

## ترشيد قرار البيع والشراء لأسهم الشركات عبر نموذج رأس المال - خلق القيمة

بهاء الدين سعد إبراهيم \*

حسام شحاته عبد الغني \*\*

ريچينا سمير كامل \*\*\*

### ملخص

هدفت الرسالة الى ترشيد قرار المستثمر من خلال التعرف علي نموذج نمو رأس المال -خلق القيمة و كيفية تطبيقه ، كما هدفت الى التعرف علي أهم مؤشرات خلق القيمة و كيفية الاستفادة من نموذج نمو رأس المال- خلق القيمة في ترشيد قرارات البيع و الشراء لدي المستثمرين ، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاستعانة بالمعلومات المنشورة عن الشركات محل الدراسة في البورصة المصرية وذلك خلال الفترة من 2015م حتي 2020م، كما تم تحليل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام منهج (panel data analysis) لاختبار صحة الفرضية و تفسير طبيعة علاقة نمو راس المال و القيمة السوقية علي القيمة الدفترية ، و قد توصلت الدراسة أن هناك تغير في رأس المال المستثمر فعندما يكون موجباً، فإن ذلك يعني أن الشركة تتخذ قرارات للنمو الداخلي أو للنمو الخارجي ( الاستحواذات)، و أتضح أيضاً أن يوجد شركات معدل التغير سالباً، وذلك يفيد أن قرارات الاستثمار للشركات محل الدراسة ، تتصل بوحدات أعمال أو بعمليات مهددة لثروة الملاك .

## Abstract

The study aimed to rationalize the investor's decision by identifying the capital growth model - value creation and how to apply it. Objectives of the study: The information published on the companies under study on the Egyptian Stock Exchange was used during the period from 2015 to 2020, and the data obtained were analyzed using the (panel data analysis) method to test the validity of the hypothesis and explain the nature of the relationship between capital growth and market value on The book value, and the study concluded that there is a change in the invested capital, when it is positive, this means that the company takes decisions for internal growth or for external growth (acquisitions), and it also became clear that there are companies with a negative rate of change, which indicates that the investment decisions of the companies under study are related, to business units or operations that waste the wealth of the owners.

## المقدمة:

من الأهداف الأساسية لنجاح أي شركة هي تعظيم قيمته السوقية، ولا يأتي ذلك إلا من خلال أفضل الفرص الاستثمارية التي تمكنها من تحقيق أقصى قدر من الأرباح لأصحابها من خلال الأنشطة التي تقوم بها. فإذا لم تساهم هذه الاستثمارات والأنشطة في تحقيق أرباح كافية للملاك، فهذا يدل على أن المؤسسة لا تحقق الربحية من أموالها المستثمرة، بل أنها تقوم بهدر أموال المساهمين.

وأيضاً فإن عملية اختيار الأسهم التي تمثل فرصة محتملة للشراء، وتلك التي تمثل فرصة محتملة للبيع أو للبيع القصير، و يوجد العديد من الطرق التي يمكن من خلالها التعرف علي اتجاه السهم ( التحليل الأساسي ، التحليل الفني ) وتعتمد عملية اختيار الأسهم علي ناتج صافي القيمة الحالية، أو القيمة الاقتصادية المضافة، أو التدفق النقدي التشغيلي بعد الضريبة، حيث أن يمكن استخدامه للتمييز بين الشركات الجيدة ذات النتائج الموجبة لأي منهما، فهي تقع في اتجاه الربح الاقتصادي (أي في اتجاه خلق الثروة)، وبالتالي تمثل فرص شراء، وبين تلك الشركات الرديئة التي تحقق نتائج سالبة للمعيارين وتقع في الاتجاه العكسي للربح الاقتصادي (أي في اتجاه إهدار الثروة)، وينظر إليها على أنها تمثل فرص للبيع أو للبيع القصير، وذلك جميعه طالما أن النتائج لا تنعكس بكاملها في سعر السهم، وتعتمد أيضا عملية اختيار الأسهم في النمو الرأسمالي للشركة أو الانكماش، حيث إن التحليل السابق لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة، بهدف التمييز بين الشركات الجيدة وتلك الرديئة، لا يعد تحليلا كاملا، وذلك بسبب أنه لا يوضح كيف تتغير

القيمة الاقتصادية المضافة؟ وهنا يأتي دور "نمو رأس المال المستثمر" في المعاونة على التمييز بين الشركات التي تقع في اتجاه تغير الربح الاقتصادي سلباً أو إيجاباً (أي التي تمثل فرصاً للبيع أو للشراء على التتابع).

### الدراسة الاستطلاعية:

تم اختيار ثلاث شركات عينة عشوائي من سنة 2015-2020 للتعرف على حركة نمو رأس المال هل يوجد تذبذب في حركة نمو رأس المال؟ أم يوجد استقرار في حركة نمو رأس المال؟

ونوضح ذلك في الأشكال التالية: -

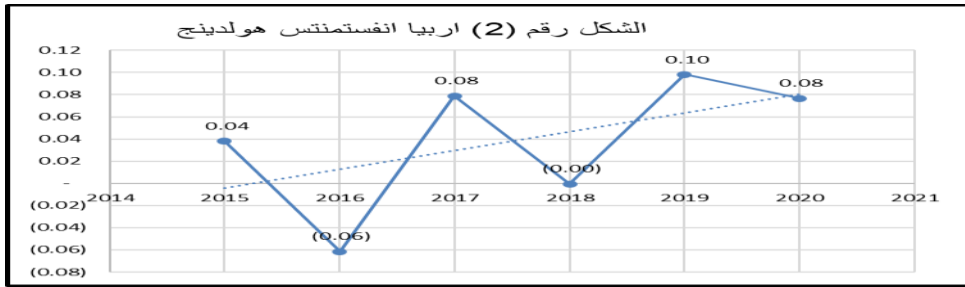
### 1- حركة نمو رأس المال لشركة الأهلي للتنمية والاستثمار



يوضح الشكل رقم (1) حركة نمو رأس المال لشركة الأهلي للتنمية والاستثمار لسنة 2015-2022 أن هناك تذبذب في الشركة حيث كان النمو موجب في عام 2015 ثم حدث انخفاض في عام 2016 ثم بدء في الارتفاع مرة أخرى عام

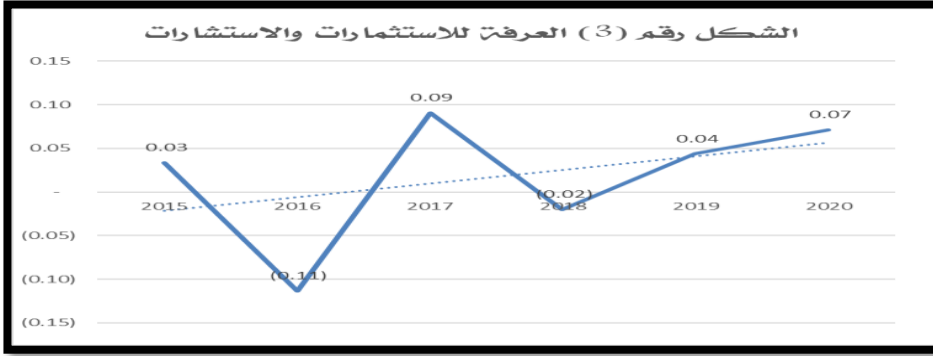
2017 وأنخفض مره ثانية عام 2018 وعاود في الارتفاع عام 2019 وعام 2020 ويسعي الباحث للتعرف هل هذا التذبذب يؤثر على خلق القيمة أم لا؟

## 2- حركة نمو راس المال لشركة اربيا انفستمنتس هولدينج



يوضح الشكل رقم (2) حركة نمو راس المال لشركة اربيا انفستمنتس هولدينج لعام 2015-2020 أن يوجد تذبذب في حركة نمو رأس المال حيث كان في ارتفاع عام 2015 ثم أنخفض في عام 2016 ثم عاود في الارتفاع 2017 ثم أنخفض مره اخري في عام 2018 ثم عاود للارتفاع في عام 2019 وعام 2020.

### 3- حركة نمو رأس المال لشركة العرفة للاستثمارات والاستشارات



يوضح الشكل رقم (3) حركة نمو رأس المال لشركة لعم 2020-2015 ويوضح أيضا التذبذب الموجد في رأس المال حيث كان مرتفع في عام 2015 ثم أنخفض بشكل كبير في عام 2016 ثم ارتفع في عام 2017 ثم عاود للانخفاض مره أخري عام 2018 ثم ارتفع في عام 2019 وعام 2022.

### 3- مشكلة البحث:

تعتبر القرارات الاستثمارية أحد القرارات الصعبة والمعقدة للارتباط بالعديد من العوامل التي يصعب تحديد أوضاعها بدقة، وتزداد صعوبة القرار الاستثماري في حالة ندرة الموارد الاقتصادية وارتفاع درجة المخاطر، لذلك لابد من الاستناد لمعايير علمية موضوعية تضمن الوصول الي القرار الاستثماري الرشيد والحفاظ على الموارد المتاحة وعدم تبديدها دون مبرر وتعظيم المنافع المرتبطة لهذا القرار .

وتشير الدراسات إلى أن معيار نمو رأس المال - خلق القيمة، تعتبر أحد المعايير العلمية الموضوعية التي تؤدي إلى ترشيد القرارات الاستثمارية للبيع والشراء في الأسواق المالية وذلك من خلال الاعتماد على مؤشر القيمة السوقية / القيمة الدفترية حيث يعتبر أحدي المؤشرات المهمة التي تقيس قدرة المنشأة على خلق القيمة.

