جامعة قاصدي مرباح بورقلة الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية علوم تجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية

تخصص دراسات مالية واقتصادية

بعنوان:

قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA

دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013

من إعداد المترشحة

حسنية صيفي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 05 جوان 2016

أ.د. عبد الوهاب دادن (أستاذ، جامعة ورقلة)..... رئيساً

أ.د. نوال بن عمارة (أستاذة، جامعة ورقلة) ..... مشرفاً

أ.د. محمد براق (أستاذ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر).....مناقشاً

أ.د. شعيب شنوف (أستاذ، جامعة بومرداس).....مناقشاً

أ.د. غريب بولرباح (أستاذ، جامعة ورقلة) .....مناقشاً

السنة الجامعية: 2016/2015

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي

إلى خطوتي الأولى إلى الجنة ودعوتي التي لا ترد.. أمَانِي من شرِ الدنيا، أمينة قلبي وسره

أمي الحبيبة

إلى من تعب من أجل تعليمي سندي وفخري

أبي الحبيب

إلى من هم كـزخات المطر بحياتي تبعث الأمل وتبث النور في عتمة الطريق، إلى من علموني معنى الصبر والمثابرة ... إخوتي

والى البراءة المفعمة بالطفولة أبناء إخوتي

إلى من منحوني كل الدعم والتشجيع وتشاركت معهم عناء هذا المشوار زملائي في الدفعة

والى من كانوا إخوة لي في السراء والضراء محمد علي، مليكة، تيسير، عبد الرحيم.

شكر وعرفان

أولا الحمد والشكر لله الذي بفضله توصلت إلى تقديم هذا العمل

بعدها أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذة المحترمة: نوال بن عمارة

أولا على قبولها الإشراف على الموضوع، وعلى دعمها وتوجيهاتها ونصائحها في إعداد هذه الأطروحة.

كما أتقدم بالشكر إلى أستاذي الكريم إلياس بن ساسي على كل توجيهاته ونصائحه ودعمه المستمر.

إلى جانب الأستاذ الكريم إسماعيل بن قانة لما قدمه لي من عون في الجانب الإحصائي للعمل.

وأتوجه بالشكر أيضا إلى الأستاذ بركات مبروك على التدقيق اللغوي.

كما لا أنسى أن أتوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة وتقييم هذا العمل.

وشكر إلى كل أساتذتي الأفاضل بكلية العلوم الاقتصادية (جامعة قاصدي مرباح) والذين لم يبخلوا علي بتقديم النصيحة والتوجيه.

وشكر خاص إلى زميلاتي كماسي خيرة الصغيرة، بن عزوز إيمان وبخالد عائشة لما قدموه لي من دعم وتوجيه.

واشكر كل من ساعدني ومد لي يد العون

ووقف إلى جانبي ولو بالكلمة الطيبة

الملخص:

تسعى 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 إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC 40 والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2008 و 2013، ولقد أظهرت النتائج الدراسة تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

الكلمات المفتاحية: قيمة اقتصادية مضافة، أداء مالي، قيمة سوقية مضافة، مؤشرات تقليدية للأداء، عوائد الأسهم.

Abstract:

This study sought to determine the ability of economic value added index to measure the financial performance of the organization through their interpretation of dividends compared with accounting traditional indicators of financial performance and market value added index. In order to achieve the objectives of the study, a sample of a selected listed companies in CAC 40 index and active in paris stock market in the period 2008-2013. The results of the study showed the superiority of market value added measure of the rest of the performance indicators in explaning stock returns, including the economic value added index.

Keywords : economic value added; financial performance, market value added, accounting traditional indicators of performance, stock returns.

قائمة المحتويات

الإهداء	III
شكر وعرفان	IV
الملخص Abstract	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	X
قائمة الأشكال	XII
قائمة الملاحق	XIII
قائمة الرموز والاختصارات	XIV
مقدمة عامة	**ب**
الفصل الأول:الأساس النظري للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي	
مدخل	02
I- مفاهيم عامة حول الأداء المالي	03
I -1-أداء المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه	03
I –2- تقييم الأداء المالي وأهميته في المؤسسة	06
I-3- مؤشرات الأداء المالي	09
I -3-1- نموذج 1920 Dupont	10
I -3-1-1- العائد على حقوق الملكية	11
I -3-1-2- العائد على الأصول	12
I 3-2- العائد على الاستثمار	13
I -3-3- القيمة السوقية المضافة MVA	14
I -3-4- نسبة Q لـ James Tobin	15
I-3-5- القيمة النقدية المضافة CVA	18
I-3-6- القيمة المضافة للمساهم SVA	20

II- مفاهيم وأسس خلق القيمة	21
II-1- القيمة في المفهوم النظري	22
II -2- مفهوم خلق القيمة	23
II -3- أسس ومرجعية خلق القيمة	25
II-4- العوامل المؤدية إلى تطور مفهوم خلق القيمة	26
III- القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لقياس الأداء المالي	27
III-1- الخلفية التاريخية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	27
III-2- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة	28
III-3- مكونات القيمة الاقتصادية المضافة	31
III-4- محددات تكلفة رأس المال	34
III-4-1- تكلفة الاستدانة	36
III-4-2- تكلفة رأس المال	37
III-5- التعديلات المقترحة لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة	38
III-6- تحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	39
III-6-1- مزايا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	39
III-6-2- العيوب أو القيود المفروضة على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	40
خلاصة الفصل الأول	43
الفصل الثاني: الدراسات السابقة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	44
مدخل	45
I- الدراسات باللغة العربية	46
II- الدراسات باللغة الأجنبية	50
III- مساهمة البحث	61
خلاصة الفصل الثاني	62

الفصل الثالث: دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008-2013	63
مدخل	64
I- تقديم بورصة باريس ومؤشر CAC 40	65
I-1- تقديم بورصة باريس للأوراق المالية	65
I-2- نشأة مؤشر CAC 40	65
I-3- كيفية حساب مؤشر CAC 40	66
II-الإطار العام للدراسة التطبيقية	67
II-1- مجتمع وعينة الدراسة	67
II-2- الطريقة المستخدمة	69
II-2-1- نموذج الانحدار التجميعي	69
II-2-2- نموذج الآثار الثابتة	70
II-2-3- نموذج الآثار العشوائية	70
II-2-4- أساليب المفاضلة بين النماذج	71
II-3- متغيرات الدراسة	72
II-4- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	76
II -4-1- الخصائص الوصفية لمؤشرات الأداء	76
II -4-2- الخصائص الوصفية لمتغيرات الهيكل المالي	77
II -5- تحليل قيم متغيرات الدراسة	78
III- تحليل نتائج الدراسة	83
III-1- تحليل الارتباط	83
III-2- تحليل نماذج الانحدار واختبار الفرضيات	84
III-2- 1- تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عوائد الأسهم	84
III-2- 1- 1- تقدير نموذج الانحدار المجمع	85

III-2- 1- 2- تقدير نموذج الآثار الثابتة	89
III-2- 1- 3- تقدير نموذج الآثار العشوائية	92
III-2- 2- تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة	94
III-2- 2-1- تقدير نموذج الانحدار المجمع	94
III-2- 2- 2- تقدير نموذج الآثار الثابتة	98
III-2- 2-3- تقدير نموذج الآثار العشوائية	100
III-2- 3- دراسة تأثير الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة	102
III-2- 3-1- تقدير نموذج الانحدار المجمع	103
III-2- 3-2- تقدير نموذج الآثار الثابتة	105
III-3- تحليل النتائج ومناقشتها	106
خلاصة الفصل الثالث	110
خاتمة عامة	111
قائمة المراجع	117
قائمة الملاحق	125

