقق إلا بأداء مالي جيد يساهم في جذب المستثمرين، ونخص بالذكر المؤسسات المدرجة في البورصة، إذ أن البورصة تعتبر الملاذ المفضل لدى المستثمرين باعتبارها مكانا للفرص الاستثمارية التي تحقق الأرباح و لما تتصف به من مرونة في التعامل فالأداء المالي الجيد للمؤسسات المدرجة في البورصة يؤثر بشكل إيجابي على أسهمها و بالتالي على قيمتها السوقية. و تسعى العديد من المؤسسات للوصول إلى مستوى مقبول من الأداء المالي عن طريق الإعتتماد على مؤشرات مالية تسمح لها بالحصول على معلومات مفيدة تمكنها من إتخاذ القرار المناسب وفي الوقت المناسب و من بين هذه المؤشرات مؤشرات الربحية التي توضح قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من الإيرادات مقارنة بنفقاتها فهي تعتبر من الأدوات المالية الهامة التي يستخدمها المحللون الماليون و المستثمرون لتقييم الأداء المالي. و ذلك لإرتباطها بتحليل العديد من العوامل الأخرى مثل السياسات الاستثمارية و الأداء التشغيلي، التي جميعها تؤثر على القيمة السوقية للسهم.

إشكالية البحث: بناء على ما سبق، يمكن طرح الإشكالية التالية: كيف يؤثر مؤشر الربحية على القيمة السوقية للسهم؟

فرضيات البحث:

- مؤشر الربحية له تأثير سلبي على القيمة السوقية للسهم.
- مؤشر الربحية له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم.

أهداف البحث: تهدف هذه الدراسة الى ما يلي:

توضيح المفاهيم النظرية للربحية والأداء المالي

التعرف على أهم مؤشرات الأداء المالي وطرق قياسها

تحديد طبيعة العلاقة بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم

أهمية البحث: تنبع أهمية الدراسة من الأهمية البالغة التي يوليها المسيرين للرفع من قيمة الأسهم السوقية للمؤسسات التي يشرفون على تسييرها، بالإضافة لتأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للسهم.

منهجية البحث: اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي من أجل توضيح المفاهيم النظرية للربحية والأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، والمنهج القياسي باستخدام تحليل بيانات البانل عن طريق الاستعانة ببرنامج Eviews 13 من أجل قياس أثر مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للسهم .

هيكل البحث: ستقسم الدراسة إلى محورين أساسيين: المحور الأول خصص للإطار النظري للدراسة؛ أما المحور الثاني فخصص للدراسة القياسية لأثر مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للسهم .



الدراسات السابقة:

- دراسة (Chairil Akhyar et al) (2023) بعنوان " THE INFLUENCE OF PROFITABILITY, CAPITAL STRUCTURE, INVESTMENT DECISION, AND FIRM SIZE ON FIRM VALUE - A Study in the Pharmaceutical Sector Listed on the Indonesian Stock Exchange "

استعرضت هذه الدراسة تأثير هيكل رأس المال و الربحية و حجم الشركة و قرارات الاستثمار على قيمة الشركات في قطاع الأدوية الفرعي المدرج في بورصة إندونيسيا. استخدمت الدراسة بيانات من 9 شركات أدوية فرعية مدرجة خلال الفترة من 2018 إلى 2021. و تم تحليل هذه البيانات باستخدام اختبار الانحدار الخطي المتعدد بمساعدة برنامج Eviews 12. و أظهرت النتائج جزئيا أن هيكل رأس المال والعائد على حقوق الملكية و العائد على الأصول لهم تأثير إيجابي و كبير على قيمة الشركة. وفي المقابل ، لم يكن لقرارات الاستثمار وحجم الشركة تأثير كبير على قيمة الشركات في قطاع الأدوية الفرعي المدرج في بورصة إندونيسيا. (Akhyar, Manalu, Husaini, & Wardhiah, 2023)

- دراسة (Devi Juliyani, Kurnadi Gularso) (2023) بعنوان " Current Ratio, Debt to Equity Ratio and Total Asset Turnover to Firm Value Mediated by Return on Equity "