وتأتي هذه الدراسة في إطار تقييم كفاءة وفاعلية معيار نمو رأس المال - خلق القيمة، من أجل ترشيد القرارات الاستثمارية مع التطبيق على بعض النماذج في دلائل من البورصة المصرية.

وبذلك فإن مشكلة الدراسة تتمثل في عدم رشادة بعض القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأسهم الشركات والتي ينجم عنها تدهور في ثروة الملاك حيث يوجد تذبذب في نمو راس المال للشركات ونلاحظ أن بعض الشركات يكون تذبذبها ملحوظ بالسالب مما يؤثر على خلق القيمة للمساهمين وإهدار ثروة الملاك.

ويمكن صياغة مشكلة الدراسة بناءً على الدراسة الاستطلاعية في التساؤل الرئيسي الآتي:

كيف يمكن ترشيد قرارات المستثمر في بورصة الأوراق المالية، من خلال تطبيق نموذج "نمو رأس المال - خلق القيمة"؟

#### 4- أهمية الدراسة:

يسعي البحث للتعرف على اهم العوامل التي تؤثر في ترشيد القرارات الاستثمارية التي يقوم المستثمرين باتخاذها في سوق الأوراق المالية، وكيفية تعامل

المستثمرين مع هذه العوامل للتكيف معها بالشكل الذي يساعد على تحقيق الأرباح وتجنب الخسائر.

## 5- أهداف الدراسة:

1. ترشيد قرارات المستثمر و التعرف علي أهم مؤشرات خلق القيمة.
2. التعرف على نموذج نمو رأس المال - خلق القيمة وكيفية تطبيقه،
3. الاستفادة من نموذج نمو رأس المال - خلق القيمة في ترشيد قرارات البيع والشراء لدي المستثمرين.

## الدراسات السابقة:

### دراسة (نجم، 2006) بعنوان<sup>1</sup>:

(مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية)

هدفت الدراسة للتعرف على إدراك المستثمرين في بورصة فلسطين لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، ومدى كفاية تلك المعلومات في التقارير المالية، ومدى الاعتماد عليها في ترشيد القرارات

---

<sup>1</sup> أنور عدنان، نجم. (2006). "مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة.



الاستثمارية، ويتكون مجتمع الدراسة من فئات المستثمرين في بورصة فلسطين، حيث بلغت عينة الدراسة (144) مستثمراً.

وتوصلت الدراسة الى النتائج التالية ، أن المستثمرين في سوق فلسطين يدركون أهمية استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، وان المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية كافية ويتم استخدامها في ترشيد قرار الاستثمار، وان هناك معلومات أخرى غير واردة في القوائم المالية تؤثر في قرار الاستثمار وهي معلومات من النشرات الخاصة بالسوق ،معلومات من نصائح الوسطاء ،معلومات من النشرات الحكومية ،ومعلومات من زيارة الشركات ،و معلومات من المواقع الإلكترونية الخاصة بالشركات و يوجد معوقات تحد من استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد القرار الاستثماري وهي: ارتفاع تكلفة الحصول على المعلومات المحاسبية، وعدم توفر المعلومات المحاسبية بالدقة والسرعة المطلوبة، وعدم الثقة المطلقة في طرق إعداد المعلومات المحاسبية، وعدم إمكانية استخدام المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالمستقبل، وصعوبة المقارنة بين بدائل الاستثمار بسبب اختلاف طرق الإعداد والإفصاح، وقلة الخبرة العملية عند المستثمر، وضعف المعرفة العملية بالأمر والمعلومات المحاسبية، وعدم اكتساب مهارات وظيفية للتعامل بالمعلومات المحاسبية، وعدم نشر تقارير دورية، وعدم وجود تعليمات إفصاح أكثر وضوحا في قانون بورصة فلسطين فيما يتعلق بالمعلومات المحاسبية.

وفي ضوء النتائج التي توصلت اليها الدراسة أوصت بعدة توصيات أهمها: توفير المعلومات المحاسبية بالدقة والسرعة المطلوبة وتخفيض تكلفة الحصول على المعلومات المحاسبية، ونشر المعلومات الجوهرية بصفة مستقلة بالصحف الرسمية، وكذلك نشر تقارير دورية ربع سنوية، وتحديد تاريخ موحد لنشر جميع القوائم المالية، وتوحيد طرق الإعداد والإفصاح ليتم المقارنة بين بدائل الاستثمار بسهولة، كما يجب العمل على زيادة ثقة وقناعة المستثمرين في المعلومات المحاسبية، وطرق إعدادها، وزيادة التوعية لدى المستثمرين وتحفيزهم على الالتحاق بالدورات التدريبية، وتشجيعهم على استخدام المعلومات المحاسبية للتنبؤ بالمستقبل.

دراسة (أبو عاصي، 2006) بعنوان<sup>2</sup>:

"مدى كفاءة استخدام أساليب التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي"،  
دراسة ميدانية للفترة 2004-2005م

هدفت الدراسة إلى تحديد مدى كفاءة استخدام أساليب التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي، ومعرفة مدى قدرتها على توليد عائداً إضافياً عند الاسترشاد بها في قرار التعامل بيعاً وشراءً، وتحديد الأسهم أو الشركات السعودية التي تعطي عائداً إضافياً موجباً عند استخدام أساليب التحليل الفني عند المتاجرة فيها، ويتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات التي يتم تداولها في سوق الأسهم السعودي خلال السنوات (2004-2005م)، حيث تم اختبار (40) أسلوب من أساليب التحليل الفني التي تم تطبيقها على السوق .

<sup>2</sup> عائدة عدنان، أبو عاصي، (2006) "مدى كفاءة استخدام أساليب التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي" دراسة ميدانية للفترة 2004-2005م"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة العلوم والتكنولوجيا.

وخرجت الدراسة بعدة نتائج أهمها: أن هناك أساليب محددة حققت أعلى عوائد إضافية موجبة، وأن ليس كل الأساليب الفنية تصلح للتطبيق على جميع الشركات السعودية، فبعض الأساليب الفنية حققت خسائر مع بعض الشركات، والبعض الآخر حقق أرباح، أي أن أساليب التحليل الفني ليست دقيقة بنسبة 100% ولا بد من التنوع فيها لتأكيد بعضها البعض .

كما أوصت الدراسة عدة توصيات أهمها هو: لا بد من استخدام التحليل الفني عند تحديد أوقات الشراء والبيع للأسهم، وكذلك لا بد من استخدام أكثر من أسلوب فني لتدعيم القرار الاستثماري وترشيده، وأيضا من الضروري استخدام التحليل الأساسي عند اختيار الأسهم أو القطاعات.

### دراسة (الجرجاوي، 2008) بعنوان<sup>3</sup>:

"دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم". هدفت الدراسة إلى التعرف على أبعاد التحليل المالي ومزاياه ومدى إمكانية استخدامه في التنبؤ بأسعار الأسهم، من خلال اختبار مجموعة من النسب المالية، وإيجاد نموذج كمي يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بسعر السهم لكل قطاع من قطاعات بورصة فلسطين، وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات رشيدة عند قيامهم بعملية الاستثمار، حيث يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات

<sup>3</sup> حليلة خليل، الجرجاوي (2008)، "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين

المدرجة في بورصة فلسطين، والمكونة من خمس قطاعات، أي بعدد خمسة وثلاثون شركة مصنفة في البورصة حتى نهاية عام 2007.

وكانت أهم نتائج الدراسة هي أن عملية التحليل المالي تلعب دورها المنشود في حال وجود معايير متعددة لقياس الأداء ومقارنة النتائج، ووجد أن الشركات لا تعد القوائم المالية وفقاً لمعايير الحاسبة الدولية، على الرغم من أن بورصة فلسطين تشترط على الشركات المدرجة لديها القيام بذلك .

واستناداً إلى النتائج السابقة التي توصلت إليها الدراسة فقد خرجت بعدة توصيات أهمها ضرورة الاهتمام بدقة البيانات التي تتضمنها القوائم المالية وتوافر الشفافية عند الإفصاح عن محتوياتها، وإعدادها حسب معايير المحاسبة الدولية، كما أنه لا بد من قيام الشركات بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل المؤثرة على أسعار أسهمها، والتنبؤ بما قد يكون عليه الوضع في المستقبل، بغرض اتخاذ الإجراءات اللازمة لتجنب السلبيات المتعلقة بأدائها.

دراسة (عماد الدين شرابي، 2010-2011) بعنوان<sup>4</sup>:

" اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40 ":

<sup>4</sup> عماد الدين شرابي، (2010)، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة مدرجة في CAC40 ؛ مذكرة ماجستير في علوم التسير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة

يهدف البحث إلى عرض وتقييم منهج التحليل الفني وكذا إمكانية استخدامه في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم عن طريق تحديد التوقيت المناسب للبيع والشراء ما يسمح للمستثمر بتحقيق أكبر عائد ممكن، واعتمد الباحث علي المنهج التحليلي الإحصائي حيث تم تحليل البيانات التاريخية لسعر السهم من اجل محاكاة العملية الاستثمارية واختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني بالاعتماد على نماذج مصممة خصيصا لذلك الغرض، وقد تم تطبيق ستة مؤشرات فنية على عشرين مؤسسة الأكثر سيولة والمدرجة في مؤشر السوق CAC 40 لفترة اختبار تمتد إلى سنتين ( 2009-2010).