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصحفة
1-3	القطاعات التي تنتمي إليها المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40	68
2-3	الخصائص الإحصائية للمؤشرات الأداء	76
3-3	الخصائص الإحصائية لمتغيرات الهيكل المالي	77
4-3	نتائج الارتباط بين مؤشرات الأداء	83
5-3	نتائج الارتباط بين متغيرات الهيكل المالي والقيمة الاقتصادية المضافة	84
6-3	نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع للعائد على السهم	85
7-3	تقدير الانحدار لعدة نماذج	87
8-3	نتائج تقدير النموذج الأمثل للعائد على السهم وفق نموذج الانحدار المجمع	88
9-3	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للعائد على السهم	89
10-3	نتائج تقدير اختبار Breusch and Pagan	90
11-3	نتائج تقدير النموذج الأمثل للعائد على السهم وفق نموذج الآثار الثابتة	91
12-3	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للعائد على السهم	92
13-3	نتائج اختبار Hausman	93
14-3	نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع للقيمة السوقية المضافة	94
15-3	تقدير الانحدار لعدة نماذج	96
16-3	نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة السوقية المضافة وفق نموذج الانحدار المجمع	97

3-17	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للقيمة السوقية المضافة	98
3-18	نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة السوقية المضافة وفق نموذج الآثار الثابتة	99
3-19	نتائج تقدير اختبار Breusch and Pagan	99
3-20	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للقيمة السوقية المضافة	100
3-21	نتائج اختبار Hausman	101
3-22	نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة السوقية المضافة وفق نموذج الآثار العشوائية	101
3-23	نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع للقيمة الاقتصادية المضافة	103
3-24	نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة الاقتصادية المضافة وفق نموذج الانحدار المجمع	
3-25	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للقيمة الاقتصادية المضافة	105
3-26	نتائج اختبار Breusch and Pagan	106

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	العناصر الأساسية للأداء	4
2-1	نموذج ديبون Duopnt	10
3-1	تعظيم الثروة أو القيمة	24
4-1	مكونات القيمة الاقتصادية المضافة	33
5-1	مخطط توضيحي لتكلفة رأس المال	36
1-3	توزيع المؤسسات محل الدراسة على القطاعات	68
2-3	متوسط عائد السهم لمؤسسات العينة	78
3-3	متوسط العائد على الأصول لمؤسسات العينة	79
4-3	متوسط العائد على حقوق الملكية لمؤسسات العينة	79
5-3	متوسط صافي التدفق النقدي التشغيلي لمؤسسات العينة	80
6-3	متوسط حصة السهم من الأرباح لمؤسسات العينة	80
7-3	متوسط العائد على الاستثمار لمؤسسات العينة	81
8-3	متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسات العينة	81
9-3	متوسط القيمة السوقية المضافة لمؤسسات العينة	82

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	قائمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40
02	متوسط مؤشرات الأداء لمؤسسات العينة
03	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة
04	مخرجات البرنامج الإحصائي

قائمة الرموز والاختصارات

الدلالة باللغة العربية	الدلالة باللغة الأصلية	الرمز
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
كاك 40 هو المؤشر الرئيسي لبورصة باريس يتكون من قيم أسهم 40 مؤسسة فرنسية الأكثر نشاطا	Cotation Assistée en Continu regroupe 40 valeurs choisies parmi les cent premières capitalisations boursières	CAC40
مؤشر يتكون من قيم 40 مؤسسة التي تنتمي إلى مؤشر كاك 40 بالإضافة إلى قيم 80 مؤسسة أخرى.	Société des Bourses Françaises; est composé de 120 titres cotés en continu : les 40 valeurs du CAC 40 plus 80 autres valeurs.	*SBF120*
-	Société des Bourses Françaises: est composé de 250 valeurs les plus représentatives de chaque secteur	*SBF250*
العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	ROE
العائد على الأصول	Return On Assets	ROA
حصة السهم من الأرباح	Earnings per share	EPS
صافي التدفق النقدي الناتج من الأنشطة التشغيلية	net cash provided by operating activities	CFO
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
هامش الربح	Profit margin	PM
منفعة الأصول	Asset turnover	AU
مضاعف حقوق الملكية	Equity Multiplie*r*	EM
العائد على الاستثمار	Return On Investment	ROI
القيمة الدفترية للقيمة السوقية	Book to Market	B/M
القيمة النقدية المضافة	Cash Value Added	CVA
الربح قبل الفوائد والضرائب	Earnings Before Interest and Taxes	EBIT
الطلب على التدفق النقدي التشغيلي	Operating Cash Flow Demand	OCFO
القيمة المضافة للمساهم	Shareholder Value Added	SVA
القيمة السوقية لحقوق الملكية	Market value of equity	EMV

الربح التشغيلي الصافي قبل الضرائب	Net operating profit after tax	NOPAT
الأموال المستثمرة	Capital Invested	CI
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	Weighted average cost of capital	WACC
التعديلات المحاسبية حول الربح التشغيلي وفق Stewart	Stern Stewart adjustments to accounting measures of operating profits	AcctAdjop
التعديلات المحاسبية حول رأس المال وفق Stewart	Stern Stewart adjustments to accounting measures of capital	AcctAdjc
الدخل المتبقي	Residual Income	RI
توزيعات الأرباح للسهم	Dividends Per Share	DPS
العائد على القيمة الصافية	Return on Net Worth	RONW
العائد على رأس المال العامل	Return on Capital Employed	ROCE

المقدمة العامة

مقدمة عامة

تسعى المؤسسة باعتبارها وحدة اقتصادية متجانسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المتكاملة التي تسمح لها بتحقيق أداء مالي يعكس مدى استغلالها للموارد المتاحة لها بشكل مثالي، ويحظى الأداء المالي للمؤسسة بأهمية كبيرة لكونه يقدم مؤشراً عن قدرة المؤسسة على توفير الموارد المالية وكيفية الحفاظ عليها.

ومن بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة دائما إلى تحقيقها هي المحافظة على الملاءة، السيولة والربحية وتحقيق أعلى مستوى من المردودية بشكل يسمح لها بتعظيم قيمتها وخلق قيمة إضافية للمساهمين. وإلى جانب ذلك، يجب على المؤسسة أن تكون على دراية بنقاط القوة لديها للمحافظة عليها وتنميتها مع تحديد نقاط ضعفها للقضاء عليها وتفاديها مستقبلا.

ومن أجل ذلك تعتمد على مجموعة من المقاييس والمؤشرات من أجل تحديد مدى قدرتها على تحقيق أكبر عائد من خلال الاستخدام الكفء لمختلف مواردها المتاحة، حيث تسعى المؤسسة من خلال تخصيص هذه الموارد إلى تحقيق فائض يفوق تكلفتها.

وأصبح خلق القيمة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها وبلوغها وذلك من أجل ضمان تعظيم ثروتها، إلى جانب ذلك يسعى المساهمون إلى استثمار أموالهم بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن من خلال اختيار البديل الأفضل، وبالتالي تصبح المؤسسة ملزمة بتحقيق عائد يفوق تكلفة رأس المال المستثمر وذلك حتى تلبي متطلبات المساهمين، وعليها استغلال الموارد المتاحة بشكل يضمن تعظيم قيمة المؤسسة وتعظيم قيمة المساهمين.

ولقد أصبحت إشكالية خلق القيمة تحظى باهتمام واسع ولاقت اهتماماً كبيراً من طرف الباحثين من أجل تحديد مفهومها والبحث عن أهم المؤشرات التي يمكن من خلالها تحديد قدرة المؤسسة على خلق قيمة وإمكانية تحقيقها لعوائد تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، وقد ظهرت العديد من المؤشرات التي تعبر عن الأداء المالي من خلال منظور خلق القيمة والتي رغم اختلاف طريقة حسابها إلا أنها تعبر كلها عن كفاءة المؤسسة في استخدام الموارد المتاحة لديها وتحقيق إيرادات بشكل مستمر يضمن لها تعظيم قيمتها على المدى البعيد.

ومن بين أهم المؤشرات التي تقيس الأداء على أساس خلق القيمة نجد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي ظهر سنة 1991 من طرف شركة Stern Stewart[1]، حيث يقوم هذا المؤشر على قياس الأداء المالي بالاعتماد على تكلفة رأس المال التي يحدد بناءً عليها مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، ويمكن من خلال هذا المؤشر تحديد مدى قدرة المؤسسة على إنشاء ثروة للمساهمين.