هدف هذا البحث إلى تحديد تأثير إجمالي معدل دوران الأصول و النسبة الحالية ونسبة الدين إلى حقوق الملكية على قيمة الشركة مع التأثير الوسيط لدراسات العائد على حقوق الملكية ، تم استخدام بيانات شركات تصنيع في قطاع المواد الأساسية المدرج في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية للفترة 2018-2022 ، حيث تم إجراء التحليل باستخدام برنامج Eviews 9. وأظهرت نتائج البحث أنه يوجد تأثير إيجابي كبير ومعنوي لنسبة الدين إلى حقوق الملكية على قيمة الشركة ، بينما تبين أن إجمالي دوران الأصول و النسبة الحالية ليس لهما تأثير كبير على قيمة الشركات في قطاع تصنيع المواد الأساسية المدرج في بورصة إندونيسيا. (Juliyani & Gularso, 2023).

- دراسة (Placido Menaje) (2012) بعنوان " Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Philippines"

سعت هذه الدراسة لتحديد تأثير المتغيرات المالية والمتمثلة في العائد على الأصول (ROA) و ربحية السهم (EPS) على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الفلبينية. واستندت الدراسة إلى التقارير المالية لعام 2009 لـ 50 شركة مدرجة في البورصة ، والمستخرجة من قاعدة بيانات OSIRIS الإلكترونية. تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد عبر البرنامج الإحصائي SPSS و PASW. كشفت نتائج ارتباط سبيرمان عن وجود علاقة عكسية بين العائد على الأصول وسعر السهم وهي ذات دلالة إحصائية. ومن ناحية



أخرى تبين أن ربحية السهم لها علاقة إيجابية مع سعر الأسهم. كما بينت نتائج تحليل الانحدار المتعدد أن النموذج المستخدم استطاع تفسير 73% من التغيرات في سعر السهم. (Placido, 2012)

- دراسة (عبد الله الظاهر ، سام عبد القادر الفقهاء) (2011) بعنوان " الفقهاء العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008 " حاولت هذه الدراسة تحديد العوامل المؤثرة على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين .شمل مجتمع الدراسة جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، والتي بلغ عددها 10 شركات للفترة 2004 - 2008. وخلصت الدراسة إلى وجود ارتباط ذو تأثير معنوي لكل من نسبة التداول، حصة السهم من صافي الأرباح، العائد على إجمالي الموجودات و نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في أسعار أسهم الشركات الصناعية. وفي المقابل كان معدل دوران الأصول و العائد على حقوق الملكية مرتبطان بشكل ضعيف بأسعار الأسهم. (عبد الله الظاهر و الفقهاء، 2011)

I. الإطار النظري للدراسة:

1. مفهوم الأداء المالي:

يتم تعريف الأداء المالي "بمدى قدرة المؤسسة على تحقيق هامش الأمان الذي يساعدها على تجنب العسر المالي ، أو بمعنى آخر مدى قدرة المؤسسة على مواجهة المخاطر والتحديات المالية." (دادن، 2007، صفحة 35).

و يعرف ميلر وبروميلي الأداء المالي بأنه "انعكاس لمدى كفاءة وفعالية للكيفية استخدام المؤسسة لمواردها البشرية و المالية لتحقيق أهدافها. و على الرغم من عدم تحديد تعريف شامل للأداء المالي، إلا أن جميع التعاريف تشترك في التركيز على نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها مما يعكس أدائها، و يرجع هذا الاختلاف في التعريفات إلى اختلاف المؤشرات المستخدمة لقياس الأداء المالي. " (عبد القادر، بوزيد، و بضياف، 2021، صفحة 64).

كما يعرف الباحث جمعة الأداء المالي بأنه "مدى قدرة الأنشطة على خلق و تعزيز القيمة ، أو مدى الفاعلية في استخدام الموارد المالية المتوفرة من خلال تحقيق الأهداف المالية بأقل التكاليف ، ويشير أيضا إلى القدرة على تحويل كمية كبيرة من البيانات المالية إلى معلومات أقل لكنها أكثر نفعا في عملية اتخاذ القرار." (جمعة، 2000، صفحة 38) . ويعرف على انه "مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الإيرادات والقدرة على الكسب. وتعكس الإيرادات قدرة المؤسسة على توليد الدخل من أنشطتها الرأسمالية أو الحالية أو الاستثنائية ، في حين تشير القدرة على الكسب إلى قدرة المؤسسة على توليد فائض من أنشطتها لتغطية عوامل الإنتاج ومواجهة التكاليف." (محمد، 2013، صفحة 296). ويعرف أيضا بأنه " أداة لتقييم الوضع المالي الحالي للمؤسسة في لحظة محددة، سواء بشكل عام أو في جانب معين من أدائها أو في أداء أسهمها في السوق. " (بن ساسي، 2006، صفحة 40)



وبناء على ما سبق يمكن القول بأن الأداء المالي هو قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد من أنشطتها من خلال الاستغلال الأمثل لمواردها المالية مما يساعدها على تحقيق الأهداف المرجوة ويبيدها من الوقوع في دائرة العسر المالي والإفلاس.