توصلت الدراسة الي العديد من النتائج كان أهمها التالية:

- يجب التأكيد أن الاستثمار الناجح في الأسهم لا ينبغي أن يعتمد على مؤشرات التحليل الفني، بل ينبغي كذلك الاستعانة بالتحليل الأساسي، وكذا متابعة مستجدات السوق التي عادة ما تتأثر بالأحداث السياسية، الظروف الاقتصادية، والكوارث الطبيعية حتى الشائعات في معظم الأحيان.

- مؤشرات التحليل الفني تعطي نتائج متضاربة، بعضها أعلى وبعضها أدنى من نتائج إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

- يعد موضوع التحليل الفني واختبار قدرته التنبؤية موضوعا واسعا وذو عدة أبعاد لا يمكن الإحاطة بها في بحث واحد مما يجعلنا نقر بأنه لا يمكن تعميم

نتائج هذه الدراسة على الأسواق الأمريكية أو الآسيوية أو أي سوق آخر، إذ ينبغي إجراء اختبارات مماثلة على هذه الأسواق.

دراسة (قدومي وآخرون، 2012) بعنوان<sup>5</sup>:

"أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير تقييم الأداء التقليدية - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الأردنية "

هدفت الدراسة إلى معرفة أيهما أكثر قدرة (استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء) في تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم، ومن خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمعغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية لأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من (40) شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من عام 2000 وحتى عام 2009.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن القيم السوقية للأسهم ترتبط بعلاقة قوية بمعايير تقييم الأداء التقليدية اعلى من ارتباطها بـ EVA ، وان معايير تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية للتغير الذي يحصل في القيمة السوقية للأسهم

<sup>5</sup> قدومي ثائر، والكيلاني، قيس، والعمارنة، أسماء (2011)، "أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 18، العدد 2

أكبر من EVA ، وانه لا يوجد للقيمة الاقتصادية المضافة أي تأثير على القيم السوقية للأسهم لكن الطرق التقليدية تؤثر فيها.

وكان من أهم توصيات الدراسة بأنه يجب على المستثمرين الاعتماد على معايير تقييم الأداء التقليدية عند اتخاذ القرار الاستثماري وعدم الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية وحده والعمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات الاقتصادية مثل معدلات التضخم في الدولة ومعدل دخل الفرد أو الناتج القومي والتي قد يكون لها إثر في القرار الاستثماري في الأوراق المالية.

دراسة (حمامي، 2018) بعنوان<sup>6</sup>:

إثر مؤشرات خلق القيمة على تسعير الأسهم لدراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2012-2016)

هدفت الدراسة الي التعرف على أهم المؤشرات الخالقة للقيمة وتطبيقات هذه المؤشرات على الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء حيث تم اختيار عينة مكونة من 20 شركة، وتقديم نموذج يفسر العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة ذات البعد الاقتصادي و المحاسبية لقيمة السوقية.

---

<sup>6</sup> توفيق، حمامي. (2018). إثر مؤشرات خلق القيمة على تسعير الأسهم دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2012-2016)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر

و توصلت الدراسة الي العديد من النتائج حيث كان أهمها الاتي :أن يوجد علاقة بين مؤشرات خلق القيمة ذا الطبيعة الاقتصادية المحاسبية و القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء كما أن لا يوجد تأثير طويل المدى تتركه كل مؤشرات خلق القيمة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء، وذلك من خلال اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة بدءا من عدم استقراره السلاسل عند نفس الدرجة؛ من خلال نماذج Var تبين أنه لا يوجد تأثير مقياس بمؤشرات خلق القيمة في المدى القصير، وهو ما يثبتته من خلال التحليل الساكن من خلال نماذج بانل.

وكان من أهم توصيات الدراسة يجب الاهتمام بالاتصال الاقتصادي من خلال التركيز على اظهار استراتيجية المؤسسة وأفاقها المستقبلية، مع محاولة تطوير أساليب الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات للمستثمرين وعدم الاكتفاء بالإفصاح الإلزامي فقط كأسلوب لرفع الكفاءة المعلوماتية وبالتالي الكفاءة التسعيرية، وكذلك الاهتمام بسياسة الاتصال المالي بتوصيل المعلومات المالية وبشكل سلس.

## الدراسات الأجنبية

### دراسة (George,2007) بعنوان<sup>7</sup>:

---

<sup>7</sup> George A, (2007); “Value Based Management, EVA and Stock Prices in Canada”, Managerial Decision, The University of western Ontario, London, 45,( 9), pp. 1397-1411.



## **"Value- Based Management, EVA and stock price performance in Canada"**

هدفت الدراسة إلى إجراء مقارنة بين أسعار أسهم الشركات الكندية التي تبنت استخدام مقياس EVA القيمة الاقتصادية المضافة، والشركات التي لم تتبني استخدام أُل EVA حيث تم إجراء مسح ميداني لأكثر من 300 شركة كندية، وتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، وهما القيمة الاقتصادية المضافة، وأسعار أسهم هذه الشركات، ومن ثم تحليل العلاقة من خلال معامل الانحدار.

أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن: الشركات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تكون نسبة النمو لأرباح أسهمها أعلى مقارنة مع تلك الشركات التي لا تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن هناك جدلا حول ذلك لأن نسبة انتشار مقياس EVA في كندا، والولايات المتحدة لا تكاد تصل إلى 34%، حيث فسر ذلك بأن هناك عوامل أخرى مثل العرض والطلب ومدى وعي المدراء الماليين باستخدام أساليب مالية حديثة تعظم ثروة حملة الأسهم.

دراسة (Maitah, Galalh& Bashir, 2011) بعنوان<sup>8</sup>:

---

<sup>8</sup> Maitah, M., Galalh A. and Bashir, E., (2011) "The Relationship between Economic Value Added and Stock Return, An Empirical Study to test, the theoretical claim", **Research Journal of Economic, Business and ITC**, Vol. (1).

**"The relationship between economic value added and stock return, an empirical study to test the theoretical claim"**

" العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم - دراسة ميدانية لاختبار مزاعم النظرية

هدفت الدراسة إلى تحليل ودراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وقدرته على خلق القيمة للمساهمين وتقديم أدلة حول قدرة وإمكانيات المؤشر علي تفسير عوائد الأسهم ، كما عملت الدراسة على تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين عوائد الأسهم وأثر السياسات الاستثمارية المبنية على هذا المؤشر في تحقيق العوائد العادية لعينة مكونة من (40) شركة من شركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية للأوراق المالية، ومقارنتها بمتوسط السوق ومتوسط العوائد المحققة من خلال السياسات الاستثمارية المبنية على المؤشرات المحاسبية، وذلك خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2007 .

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن القيمة الاقتصادية المضافة تقدم تفسير ضئيل لعوائد السهم، وأن المحافظ الاستثمارية المبنية على EVA لا تحقق بالضرورة عائدات مرتفعة مقارنةً بعائد السوق، وان سياسات الاستثمار للمحافظ المبنية على المؤشرات بعائد السوق المحاسبية التقليدية كانت أكثر تفوقاً من الأولى، وان هذه المحافظ تحقق عوائد طبيعية تصل إلى عوائد السوق.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة تبني المؤشرات التقليدية في تفسير العوائد على السهم لأنه يعطي تفسير أقوى من مؤشر EVA ، مع الاعتماد على المؤشرات المحاسبية التقليدية في تكوين المحافظ الاستثمارية لتحقيق عوائد تصل إلى عائد السوق.

دراسة (Ray, 2014) بعنوان<sup>9</sup>:

**"EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance"**

"العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأداء الأسواق المالية"

هدفت الدراسة إلى التحقق من العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء سوق الأسهم لعدد 36 شركة من شركات المساهمة المتاحة للتداول العام في الهند خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2012، وحاولت التحقق من قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق في تحقيق المكاسب الإضافية في سوق الأسهم مع إجراء مقارنة بين مقياس EVA ومؤشرات الأداء المحاسبي مثل ROA& ROE.

---

<sup>9</sup> Ray, K., "EVA as A Financial Metric: The Relationship between EVA and Stock market Performance", **European Journal of Business and Management**, Vol. (6), No. (11), 2014

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة عدم صحة القول بان الشركات ذات القيمة العالية لمؤشر EVA تكون دائما أعلى أداء في سوق الأسهم وخلق قيمة للمساهمين، وأن أسعار الأسهم تكون أكثر حساسية لتوقعات النمو وان هذه التوقعات تنعكس في شكل عوائد أسهم مرتفعة وفقا لرغبات وميول المستثمرين بدلا من استراتيجيات ومعلومات القيمة الاقتصادية المضافة.

وكان من أهم توصيات الدراسة عدم الاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بمفرده في تقييم الأداء وتحقيق القيمة لحملة الأسهم، وكذلك عدم الاعتماد عليه في تفسير عوائد السهم، مع ضرورة إجراء دراسات أخرى تشمل شركات أكثر للتحقق من اسباب فشل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم.

