

اختبار قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة
في بورصة الجزائر خلال الفترة (2017-2002)

Test the ability of traditional measures and modern measures to explain the market value added Case
Study of the enterprises listed on the Algiers Stock Exchange during the period (2002-2017)

أسماء أومن^{1*}، عبد الغني دادن²

¹ مخبر التمويل، مالية المؤسسة ومالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة (الجزائر)
(aimene.asma@univ-ouargla.dz)

² مخبر التمويل، مالية المؤسسة ومالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة (الجزائر)
(dadene@gmail.com)

تاريخ الاستلام: 2020/09/25؛ تاريخ المراجعة: 2020/09/29؛ تاريخ القبول: 2020/11/11

ملخص: تهدف الدراسة لاختبار قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء على تفسير القيمة السوقية المضافة كمؤشر للأداء السوقي، تمثلت المؤشرات الحديثة في القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و إجمالي عائد المساهمين، و المقاييس التقليدية للأداء معبر عنها بالمردودية المالية، حصة السهم من الأرباح و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب، تمثلت عينة الدراسة في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2017-2002، استخدمنا نماذج البانل لاختبار العلاقة، و تم التوصل إلى أن المؤشرات الحديثة تتفوق على المقاييس التقليدية في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة.

الكلمات المفتاح: قيمة اقتصادية مضافة؛ قيمة سوقية مضافة؛ قيمة اقتصادية مضافة معدلة؛ خلق القيمة؛ مقاييس تقليدية للأداء.

تصنيف JEL: M41، C52، L25، G30

Abstract: The present study aims to test the ability of traditional measures and modern measures of performance to explain the market value added as an indicator of market performance, the modern measures are the economic value added, refined economic value added and the total return of shareholders, the traditional measures represented in the return on equity, the earning per share, and the net operating profit after tax. The sample of enterprises used in this study is the enterprises listed on the Algiers Stock Exchange during the period from 2002 to 2017. To test the relation we use the panel data analysis. Our present study finds that modern measures have outperformed the traditional measures in interpreting the change in market value added.

Keywords: economic value added ; market value added ; refined economic value added ; value creation ; traditional accounting measures.

Jel Classification Codes : G30 ,L25,C52,M41

* أسماء أومن ، aimene.asma@univ-ouargla.dz

I- تمهيد:

حظي موضوع تقييم أداء المؤسسات من وجهة نظر خلق القيمة باهتمام كبير من قبل الباحثين، و ذلك سعياً لإيجاد طريقة أكثر فعالية تساعد المستثمرين، المدراء و المساهمين في أخذ صورة عن المؤسسة كل فيما يهمله. و ذلك لمعرفة القدرات المالية و الاقتصادية و التجارية، و في هذا الصدد عرفت مقاييس الأداء عدة تطورات، بحيث يتم الانتقال إلى مؤشر جديد بناء على الانتقادات الموجهة لسابقه و هذا ما أدى إلى ظهور العديد من المؤشرات تستخدم لقياس الأداء من أجل إعطاء صورة واضحة عن المؤسسة، و يعد مؤشر العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس الأداء ، و نظراً للانتقادات الموجهة لتلك المقاييس و غيرها من المقاييس التقليدية فقد قامت شركة stern stewart عام 1991 بإنشاء مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يحتوي على مجموعة من المميزات التي تخوله لأن يكون المقياس الأفضل الذي يعكس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة لمساهميها، فهو يحسب القيمة الاقتصادية المحققة بعد حذف تكلفة رأس المال و هذا ما يميزه عن المقاييس التقليدية، قام العديد من الباحثين بدراسات حول مدى تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء في تفسير التغير في عوائد الأسهم ، و من ثم قامت نفس الشركة بإصدار مؤشر القيمة السوقية المضافة الذي جيء به لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، و منذ ظهورهما و قد تحافتت الأبحاث و الدراسات لاختبار مدى قدرة كل منهما على قياس خلق القيمة للمساهمين. نسعى من خلال هذه الدراسة لاختبار مدى قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة التي تعبر عن الأداء السوقي، و عليه تم صياغة الإشكالية على النحو التالي :

ما مدى أهمية المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء في تفسير الأداء السوقي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر

خلال الفترة (2002-2017) ؟

و للإجابة على هذه الإشكالية تم وضع الفرضيات التالية :

- الفرضية الأولى : تنكسي المؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء تأثيراً نسبياً في القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2002-2017)؛
- الفرضية الثانية : تعد المؤشرات الحديثة للأداء أكثر نجاعة عن المؤشرات التقليدية في تفسير الأداء السوقي و المعبر عنه بالتغير في القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2002-2017).

1.I- الدراسات السابقة:

لقد تناولت العديد من الدراسات إشكالية تفوق المقاييس الحديثة للأداء على المقاييس التقليدية باستخدام أساليب و طرق مختلفة، و على عينات متباينة، و فيما يلي سنستعرض بعض هذه الدراسات :

دراسة Saeid Jabbarzadeh و آخرون (2012)¹: هدفت الدراسة إلى اختبار قوة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة

المعدلة و مقارنتها مع القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس التقليدية في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع، و ذلك في السوق المالي الإيراني خلال الفترة (2005-2010)، و قد تم استخدام الانحدار الخطي البسيط و المتعدد لاختبار العلاقة، و تم التوصل إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة تتفوق على بقية المتغيرات بما فيها القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة.