أولا: إشكالية الدراسة

تحظى إشكالية قياس الأداء المالي باهتمام كبير من طرف الباحثين نظرا لأهمية الأداء المالي، وظهرت العديد من المؤشرات التي تهدف إلى قياس الأداء المالي ومن بينها المؤشرات التي تعتمد على نهج خلق القيمة، ومن ضمنها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يعتبر بديلاً للدخل المتبقي وظهر استجابة للقصور في المقاييس التقليدية للأداء، ولقد حاول العديد من الباحثين تحديد مدى قدرة هذا المؤشر على قياس الربح الحقيقي واختلفت آراؤهم حول فعالية هذا المؤشر باختلاف بيئة الدراسة.

ويعتبر مؤشر CAC 40 من بين المؤشرات في بورصة باريس وأسواق الأسهم الأوربية، حيث يعكس نشاط مؤشرات اكبر 40 مؤسسة فرنسية من مختلف القطاعات على أساس رأس مالها ونشاط وحجم تداولات الأسهم فيها، ويعتمد هذا المؤشر على حركة أداء أسهم المؤسسات المدرجة فيه.

وفي محاولة لدراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وقدرته على قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية يتم طرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى يسهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2008-2013؟.

وتتضمن الإشكالية الأسئلة التالية:

1- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء المالي؟؛
2- ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية؟؛

[1]- شركة Stern Stewart هي شركة استشارية أمريكية أسسها الاقتصاديان G.Bennett Stewart and Joel stern اهتمت بنشر هذا المفهوم لخدمة الإدارة المالية وتطوير أساليب القياس وهي تملك العلامة التجارية لهذا النموذج بعد أن قامت بتسجيله باسمها في أواخر الثمانينات من القرن العشرين.

3- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة ومؤشرات الأداء المالي؟؛

4- ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة؟؛

5- ما مدى عناصر تأثير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية على القيمة الاقتصادية المضافة؟.

ثانيا: فرضيات الدراسة

كمحاولة للإجابة على الأسئلة السابقة تم طرح الفرضيات التالية:

1H: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء التقليدية، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم؛

2H: لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة تفسيرية أكبر لعوائد الأسهم مقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء؛

3H:توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية المضافة؛

4H: لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة أكبر على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة؛

5H: تتأثر القيمة الاقتصادية المضافة بعناصر الهيكل المالي.

ثالثا: مبررات اختيار الموضوع

إلى جانب الرغبة الذاتية في دراسة هذه الإشكالية فقد تم اختيار موضوع الدراسة بهدف التطرق لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لكونه يعتبر مؤشراً حديثاً يقوم على خلق القيمة للمساهمين، لذلك حاولنا إبراز دور هذا المؤشر في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

إلى جانب ذلك، يعتبر الأداء المالي عنصراً أساسياً ومهماً للمؤسسة الاقتصادية وتسعى مختلف الأطراف المعنية إلى معرفة وضعيتها المالية، ويعتبر خلق القيمة أهم ما تسعى المؤسسة إلى تحقيقه ويمثل هدفاً أساسياً للمساهمين لذلك أردنا معرفة مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس قدرة المؤسسة على خلق قيمة لمساهميها.

رابعا: أهمية الدراسة

تبرز أهمية الموضوع من خلال أهمية تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، ووجود مقاييس تسمح بقياس الربح الحقيقي بشكل يبين قدرة المؤسسة على خلق قيمة مضافة للمساهمين، ويعتبر مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من بين المقاييس الحديثة التي تعتمد على خلق القيمة، والذي حظي في الفترة الأخيرة باهتمام ملحوظ من قبل الباحثين.

خامسا: الهدف من الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحديد دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وارتباطها معها، وذلك من خلال مقارنتها بمؤشرات الأداء التقليدية ممثلة في العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، حصة السهم من الأرباح EPS، والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO إلى جانب المؤشر الحديث القيمة السوقية المضافة.

سادسا: حدود الدراسة

الحدود الموضوعية: تهدف الدراسة إلى تحديد المفاهيم النظرية المتعلقة بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة ولقد شملت أهم الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا المؤشر منذ بروزه على يد Stewart وشركائه، إلى جانب مؤشرات الأداء المالي

الحدود المكانية: تناولت الدراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 الذي ينشط في سوق باريس للأوراق المالية.

الحدود الزمنية: غطت الدراسة فترة زمنية قدرت بست سنوات من 2008 إلى 2013.

سابعا: منهج البحث والأدوات المستخدمة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي بالنسبة للجانب النظري من خلال الحصول على البيانات اللازمة لبلورة الأسس والمنطلقات التي تقوم عليها الدراسة، من خلال مراجعة الأدبيات والدراسات والبحوث النظرية والميدانية، وتم الاعتماد على منهج دراسة حالة في الدراسة التطبيقية من خلال التقارير المالية للمؤسسات المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2013 التي تم الحصول عليها من المواقع الإلكترونية للمؤسسات.

وتم تحليل البيانات بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات وتقوم قاعدة تحليل البيانات المقطعي على أساس المقطع العرضي والسلاسل الزمنية لمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة بينما تصف بيانات السلسة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة.

ثامنا: صعوبات البحث

- حاولنا تطبيق الدراسة على عينة تضم المؤسسات الناشطة في سوق الجزائر للأوراق المالية إلا أن العدد القليل للمؤسسات الجزائرية الناشطة في البورصة حال دون ذلك، إلى جانب عدم كفاية بيانات المؤسسات.
- عدم توفر بعض البيانات المتعلقة بسنوات ماضية لذلك تم اقتصار الدراسة على ست سنوات فقط.

تاسعا: هيكل الدراسة

تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول أساسية، **الفصل الأول** تم التطرق فيه إلى الأداء المالي وأهم مؤشراته حيث تناولنا المفاهيم الأساسية المتعلقة بمسألة قياس الأداء المالي للمؤسسة، والمؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي، أما الفصل الثاني خصص للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث للأداء المالي، وحاولنا أن نشير من خلاله إلى مفهوم خلق القيمة وأبعاده إلى جانب التطور التاريخي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والعناصر الأساسية التي تستخدم في حسابه وعلاقته بالمؤشرات التقليدية.

وفي **الفصل الثاني** تمت الإشارة إلى مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ودوره في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

أما بالنسبة **للفصل الثالث** فلقد تضمن الدراسة التطبيقية للموضوع والتي تتمثل في دراسة حالة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC 40 في سوق باريس للأوراق المالية، ويتضمن المؤشر 40 مؤسسة تنشط في سوق باريس للأوراق المالية، ولقد ارتكزت دراستنا على المقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمؤشرات المحاسبية التقليدية ممثلة في مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE، مؤشر العائد على الأصول ROA، حصة السهم من الأرباح EPS، مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية CFO، ومؤشر القيمة السوقية المضافة MVA من خلال قياس مدى قدرتها على تفسير وقياس عوائد الأسهم، بهدف تحديد أي من هذه المؤشرات له القدرة على شرح عوائد الأسهم ومدى ارتباطها بها، كما تمت دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، وتأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة الاقتصادية.

الفصل الأول:

الأساس النظري للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي

الفصل الأول ـــــــ

I- الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية:

يحظى الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بأهمية كبيرة لدى الأطراف المختلفة ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بالمؤسسة نظرا لكونه يعكس الوضعية المالية لها ومدى قدرة المسيرين على استغلال الموارد المتاحة للمؤسسة بشكل مثالي لتحقيق نتائج جيدة.

إلى جانب ذلك، يعتبر تعظيم الثروة هدفاً أساسياً يسعى المساهمون إلى تحقيقه من خلال استثمار أموالهم في المشاريع المناسبة، وأمام وجود العديد من الخيارات الاستثمارية يجد هؤلاء صعوبة في اختيار البديل المناسب ويعكس الأداء المالي لكل مؤسسة قدرتها على تحقيق أقصى ربح ممكن وتحقيق نتائج تسمح بتعظيم قيمتها مما يضمن تعظيم ثروة المساهمين.