بمعنوان: <sup>10</sup>(Ahmed. S. Wafia, Hassan Hassanb, Adel Mabrouk, 2015) دراسة

### “Fundamental Analysis Vs Technical Analysis in The Egyptian Stock Exchange Empirical Study”

“التحليل الأساسي مقابل التحليل الفني في البورصة المصرية - دراسة تطبيقية”

---

<sup>10</sup>Ahmed. S. Wafia, Hassan Hassanb, Adel Mabrouk, (2015) “Fundamental Analysis Vs Technical Analysis in The Egyptian Stock Exchange – Empirical Study” **International Journal of Business and Management Study – IJBMS** Volume 2 : Issue 2

---

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة الإجابة عن السؤال التالي أي من أساليب التحليل، أي التحليل الفني أو التحليل الأساسي لها أكثر مصداقية في التنبؤ بقيمة (الأسعار والعوائد) الأسهم للبورصة المصرية؟، ولتحقيق هذا الهدف، استخدمت الدراسة تحليل السلاسل المقطعية المجمعة والسلاسل الزمنية، في هذه الورقة، حيث طبقت الدراسة على عينة تحكيم تتكون من (37) شركة غير مالية مدرجة في الأسواق المالية المصرية (البورصة المصرية EGX) والتي تمثل أكثر الشركات نشاطا في البورصة خلال الفترة (1998 - 2009) أي الفترات السنوية، اشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود فرق كبير بين نتائج التحليل الفني والتحليل الأساسي فيما يتعلق بقيمة (أسعار وعوائد) الحصة في البورصة لصالح طريقة التحليل الفني، وهذا نتيجة لخصائص السوق المصرية التي لا تتسم بالكفاءة المالية، والاختلاف في التقارير والبيانات المالية، بالإضافة إلى تأثير الجوانب غير الاقتصادية.

## 7- متغيرات البحث:

### المتغير المستقل

معدل نمو رأس المال

### المتغير التابع

القيمة السوقية / القيمة الدفترية، لتمثيل متغير خلق القيمة.

## 8- فرضيات البحث:

"لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لتغير معدل نمو رأس المال، وخلق القيمة"

ويتفرع عنه الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

1. لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لانخفاض معدل نمو رأس المال، على خلق القيمة.

2. لا يوجد تأثير معنوي لزيادة معدل نمو رأس المال، على خلق القيمة.

## 9- حدود الدراسة:

أ- **حدود مكانية:** تقتصر الدراسة على سوق البورصة المصرية (شركات خدمات مالية غير مصرفية)

ب- **حدود زمنية:** (2015-2020).

## 10- أسلوب البحث:

يعتمد أسلوب هذا البحث على الجمع بين البعدين التاليين:

البعد الأول، الدراسة المكتبية، حيث يتم تغطية أدبيات الموضوع بالرجوع إلى المراجع العلمية (الكتب والبحوث) في مجال ترشيد قرارا بيع وشراء الأسهم.

الأسلوب الوصفي التحليلي، تطبيق أساليب الإحصاء الوصفي للتعرف على معالم مجتمع الدراسة، وأساليب الإحصاء الاستدلالي من أجل اختبار صحة الفرضيات وذلك من خلال نماذج بيانات البانل (Panel Data) الذي تتمثل في 1. نموذج الانحدار التجميعي 2. نموذج التأثيرات الثابتة 3. نموذج التأثيرات العشوائية

## 11- خطة البحث:

الفصل الأول: الإطار النظري

الفصل الثاني: التحليل الفني

الفصل الثالث: التحليل الأساسي.

الفصل الرابع: نموذج خلق القيمة.

الفصل الخامس: الدراسة التطبيقية.

## الدراسة التطبيقية

### أولاً: مقدمة.

تسعى الباحثة في هذا الجزء إلى اختبار فرضيات الدراسة وذلك من خلال الدراسة التطبيقية والتي ستنتم على البيانات الخاصة بالبحث والمتمثلة في قيم المتغيرات المختلفة خلال فترة الدراسة سنوية من عام 2015 وحتى عام 2020.

ولذا سيتم القيام بتحليل تلك البيانات واستخلاص نتائج العمليات الاحصائية الخاصة بمتغيرات الدراسة: وفيما يتصل بالدراسة التطبيقية يتم الاعتماد على النقاط التالية:

- يعتمد الباحث على الاحصاءات الوصفية للمتغيرات الكمية مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأكبر قيمة وأصغر قيمة لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة.
- يتم إجراء تحليل الارتباط بين المتغير المستقل الممثل في (نمو رأس المال) المتغيرات الرقابية تتمثل في (نمو الأصول، نمو المبيعات، الحجم، العمر)، وأيضا تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع (القيمة السوقية \ القيمة الدفترية)، من أجل تحديد طبيعة علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، بهدف الحد من الازدواج الخطي، وبين المتغير التابع أيضا.



- سيتم يتم اختبار معامل تضخم التباين (VIF) Variance inflation factors لجميع المتغيرات إذا كانت تقل عن 10، للثابت من عدم وجود ارتباط خطي مرتفع بين المتغيرات المستقلة.
- لاختبار فروض الدراسة تعتمد الباحثة على نماذج بيانات البانل ( Panel data).

### ثانياً: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية.

قبل إجراء تحليل الفرضيات يجب وصف بيانات الدراسة وتوضيح معالمها الرئيسية، وذلك باستخدام تحليل الاحصاءات الوصفية الأكثر قبولاً وهي الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأدنى مشاهدة وأعلى مشاهدة كما يوضح الجدول رقم (1) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ويمكن إيضاح ذلك في الجداول التالية:

الجدول رقم (1) مؤشرات الاحصاءات الوصفية للدراسة التطبيقية خلال الفترة (2015-2020)

| عدد المشاهدات | جارك_بيرا   | أقل مشاهدة | أعلى مشاهدة | الانحراف المعياري | الوسط الحسابي | الرمز المتغير | المتغيرات     |
|---------------|-------------|------------|-------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| Obs           | Jarque-Bera | Min        | Max         | D.S               | Mean          | Label         | Variable      |
| 138           | 0.0951      | -0.315     | 0.5654      | 0.1149            | 0.0364        | GRO_CAP       | نمو رأس المال |

|        |        |        |        |        |         |                                  |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------------------------------|
| 0.0997 | -0.329 | 0.2070 | 0.0991 | 0.0387 | GRO_AST | نمو الأصول                       |
| 0.0779 | -0.745 | 0.6673 | 0.2347 | 0.0753 | GRO_REV | نمو المبيعات                     |
| 0.060  | 7.078  | 10.946 | 0.9387 | 8.7875 | SIZE    | حجم الشركة                       |
| 0.085  | 2.079  | 4.727  | 0.5471 | 3.1871 | AGE     | عمر الشركة                       |
| 0.0853 | 0.064  | 4.377  | 3.7532 | 2.1694 | M-B     | القيمة السوقية \ القيمة الدفترية |

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12 .

يوضح الجدول السابق قيم الوسط الحسابي، والانحراف المعياري وقيمة أعلى مشاهدة وأدنى مشاهدة للشركات محل الدراسة خلال الفترة بشكل سنوي من عام (2015-2020)، وفقاً لنموذج حيث كانت نتائج التحليل الإحصائي توضح ما يلي:

- قيمة الوسط الحسابي لمؤشر (نمو رأس المال) قد بلغت (0,036) وهذه نسبة تدل على أن إشارة وقدر التغير في رأس المال المستثمر، فعندما يكون التغير موجباً، فإن ذلك يعني أن الشركة تتخذ قرارات للنمو الداخلي أو للنمو الخارجي (الاستحوازيات)، وتعتبر هذه نسبة تقع في المتوسط

بالنسبة إلى أعلى مشاهدة والتي بلغت (0,56)، وأدنى مشاهدة التي بلغت (-0,315) وتشير هذه النسبة السالبة، تقيد أن قرارات الاستثمار الداخلية للشركة، تتصل بوحدات أعمال أو بعمليات، مهددة للثروة ، وظهر الانحراف المعياري بنسبة (0.11) بإجمالي عدد المشاهدات(138).

- كما أن الوسط الحسابي لمؤشر (نمو الأصول) يساوي (0.038). بينما كانت أعلى مشاهدة والتي بلغت (0.20)، وأدنى مشاهدة التي بلغت (-0.32)، وظهر الانحراف المعياري (0.09) ويتضح أن التشتت كبير في الشركات في نمو الاصول، بإجمالي عدد المشاهدات (138)، وتشير هذه النسبة إلى مدى قدرة الشركات على النمو في أصولها.

- يتضح من مؤشر (نمو المبيعات)، أن الوسط الحسابي (0.07) ويشير هذا المؤشر إلى مدى التغير في الإيرادات بالنسبة للشركات محل الدراسة، ويتضح أن الانحراف المعياري (0.23) تبين أن أعلى مشاهدة وأدنى مشاهدة (0.66، -0.74) على التوالي، مما يدل أن هناك شركات إيراداتها تحقق انخفاض.

- تبين أن مؤشر حجم الشركة بلغ الوسط الحسابي (8,78)، بينما كان الانحراف المعياري (0,93)، وتبين أن أعلى مشاهدة (10,94)، وأدنى مشاهدة (7,07).

- يتضح أن مؤشر عمر الشركة بلغ الوسط الحسابي (3,18)، بينما كان الانحراف المعياري (0,54)، وتبين أن أعلى مشاهدة (4,72)، وأدنى مشاهدة (2,7).