دراسة P.Muraleetharan (2014)²: هدفت الدراسة إلى قياس مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية

المضافة، تمثلت عينة الدراسة في 5 بنوك خاصة في سيريلانكا، و ذلك خلال الفترة 2006-2012 و لاختبار هذه العلاقة تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط. تشير النتائج المتوصل إليها أن هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، حيث تفسر القيمة الاقتصادية المضافة ما مقداره 75 % من التغير في القيمة السوقية المضافة.

دراسة Muhammad Ismail (2014)³: هدفت الدراسة إلى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس التقليدية

للأداء في تفسير القيمة السوقية المضافة، لعينة تضم 35 مؤسسة مدرجة في بورصة كراتشي، خلال الفترة 2010-2011، و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، و تم التوصل إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، كما تشير النتائج إلى تفوق معدل العائد على حقوق الملكية على بقية المتغيرات.

دراسة حسنية صيفي (2015)⁴: سعت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي و المتمثلة في (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، التدفقات النقدية، حصة السهم من الأرباح، العائد على الاستثمار، الربح التشغيلي بعد الضرائب) إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC40 والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنة 2008 و 2013، وقد تم استخدام أسلوب التحليل المقطعي للبيانات. وقد تم التوصل إلى أن القيمة السوقية المضافة تتفوق على بقية المؤشرات في تفسير التغير في عوائد الأسهم بما فيها القيمة الاقتصادية المضافة.

دراسة رامي أبو وادي و نهيل سقف الحيط (2016)⁵: سعى الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تحديد المؤشر الأكثر ارتباطا بالقيمة السوقية المضافة، وذلك بالمقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث شملت عينة الدراسة 13 مصفا تجاريا أردنيا خلال الفترة 2000-2013، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panal Data)، وأشارت النتائج المتوصل إليها أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد على حقوق الملكية وكذا القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أن هذه الأخيرة لديها قدرة أكبر في تفسير القيمة السوقية المضافة.

دراسة Ali Ihsan Akgun وآخرون (2018)⁶: هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة لاختبار علاقة العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية و القيمة الاقتصادية المضافة بالقيمة السوقية المضافة، تمثلت عينة الدراسة في 13 مؤسسة مدرجة في السوق المالي باسطنبول تنشط في مجالي الإعلام الآلي و التكنولوجيا وذلك خلال الفترة 2004-2015، و قد تم استخدام نماذج البانل لاختبار العلاقة، وأظهرت النتائج المتوصل إليها أن هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، في حين أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لكل من العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية بالقيمة السوقية المضافة.

2.I الخلفية النظرية للدراسة

إن تعارض المصالح بين المساهمين و المسيرين و سعي كل منهم لتحقيق مصالحه أدى إلى البحث عن وسيلة تساعد في تقييم أداء المسيرين و تقييم مدى قدرتهم على خلق قيمة للمساهمين كهدف رئيسي للمؤسسة. وهذا ما نلمسه بوضوح في قول G B.Stewart (1994): " ... إن الهدف المالي الأول هو تعظيم ثروة المساهمين، و فائدة ذلك لا تعود على المساهمين فحسب بل تعود على المؤسسة ككل...."⁷.

و نعني بمفهوم خلق القيمة خلق قيمة للسهم، و انطلاقا من ذلك فهذا المفهوم يكرس وضع المساهم كأولوية في إستراتيجية المؤسسة⁸. أصبح موضوع البحث عن المقياس الأفضل محل نقاش واسع بين الباحثين خاصة في تسعينات القرن الماضي مع ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، الذي تمت مقارنته مع العديد من المقاييس خاصة النتيجة الصافية، و ذلك باختبار الارتباط بين مؤشرات الأداء و القيمة السوقية⁹.

يعود الفضل في بروز مقاييس خلق القيمة للمساهم إلى الأعمال القيمة للأمريكي ألفريد رابابورت Alfred Rappaport (1986) الذي استطاع تقديم مقارنة لخلق القيمة للمساهم حدد من خلالها الوسائل الضرورية التي تمكن إدارة المنشأة من الوصول إلى تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهمين. ومع مطلع التسعينات من القرن الماضي، سارعت العديد من مكاتب الاستشارات المتخصصة إلى تبين أفكار رابابورت واستطاعت تطوير نماذج لقياس خلق القيمة قامت بالترويج لها من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من المنشآت لاستغلال نماذجها في القياس. تكتسي مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم أهمية بالغة في الإدارة المالية الحديثة، حيث يمثل مقياس الأداء الذي من خلاله يتحدد مقدار خلق القيمة المحقق من طرف المؤسسة الركيزة الأساسية لنظام الإدارة على أساس القيمة Value Based Management (VBM)، فاستخدام مقياس الأداء من منظور خلق القيمة يسمح للمنشآت بتحسين عملية الاتصال الداخلي أو الخارجي بالمستثمرين، و يساعد على اتخاذ القرارات التشغيلية و الإستراتيجية، وإعداد نظام المكافآت الذي يجعل سلوك المديرين يتماشى مع أهداف المساهمين¹⁰. في إطار سعيها لتعزيز مفهومي القيمة الاقتصادية المضافة، فقد عملت شركة Stern & Stewart على صياغة معيار آخر للأداء يتمثل في القيمة السوقية المضافة كمؤشر للأداء الخارجي للمؤسسة، وكمقياس لقدرة المؤسسة على تكوين الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية. يُقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين، وبهذه الصورة فإن القيمة السوقية المضافة تعد معيارا شاملا في قياس وخلق الثروة¹¹.