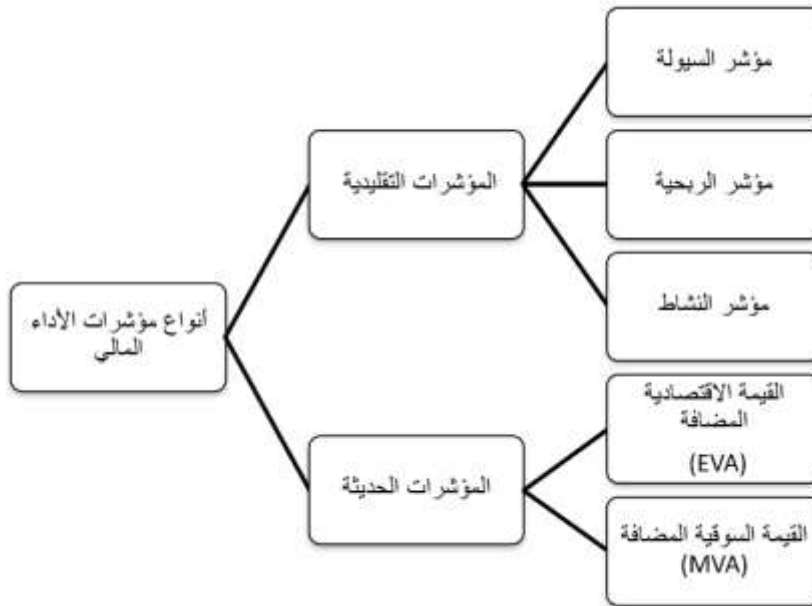
2. تعريف الربحية :

يتم تعريف الربحية على أنها: "زيادة الإيرادات على التكاليف، أو بمعنى آخر، مقدار زيادة الأصول على الالتزامات. " (هاشم، 1976، صفحة 76). ويعرف الربح من منظور اقتصادي على " أنه مقدار التغير في القيمة الصافية لأصول الوحدة الاقتصادية خلال مدة زمنية محددة. ومن المنظور محاسبي، فهو الفرق بين الإيرادات التي تحققها الوحدة الاقتصادية خلال مدة زمنية محددة والنفقات التي تتحملها تلك الوحدة خلال نفس الفترة. " (Jeter & Chaney, 2012, p. 46). و تعد الربحية هدف رئيسي وضرورة لبقاء المؤسسة واستمراريتها، وهو هدف يسعى إليه المساهمون . وتعكس الربحية العلاقة بين الأرباح المحققة من طرف المؤسسة و الاستثمارات التي أسهمت في توليد هذه الأرباح ولذلك يتم بذل جهد كبير لتوجيه الموارد المتاحة نحو الاستخدام الأمثل لتحقيق أفضل عائد ممكن للمساهمين، على ألا تقل قيمتها عن العائد الذي يمكن تحقيقه من الاستثمارات البديلة المعرضة لنفس مستوى المخاطر.(الشيخ ، 2008، ص 41)

3. مؤشرات الأداء المالي:

تعتبر مؤشرات الأداء المالي من أهم و أبرز الأدوات التي يعتمد عليها المديرون بالإدارة في تحليل القوائم المالية لتحديد ربحية المؤسسة و مركزها المالي ، تستخدم المؤسسات العديد من المؤشرات لقياس الأداء المالي، والتي يمكن تقسيمها إلى نوعين رئيسيين: مؤشرات تقليدية (المالية و المحاسبية) و مؤشرات حديثة تتعلق بخلق القيمة ومن أبرزها نجد:

الشكل 01: " أبرز مؤشرات الأداء المالي "



المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على (النعيمي و التميمي، 2008، صفحة 140) ، بتصرف.