- يعتبر مؤشر القيمة السوقية \ القيمة الدفترية أحد المؤشرات المهمة الذي يقيس قدرة المنشأة على خلق القيمة، فكلما زادت النتيجة عن الواحد الصحيح، فيكون هناك خلق للقيمة، أما إذا كان الناتج سالبا، فإن ذلك يدل على تدهور قيمة المنشأة، حيث تمثل الوسط الحسابي (2.16)، مما يدل ان غالبية الشركات محل الدراسة قد اضافت قيمة للملاك بينما يشير الانحراف المعياري إلى (3.75)، وبلغت أعلى مشاهدة وأدنى مشاهدة (4.37، 0.064) على التتابع، وتشير نتيجة ادنى مشاهدة على أن هناك بعض الشركات ليس لديها قدرة على خلق القيمة.

- وتبين أيضا أن جميع بيانات متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة تخضع للتوزيع الطبيعي من خلال مقاييس وجارك بيررا (Jarque-Bera) حيث كانت جميع الدلات الإحصائية أكبر من (0,05)، وذلك يؤكد على أن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

### ثالثاً: تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة التطبيقية.

يتم إجراء تحليل الارتباط بين المتغير المستقل (نمو راس المال) وبين المتغير التابع الذي يعكس (القيمة السوقية \ القيمة الدفترية) والمتغيرات الرقابية الضابطة (نمو الأصول، نمو المبيعات، الحجم، العمر) ويعرضها الجدول رقم (2)

من أجل تحديد طبيعة علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، بهدف الحد من الازدواج الخطي، وبين المتغير التابع أيضا.

جدول رقم (2) نتائج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

| Corr     | M_B    | GRO_<br>CAPI | GRO_<br>REV | GRO_<br>AST | AGE   | SIZE  |
|----------|--------|--------------|-------------|-------------|-------|-------|
| M_B      | 1.000  |              |             |             |       |       |
| PROP     | -----  |              |             |             |       |       |
| GRO_CAPI | 0.1932 | 1.000        |             |             |       |       |
| PROP     | 0.0418 | -----        |             |             |       |       |
| GRO_REV  | -      |              | 1.000       |             |       |       |
|          | 0.0681 | 0.3382       |             |             |       |       |
| PROP     | 0.0231 | 0.0820       | -----       |             |       |       |
| GRO_AST  | 0.0784 | 0.1523       | 0.1450      | 1.000       |       |       |
| PROP     | 0.0304 | 0.0651       | 0.0815      | -----       |       |       |
| AGE      | 0.3592 | 0.1226       | 0.0417      | 0.0633      | 1.000 |       |
| PROP     | 0.0000 | 0.1267       | 0.1517      | 0.1607      | ----- |       |
| SIZE     |        |              |             |             | -     | 1.000 |
|          | 0.1111 | 0.0966       | 0.0388      | 0.0173      | 0.050 |       |
| PROP     |        |              |             |             | 0.555 | ----- |
|          | 0.0143 | 0.6506       | 0.2593      | 0.8395      | 4     |       |

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

يتضح من نتائج الجدول السابق ما يلي:

1- المتغير التابع: القيمة السوقية \ القيمة الدفترية (M/B)

- يظهر الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط عكسي ذات دلالة معنوية بين نمو المبيعات (-0,068)، وهناك ارتباط طردي ذو دلالة معنوية بين نمو رأس المال، نمو الأصول، العمر، الحجم (0,19، 0,07، 0,35، 0,011) على التوالي يشير الجدول أن هناك علاقة ارتباط طردي ذات دلالة معنوية بين هذه المؤشرات وبين مؤشر القيمة السوقية \ القيمة الدفترية.

2- المتغيرات المستقلة مع بعضها:

- يظهر الجدول السابق، نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، التي تبين أن غالبية معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات ضعيفة نسبياً وغير معنوية، حيث انحصرت قيم هذه المعاملات بين (-0,050، 0,33) بالقيمة المطلقة، مما يدل على عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات ونستنتج من ذلك خلو البيانات من مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity). وكذلك يتم اختبار معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات، وإذا كانت تقل عن (10)، فيعد هذا مؤشر على عدم وجود ارتباط عال بين المتغيرات المستقلة.

رابعاً: اختبار معامل تضخم التباين (VIF) للارتباط الخطي للدراسة التطبيقية.

التأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط متعدد (Multicollinearity)، بين المتغيرات التفسيرية باستخدام اختبار معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation factors، حيث تشير كثير من الدراسات والأبحاث إلى أن عامل

تضخم التباين الذي يساوي 10 أو أكثر يدل على وجود مشكلة ارتباط متعدد بين المتغيرات التفسيرية (Gujarati & Porter., 2009,P 610) ، يعرض الجدول رقم (3) نتائج هذا الاختبار.

### جدول رقم (3)

نتائج اختبار (VIF) للارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة

| Variance inflation factors (VIF) | Variable      |
|----------------------------------|---------------|
| معامل تضخم التباين               | المتغيرات     |
| 3.107181                         | نمو رأس المال |
| 4.049843                         | نمو الأصول    |
| 2.894017                         | نمو المبيعات  |
| 5.565336                         | حجم الشركة    |
| 1.820470                         | عمر الشركة    |

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12 .

### رابعاً: اختبار فروض الدراسة

"لا يوجد تأثير معنوي لنمو رأس المال على خلق القيمة "

بهدف التوصل إلى نموذج قياسي مناسب لاختبار الفرضيات البحث وتقدير تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في نمو رأس المال إلى المتغير التابع والمقاس ب (القيمة السوقية \ القيمة الدفترية) للتعرف على مدى رشد قرار البيع والشراء لأسهم الشركات عبر نمو رأس المال - خلق القيمة ، وبما أن الدراسة

تناولت 23 شركة خدمات مالية، واعتمدت على بيانات سلسلة زمنية سنوية من 2015 إلى 2020، فإن هذه الدراسة سوف تستخدم التحليل القطاعي المستعرض، المعروف باسم بيانات البانل (Panel Data)، والتي تستخدم عادة في العينات الكبيرة الحجم، وعندما لا تتوافر بيانات كافية عن نوع السلسلة الزمنية، أو نوع البيانات المقطعية، حيث توفر عدد كبير من المشاهدات مما يزيد درجات الحرية، ويحسن من كفاءة التقدير القياسي Econometric (Estimation)، وبذلك اصبح عدد المشاهدات في هذه الدراسة 138 مشاهدة (23 شركة × 5 سنوات)، حيث تجمع (Panel Data) بيانات السلاسل الزمنية (Time series data) والبيانات المقطعية (cross-section data)، وذلك للابتعاد عن المشاكل التي تعاني منها البيانات المقطعية مثل: تجاهل عنصر الزمن والاختلاف في خصائص الشركات وقلة المشاهدات، والابتعاد أيضا عن المشاكل التي تعاني منها السلاسل الزمنية، مثل إهمال بيانات السلسلة الزمنية أثر التغير في سلوك المتغير من شركة إلى أخرى، تفترض أن الشركات تتصرف وتستجيب بنفس الطريقة أمام موقف ما.

ومن مزايا استخدام التحليل البيانات الزمنية المقطعية (Panel Data)، أنه يمكن حساب عدم التجانس غير المشاهد (unobserved Heterogeneity) في الشركات المختلفة عبر الزمن، على شكل الأثر الخاص بكل شركة (unobserved bank-specific effect)، وأيضا تقلل أثر الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، تحد من التحيز



المحتمل الناتج عن تقدير، والذي يرجع إلى الارتباط بين أي أثر فردي غير مشاهد.

توجد ثلاث طرق لتحليل البيانات من خلال (Panel Data) نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

"لا يوجد تأثير معنوي لنمو رأس المال على خلق القيمة "

لاختبار الفرضية الدراسة والتوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة العلاقة نمو رأس المال والقيمة السوقية على القيمة الدفترية، فقد تم استخدام منهج (Panel Data) من خلال تطبيق 3 نماذج، نموذج الانحدار التجميعي (pooled regression model)، ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)، يمكن الاعتماد على اختبار (Lagrange Breusch- Pagan LM) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والآثار الثابتة، واختبار (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، (Amararathne, & Wanigasuriya, 2022) وكانت النتائج على النحو التالي:

الجدول رقم (4)

معلومات نموذج المقدرة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي

| نموذج الانحدار التجميعي<br>pooled regression model |                    |                    | المتغير<br>Variable |
|--|--------------------|--------------------|---------------------|
| <i>Prob</i>  | <i>t-Statistic</i> | <i>Coefficient</i> |                     |
| 0.0015   | -3.243898          | -<br>19.68674      | Constant            |
| 0.2984   | 1.043912           | 6.720729           | GRO_CAPI            |
| 0.2782   | 1.088851           | 11.35326           | GRO_AST             |
| 0.0430   | -2.043184          | -<br>7.229295      | GRO_REV             |
| 0.1172   | 1.577065           | 0.897606           | SIZE                |
| 0.0000   | 4.448500           | 4.338686           | AGE                 |
| 0.192680   |                    |                    | R-squared           |
| 0.162099   |                    |                    | Adjusted R-squared  |
| 0.338485   |                    |                    | Durbin-Watson stat  |
| 6.300778   |                    |                    | F-statistic         |

|          |                     |
|----------|---------------------|
| 0.000028 | Prob(F-statistic)   |
| 138      | No. of observations |

الجدول رقم (5)