القيمة السوقية المضافة هي عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و رأس المال المقدم من قبل المستثمرين خلال فترة زمنية محددة، كما تعرف على أنها القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية¹².
كما تعرف على أنها الفرق بين القيمة السوقية الحالية و رأس المال المستثمر، فإذا كانت القيمة السوقية موجبة فهذا يعني أن المؤسسة نجحت في انشاء قيمة لمساهميها و العكس اذا كانت قيمتها سالبة، و يعتبر مقياس القيمة السوقية المضافة مقياس هجين كونه يجمع بين القيمة السوقية الحالية و القيمة التاريخية المحاسبية¹³.
و يتم حسابها وفق العلاقة التالية :

$$MVA = MEV - BVE$$

حيث:

MVA : القيمة السوقية المضافة ؛

MEV : القيمة السوقية لحقوق الملكية (عدد الأسهم مضروبا بالسعر السوقي للسهم) ؛

BVE : القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية المفصح عنها بالميزانية.

II - الطريقة والأدوات المستخدمة :

سنقوم في هذا الجزء بنمذجة العلاقة بين القيمة السوقية المضافة كمؤشر لتقييم الأداء الخارجي مع المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء و التي تمثل مقاييس للأداء الداخلي خلال فترة الدراسة.

1-II عينة الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في السوق المالي الجزائري، و في ظل المعطيات المتاحة كانت الدراسة منصبة على أربع مؤسسات و هي مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي، اليانس للتأمينات و مؤسسة روية.

- تم تجميع معطيات الدراسة من الموقع الخاص بالسوق المالي الجزائري، خلال الفترة (2002-2017) بالنسبة لمؤسسة الأوراسي و

مجمع صيدال و خلال الفترة (2014-2017) لكل من مؤسسة روية و اليانس للتأمينات ، كما تم حساب متغيرات الدراسة عن

طريق برنامج EXCEL 7 ، في حين تم استخدام أسلوب التحليل المقطعي للبيانات (panal data analysis).

II- 2 متغيرات الدراسة :

للإجابة على الإشكالية المطروحة و اختبار مدى صحة الفرضيات، سنقوم باختبار مدى قدرة كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) و إجمالي عائد المساهمين (TSR) على تفسير القيمة السوقية المضافة مقارنة مع المقاييس التقليدية المتمثلة في المردودية المالية (RCP)، حصة السهم من الأرباح (EPS) و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT). و يوضح الجدول رقم (01) كيفية حساب متغيرات الدراسة.

من خلال الجدول رقم (02) تظهر الخصائص الوصفية للعينة المدروسة، إذ بلغ عدد المشاهدات 42 مشاهدة و ذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى 2017، نلاحظ من خلال الجدول أن متوسط القيمة السوقية المضافة قدر بـ 1004.99 بانحراف معياري قدر بـ 4148.30.

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فقد بلغ متوسط المردودية المالية 11.61 بانحراف معياري قدر بـ 13.34، كما نلاحظ أن متوسط مؤشر حصة السهم من الأرباح قدر بـ 111.61 بانحراف معياري قدر بـ 120.90 و بلغ متوسط نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب 105.48 بانحراف معياري قدر بـ 83.25 في حين بلغ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة 11106.49 بانحراف معياري قدر بـ 12064.71، كما نلاحظ من خلال الجدول السابق انحراف كبير في قيم القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة حيث بلغ متوسطها 5244.84 بانحراف معياري قدر بـ 5531.87، كما بلغ متوسط إجمالي عائد المساهمين 0.08 بانحراف معياري قدر بـ 0.18.

II- 3 تحليل نتائج الدراسة :

II - 3-1 تحليل نتائج الارتباط :

بناء على نتائج الجدول رقم (03)، أظهرت مصفوفة الارتباط للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء بأن هناك ارتباط موجب ضعيف ذو دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة و المؤشرين حصة السهم من الأرباح و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب فكانت معاملات الارتباط على التوالي 0.05، 0.09 ، و ارتباط موجب قوي ذو دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و

المردودية المالية قدر — 0.48، أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فكان الارتباط الأعلى بين حصة السهم من الأرباح و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب حيث قدر معامل الارتباط بـ (0.85).
بناء على نتائج الجدول رقم (04) الذي يظهر معاملات الارتباط بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء فنلاحظ أن هناك ارتباط موجب ذو دلالة إحصائية بين المتغير التابع (القيمة السوقية المضافة) و المتغيرات المستقلة و كانت معاملات الارتباط كالتالي: EVA (0.05)، REVA (0.43)، TSR (0.22)، أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فكان الارتباط الأعلى بين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و إجمالي عائد المساهمين حيث قدر معامل الارتباط بـ (0.93).

II - 3-2 تحليل نماذج الانحدار :

لاختبار فرضيات الدراسة سيتم تقدير نماذج الانحدار باستخدام نماذج البانل غير المتوازن، حيث سنقوم بالمفاضلة بين ثلاث نماذج و هي نموذج الانحدار المجمع، نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية عن طريق ثلاث اختبارات و هي :

- اختبار فيشر للمفاضلة بين نموذج الانحدار المجمع و نموذج الآثار الثابتة ؛
- اختبار Breusch-Godfrey LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار المجمع و نموذج الآثار العشوائية ؛
- اختبار هوسمان (Hausman) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية.