4. طرق قياس مؤشرات الأداء المالي:

تستخدم مؤشرات الأداء المالي في المقام الأول لتوفير رؤية واضحة عن القوة المالية و التشغيلية للشركة، فضلا عن التقييم الدقيق لصحتها المالية و أداءها. و يلخص الجدول التالي أهم المؤشرات المالية المستخدمة لتقييم الأداء المالي وطرق قياسها :

الجدول رقم (1) أهم المؤشرات المالية لتقييم الأداء المالي و طرق قياسها

النسبة	الدلالة	صيغة الحساب
أولاً: مؤشرات السيولة	نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)	تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل كلما زادت هذه النسبة عن 1 دل ذلك على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة
	نسبة السيولة المختصرة	تشير هذه النسبة إلى مدى تغطية الديون قصيرة الأجل بواسطة الأصول الجارية باستثناء قيم الاستغلال . تتراوح عادة النسب المثلى ما بين 0.3 و 0.5
	نسبة السيولة السريعة	تشير إلى مدى كفاية المصادر النقدية وشبه النقدية الموجودة لدى المؤسسة التي تكون تحت تصرفها فعلا في مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل. و تعد هذه النسبة مقياسا أكثر تحفظا للسيولة تتراوح النسب المثلى عادة ما بين 0.2 و 0.3
	نسبة الرفع المالي (نسبة الديون)	تقيس هذه النسبة مقدار الأصول التي يتم تمويلها بواسطة الديون .
ثانياً: مؤشرات الربحية	نسبة العائد على الأصول (ROA)	تقيس هذه النسبة ربحية الأصول التي استثمرت فيها الشركة وهي تعكس أثر الأنشطة التشغيلية و الاستثمارية بالشركة
	نسبة مجمل ربح	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تحقيق أرباح من مبيعاتها و الذي يعتبر نشاطها الرئيسي .



نسبة هامش الربح الصافي	تقيس هذه النسبة حجم الأرباح الصافية بعد الفوائد والضرائب الناتجة عن كل دينار من المبيعات، ويعد كمقياس لكفاءة الإدارة في التمويل و الإنتاج والبيع	صافي الربح المبيعات
العائد على حقوق الملكية	يشير إلى معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمرين (حملة الأسهم الممتازة والعادية) في الشركة	صافي الربح بعد الضرائب حقوق الملكية
نسبة ربحية السهم (EPS)	يسمى أيضا بنسبة العائد الصافي لكل سهم، وهو يعبر عن نصيب الربح عن كل سهم عادي مستثمر في الشركة	النتيجة الصافية عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال
معدل دوران الأصول	يعبر عن مدى نجاح وكفاءة إدارة الشركات في استغلال الأصول في توليد الأرباح وزيادة المبيعات	صافي المبيعات إجمالي الأصول
معدل دوران المخزونات	يقيس هذا المعدل قدرة الشركة على تصريف مخزوناتهما فهو يوضح عدد المرات التي قامت الشركة فيها باستغلال المخزون وبيعه من أجل توليد الربح. وكلما ارتفع هذا المعدل دل على أن الشركة تدير مخزوناتهما بفعالية وكفاءة.	تكلفة شراء البضائع متوسط المخزون
معدل دوران الزبائن	يبين هذا المعدل كفاءة الشركة في تحصيل الديون من زبائنهما.	رقم الأعمال الزبائن + أوراق القبض
معدل دوران الموردين	يبين هذا المعدل تعاملات الشركة مع مورديها ، إذ أنه كلما قل هذا المعدل كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا، و يفضل أن يكون أصغر من معدل دوران الزبائن	مشتريات الدورة الموردين + أوراق الدفع

ثالثا: مؤشرات النشاط

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على (FRANK & PAMELA, 2003, p. 749) و (بوفليخ، 2018، صفحة 64) و (السرطاوي و عادل، 2019، صفحة 157) بتصرف.



II. الدراسة القياسية لأثر مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للسهم

1. مجتمع وعينة الدراسة:

استقرت هذه الدراسة على عينة مكونة من 3 شركات مدرجة في بورصة الجزائر ، وذلك خلال الفترة 2014-2023، حيث تنشط الشركات محل الدراسة في قطاعي الصيدلة (مؤسسة صيدال و مؤسسة بيوفارم) و قطاع الخدمات (مؤسسة التسيير الفندقية "الاوراسي") . وقد وقع اختيار العينة استنادا إلى الاعتبارات التالية: توفر كافة التقارير السنوية ومختلف القوائم المالية السنوية والتي تكون منتهية في 31/12؛ إبعاد الشركات العاملة في القطاعين المالي والمصرفي ويعود ذلك لاختلاف طبيعة نشاط هذه الشركات وأدائها المالي إضافة لاختلاف النموذج العام لقوائمها المالية.