معلومات نموذج المقدرة باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

| نموذج التأثيرات الثابتة |                    |                    | المتغير            |
|-------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Fixed Effects Model     |                    |                    | Variable           |
| <i>Prob.</i>            | <i>t-Statistic</i> | <i>Coefficient</i> |                    |
| 0.0177                  | 2.407577           | 20.64354           | Constant           |
|                         | -                  | -                  | GRO_CAPI           |
| 0.0049                  | 2.873272           | 9.215852           | GRO_AST            |
| 0.0038                  | 2.954254           | 17.15584           | GRO_REV            |
|                         | -                  | -                  | GRO_REV            |
| 0.1142                  | 1.592288           | 2.847866           | GRO_REV            |
|                         | -                  | -                  | SIZE               |
| 0.0210                  | 2.342189           | 23.28500           | SIZE               |
| 0.9794                  | 0.025872           | 0.074518           | AGE                |
| 0.859799                |                    |                    | R-squared          |
| 0.825386                |                    |                    | Adjusted R-squared |
| 1.979108                |                    |                    | Durbin-Watson stat |
| 24.98473                |                    |                    | F-statistic        |

| 0.000000  | Prob(F-statistic)   |
|-----------|---------------------|
| 138       | No. of observations |
| FEM       | المتغيرات الراكدة   |
| -9.926732 | الشركة رقم (1)      |
| -1.287405 | الشركة رقم (2)      |
| -5.315917 | الشركة رقم (3)      |
| 21.19277  | الشركة رقم (4)      |
| -0.458737 | الشركة رقم (5)      |
| -39.57428 | الشركة رقم (6)      |
| 3.332326  | الشركة رقم (7)      |
| 39.04548  | الشركة رقم (8)      |
| -19.55193 | الشركة رقم (9)      |
| -19.76000 | الشركة رقم (10)     |
| -36.64817 | الشركة رقم (11)     |
| -23.66094 | الشركة رقم (12)     |
| 47.30761  | الشركة رقم (13)     |
| -19.09294 | الشركة رقم (14)     |
| 2.544806  | الشركة رقم (15)     |
| -8.080145 | الشركة رقم (16)     |
| 11.99594  | الشركة رقم (17)     |
| -4.485198 | الشركة رقم (18)     |
| 45.67023  | الشركة رقم (19)     |

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 34.56879  | الشركة رقم (20) |
| -5.152009 | الشركة رقم (21) |
| 0.691256  | الشركة رقم (22) |
| -13.35479 | الشركة رقم (23) |

- المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي EViews إصدار 12.

### تقدير النموذج التأثيرات الثابتة:

الهدف من النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية والتي تمثل هنا الشركات محل الدراسة على حده، وتم تقدير النموذج بالاعتماد على نفس المتغيرات السابقة ولقد جاءت النتائج التقدير على النحو التالي:

$$M\_P = 20.643 - 9.215 * GROCAPI + 17.1558 * GROAST - 2.84786 * GROREV + 0.0745 * AGE - 23.2849 * SIZE + ["2015Q1 2020Q4"]$$

|                       |                              |
|-----------------------|------------------------------|
| $R^2 = 0.85$          | Prob (F-statistic)= 0.000000 |
| Adjusted $R^2 = 0.82$ | Durbin-Watson stat= 1.979108 |

لقد أظهرت نتائج تقدير النموذج القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وبناءً عليه تكون المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة تفسيرية على المتغير التابع، القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 85% وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد ( $R^2$ )، ومن خلال نتائج التقدير، نلاحظ أن القيمة المعنوية المناظرة

لإحصاء (F-statistic) أقل من مستوى معنوية (0.05)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر، وبالتالي فإن مؤشر نمو راس المال بالمتغيرات الرقابية لهم قدرة على التفسير والتنبؤ بالقيمة السوقية القيمة الدفترية.

نلاحظ من الجدول اختلاف قيم معامل القطع بين الشركات (AFDI) فقد بلغ (-9.926732) وكانت (-1.287405) لشركة (AIH)، وهكذا بالنسبة لباقي الشركات، الأمر الذي قد يعود إلى خصوصية كل شركة مما يؤثر على طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من شركة إلى أخرى.

كما تم التأكد من الارتباط الذاتي بين الأخطاء (u) التي توجد في النموذج، وبهدف التأكد من أن القيم المتغير العشوائي التي تحدث خلال فترة معينة (UT) لا ترتبط بقيم المتغير العشوائي التي تسبقها أو التي تلحقها، وقد أظهرت النتائج اختبار داربون واتسون (D.W) أن بلغت القيمة 1,97 وهي قيمة مقبولة إحصائياً وتشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الداخلة في النموذج، وهذا يدل على عدم وجود تقديرات زائفة لهذا النموذج.

كما أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بالقيمة السوقية القيمة الدفترية) وهو نمو راس المال حيث كانت المعامل المقدر المناظرة لإحصاء (t-Statistic) كما يلي (0,0049) وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0,05)، فإن ذلك يفيد أن قرارات الاستثمار الداخلية للشركة، تتصل بوحدة أعمال أو بعمليات، مهددة للثروة.

وكان هناك تأثير ذات دلالة إحصائية بين بعض المتغيرات الرقابية نمو الأصول والحجم وبين القيمة السوقية \ القيمة الدفترية، حيث كانت المعالم المقدره المناظرة لإحصاء (t-Statistic) كما يلي: (0.003، 0.02) على التوالي وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، في حين أن الاحتمال المناظر لإحصاء (t-Statistic) لباقي المتغيرات الرقابية والمتمثلة في (نمو المبيعات ، العمر) هي أكبر من مستوى (0.05) وتمثلت القيم في (0.11، 0.97) على التوالي، بالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذه المتغيرات الرقابية وبين القيمة السوقية \ القيمة الدفترية.

وتتوه الباحثة أن الخطوات التحليلية السابقة مرتبطة بتحليل فرضية الدراسة "لا يوجد تأثير معنوي لنمو رأس المال على خلق القيمة " ونقبل الفرضية البديل القائل انه " يوجد تأثير معنوي لنمو رأس المال على خلق القيمة"

اعتمد الباحث علي البيانات المتاحة للشركات محل الدراسة لاستنتاج قيمة المعدل الرأسمالي للشركات حتى يتمكن من معرفة الشركات الجيدة والشركات الغير جيدة كما موضح في الجدول التالي: -

### الجدول رقم (12)

#### العائد الرأسمالي للشركات

| الشركات محل الدراسة | العائد الرأسمالي خلال فترة الدراسة |
|---------------------|------------------------------------|
|---------------------|------------------------------------|

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| -0.02760707  | الشركة رقم (1)  |
| 0.09937888   | الشركة رقم (2)  |
| -0.080008994 | الشركة رقم (3)  |
| -0.016838272 | الشركة رقم (4)  |
| -0.022151745 | الشركة رقم (5)  |
| 0.032551459  | الشركة رقم (6)  |
| 0.068234151  | الشركة رقم (7)  |
| -0.033851693 | الشركة رقم (8)  |
| -0.049725755 | الشركة رقم (9)  |
| -0.03206853  | الشركة رقم (10) |
| -0.107219134 | الشركة رقم (11) |
| 0.025171109  | الشركة رقم (12) |
| 0.044864559  | الشركة رقم (13) |
| 0.036115502  | الشركة رقم (14) |
| 0.007601752  | الشركة رقم (15) |
| -0.146838523 | الشركة رقم (16) |
| -0.017924217 | الشركة رقم (17) |
| 0.025475582  | الشركة رقم (18) |
| -0.041874686 | الشركة رقم (19) |
| -0.080095513 | الشركة رقم (20) |
| -0.354858355 | الشركة رقم (21) |
| 0.116271155  | الشركة رقم (22) |
| -0.132032505 | الشركة رقم (23) |



ولمعرفة الشركات الجيدة والشركات غير الجيدة يجب الاستعانة بمصفوفة  
(النمو ومناطق خلق القيمة) حتى نتمكن من معرفة الشركات خالقة الثروة  
والشركات المهدة للثروة.

الشكل رقم (4) مصفوفة نموذج رأس المال - خلق القيمة

خلق القيمة

المربع رقم (1)