و بعد اختيار النموذج الأفضل لتمثيل العلاقة نقوم بالاختبارات التشخيصية الأربعة و هي :

- اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي ؛
- اختبار الارتباط الذاتي ما بين الأخطاء ؛
- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء ؛
- اختبار ثبات تباين الأخطاء.

و عليه سيتم طرح نموذجين أساسيين على النحو التالي :

النموذج الأول : يعبر عن قدرة المقاييس التقليدية للأداء في تفسير القيمة السوقية المضافة

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RCP_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 NOPAT_{it} + \varepsilon_{it}$$

النموذج الثاني : يعبر عن قدرة المقاييس الحديثة للأداء في تفسير القيمة السوقية المضافة

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 REVA_{it} + \beta_3 TSR_{it} + \varepsilon_{it}$$

أولا : المفاضلة بين النماذج

بالنسبة للنموذج الذي يضم المقاييس التقليدية، كان النموذج المقدر وفقا للنتائج الموضحة في الجدول رقم (05) على النحو التالي :

$$MVA_{it} = 444.79 + 377.83 RCP_{it} - 26.15 EPS_{it} + 8.64 NOPAT_{it} + 2955.57$$

R-squared = 0.52

Prob(F-statistic) = 0.00

Adjusted R-squared = 0.49

Durbin-Watson stat = 1.39

اختبار فيشر :

من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر يساوي 0.32 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي تقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

اختبار Breusch-Godfrey LM :

من خلال الجدول رقم (07) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey يساوي 0.91 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار العشوائية لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

بما أن نتائج اختبار فيشر و اختبار Breusch-Godfrey LM تشير إلى أن نموذج الانحدار المجمع هو الأفضل لتمثيل العلاقة فإننا لا نحتاج لإجراء اختبار هوسمان.

فيما يلي سنقوم بالمفاضلة بين النماذج الثلاث لتحديد أيها أفضل لتمثيل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء، فكانت نتائج التقدير لمعادلة الانحدار وفقا للنتائج الموضحة في الجدول رقم (08) على النحو التالي :

$$MVA_{it} = 24.346 - 0.56 EVA_{it} + 1.42 REVA_{it} - 2616.85 TSR_{it} + 2324,49$$

R-squared = 0.70

Prob(F-statistic) = 0000

Adjusted R-squared = 0.68

Durbin-Watson stat = 1.14

اختبار فيشر :

من خلال الجدول رقم (09) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر يساوي 0.23 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

اختبار Breusch-Godfrey LM :

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey يساوي 0.56 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

بما أن نتائج اختبار فيشر و اختبار Breusch-Godfrey LM تشير إلى أن نموذج الانحدار المجمع هو الأفضل لتمثيل العلاقة فإننا لا نحتاج لإجراء اختبار هوسمان.

بعد اختيار نموذج الانحدار المجمع لتمثيل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء، سنقوم بإجراء الاختبارات التشخيصية الأربعة.

اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي :

فيما يخص النموذج الأول الذي يعبر عن العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء قدر الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera — 0.62 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

قدر الاحتمال المرفق بإحصائية Jarque-Bera للنموذج الثاني — 0.11 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء.

اختبار الارتباط الآني ما بين الأخطاء :

من خلال الجدول رقم (11) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.19 و قدر الاحتمال المرفق بإحصائية pesaran CD — 0.94 و هما أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على عدم وجود الارتباط الآني بين الأخطاء.

من خلال الجدول رقم (12) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Breusch-Godfrey LM يساوي 0.19 و قدر الاحتمال المرفق بإحصائية pesaran CD — 0.07 و هما أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على عدم وجود الارتباط الآني بين الأخطاء.

اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء :

من خلال الجدول رقم (13) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بآخر قيمة لإحصائية Q-Stat يساوي 0.48 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على عدم وجود الارتباط الآبي بين الأخطاء.

من خلال الجدول رقم (14) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بآخر قيمة لإحصائية Q-Stat يساوي 0.89 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على عدم وجود الارتباط الآبي بين الأخطاء.

من خلال الجدول رقم (15) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Levene يساوي 0.18 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نتحقق فرض ثبات التباين.

من خلال الجدول رقم (16) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Levene يساوي 0.69 و هو أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نتحقق فرض ثبات التباين.

بعد التأكد من تحقق الفرضيات الأربعة، سنقوم بتفسير النتائج المقدرة على النحو التالي :

أولا : العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء

$$MVA_{it} = 444.79 + 377.83 RCP_{it} - 26.15 EPS_{it} + 8.64 NOPAT_{it} + 2955.57$$

$$R\text{-squared} = 0.52$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.00$$

$$\text{Adjusted R-squared} = 0.49$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.39$$

بناء على معطيات الجدول رقم (05) نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لها القدرة على تفسير 49 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، كما أن للنموذج دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

كما نلاحظ من خلال الجدول رقم (05) أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية و القيمة السوقية المضافة، لان معامل المردودية المالية له دلالة إحصائية باعتبار أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي مفادها أن هناك علاقة بين المتغير التابع و المستقل، كما هو الحال مع حصة السهم من الأرباح، في حين نجد أن نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05).