I-1- أداء المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه:

اختلف الباحثون حول مفهوم الأداء نظرا لكونه يحمل أبعاداً مختلفة مثل البعد الكمي، التنظيمي، الاجتماعي والاقتصادي، وفي مجال الإدارة كان للأداء مفهوم غامض ويعرف باستخدامه في الرقابة الإدارية، واستخدم مصطلح الأداء منذ أوائل القرن 19 بهدف قياس إمكانية الآلات بالاعتماد على مؤشرات معينة تعبر عن أداء الجهاز وقدرته على تحقيق الأهداف المرجوة من استخدامه، وهذا يمثل الأداء من الناحية الميكانيكية، وفي الجانب الرياضي تم استخدامه في منتصف القرن 19 من خلال قياس النتائج المحققة في سباقات الخيل، حيث يعبر عن زيادة الأهداف من خلال تحقيق نتائج أفضل عن طريق المنافسة.

بعدها تم التوسع في استخدام مصطلح الأداء ليشمل مجالات أخرى عديدة من بينها المجال الاقتصادي، ففي ظل البيئة الاقتصادية يحاول كل كيان اقتصادي الوصول إلى أهدافه أمام شدة المنافسة، لذلك تقوم فكرة الأداء على المقارنة بين الكيانات الاقتصادية لتحديد أي كيان حقق أهدافاً أكثر ونتائج أفضل.

وفي المجال الاقتصادي تعددت مفاهيم الأداء بتعدد آرائهم وهذا راجع إلى المعلومات المستخدمة في تحديد وقياس الأداء، ولقد قدم كل باحث مفهوما له حسب وجهة نظره وتعددت الآراء ووجهات النظر حوله، لذلك لا يوجد مفهوم دقيق وشامل.

إلا أن الأداء في أي مؤسسة يرتكز على ثلاث نقاط أساسية هي أن:

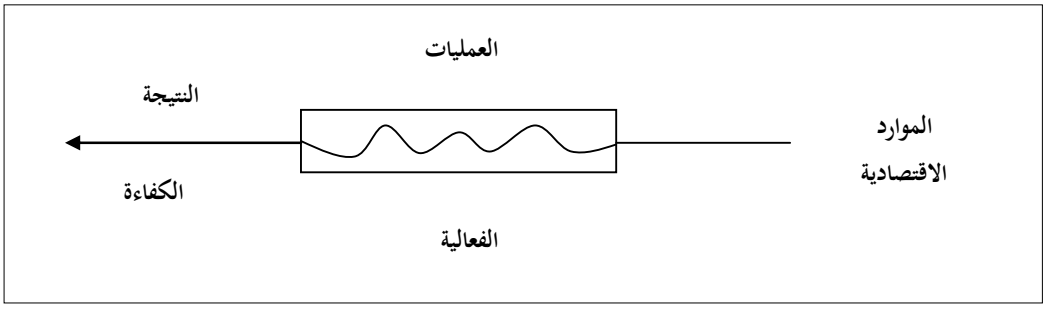
- يعكس هدف المؤسسة؛
- يعكس الإنجازات المحققة من قبل الموارد التي استخدمتها المؤسسة؛
- يأخذ بعين الاعتبار البيئة المحيطة بالمؤسسة.

ونلاحظ أن هذه النقاط مرتبطة ببعضها بعض, فهدف المنظمة لا يمكن تحقيقه إلا بتوفر الموارد وكيفيه إدارتها بشكل جيد مما يسمح بتحقيق نتائج جيدة وهذا لا يتحقق إلا بقدرتها على التأقلم مع البيئة المحيطة والتحكم في العوامل الخارجية.

ويشير مصطلح الأداء (Performance) إلى مدى نجاح خطة العمل، وقد اختلفت الآراء حول مفهومه، إذ أشارت A.Bourguignon (1995) إلى أن الأداء يستخدم على نطاق واسع ولا يمكن إعطاء تعريف محدد له لكونه يحمل معاني متعددة يتضمن ثلاثة مفاهيم أساسية، ويمكن تعريفه على أنه تحقيق الأهداف بغض النظر عن طبيعتها ونوعها، ويمكن قياس الانجازات من خلال النتيجة المحققة[1].

وأشار H.Bouquin (2004) إلى أن الأداء يضم مجموعة من العناصر الأساسية والتي يمكن توضيحها وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): العناصر الأساسية للأداء



المصدر: Angéle Renaud, Nicolas Berland. **Mesure De La Performance Globale Dse Entreprise**, Comptabilite Et Enveronnment, May 2007, France.,p: 4.

[1]- Claire Gauzente, **Mesurer la performance des entreprises en l'absence d'indicateurs objectifs : quelle validité ? Analyse de la pertinence de certains indicateurs**, Finance Contrôle Stratégie – Volume 3, N° 2, juin 2000, p: 146.

من خلال الشكل رقم (1-1) نلاحظ أن الأداء هو القدرة على توفير الموارد بأقل تكلفة واستخدامها بكفاءة لتحقيق أعلى عائد وتحقيق ربحية إلى جانب رفع مستوى الإنتاجية وهما يمثلان الكفاءة، في حين تظهر الفعالية من خلال تقدير الأهداف المحققة.

وفي هذا السياق يرى Steers (1975) أن مفهوم الأداء يرتبط بالأبحاث والدراسات المتعلقة بالمؤسسة لذلك حاول العديد من الباحثين شرح مفهوم الأداء التنظيمي، إلا أنه لا يوجد إجماع على تعريف الأداء أو كيفية قياسه، وارتبطت العديد من مفاهيم الأداء بالكفاءة والإنتاجية إلى جانب مراكز الأفراد ومهامهم في المؤسسة.

وبالمقـابل أشار voyer (2006) إلى أن الأداء مفهوم شامل وهناك صعوبة في تحديده بدقة نظرا لكونه متعدد الأبعاد، ولتحديده يجب الإشارة إلى مجموعة العوامل المتحكمة فيه، و هو يعتبر أن قياس الأداء أمر أساسي لأي منظمة من أجل تحديد مدى تقدمها نحو تحقيق الأهداف المسطرة، ومن خلال كل ذلك يظهر أن الأداء قد يأخذ مفاهيم مختلفة إلا أنه يمكن وضع تعريف له مع الأخذ بعين الاعتبار سلسلة أو مجموعة من العوامل المرتبطة به، ويمكن اعتباره القيمة المضافة إلى الحالة الأولية بمعنى تحسين الخدمة أو رفع جودة الخدمة مثلا، إلى جانب تحقيق الحد الأدنى من الأهداف المرغوب فيها، أو بلوغ الحد الأقصى من الأهداف غير المرغوب فيه مثل تقليل الوقت الضائع في الإنتاج أو الأخطاء أو خفض التكاليف،كما أنه قد يشير إلى الفعالية والكفاءة[1].

ومن الناحية النظرية يرى كل من Gosselin et Murphy (1994) أنه يمكن تقديم مفهوم واضح للأداء على أساس سير العمل وطريقة تنفيذه وبالتالي فهو قياس لمستوى الإنجاز، أما Lorino (2001) فأشار إلى أن الأداء يحدد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة، حيث تقوم المؤسسة باستهلاك مجموعة من الموارد من أجل خلق منافع, وبالتالي فالأداء يتمثل في النسبة بين قيمة الموارد المستهلكة (مختلف التكاليف المرتبطة بنشاط المؤسسة) وقيمة الفوائد الناجمة عن استخدام هذه الموارد[2].

في حين يرى Saucier (1995) أن مستوى الأداء يتحدد باستخدام مجموعة من التدابير وهو عملية قياس العلاقة بين النتائج المحققة والوسائل المستخدمة، ويتم الاعتماد على مجموعة من المعايير من أجل تحديد مدى قدرة المؤسسة على تخصيص الموارد وينطوي الأداء على كيفية تنفيذ الأنشطة بفعالية وكفاءة [3].