ولقد تم جمع البيانات حول هذه المتغيرات من خلال الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz/ar>

2. متغيرات الدراسة :

المتغيرات المستخدمة في الدراسة تتمثل في المتغير التابع القيمة السوقية للشركة (MV) والتي تم قياسها بسعر الإغلاق (سعر السهم السوقى في نهاية الفترة). والذي تم أخذه من معطيات بورصة الجزائر و متغيرين مستقلين ممثلين فيما يلي: العائد على الأصول ROA ويعبر عن هذا المؤشر بصافي الربح (النتيجة الصافية) مقسوما على إجمالي الأصول؛ وربحية السهم الواحد EPS ويعبر عن هذا المؤشر بصافي الربح مقسوما على عدد الأسهم العادية. أما فيما يتعلق بصياغة نموذج رياضي لإختبار مؤشر الربحية المؤثر في القيمة السوقية لمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وبناء على المتغيرات الواردة، فيمكن توضيح نموذج الدراسة كالتالي:

$$MV = Bo + B_1 ROA + B_2 EPS$$

3. الدراسة القياسية:

1.3. خصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة: يظهر الجدول أدناه مختلف الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

الجدول (2) الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

Date: 05/21/24 Time: 15:45

Sample: 2014 2023

	EPS	ROA	MV
Mean	103.6678	0.042557	835.6667
Median	107.9687	0.035700	570.0000
Maximum	330.3441	0.137900	2300.000
Minimum	-298.7160	-0.066500	440.0000
Std. Dev.	137.1019	0.053754	489.7235
Skewness	-0.585130	-0.078994	1.589710
Kurtosis	3.876727	2.762561	4.861904
Jarque-Bera	2.672698	0.101671	16.96925
Probability	0.262803	0.950435	0.000207
Sum	3110.033	1.276700	25070.00

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج 13 eviews.



استنادا إلى الجدول (2) الذي يوضح الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة فإننا نلاحظ ما يلي:

- سجلت القيمة السوقية (MV) متوسطا حسابيا قدر بـ (835.6667) بقيمة عظمى بلغت (2300) وقيمة دنيا بلغت (440) اذ تمثل هاتين القيمتين أعلى وأدنى مستويات نمو عرفتها القيمة السوقية خلال فترة الدراسة تنصف هذه السلسلة بوسيط قدر بـ (570) على أن تشتت القيم عن متوسطها بانحراف معياري بلغ (489.7235).
- فيما يخص العائد على الأصول (ROA) بلغ متوسطه الحسابي (0.042557) بقيمة عظمى قدرها (0.137900) وقيمة دنيا بلغت (-0.066500)، اذ توضح هاتين القيمتين أعلى وأدنى مستويات النمو التي شهدتها العائد على الأصول خلال فترة الدراسة، وتنصف هذه السلسلة بوسيط بلغ (0.0357)، وتشتت القيم عن متوسطها بانحراف معياري قدره (0.05375 4).
- بالنسبة لربحية السهم الواحد (EPS) فقد سجلت متوسطا حسابيا قدر بـ (103.6678) بقيمة عظمى بلغت (330.3441) وقيمة دنيا (-298.7160)، بحيث توضح هاتين القيمتين اذ توضح هاتين القيمتين أعلى وأدنى مستويات النمو التي شهدتها ربحية السهم الواحد من طرف المؤسسات المختارة كعينة خلال فترة الدراسة، تنصف السلسلة بوسيط قدره (107.9687) وقد بلغ مستوى تشتت القيم عن متوسطها (137.1019) وهو ما يظهره الانحراف المعياري.

2.3. تحليل الارتباط: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

الجدول (3) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع التي تم استخدامها

Covariance Analysis: Ordinary			
Date: 05/21/24 Time: 15:46			
Sample: 2014 2023			
Included observations: 30			
Correlation t-Statistic Probability	EPS	ROA	MV
EPS	1.000000 ----- -----		
ROA	0.886920 10.15998 0.0000	1.000000 ----- -----	
MV	0.586765 3.834323 0.0007	0.589153 3.858199 0.0006	1.000000 ----- -----

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج 13 views.