من خلال النموذج السابق نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها نظريا تفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، فعندما تزيد قيمة المردودية المالية بوحدة واحدة تزيد قيمة القيمة السوقية المضافة ب 377.83، كما أن الزيادة في قيمة حصة السهم من الأرباح بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض في قيمة القيمة السوقية المضافة المعدلة ب 26.15، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

ثانيا : العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء

$$MVA_{it} = 24.346 - 0.56 EVA_{it} + 1.42 REVA_{it} - 2616.85 TSR_{it} + 2324,49$$

$$R\text{-squared} = 0.70$$

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0000$$

$$\text{Adjusted R-squared} = 0.68$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.14$$

بناء على معطيات الجدول رقم (08) نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لها القدرة على تفسير 68 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية المضافة، كما أن للنموذج دلالة إحصائية كلية، إذ نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر للنموذج معدوم و بالتالي أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

وفق الجدول رقم (08) نلاحظ أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة، لان معامل القيمة الاقتصادية المضافة له دلالة إحصائية باعتبار أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي مفادها أن هناك علاقة بين المتغير التابع و المستقل، كما هو الحال مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، في حين نجد أن مؤشر إجمالي عائد المساهمين ليس له علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، لان الاحتمال المرفق بإحصائية t أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05).

من خلال النموذج السابق نلاحظ أن معاملات المتغيرات المستقلة غير معدومة أي أنها نظريا تفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، فعندما تزيد قيمة القيمة الاقتصادية المضافة بوحدة واحدة تزيد قيمة القيمة السوقية المضافة ب 1.31، كما أن الزيادة في قيمة القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض في قيمة القيمة السوقية المضافة ب 1.24، أما بالنسبة للقيمة الثابتة C نلاحظ انه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية المضافة لم يتضمنها النموذج، إلا أن الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

و بالتالي فإن الزيادة في مستوى الأداء الداخلي المعبر عنه بالمؤشرين المرودية المالية و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة من شأنه أن يؤدي إلى الزيادة في مستوى الأداء الخارجي الممثل بالقيمة السوقية المضافة الذي يعبر عن الزيادة في الثروة المنشأة في المؤسسة، و الذي يترجم في السوق المالي بالزيادة في قيمة الأسهم، في حين أن الزيادة في الأداء الداخلي من خلال حصة السهم من الأرباح و القيمة الاقتصادية المضافة سيساهم في انخفاض مستوى الأداء الخارجي و بالتالي انخفاض في قيمة الأسهم.

III- النتائج ومناقشتها :

تهدف هذه الدراسة لاختبار قدرة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء على تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة التي تقيس مستوى الثروة أو الأداء الخارجي في المؤسسة، و قد تم استخدام نماذج البائل غير المتوازن لدراسة العلاقة، و تم التوصل إلى النتائج التالية :

وجود ارتباط قوي بين القيمة السوقية المضافة مع المرودية المالية و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، و ارتباط ضعيف مع حصة السهم من الأرباح و القيمة الاقتصادية المضافة.

كما تم التوصل إلى أن نموذج الانحدار المجمع أفضل من نموذج الآثار الثابتة و الآثار العشوائية في تمثيل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة و التقليدية للأداء و بالتالي فإن المؤسسات لها نفس السلوك.

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب، و وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للقيمة السوقية المضافة مع المرودية المالية و حصة السهم من الأرباح، أي لديهما قدرة على تفسير تغيراتها و التنبؤ بحركتها و هذا عكس ما توصلت إليه دراسة Ali Ihsan Akgun و آخرون (2018) التي خلصت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية و القيمة السوقية المضافة.

كما تشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة مع القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة و ذلك نتيجة للعلاقة بينهما فالقيمة السوقية المضافة هي عبارة عن مجموع التوقعات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة، و عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر إجمالي عائد المساهمين و القيمة السوقية المضافة و هو عكس ما توصلت إليه دراسة Muhammad Ismail (2014) التي توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة.

كما أظهرت النتائج تفوق المقاييس الحديثة للأداء في تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة و التنبؤ بحركتها، حيث تفسر المقاييس التقليدية 49 % من التغير الحاصل في القيمة السوقية المضافة بالمقابل تفسر المقاييس الحديثة 68 % من تغيراتها و هذا يتوافق مع ما تم التوصل إليه في دراسة رامي أبو وادي و نجيل سقف الحيط (2016)، ولكن الفرق في التفسير ليس كبير و بالتالي فالمقاييس الحديثة للأداء لا تلغي دور و أهمية المقاييس التقليدية في قياس أداء المسيرين و الأداء المالي للمؤسسة.

IV- الخلاصة :

لقد ناقشت العديد من الدراسات قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء وخلق القيمة في المؤسسة، وذلك من خلال دراسة مدى قدرتها على تفسير إما القيمة السوقية أو عوائد الأسهم و في البعض الدراسات الأخرى تم دراسة قدرتها على تفسير القيمة السوقية المضافة، وذلك نظرا لتوجه الحديث في التسعينات والذي يقوم على التفسير بالقيمة، فالفكرة الأساسية التي تقوم عليها القيمة الاقتصادية المضافة هي الربط بين الأرباح وتكلفة رأس المال للوصول إلى القيمة الاقتصادية الحقيقية المنشأة للمساهمين، فمننا في هذه الدراسة بقياس قدرة المقاييس الحديثة (القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA)، إجمالي عائد المساهمين (TSR)) و المقاييس التقليدية (المردودية المالية (RCP)، حصة السهم من الأرباح (EPS)، نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT)) على تفسير القيمة السوقية المضافة كمقياس للأداء المالي، وقد تم التوصل إلى :

أن نموذج الانحدار المجمع هو النموذج الأفضل لتقدير العلاقة بين القيمة السوقية المضافة المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء و بالتالي فان المؤسسات لها نفس السلوك.