---

[1]-Pierre Voyer, **Tableaux de bord de gestion et indicateurs de performance**, 2 édition, Presses de l'Université du Québec, 2006,p.p 85-86.

[2]- Philippe Lorino. **Le Balanced Scorecard Revisite: Dynamique Strategique Et Pilotage De Performance Exemple D'une Enterprise Energetique**. 22eme Congres De L'AFC, May 2001, France, HAL Id: halshs-00584637, p: 2.

[3]-Alin Saucier, **Les indicateurs et la gestion par résultats**, Collection méthodologie et instrumentation, Planification-Evaluation Santé Services Sociaux, Aout 1995, p: 16.

إلى جانب أن أداء المؤسسة يعكس مدى نجاحها في تحقيق أهدافها حيث يرتبط بمفهومين أساسين هما الفعالية والكفاءة، حيث تعتبر الفعالية من بين أدوات الرقابة في المؤسسة وهي معيار يعكس درجة تحقيق الأهداف المسطرة. وتعرف الفعالية بأنها القدرة على تحقيق النشاط المرتقب والوصول إلى النتائج المرتقبة، أو هي قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الاستراتيجية[1].

أما بالنسبة لمفهوم الكفاءة فقد اختلفت آراء الكتّاب حول تعريف الكفاءة، فهناك من يرى أنها تعبر عن مردودية المؤسسة، كما عرفها البعض الآخر على أنها القدرة على القيام بالعمل المطلوب بقليل من الإمكانيات، فالنشاط الكفء هو النشاط الأقل تكلفة[2].

في حين يرى البعض أن الكفاءة تشير إلى قدرة المؤسسة على تحويل عناصر المدخلات إلى مخرجات، وهي العلاقة بين المدخلات والمخرجات، وبالتالي فإن مفهوم الكفاءة ينطوي على عدة جوانب، تتمثل في[3]:

- ضرورة تحديد الخصائص والعلاقات القائمة بين المدخلات والمخرجات بشكل دقيق؛
- ضرورة تحديد مواصفات وإجراءات الأداء؛
- تحديد معايير تكلفة الأداء وفقا للمواصفات المطلوبة؛
- مقارنة نتائج الأداء الفعلي بالأداء المخطط وفقا للمعايير الموضوعة، وتحديد الفروق التي تعبر عن كفاءة المؤسسة.

I-2- تقييم الأداء المالي وأهميته في المؤسسة:

كان الهدف الأساسي للمؤسسة هو تحقيق أعلى ربح إلا أنه وبتطور النظرية المالية والتغيرات الاقتصادية أصبح التركيز على مستوى أداء المؤسسة والعمل على تحسينه للوصول إلى هدف تعظيم الربحية وتعظيم قيمة المؤسسة، وبالتالي أصبحت تسعى إلى تقييم أدائها بشكل مستمر بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات، وتتمثل عملية تقييم الأداء في استخدام مجموعة من المؤشرات التي تقيس مستوى الأداء الفعلي لمقارنته بالأهداف المخطط لها من أجل التأكد من مدى تنفيذ التعليمات والخطط بشكل جيد وتصحيح الانحرافات وتفادي المشاكل المحتملة مستقبلا، وتعتبر هذه العملية مهمة نظرا لما تقدمه من مزايا للمؤسسة.

وتعتبر عملية تقييم الأداء كعملية استخدام المنطق وأساليب التقييم الموضوعية للحكم على الإنجازات المحققة بعد تنفيذ النشاطات والمشاريع المختلفة, وهذا بهدف التأكد من أن ما تم إنجازه من أعمال ونتائج يفوق التكلفة المستغرقة للوصول إلى هذه النتائج والأعمال[1].

---

[1]- الشيخ الداوي, **تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء**, مجلة الباحث, جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر, العدد 07, 2009-2010, ص: 217.

[2]- عبد الحي عبد الحي مرعي وعطية عبد الحي مرعي, **المحاسبة الإدارية**, الدار الجامعية, مصر, 1997, ص: 220.

[3]- **المرجع السابق**, ص.ص 37-38.

وتقييم الأداء هو فحص تحليلي انتقادي شامل لخطط وأهداف وطرق التشغيل واستخدام الموارد بهدف التحقق من كفاءة واقتصادية الموارد واستخدامها بشكل أفضل وكفء، بحيث تؤدي إلى تحقيق الأهداف والخطط المسطرة[2]، وتعرف أدوات تقييم الأداء بأنها الوسائل التقنية والعمليات التي يمكن من خلالها تقييم الأداء بالاعتماد على طرق ومؤشرات معينة.

ويمكن تعريف تقييم الأداء على أنه عملية قياس نتائج المؤسسة في ضوء معايير محددة مسبقا، كما ينظر إليها على أنها تقييم نشاط المؤسسة في ضوء ما توصلت إليه من نتائج في فترة مالية معينة، فهي تهتم أولا بالتأكد من مدى تحقق الأهداف المحققة مسبقا، وثانيا بكفاءة المؤسسة في استخدام إمكانياتها ومواردها المتاحة. وهو عملية مقارنة الأداء الفعلي باستخدام مؤشرات محددة من أجل الوقوف على النقص أو القصور في الأداء لاتخاذ القرارات اللازمة لتصحيح الانحرافات وغالبا ما يتم ذلك عن طريق مقارنة الأداء الفعلي بما هو مطلوب[3].

ويعتبر تقييم الأداء عملية إدارية تشمل مجموعة من الإجراءات التي تتخذها المؤسسة بهدف التأكد من استخدام الموارد والإمكانيات المتاحة يتم بشكل كفء وفعال طبقا للمعايير المحددة.

وتعتبر أهداف المؤسسة هي العنصر الأساسي الذي يتم على أساسه تقييم أداء المؤسسة بالنظر إلى ما تم تحقيقه وإنجازه من هذه الأهداف, ومن بين أهم ما تسعى المؤسسة إلى تحقيقه من أهداف مالية ما يلي:

أ/ السيولة واليسر المالي: تعتمد المؤسسة في تحديد قدرتها على مواجهة التزاماتها قصيرة المدى على السيولة المالية، وهي تمثل قدرتها على تحويل الأصول المتداولة إلى أموال في أقصر وقت ممكن، فنقص السيولة وعدم كفايتها لا يسمح للمؤسسة بالوفاء بالتزاماتها ومواجهتها، ويؤدي إلى الإضرار بثلاثة مصالح هي[4]:

- المؤسسة: حيث تحد السيولة من تطور المؤسسة، فنقص السيولة يمنع المؤسسة من استغلال الفرص المتاحة في محيطها؛
- الدائنون: ويؤدي نقص السيولة إلى تأخر المؤسسة عن تسديد ديونها اتجاه الموردين والمقرضين؛
- العملاء: قد يؤدي نقص السيولة إلى انتقال المؤسسة من حالة اليسر المالي إلى العسر المالي، وهو ما يعقد علاقة المؤسسة مع عملائها وهو ما يؤدي إلى تغير شروط تسديد العملاء.

---

[1]- علي السلمي, **الإدارة العامة**, الطبعة الثانية، مكتبة غريب للطباعة والنشر والتوزيع, القاهرة:مصر, , 1983، ص: 289.

[2]- حاب الله الشريف, **دور التكاليف المعيارية في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية**, مذكرة ماجستير, جامعة الحاج لخضر باتنة, الجزائر، 2008-2009, ص: 106.

[3]- عادل عشي, **الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية: قياس وتقييم**, مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة, الجزائر، 2000-2002, ص: 27.

[4]- **المرجع السابق**, ص: 38.

أما الملاءة المالية فتمثل قدرة المؤسسة على مواجهة تواريخ استحقاق ديونها الطويلة والمتوسطة الأجل، حيث يعتبر العسر المالي من أكثر المخاطر التي قد تؤثر على نشاط المؤسسة، لذا هي غالبا ما تسعى إلى تحقيق حد أدنى من السيولة كهامش أمان لمواجهة التزاماتها[1].