يظهر الجدول (3) أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين كل من العائد على الموجودات (ROA) والقيمة السوقية (MV) بـ (0.589) و بين ربحية السهم الواحد (EPS) والقيمة السوقية (MV) بـ (0.586) وهو يعتبر ارتباطا ضعيف وهي ذات دلالة إحصائية حيث بلغ مستوى الدلالة المرافق لهما (0.0007) و (0.0006) على التوالي



وهو أقل من 0.05 عند مستوى معنوية 5%، في حين يلاحظ وجود ارتباط طردي شبه قوي بين كل من العائد على الموجودات (ROA) و ربحية السهم الواحد (EPS) بـ (0.886) وذو معنوية إحصائية لأن الاحتمال المقابل لها يساوي 0.0000 وهو أقل من 0.05 عند مستوى معنوية 5%.

3.3. اختبار الاستقرارية Levin & Lin & Chu : لاختبار استقرارية متغيرات الدراسة اعتمدنا في هذه الدراسة على اختبار Levin & Lin & Chu الفرضية العدمية لهذا الاختبار تتمثل في أن السلسلة غير مستقرة. يظهر الجدول (4) نتائج اختبار استقرارية متغيرات الدراسة على الترتيب (EPS, ROA, MV)

الجدول (4) نتائج اختبار Levin & Lin & Chu

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-4.57942	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-2.22584	0.0130

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-4.61520	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 13. من خلال نتائج اختبار Levin & Lin & Chu الواردة في الجدول (4) توضح أن متغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى 5% لأن احتمال (Prob) متغيرات الدراسة أصغر من 0.05، و بالتالي رفض الفرضية العدمية أي أن السلسلة مستقرة عند مستوى معنوية 5%.

4.3. اختبار لاغرانج Lagrange Multipliers (LM): توجد العديد من الاختبارات التي تستخدم لاختبار عدم التجانس أي تحديد أي النماذج أكثر ملائمة من خلال الاختيار بينها ومن بين أهم الاختبارات نجد اختبار مضاعف لاغرانج Lagrange Multipliers الذي اقترحه Breusch and pagan بالاعتماد على قيمة الاحتمال لأحصائية مضاعف لأغرانج (LM) حيث يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية و يعتمد على المفاضلة ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وذلك اعتمادا على القيمة الإحتمالية ل (LM)، وفق الفرضيتين التاليتين:

- H_0 النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي ؛
- H_1 النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية ؛



إذا كانت قيمة الاحتمالية ل مضاعف لاغرانج أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية H_0 التي تشير أن نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم ونقبل الفرضية H_1 التي تنص أن نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الأكثر ملائمة للعلاقة.

الجدول (5) نتائج اختبار لاغرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	6.138798 (0.0132)	0.331766 (0.5646)	6.470564 (0.0110)

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج 13 eviews.

أظهرت نتائج هذا الاختبار الواردة في الجدول (5) أن القيمة الاحتمالية $Prob = 0.0132$ هي أصغر من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية H_0 و نقبل الفرضية H_1 أي نرفض نموذج الإنحدار التجميعي و نقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية.

5.3 اختبار هوسمان Hausman: نستخدم اختبار Hausman بهدف تحديد النموذج الملائم بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية بعد تأكدنا في الاختبار السابق بأنه ليس نموذج الإنحدار التجميعي ، حيث اقترح هذا الأخير سنة 1978، ويرتكز هذا الاختبار على فرضيتين هما:

- H_0 نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم ؛
- H_1 نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم ؛

الجدول (6) نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	67.498973	2	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج 13 eviews.

أظهرت نتائج اختبار Hausman الواردة في الجدول (6) أن قيمة الاحتمالية المرافقة لهذا الاختبار بلغت 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ما يعني رفض الفرضية H_0 و قبول الفرضية البديلة H_1 أي افضلية نموذج التأثيرات الثابتة على نموذج التأثيرات العشوائية وبالتالي النموذج الأنسب في تقدير بيانات الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة.