وجود ارتباط ضعيف ذو دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة مع حصة السهم من الأرباح و القيمة الاقتصادية المضافة، و ارتباط قوي ذو دلالة إحصائية بين مع المردودية المالية و القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، في حين تم التوصل إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و كل من نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب و إجمالي عائد المساهمين و بالتالي رفض الفرضية المقترحة الأولى التي تنص على أن للمؤشرات التقليدية و الحديثة للأداء تأثيرا نسبيا في القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر.

كما تشير النتائج إلى تفوق المؤشرات الحديثة للأداء في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة بنسبة تفسير بلغت 68 % مقابل 49 % كنسبة تفسير للمقاييس التقليدية، و بالتالي قبول الفرضية الثانية المقترحة التي تنص على تفوق المقاييس الحديثة في تفسير القيمة السوقية المضافة.

إن ضعف نشاط السوق المالي الجزائري وقلة التداول في أسهم المؤسسات المدرجة فيه له أثر كبير على النتائج المتوصل إليها، فلكل سوق مالي خصائص تميزه عن غيره و بالتالي يختلف المؤشر الأقدر على التفسير من سوق لآخر، وقد يختلف من قطاع لآخر، كما أن حجم العينة و مستوى كفاءة السوق له دور في هذا الاختلاف. و من الممكن إجراء دراسة مماثلة و ذلك في أسواق مالية مختلفة من حيث الحجم و مستوى الكفاءة، مع محاولة إدراج مفاهيم النظرية المالية السلوكية و هذا من خلال دراسة أثر العوامل السلوكية على عوائد الأسهم بالإضافة إلى المقاييس التقليدية و الحديثة للأداء.

- ملاحق:

الجدول (01) : طريقة حساب متغيرات الدراسة

| الرموز | طريقة حسابه | الرمز | المتغير |
|---|---|-----------------|---|
| | (القيمة السوقية للأسهم - القيمة الدفترية للأسهم) / عدد الأسهم | MVA | القيمة السوقية المضافة للسهم |
| R_{cp} : مردودية الأموال الخاصة ؛ r_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة ؛ cp : الأموال الخاصة ؛ NC : عدد الأسهم. | $((R_{cp} - r_{cp}) * cp) / NC$ | EVA | القيمة الاقتصادية المضافة للسهم |
| R_{cp} : مردودية الأموال الخاصة ؛ r_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة ؛ تكلفة الأموال الخاصة تحسب بالعلاقة : توزيعات السهم / أسعار الأسهم cp_A : الأموال الخاصة المعدلة (أسعار الأسهم * عدد الأسهم). NC : عدد الأسهم. | $(R_{cp} - r_{cp}) * cp_A / NC$ | REVA | القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة للسهم |
| p_t : سعر الإغلاق للسهم للفترة t ؛ p_{t-1} : سعر الإغلاق للسهم للفترة t-1 ؛ Dt : توزيعات الأسهم للفترة t. | $(p_t - p_{t-1} + D_t) / p_{t-1}$ | TSR | إجمالي عائد المساهمين |
| | النتيجة الصافية / الأموال الخاصة | R _{CP} | المردودية المالية |
| | النتيجة الصافية / عدد الأسهم | EPS | حصة السهم من الأرباح |
| T : معدل الضريبة. | نتيجة الاستغلال قبل الفوائد و الضرائب (T-1) / عدد الأسهم | NOPAT | نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب للسهم |

المصدر : من إعداد الباحثين.

الجدول (02) : الخصائص الإحصائية للعينة

| | المتغيرات المستقلة | | | | | | |
|-----------|--------------------|-----------|-----------|-------|--------|---------|---------|
| | المتغير التابع | MVA | EVA | REVA | TSR | RCP | EPS |
| Mean | 1004.99 | 11106.49 | 5244.84 | 0.08 | 11.613 | 111.70 | 105.48 |
| Median | -316.33 | 10853.37 | 5175.90 | 0.10 | 13.13 | 109.01 | 109.27 |
| Maximum | 10364.98 | 53535.97 | 22941.40 | 0.44 | 37.65 | 536.05 | 293.83 |
| Minimum | -12921.13 | -33095.35 | -15391.74 | -0.32 | -51.30 | -330.95 | -201.12 |
| Std. Dev. | 4148.30 | 12064.71 | 5531.87 | 0.18 | 13.34 | 120.90 | 83.25 |
| Skewness | 0.035 | -0.097 | -0.74 | -0.15 | -2.48 | -0.10 | -1.23 |
| Kurtosis | 5.23 | 8.83 | 8.70 | 2.68 | 13.53 | 8.79 | 6.93 |
| N | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (03) : مصفوفة الارتباط بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء

| | MVA | EVA | REVA | TSR |
|------|------|------|------|-----|
| MVA | 1 | | | |
| EVA | 0.48 | 1 | | |
| REVA | 0.05 | 0.79 | 1 | |
| TSR | 0.09 | 0.75 | 0.85 | 1 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (04) : مصفوفة الارتباط بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء

| | | | | |
|------|------|--------|------|-----|
| | MVA | EVA | REVA | TSR |
| MVA | 1 | | | |
| EVA | 0.05 | 1 | | |
| REVA | 0.43 | 0.8861 | 1 | |
| TSR | 0.22 | 0.10 | 0.09 | 1 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (05) : نموذج تقدير العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس التقليدية للأداء

| | | | | |
|---|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| Dependent Variable: MVA | | | | |
| Method: Panel Least Squares | | | | |
| Date: 07/08/20 Time: 10:15 | | | | |
| Sample: 2002 2017 | | | | |
| Periods included: 16 | | | | |
| Cross-sections included: 4 | | | | |
| Total panel (unbalanced) observations: 42 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C | 449.7984 | 755.5864 | 0.595297 | 0.5552 |
| EPS | -26.15026 | 8.171842 | -3.200045 | 0.0028 |
| NOPAT | -8.643974 | 11.11021 | -0.778021 | 0.4414 |
| RCP | 377.8351 | 58.44833 | 6.464429 | 0.0000 |
| R-squared | 0.529517 | Mean dependent var | | 1004.992 |
| Adjusted R-squared | 0.492374 | S.D. dependent var | | 4148.304 |
| S.E. of regression | 2955.579 | Akaike info criterion | | 18.91117 |
| Sum squared resid | 3.32E+08 | Schwarz criterion | | 19.07666 |
| Log likelihood | -393.1346 | Hannan-Quinn criter. | | 18.97183 |
| F-statistic | 14.25604 | Durbin-Watson stat | | 1.390602 |
| Prob(F-statistic) | 0.000002 | | | |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (06) : نتائج اختبار فيشر للنموذج الأول

| | | | |
|----------------------------------|-----------|--------|--------|
| Redundant Fixed Effects Tests | | | |
| Equation: EQ02 | | | |
| Test cross-section fixed effects | | | |
| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
| Cross-section F | 1.201852 | (3,35) | 0.3234 |
| Cross-section Chi-square | 4.118024 | 3 | 0.2490 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (07) : نتائج اختبار Breusch-Godfrey LM للنموذج الأول

| | | | |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|
| 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 | 0.010875 (0.9169) | 0.091495 (0.7623) | 0.102369 (0.7490) |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (08) : نموذج تقدير العلاقة بين القيمة السوقية المضافة و المقاييس الحديثة للأداء

| | | | | |
|---|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Dependent Variable: MVA | | | | |
| Method: Panel Least Squares | | | | |
| Date: 07/08/20 Time: 09:59 | | | | |
| Sample: 2002 2017 | | | | |
| Periods included: 16 | | | | |
| Cross-sections included: 4 | | | | |
| Total panel (unbalanced) observations: 42 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C | 24.34907 | 528.4389 | 0.046077 | 0.9635 |
| EVA | -0.563002 | 0.070724 | -7.960600 | 0.0000 |
| REVA | 1.420410 | 0.154068 | 9.219385 | 0.0000 |
| TSR | -2616.857 | 2116.233 | -1.236564 | 0.2238 |
| R-squared | 0.708986 | Mean dependent var | 1004.992 | |
| Adjusted R-squared | 0.686011 | S.D. dependent var | 4148.304 | |
| S.E. of regression | 2324.491 | Akaike info criterion | 18.43078 | |
| Sum squared resid | 2.05E+08 | Schwarz criterion | 18.59627 | |
| Log likelihood | -383.0464 | Hannan-Quinn criter. | 18.49144 | |
| F-statistic | 30.85928 | Durbin-Watson stat | 1.143395 | |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (09) : نتائج اختبار فيشر للنموذج الثاني

| | | | |
|----------------------------------|-----------|--------|--------|
| Redundant Fixed Effects Tests | | | |
| Equation: EQ01 | | | |
| Test cross-section fixed effects | | | |
| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
| Cross-section F | 1.499298 | (3,35) | 0.2317 |
| Cross-section Chi-square | 5.077769 | 3 | 0.1662 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (10) : نتائج اختبار Breusch-Godfrey LM للنموذج الثاني

| | | | |
|---|-----------------|----------|----------|
| 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 | 0.326971 | 0.281335 | 0.608305 |
| | (0.5674) | (0.5958) | (0.4354) |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (11) : نتائج اختبار الارتباط الآني ما بين الأخطاء للنموذج الأول

| Residual Cross-Section Dependence Test | | | |
|--|-----------|------|--------|
| Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in weighted | | | |
| Residuals | | | |
| Equation: EQ02 | | | |
| Periods included: 16 | | | |
| Cross-sections included: 4 | | | |
| Total panel (unbalanced) observations: 42 | | | |
| Note: non-zero cross-section means detected in data | | | |
| Test employs centered correlations computed from pairwise samples | | | |
| Test | Statistic | d.f. | Prob. |
| Breusch-Pagan LM | 8.626176 | 6 | 0.1957 |
| Pesaran scaled LM | -0.396589 | | 0.6917 |
| Pesaran CD | -1.762928 | | 0.0779 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (12) : نتائج اختبار الارتباط الآني ما بين الأخطاء للنموذج الثاني