بـ/ التوازن المالي: من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها والحفاظ عليها هي التوازن المالي، وهو ما يظهر من خلال قدرة المؤسسة على الموازنة بين هدفين هما هدف الملاءة والربحية، ويمثل التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين رأس المال الثابت والأموال الدائمة التي تسمح بالاحتفاظ به، وهو ما يتطلب المعادلة بين المدفوعات والتحصيلات. ومن خلاله يتضح أنه يجب تمويل رأس المال الثابت عن طريق الأموال الدائمة, فالتوازن المالي يساهم في توفير السيولة واليسر المالي[2].

جـ/ **المردودية:** وهي هدف أساسي للمؤسسة، وتعرف المردودية على أنها الارتباط بين النتائج والوسائل التي تستعمل في تحقيق هذه النتائج، وهي تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية[3].

والمردودية كمفهوم عام دليل على قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج، باعتمادها على مجموعة من الوسائل تتمثل في:

- **رأس المال الاقتصادي:** وهو ما يعكس المردودية الاقتصادية والتي تقيس مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال حيث [4]:

معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال/الأصول الاقتصادية

- **رأس المال المالي:** والذي يعكس المردودية المالية التي تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تسمح للمؤسسة باستعادة ورفع حجم الأموال الخاصة حيث أن [5]:

مردودية الأموال الخاصة = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة

---

[1]- الياس بن ساسي ويوسف قريشي, **التسيير المالي: الإدارة المالية**, الطبعة الأولى, دار وائل للنشر والتوزيع, عمان الأردن, 2006, ص 41.

[2]- عادل عشي, **مرجع سبق ذكره**, ص: 38.

[3]- الياس بن ساسي ويوسف قريشي, **مرجع سبق ذكره**, ص: 267.

[4]- **المرجع السابق**, ص: 267.

[5]- **المرجع السابق**, ص: 268.

د/ تعظيم قيمة المؤسسة: ونلاحظ أنه كلما استطاعت المؤسسة تحقيق نتائج بشكل مستمر كلما تراكمت لديها النتائج وتكونت فوائض مالية موجبة فتشكل ما يسمى بثروة المؤسسة، ولكي تصل المؤسسة إلى تعظيم قيمتها يجب أن تكون لديها قدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية.

وتختلف عملية تقييم الأداء باختلاف توقعات المستفيد من هذا التقييم فالمقترضون يحرصون على معرفة مستويات السيولة للتأكد من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، بالمقابل يهتم المساهمون بمؤشرات الربحية، إلا أن المحللين الماليين فهدفهم معرفة كل ما يتعلق بنشاط المؤسسة من أجل الحصول على صورة واضحة حول المؤسسة لتحقيق أكبر قدر من العوائد، وعلى الرغم من اختلاف الأهداف بين هؤلاء الأطراف يعتبر تقييم الأداء عملية يتم من خلالها التأكد من استخدام الموارد المتاحة لدى المؤسسة بشكل كفء[1].

إذا من خلال ما سبق يمكن القول بأن تقييم الأداء هو الحكم على كفاءة المؤسسة من خلال مقارنة فعاليات التنفيذ في نهاية فترة معينة بما كان ينبغي تحقيقه من أهداف، ثم استخراج الانحرافات لاتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

I-3- مؤشرات الأداء المالي:

تعتبر عملية قياس الأداء المالي أمر مهم بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية ولقد سعت العديد من الدراسات إلى تقديم مؤشرات تعكس الأداء المالي للمؤسسة، وفي أوائل سنة 1980 انتقد العديد من الكتاب والباحثين النماذج المحاسبية لقياس الأداء في ظل التغيرات وارتفاع القدرة التنافسية في بيئة الأعمال، إلى جانب القصور الذي ظهر في هذه المقاييس.

ولقد أشارت العديد من الدراسات إلى أن المقاييس المحاسبية التقليدية للأداء تعتمد على بيانات تاريخية ولا توفر مؤشراً كافياً للأداء المستقبلي، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الملموسة في تحديد قيمة المؤسسة وهو ما أدى إلى ظهور مؤشرات أخرى حديثة.

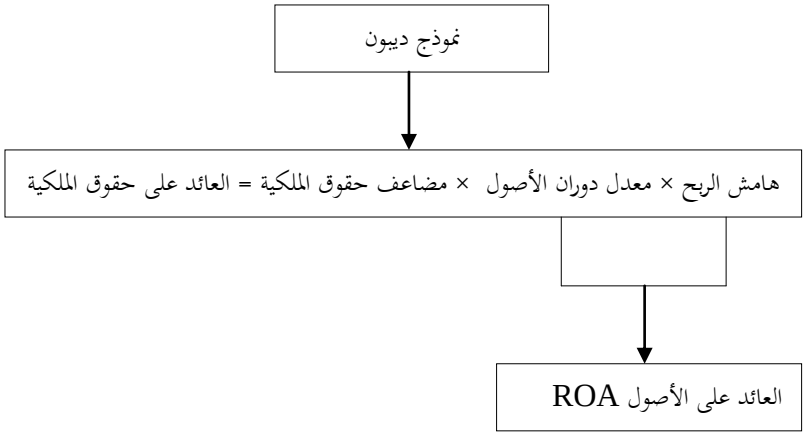
[1] – علاء عبد الحسين صالح وعدي صفاء الدين فاضل، **تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2008-2010"**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، العدد 25، 2012، ص: 144.

I-3-1- نموذج ديبون 1920 Dupont :

يعتبر نموذج ديبون من بين أهم النماذج التي تستخدم في قياس الأداء المالي ،وتم استخدام هذا النموذج من قبل المستثمرين من أجل تحديد أداء المؤسسة، إذ يعتمد في الأساس على المقارنة بين أداء المؤسسات التي تنتمي إلى قطاع معين أو صناعات مماثلة من خلال قياس العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الأصول ROA من خلال معادلة Dupont التي أسسها Donald Brown في بداية القرن العشرين سنة 1915.

ويمثل هذا النموذج تحليل يعتمد على قياس العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية[1]، ويمكن توضيح النموذج وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): نموذج ديبون



المصدر: Syed Ali Raza and others, **Op.Cit**, p 6

[1] - Syed Ali Raza and others, A **DuPont Analysis on Insurance Sector of South Asian Region**, Munich Personal RePEc Archive, August 2013, p.p 5-6.

I-3-1-1- العائد على حقوق الملكية ROE:

هو مفهوم مشتق من مؤشر التحليل المالي ديبون Dupont وهو يهدف أسلوب للتحليل المالي يحدد العوامل التي تؤثر في ربحية المؤسسة وفق أبحاث Ball and Brown (1968)[1].

واقتصر هذا النموذج في بداية الأمر على نسبتين أساسيتين الأولى تعبر عن كفاءة الإدارة بتحقيق الأرباح وهي نسبة النتيجة الصافية لإجمالي الإيرادات، والثانية عن كفاءة الإدارة في استخدام أصولها وهي نسبة الإيرادات للأصول ، وفي سنة 1970 تم إضافة نسبة ثالثة هي نسبة إجمالي الأصول لحقوق الملكية وهي احد النسب الهيكلية[2].

ووفقا لما قدمه Penman (1991) في دراسته حول إجراءات التقييم المحاسبي لمعدل العائد يرى أن معدل العائد على حقوق الملكية يعتبر مؤشراً أساسياً في تحليل النسب التقليدية، ويستخدم في تقدير الربحية، وعلاوة على ذلك، عندما يتم تقسيم العائد على حقوق الملكية إلى مكوناته فإن تحليل التغيرات في كل عنصر يسمح بتقدير التغيرات المستقبلية في العائد على حقوق الملكية[3].

ويمثل مؤشر العائد على حقوق الملكية نظام تقييم إدارة شامل يحدد التغيرات في عناصر الإدارة الأساسية مثل الإنفاق والاستثمار والأصول ورأس المال، ويتعلق تحليل العائد على حقوق الملكية بنسبة النتيجة الصافية إلى الإيرادات ويمكن من خلاله قياس معدل دوران الأصول أي منفعة الأصول ومضاعف حقوق الملكية وكفاءة التكاليف من خلال نسبة النتيجة الصافية إلى تحليل الإيرادات ومدى كفاءة الاستثمار في الأصول من خلال مجموع معدل دوران الأصول.