المجلد 37 - الع

المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية

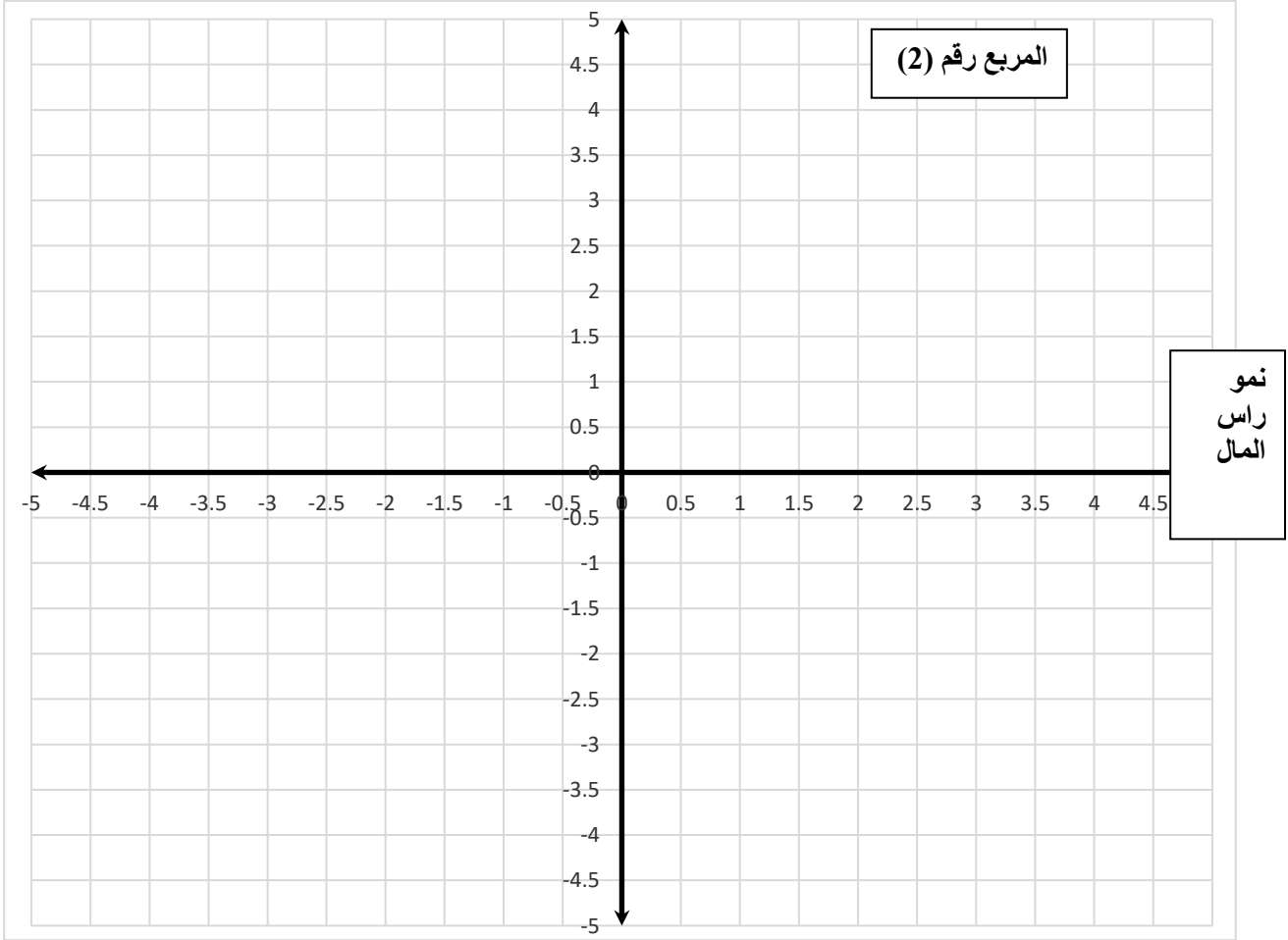
1031

الانكماش يخلق ثروة للملاك

تتعاضد ثروة الملاك بالنمو الداخلي  
والاستحوادات الخارجية

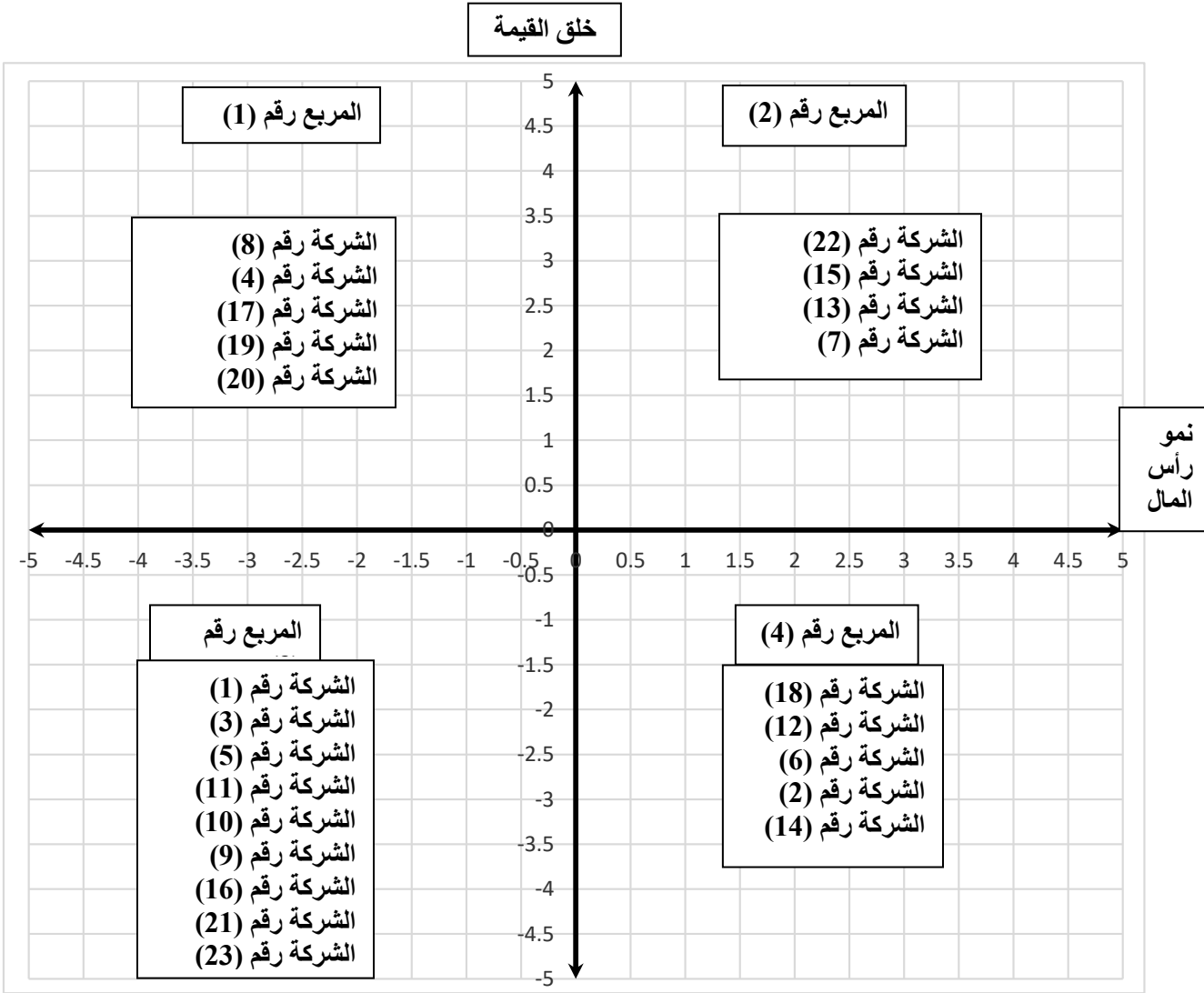
استثمارات منخفضة تدل على انخفاض  
الفرص لخلق الثروة للملاك

النمو يبدهد ثروة الملاك



من اعداد الطالب بالاعتماد علي مرجع: - (بهاء الدين سعد، مرجع سابق)

الشكل رقم (5) تطبيق علي مصفوفة نموذج رأس المال- خلق القيمة



وبناء على ذلك فنجد أن في المربعين رقم (2)، (4) اللذين لهما معدل نمو رأس المال موجب، فإن المربع رقم (2) يمثل شركات جيدة، بينما المربع رقم (4) يمثل منطقة نمو رديئة أو مضللة. وفيما يتصل بالمربعين رقم (1)، (3) اللذان يقعان في منطقة نمو رأس مال سالب، نجد أن المربع رقم (1) يمثل شركة جيدة حيث يؤدي انكماش رأس المال إلى خلق القيمة لحملة الأسهم، ولكن المربع رقم (3) فيمثل شركات غير جيدة، حيث إن الاستثمارات المنخفضة تؤدي إلى انخفاض فرص خلق القيمة للملاك.

وبذلك فإن المربعين (1) (2) يمثلان فرص شراء ممكنة، بينما المربعين (3) (4) فيمثلان فرض بيع قصير إلى تجنب على التوالي.

## النتائج: -

الجدير بالذكر أن الدراسة الحالية تعتمد على نموذج التأثيرات الثابتة وفقاً للنتائج الواردة بالجدول رقم (6) المتعلقة بالمفاضلة بين النماذج الثلاث المستخدمة في القياس، قد تم الاستقرار على هذا النموذج وفقاً للتحليل، فإنه يعتبر أعلى معامل تحديد، ويمكن الاعتماد على نمو رأس المال بالإضافة إلى المتغيرات الحاكمة بنسبة (85%)، وبالرجوع إلى نموذج التأثيرات الثابتة نلاحظ أن هناك تغير في رأس المال المستثمر، فعندما يكون التغير موجباً، فإن ذلك يعني أن الشركة تتخذ قرارات للنمو الداخلي أو للنمو الخارجي (الاستحواذات)، ويوجد هناك بعض الشركات كان هناك معامل التغير موجب،

بينما إذا كان التغيير سالباً، فإن ذلك يفيد أن قرارات الاستثمار الداخلية للشركة محل الدراسة ، تتصل بوحدات أعمال أو بعمليات، مهددة للثروة.

## التوصيات: -

وبناءً على النتائج السابقة نستنتج التوصيات التالية

1-توصي الباحثة سوق الاوراق المالية الى لأضافه مؤشر القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في النشرات والتقارير الصادرة عن ادارة السوق حتى يتمكن المستثمرين من متابعة التطورات الخاصة بأداء الشركات. لان مؤشر القيمة السوقية الي القيمة الدفترية من أهم المؤشرات الفعالة للحكم على أداء الشركات ومعرفة الشركات خالقة القيمة والشركات المهذرة لثروة الملاك.