| Residual Cross-Section Dependence Test | | | |
|---|-----------|------|--------|
| Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals | | | |
| Equation: EQ01 | | | |
| Periods included: 16 | | | |
| Cross-sections included: 4 | | | |
| Total panel (unbalanced) observations: 42 | | | |
| Note: non-zero cross-section means detected in data | | | |
| Test employs centered correlations computed from pairwise samples | | | |
| Test | Statistic | d.f. | Prob. |
| Breusch-Pagan LM | 8.628775 | 6 | 0.1956 |
| Pesaran scaled LM | -0.395839 | | 0.6922 |
| Pesaran CD | 0.071741 | | 0.9428 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (13) : نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء للنموذج الأول

| Date: 07/08/20 Time: 10:07 | | | | | | |
|----------------------------|---------------------|----|-------|--------|--------|-------|
| Sample: 2002 2017 | | | | | | |
| Included observations: 42 | | | | | | |
| Autocorrelation | Partial Correlation | AC | PAC | Q-Stat | Prob | |
| . . | . . | 12 | 0.007 | 0.050 | 11.517 | 0.485 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (14) : نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء للنموذج الثاني

| Date: 07/08/20 Time: 10:01 | | | | | | |
|----------------------------|---------------------|----|--------|--------|--------|-------|
| Sample: 2002 2017 | | | | | | |
| Included observations: 42 | | | | | | |
| Autocorrelation | Partial Correlation | AC | PAC | Q-Stat | Prob | |
| . . | . . | 12 | -0.016 | -0.060 | 6.4796 | 0.890 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (15) : نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج الأول

| Test for Equality of Variances of RESID02 | | | |
|---|---------|-------------|-------------|
| Categorized by values of RESID02 | | | |
| Date: 07/08/20 | | Time: 10:12 | |
| Sample: 2002 2017 | | | |
| Included observations: 42 | | | |
| Method | df | Value | Probability |
| Bartlett | 6 | 4.691874 | 0.5839 |
| Levene | (6, 35) | 1.556501 | 0.1891 |
| Brown-Forsythe | (6, 35) | 1.011328 | 0.4339 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

الجدول (16) : نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء للنموذج الثاني

| Test for Equality of Variances of RESID01 | | | |
|---|---------|-------------|-------------|
| Categorized by values of CROSS | | | |
| Date: 07/08/20 | | Time: 10:02 | |
| Sample: 2002 2017 | | | |
| Included observations: 42 | | | |
| Method | df | Value | Probability |
| Bartlett | 3 | 1.828337 | 0.6088 |
| Levene | (3, 38) | 0.486720 | 0.6935 |
| Brown-Forsythe | (3, 38) | 0.429009 | 0.7334 |

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على مخرجات Eviwes9.

- الإحالات والمراجع:

¹ Saeid Jabbarzadeh Kangarlouei (2012), **The Investigation of The Impact of Ownership Concentration on Financial Performance Measurement Criteria and Market Value Added**, International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 9, p 44-51.

¹ P.Muraleetharan (2014), **Impact of Economic Value Added on Market Value Added : Special Reference to Selected Private Banks in Sri Lanka**, European Journal of Business and Management, Vol.6, No.7, p 92-97.

¹ Muhammad Ismail (2014), **Effect of Traditional and Modern Performance Instruments on Selected Companies from Pakistan**, Lahore , 26(5). OnLine : <http://www.sciint.com/pdf/5540696772617-2619-1%20A--Dr.%20Ismail%20paper.pdf> (Visited 18/09/2019).

¹ احسنية صيفي، نوال بن عمارة (2015)، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013، مجلة الباحث، العدد 15، ص.ص. 179-190.

¹ ارامي أبو وادي، و نهيل سقف الحيط (2016)، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية ، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الانسانية)، المجلد 30، العدد 12، ص.ص. 2493-2520.

¹ Ali Ihsan Akgun et al (2018), **The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms**, International Journal of Economics and Financial Issues, 8(4),p 105-112.

¹ هاشمي عباسية (2008)، الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الاطراف الآخذة ، مجلة أبحاث اقتصادية و ادارية، العدد 03، ص 105.

¹ السعيد بريكة، سمير مسعي (2009)، تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي : صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر، موقع التحميل : <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/> : تقييم-المنشأة-الاقتصادية-مدخل-القيمة-الاقتصادية-المضافة-بريكة-السعيد.pdf بتاريخ 2019/09/14.

¹ Serge agbodjo, isabelle martinez (2014), **la création de valeur actionnarial est-elle pertinente pour la prise de décision d'investissement ? une étude empirique du SBF250 par secteurs d'activité**, HAL,p 2, OnLine : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00935809/document> (Visited 18/06/2018).

¹ هشام بحري (2014)، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الانسانية، المجلد ب، العدد 42، ص 90.

¹ ارامي أبو وادي، و نهيل سقف الحيط، المرجع السابق، ص 2509.

¹ Habibollah Nakhaei (2016), **Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies**, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, No. 2, p 434.

¹ Cristian Carini et al (2017), **Measure the Performance with the Market Value Added: Evidence from CSR Companies**, Sustainability, N 9,P 4.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

أسماء أيمن، عبد الغني دادن (2021)، اختبار قدرة المؤشرات التقليدية و الحديثة على تفسير القيمة السوقية المضافة دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2002-2017)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 259-274.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Economic Development is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.