وفي دراسته حول إعادة هيكلة صناعة الطاقة الكهربائية والعائد على حقوق الملكية قام Won (2007) بدراسة حالة شركة الطاقة الكهربائية الكورية من خلال تحديد العناصر أو التركيبات الأساسية لمعدل العائد على حقوق الملكية كما يلي[4]

العائد على حقوق الملكية (ROE) = هامش الربح (PM) x معدل منفعة الأصول (AU) x مضاعف حقوق الملكية (EM)

حيث:

---

[1]-Ray Ball and Philip Brown, **An empirical evaluation of accounting income numbers**, Journal of Accounting Research 6 (2), 1968, p.p159–178.

1- علاء عبد الحسين صالح وعدي صفاء الدين فاضل، **تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2008-2010"**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، العدد رقم 08، العدد 25، ص: 148.

[3]- Stephen H.Penman, S.H, **An evaluation of accounting rate of return**, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 6 (2), 1991, p: 233.

[4]- Gu-Hwan Won, **Electric power industry restructuring and ROE: The case of Korea Electric Power Corporation**, Energy Policy 35 (2007), p: 5081.

هامش الربح (PM) = (النتيجة الصافية \ إجمالي الإيرادات)؛

منفعة الأصول (AU) = (إجمالي الإيرادات \ إجمالي الأصول)؛

مضاعف حقوق الملكية (EM) = (إجمالي الأصول\حقوق الملكية).

فالعائد على حقوق الملكية هو مؤشر يقيس ربحية الاستثمار ويستخدم لقياس مدى نجاح الإدارة في المؤسسة، ويتم حسابه بنسبة العائد إلى صافي الدخل وحقوق الملكية ورأس المال المستثمر والتي تحسب الزيادة في القيم المكتسبة لسنة معينة (Ohlson 1995)[1].

ويتم حساب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية:

العائد على حقوق الملكية ROE = النتيجة الصافية \ حقوق الملكية

I-3-1-2- العائد على الأصول ROA (Return On Assets):

هو مؤشر يقيس فعالية استخدام المؤسسة لأصولها في توليد الأرباح، ويتم احتسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول أو الموجودات وتعبر هذه النسبة عن كفاءة المؤسسة في تشغيل أصولها على أساس الأرباح المتولدة من إجمالي الأصول، ويتحدد مؤشر العائد على الأصول بمؤشرين هما[2]:

- هامش الربح الذي يعكس مدى كفاءة المؤسسة في إدارة ومراقبة التكاليف؛
- منفعة الأصول ويعرف باستعمال الأصول وهو يدل على الاستغلال الأفضل للأصول (إنتاجية الأصول).

وبناءا عليه، يكون: العائد على الأصول = (النتيجة الصافية \ إجمالي الإيرادات) x (إجمالي الإيرادات \ إجمالي الأصول)، وبالتالي:

العائد على الأصول (ROA) = النتيجة الصافية \ إجمالي الأصول

1 - Narjess Boubakri et autres**, Les principes de la finance d'entreprise**, Published by Gaëtan Morin Éditeur, 2005, p: 196.

2- محمد جموعي قريشي، **تقييم أداء المؤسسات المصرفية، دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية خلال الفترة 1994-2000**، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 03، 2004، ص: 91.

وتعتبر المؤسسة ذات كفاءة في حال كانت لها فعالية في استخدامها لأصولها من خلال تحقيق أرباح تتناسب مع الأصول الإجمالية لديها، وبالتالي تساهم في إنشاء قيمة وثروة للمساهمين.

I-3-2- العائد على الاستثمار ROI (Return On Investment):

ظهر هذا النموذج على يد Jack Phillips الذي قام بإجراء تعديلات على النموذج الأساسي الذي قدمه Donald Kirkpatrick سنة 1995 والذي عرف باسمه (Model Kirkpatrick) وهو الإطار الأساسي الذي اعتمد عليه Phillips، وأضاف إليه مستوى آخر من التحليل ليتكون بذلك من خمسة مستويات للتحليل كلها مترابطة ومتتابعة.

ويرى Harris (2007) أنه لا توجد صيغة يتم الاعتماد عليها في حساب ROI ومن الصعب جمع وتتبع البيانات التي تسمح بتقديم نتائج ذاتية جيدة وعلمية، والحصول على هذه البيانات قد يستغرق وقتا طويلا وهذا وفق ما قدمه Parry (1996)، إلا أن هذا لا يمنع من أن إيجابيات تقييم التكلفة مقابل الفوائد تفوق سلبياتها[1].

كما يشير إلى أن قياس الجودة أمر أساسي لتوقع الربحية، وحساب ROI يعزز تبريرات الميزانية الحالية والمستقبلية ويساعد على أفضل اختيار لبرامج التدريب والتخطيط وتتبع التكاليف، والتنبؤ بالإيرادات على أساس تحسين الخدمة واختيار المنتجات.

ويرى Lusch وآخرون (1998) أنه في ظل استخدام المؤسسة للأصول الملموسة وغير الملموسة تحتاج إلى استخدام مؤشر العائد على الاستثمار، والذي يتألف من ثلاثة عناصر أساسية هي العائد على الأفكار، العائد على المعلومات، العائد على رأس المال المستثمر[2].

ويمكن من خلال هذا المؤشر معرفة معدل العائد الناجم من الأموال المستثمرة بربطها بالنتيجة الصافية، وهو يهدف إلى تحليل ثلاثة تأثيرات أساسية هي تسيير الهوامش، تسيير الأصول، والمبيعات.

ويحظى هذا المؤشر بأهمية كبيرة لكونه يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة، كما أنه يقدم معلومات تتعلق بمردودية الأصول الموجودة لدى المؤسسة والاستثمارات الجديدة، كما أنه يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية وبين المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، إلا أنه بالمقابل لقي عدة انتقادات حيث لا يمكن اعتبار أن المردودية هي الهدف الوحيد الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه[3].

---

[1] - Kimberly J. Harris, **Calculating ROI for training in the lodging industry: Where is the bottom line?**, Hospitality Management 26 (2007), p: 487.

[2] -Robert F Lusch, Michael Harvey, Cheri Speier ،**ROI3: the building blocks for successful global organizations in the 21st century**, European Management Journal, Volume 16, Issue 6, December 1998, p: 715 .

[3]- هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، عدد 07، 2010/2009، ص57.

ويمكن حساب العائد على الاستثمار كما يلي[1]:

العائد على الاستثمار ROI = النتيجة الصافية \ رأس المال

I-3-3- القيمة السوقية المضافة MVA (Market Value Added) :

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مقياساً للأداء الداخلي حيث يرى Stewart بأنها تمثل الفرق بين الإيرادات التشغيلية الصافية للمؤسسة بعد خصم الضرائب وتكلفة رأس المال المتكونة من الأموال الخاصة والديون، في حين تمثل القيمة السوقية المضافة مقياساً خارجياً للأداء يمكن تعظيمه بالاعتماد على المقياس الداخلي للأداء المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتبر إلى جانب ذلك أسلوباً يرتبط بشكل مباشر مع عملية خلق القيمة للمساهمين مع مرور الوقت، وهي ثاني مؤشر قدمته شركة Stewart لتقييم الأداء، وهي تمثل القيمة السوقية التي تكون أعلى من القيمة الدفترية.

وتعتبر القيمة السوقية المضافة أفضل مقياس لأداء المؤسسة، وهي تمثل مقياساً تراكمياً لأداء المؤسسات وتمثل تقييم لسوق الأوراق المالية، من خلال احتساب القيمة الحالية الصافية لجميع المشاريع السابقة والمتوقعة للمؤسسة، فالمؤسسة تخلق قيمة في حال كانت MVA > 0 وذلك إذا كانت القيمة السوقية لرأس المال تفوق رأس المال المستثمر، وفي حال كانت MVA سلبية أي MVA < 0 فإن هذا يثبت أن التوقعات غير صائبة بشأن قدرة الإدارة على الاستخدام الفعال لرأس المال[2].