6.3. تقدير النموذج:

الجدول (7) نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: MV				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/21/24 Time: 16:02				
Sample: 2014 2023				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	1.974968	0.659220	2.995917	0.0061
ROA	-6619.383	2022.702	-3.272546	0.0031
C	912.6250	63.98850	14.26233	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.828765	Mean dependent var	835.6667	
Adjusted R-squared	0.801368	S.D. dependent var	489.7235	
S.E. of regression	218.2609	Akaike info criterion	13.76027	
Sum squared resid	1190945.	Schwarz criterion	13.99380	
Log likelihood	-201.4041	Hannan-Quinn criter.	13.83498	
F-statistic	30.24960	Durbin-Watson stat	0.859979	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج 13 eviews.

بعدما تأكدنا في الاختبارات السابقة بأن النموذج الأنسب هو نموذج التأثيرات الثابتة سيتم دراسة مدى قبول النموذج من الناحية الإحصائية عبر الحكم على نتائج اختبار جودة التوفيق و الدلالة الإحصائية للمعالم المقدرة والنموذج ككل.

أ. إخبار جودة التوفيق: يركز هذا الاختبار على معامل التحديد المصحح بشكل أساسي و ذلك من أجل معرفة نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، وبالإعتماد على نتائج نموذج التأثيرات الثابتة الواردة في الجدول (7) نلاحظ أن قيمة معامل التحديد هي $R=0.8287$ ومعامل التحديد المصحح Adjusted R-squared = 0.8013 أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 80.13%. من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة مقبولة و جيدة.

ب. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم: يستخدم هذا الاختبار توزيع ستودنت وهذا بمقارنة إحصائية t المحسوبة مع القيمة المجدولة و مستوى معنوية 0.05 لمعرفة مدى قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير سلوك المتغير التابع وفق الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: b_i = 0$$

$$H_1: b_i \neq 0$$

حسب النتائج الواردة في الجدول (7) نجد ان :



- معلمة الحد الثابت C قيمتها الإحتمالية (0.0000) وهي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة H1 وبالتالي وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الحد الثابت و المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (MV)
 - معلمة العائد على الأصول ROA قيمتها الإحتمالية (0.0031) وهي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة H1 أي أنها تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول ROA و المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (MV)
 - معلمة ربحية السهم الواحد EPS قيمتها الإحتمالية (0.0061) وهي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة H1 أي أنها تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد EPS و المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (MV)
- ج. اختبار المعنوية الكلية للنموذج: يتركز هذا الاختبار على إحصائية توزيع فيشر عن طريق مقارنة القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر بمستوى المعنوية 0.05 ، و انطلاقا من النتائج الواردة في الجدول (7) نجد أن القيمة الإحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر تقدر ب $Prob(F\text{-statistic})=0.0000$ وهي أصغر تماما من مستوى المعنوية 0.05 إذا نرفض H_0 ونقبل H_1 و بالتالي للنموذج دلالة إحصائية ومعنوية كلية.
- من خلال كل ما سبق دراسته يمكن تشكيل معادلة النموذج وفق ما يوضحه الجدول (6) كمايلي:
- $$MV = 912.6250 + 1.974968 * EPS - 6619.383 * ROA + Ei$$

III. تحليل النتائج:

- أثر ربحية السهم الواحد (EPS) : بينت نتائج النموذج المقدر الذي تم اختياره والتي يظهرها الجدول (7) عن وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لربحية السهم الواحد على القيمة السوقية (MV) وذلك بقيمة بلغت (1.974968) باحتمالية قدرها (0.0061) أي أصغر من مستوى المعنوية 5%، و بالتالي وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل ربحية السهم الواحد وسعر الإغلاق . هذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة (Placido, 2012) و دراسة (عبد الله الظاهر و الفقهاء، 2011) وترجع العلاقة الطردية إلى تفضيل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر تقييم ربحيتها بواسطة هذا المؤشر الذي يعتبر من المؤشرات المساعدة في إتخاذ القرارات العقلانية و المفهومة.
- أثر العائد على الأصول (ROA): أثبتت نتائج الانحدار أن للعائد على الأصول أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية (MV) اذ بلغت قيمته (-6619.383) باحتمالية قدرت ب (0.0031) أي أقل من مستوى المعنوية 5%، و بالتالي وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل العائد على الأصول وسعر الإغلاق عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة (Placido, 2012) والتي تؤكد على وجود علاقة عكسية ذات دلالة بين العائد على الأصول وسعر



السهم ومخالفة للكثير من الدراسات من بينها دراسة (عبد الله الظاهر و الفقهاء، 2011) التي تثبت وجود علاقة طردية بين العائد على الأصول والسعر السوقي .