2- توصي الباحثة المستثمرين بأن الشركات التي تقع في المربع رقم (1)، (2) يمثلان فرصة شراء ممكنه، بينما الشركات التي تقع في المربع رقم (3)، (4) يمثلان فرصة بيع ويجب تجنبها.

3- توصي الباحثة الشركات محل الدراسة التي لا تخلق ثروة للملاك، بل تهدر ثروة الملاك الي إعادة الهيكلة حتى تتمكن من التطوير والتحسين للأفضل.

4-إجراء أبحاث أخرى مماثلة للبحث، ولكن تضمن الأشكال الأخرى لنموذج خلق القيمة مثل القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة Tobin .Q

## المراجع العربية:

- أبو وادي، رامي، وسقف الحيط، نهيل إسماعيل. (2016). القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث العلوم الانسانية، المجلد 30، العدد 12.
- أيمن، أسماء. (2021). اختبار قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة: دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2002-2017، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، مج 8، ع 1.
- بن لطرش، خالد. (2018). اختبار مدى تنبؤية وربحية التحليل الفني للأوراق المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1-.
- بوكرومة، كريمة. (2019). أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة العربي بن مهدي، كلية العلوم الاقتصادية.
- تكرتشارت. (2005). دليل تكرتشارت للتحليل الفني، Chart Ticker.
- التميمي، أرشد فؤاد، والقيسي، احمد فارس. (2012). قياس العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكلفة رأس المال وأثرهما على القيمة السوقية المضافة دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة - كلية التجارة مجلد 36، ع 3.
- الجرجاوي، حليلة خليل. (2008). دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

جزائري، رغد خليفاي. (2014). العلاقة بين مقاييس الأداء الداخلية والقيمة السوقية المضافة للشركة (دراسة تطبيقية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية)، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في علوم الإدارة، سوريا.

حسين، عطا غنيم (2005). التحليل المالي (ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية) المكتبة الأكاديمية، مصر.

خضير، عقبة (2020) "أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2014)"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة محمد خيضر.

رابح، مقراني. (2014). التحليل الأساسي ودوره في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة ببورصة أورونكست باريس Euronext Paris، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية.

زيد، حياة. (2015). دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، رسالة لنيل شهادة الماجستير في تخصص الأسواق المالية والبورصات، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

سعد، بهاء الدين. (2022). التمويل المعاصر (النظريات والنماذج)، الطبعة الأولى، الناشر (المؤلف).

السعيد، بريكة وسمير، مسعي. (2009). تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA بحث الملتقى الدولي: صنع القرارات في المؤسسات الاقتصادية، جامعة محمد بوضيان، الجزائر.

- سعيد، محي محمد. (2013). دور البنك المركزي المصري في العلاقة بين السياستين النقدية والمالية وسوق الأوراق المالية (دراسة تحليلية وتطبيقية في الفترة 1991-2010)، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، مجلد 3 العدد 54 جامعة المنصورة.
- شرابي، عماد الدين. (2010). اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة مدرجة في CAC40 مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة.
- الشكرجي، بشار ذنون، وتاج الدين، ميادة صلاح الدين، وسليمان، فتحي محمد. (2010). التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17.
- صبار، ثجيل عودة. (2021). التنبؤ بأسعار الاسهم باستخدام نظرية الموجة لأليوت في سوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 1 العدد 3، العراق.
- صيفي، حسنية. (2016). قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- الطاهات، قاهر ناصر. (2005). النظرية الموجية لإلوت، مبادئ موجات إلوت، منتديات المركز الخليجي للعمليات، عمان، الأردن.
- عبد القادر، نيفين. (2004). استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات - دراسة تطبيقية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة بورسعيد.



- عبد الكريم، احمد. (2020). محددات القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015 لغاية 2018، العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة - كلية الإدارة والاقتصاد، مجلد 15، ع58.
- عبد الله، عبد الرؤوف علي. (2019). دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر FGX30 المدرجة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مجلد 10، ع3.
- عطا غنيم، حسين. (2005). التحليل المالي: (ودراسة صافي رأس المال العامل) أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية، مصر.
- عقيل، شعبان محمد. (2015). قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة ببورصة فلسطين، رسالة لنيل درجة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- عمار، بن مالك. (2010). المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006 - 2010"، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.
- قدومي ثائر، والكيلاني، قيس، والعمارنة، أسماء. (2011). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 18، العدد 2
- كشمري، عابد عبد الله. (2020). مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (دراسة حالة قطاع شركات المواد الأساسية) المجلة العربية للنشر العلمي، العدد 23.

لطفي، أمين السيد احمد (2000) "التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية" دار النهضة العربية، القاهرة

محمد، هبة حسن. (2020). تحليل العلاقة بين أسلوبي تكلفة دورة حياة المنتج والتكلفة المستهدفة وتأثيرها في نجاح المشروعات، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 11، العدد4، مصر.

معين، احمد عبد الحافظ عبد الوهاب. (2020). محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة (2003-2017) مجلة السياسة والاقتصاد، جامعة بني سويف، العدد 5.

مهنا، بلال عدنان. (2017). استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتفسير خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس المالية التقليدية دراسة تجريبية على عينة من الشركات المالية المدرجة في الأسواق المالية العربية، رسالة أعدت استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سوريا.

المهيلمى، عبد المجيد (2006). التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة.

الميداني، محمد أيمن عزت. (2006). الإدارة التمويلية في الشركات، طبعة السابعة، مكتبة العبيكان، المملكة العربية السعودية، الرياض.

نجم، أنور عدنان. (2006). مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية" رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة.

النعيمي، عدنان تابه، والتميمي، أرشد فؤاد. (2007) التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة دار اليازوري العلمية النشر والتوزيع، عمان.

نمارق قاسم حسين. (2017). قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع اشارة خاصة للعراق للمدة 1990-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة كربلاء.

هندي، منير إبراهيم. (1993). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

هندي، منير إبراهيم. (2006). الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف بالإسكندرية. هندي، منير ابراهيم. (2015). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، توزيع المكتب المعربي الحديث، الإسكندرية.

وافي، احمد سليمان. (2013). دراسة لمصادقية نتائج التحليل الفني مقارنة بنتائج التحليل الأساسي بالنسبة لأسعار. وعوائد الأسهم في السوق المصري، رسالة ماجستير، كلية التجارة - جامعة القاهرة.

## المراجع الإلكترونية:

[www.tickerchart.com](http://www.tickerchart.com)

<https://www.avatrade.ar.com/>

[www.borsaat.com](http://www.borsaat.com)

<http://excelta.blogspot.com/2007/11/macdmeaning.html>

<https://expandcart.com/ar/31321>

المراجع الأجنبية:

- Ahmed. S. Wafia, Hassan Hassanb, Adel Mabrouk, (2015) “Fundamental Analysis Vs Technical Analysis in The Egyptian Stock Exchange – Empirical Study” International **Journal of Business and Management Study** – IJBMS Volume 2: Issue 2
- Devika, S. Poornima," 2015Fundamental Analysis as a Method of Share Valuation in Comparison with Technical Analysis", **Journal of Exclusive Management Science**,Vol 4 Issue 12.
- Elali, Wajeeh (2007)‘ ” EVA and Shareholder Value Creation: An Empirical Study”, Published Doctoral thesis. University of Westminster: London
- Maysami R.C., Lee, C.H., & Mohamed,A.H. (2005) “Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices”. **Journal of Pengurusan**, 24 (1), 47-77.
- Moreteza hajiabbasi and other, "Comparison of information content value creation measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and accounting measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange", **ARNP Journal of Science and Technology**, VOL. 2, NO. 5
- Osamwonyi, I. O., & Evbayiro-Osagie, E. I. (2012)” The relationship between macroeconomic variables and stock market index in Nigeria”. **Journal of Economics**, 3(1), 55-63.

SURESH A.S, (2013) "A STUDY ON FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS "International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol2 No5.

J. Frost and Robert Prechter (2005), "**Elliott Wave Principle: Key to Market Behavior**", 10th edition, New Classics Library, Georgia, USA.

Ayten ÇETİN, Serkan Manga. "Elliott dalga prensipleri ve altın piyasası üzerine bir uygulama" **Üniversitesi Öneri Dergisi Cilt 12, Sayı 45, Ocak 2016, ISSN 1300-0845**

Chen, James, (2010) .**Essentials of Technical Analysis for Financial Markets Hoboken: John Wiley & Son**

Edwards, Robert D.& Magee, John, (2007). **Technical Analysis OF Stock Trends**, Ninth Edition, United States of America: Taylor & Francis Group.

Frank K. Reilly and Keith C. Brown (2002), "**Investment Analysis and Portfolio management**", 7th ed., South-Western

Froidevaux, P. S. (2004). **Fundamental equity valuation: Stock selection based on discounted cash flow** (Doctoral dissertation, Université de Fribourg)

Gujarati, D.N. and Porter, D.C., (2009), "**Basic Econometrics**". 5th Edition, McGraw Hill Inc., New York.

Murphy, John J. (1999): **Technical Analysis of The Financial Markets, A comprehensive Guide to Trading Methods and Applications, United States of America:** New York Institute of Finance.

Shil, Nikhil (2009). "Performance Measures: An Application of Economic Value Added" ,**International Journal of Business and Management**, Vol 4, no.3