كشفت هذه النتائج أن للعائد على الأصول تأثير سلبي على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة، في حين كان لربحية السهم الواحد في هذه الدراسة تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة و هو ما يثبت صحة الفرضيتين التي قامت عليهما الدراسة.

خاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد العلاقة الموجودة بين مؤشر الربحية والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للأوراق المالية، وذلك لعينة مكونة من 3 مؤسسات خلال الفترة الممتدة من 2014-2023، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية (MV)
- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية أثر ربحية السهم الواحد (EPS) على القيمة السوقية (MV)

و انطلاقا من النتائج السابقة يمكن تقديم التوصيات التالية:

- ضرورة اهتمام المستثمرين بمؤشرات الربحية عند تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية لأنها تعكس القيمة السوقية للمؤسسة.
- ضرورة أخذ مسيرين الشركات بعين الاعتبار العوامل التي تؤثر في ربحية هذه الشركات ، سواء إرتبط الأمر بالعوامل المتعلقة بالوضع الداخلي أو العوامل الخارجية.
- أهمية وضع سياسات و أنظمة تلزم الشفافية و تشدد الرقابة على البيانات و التقارير المالية للحد من التلاعب مما يسمح بتحسين درجة مصداقية تلك البيانات.
- التركيز على تحسين الأداء المالي بما يعمل على جذب المستثمرين و تحقيق أهداف المؤسسة.

قائمة المراجع:

- Akhyar, C., Manalu, H., Husaini, & Wardhiah. (2023). The Influence Of Profitability, Capital Structure, Investment Decision, And Firm Size On Firm Value (A Study in the Pharmaceutical Sector Listed on the Indonesian Stock Exchange). Journal of Management Research, Utility Finance and Digital Assets Vol. 1 No. 4, 399-407.
- Frank , J., & Pamela, P. (2003). Financial management & analysis, . New jersey: John Wiley& Sons, Inc . Second Edition .
- Jeter, D., & Chaney, P. (2012). Advance Accounting. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.



- Juliyani, D., & Gularso, K. (2023). Current Ratio, Debt to Equity Ratio and Total Asset Turnover to Firm Value Mediated by Return on Equity. Asian Journal of Social and Humanities, Vol. 2 No. 02, 297-313.
- Placido, M. (2012). Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Philippines. American International Journal of Contemporary Research Vol 2 ; No 9, 98-104.
- إسماعيل محمد هاشم. (1976). مذكرات في البنوك والنقود. بيروت: دار النهضة العربية للطباعة والنشر.
- السعيد فرحات جمعة. (2000). الأداء المالي لمنظمات الأعمال . القاهرة: دار المريخ للنشر.
- الياس بن ساسي. (2006). التسيير المالي (الادارة المالية دروس وتطبيقات). عمان , الاردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- سعيد عبد الفتاح السرطاوي، و عيسى حسان عادل. (2019). التحليل المالي كأداة لتقييم الأداء المالي لشركات المساهمة الصناعية في فلسطين دراسة حالة شركات الأدوية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين 2017-2010. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 02.
- عبد الله الظاهر ، و عبد القادر سام الفقهاء. (2011). العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، (26) ، (07).
- عبد الغني دادن. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه. علوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.
- عدنان تايه النعيمي، و ارشد فؤاد التميمي. (2008). التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- فائزة عبد الكريم محمد. (2013). تقويم الاداء المالي في شركة التأمين العراقية. مجلة دراسات مالية ومحاسبية، المجلد الثامن، العدد 22 .
- فرماج عبد القادر، عصام بوزيد، و عبد الباقي بضياف. (2021). تأثير الأداء المالي على تكلفة التمويل: دراسة قياسية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية من 2010 إلى 2017. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية المجلد 10، العدد 01.
- فهمي مصطفى الشيخ . (2008). التحليل المالي الطبعة الأولى. رام الله - فلسطين.
- نبيل بوفليح. (2018). دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي. الجزائر العاصمة ، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.