كما تعرف على أنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال ويتم قياسها بالاعتماد على طريقتين:

1- طريقة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية[3]:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لممتلكات المؤسسة – القيمة الدفترية لممتلكات لمؤسسة

---

[1] – هواري سويسي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 56.

[2]- Andreea Paula, Cristina Elena, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A Comparative**, Analysis, Romanian-American University, Bucharest, p: 54.

3- هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 01، 2012/2011، ص 17.

وتتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيمة الديون وقيمة حقوق الملكية، وفي حال افتراض تكافؤ القيمة السوقية والدفترية للديون تصبح:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحقوق الملكية – القيمة الدفترية لحقوق الملكية

ويتم حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية بضرب السعر السوقي في عدد الأسهم، في حين أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية تحتاج إلى تعديلات حتى تعكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للأصول.

2- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية[1]:

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVAt}{(1+k)1}$$

حيث:

EVA: تمثل القيمة الاقتصادية المضافة للسنة t ؛

K: تمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في السنة t.

وتمثل القيمة السوقية المضافة هنا مجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة المتوقعة وهنا بإمكان المؤسسة أن تستفيد من العلاقة المباشرة ما بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الحالية في تحديد رأس المال.

I–3–4– نسبة Q لجيمس توبين (Q Tobin's):

تسعى المؤسسة دائما من خلال الاعتماد على مجموعة من الاستراتيجيات إلى تحقيق أعلى عائد ممكن والحفاظ على مكانتها في ظل المنافسة الشديدة في السوق، ويعتبر إنشاء قيمة مضافة للمساهمين من أهم وأبرز الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، ولقد زادت في الفترة الأخيرة الحاجة إلى مقاييس موضوعية للتمييز بين الاستراتيجيات التي تضيف قيمة على المدى الطويل وتلك التي لا تحقق قيمة مضافة.

[1]- هواري سويسي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 62.

ومن بين هذه المقاييس نجد نسبة Q Tobin's حيث قام James Tobin الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد سنة 1981 بوضع نظرية بسيطة للاستثمار توضح كيفية حساب q وهو يرى أن من مصلحة المؤسسة مواصلة الاستثمار إذا كان يحقق عوائد، والتي تعطي قيمة اقتصادية مضافة موجبة، أي أن المؤسسة تستمر في الاستثمار في حال كانت نسبة Q Tobin's اكبر أو تساوي الواحد, حيث:

$$q_1 = 1 + \frac{MVA}{K_0} \geq 1$$

إلا أن هذه النظرية غير كاملة فهي توفر تنبؤات متواضعة نوعا ما، على الرغم من قيام الاقتصادي الشهير Thomas philippon (2009) بإعادة صياغتها في مقاله[1]، والذي قام بقياس Q Tobin's ليس وفق معدلات العائد في سوق الأوراق المالية لكن بمعدل عوائد سندات المؤسسات.

إلا أن المنهجية المستخدمة لحساب نسبة Q Tobin's تستند على قاعدة Lindenberg (1981) وRoss Lang, Stulz, Walkling (1989) ، Vogt (1994)، ولقد تمت صياغة هذه النسبة كما يلي[2]:

نسبة Q Tobin's = القيمة السوقية للمؤسسة / قيمة استبدال الأصول

حيث تساوي القيمة السوقية للمؤسسة القيمة السوقية للأسهم العادية بالإضافة إلى القيمة السوقية للسندات طويلة الأجل والقيمة الدفترية للأسهم الممتازة، وتكون المؤسسة قد حققت أو أنشأت قيمة في حال كانت هذه النسبة أكبر من 1 (q > 1)، ويعتبر إنشاء قيمة على المدى الطويل مقياساً رئيسياً لقدرة الإدارة على تنفيذ استراتيجيات المؤسسة.

وتعتبر قيمة Q Tobin's مقياس لفرص نمو المؤسسة حيث يتم مقارنة هذه النسبة مع تكلفة استبدال أصول المؤسسة، كما أنها تشير إلى أن أكبر قدر من العائد الحقيقي على الاستثمار يتحقق كلما زادت نسبة Q Tobin's، كما أن استخدام هذه النسبة يسمح بتخطي بعض المشاكل المصاحبة لنسبة B/M وذلك لكونها تستخدم قيمة استبدال الأصول عند قياس القيمة التي أنشأتها المؤسسة.

[1]- philippon Thomas, **The bond market's Q**, Quarterly journal of Economics,2009, Vol. 124, No. 3, p.p 1011-1056.

[2] - John P. Evans and James A. Gentry, **Using Tobin's Q Ratio To Assess the Strategy of Repurchasing Shares**, Working paper series / School of Economics and Finance, Curtin Business School, Curtin University of Technology ; 2000, 30, p: 10.

من خلال ما سبق يتبين أنه في حال كانت الفرص الاستثمارية للمؤسسة تساهم في الحصول على عائد (r) وتساوي تكلفة رأس مالها (k_0) ($k_0 = r$) من الناحية النظرية فإن نسبة Q Tobin's ستساوي 1 وهنا لا يكون للمستثمرين دراية أو علم بتوقعات فرص نمو المؤسسة، إلا أنه يمكنهم تنفيذ استراتيجية التوسع في حال كان r أكبر من k_0، وبالتالي هنا نسبة Q Tobin's ستكون أكبر من 1 وهذا يشير إلى أنه لديهم نظرة إيجابية حول فرص نمو المؤسسة، وعلى المؤسسة تنفيذ استراتيجية النمو.

في حين إذا كانت نسبة Q Tobin's أقل من 1 فهذا يدل على أنه سيكون للمستثمرين نظرة سلبية تجاه التوسع حيث يكون ($r < k_0$)، وبالتالي هنا على المؤسسة عدم إعادة الاستثمار في هذه الأصول، وبالتالي تكمن أهمية نسبة Q Tobin's في أنها توفر تقديراً للأصول غير الملموسة للمؤسسة وهي تشمل فرص الاستثمار المستقبلية، قوة السوق ونجاح الإدارة، كما أن هذه النسبة تعتبر مقياساً لقدرة المؤسسة على إضافة قيمة على المدى الطويل عن طريق إعادة شراء أسهمها[1].

ولقد انتشر استخدام نسبة Q Tobin's كمقياس للأداء نظرا لقدرته على تجاوز بعض المشاكل التي تواجهها المقاييس المحاسبية مثل الاختلاف في المخاطر، قوانين الضرائب، والاتفاقيات المحاسبية المتعلقة بشأن البحث والتطوير والإعلان، ولقد لاحظ Wernerfelt (1998) وMontgomery أنها المقياس الملائم الذي يقيس تأثير التنويع على أسعار الأسهم والذي يحدد التغيرات التي تحدث في القيمة، وهي إجراء لقياس رأس المال السوقي وتستخدم ضمنيا أسعار الخصم الصحيحة المعدلة حسب المخاطر وتقلل من التشوهات التي قد تحدث بسبب القوانين الضريبية والمحاسبية، كما تستخدم نسبة Q Tobin's لتحديد الفرضيات المتعلقة بالاستحواذ على المؤسسات فتحقيق نسبة عالية من Q Tobin's يمنح للمؤسسة إمكانية الاستحواذ على مؤسسات أخرى في حين أن انخفاض نسبة Q Tobin's يجعلها أكثر عرضة للاستحواذ[2].

وفي دراستهم حول المكاسب المتوقعة من عروض الصفقات يرى Lang وآخرون (1989) أن الاستحواذ على مؤسسات لديها نسبة Q Tobin's عالية المكسب أفضل بكثير من الاستحواذ على مؤسسة تملك نسبة منخفضة من Q Tobin's، كما أشار إلى أن نسبة Q Tobin's هي مقياس للأداء الإداري.

واستخدم Vogt (1994) نسبة Q Tobin's في التمييز بين القيود المفروضة على السيولة الناجمة عن المعلومات غير المتماثلة وفرص الاستثمار الإداري للتدفقات النقدية الحرة، وفي دراسته حول تأثير استراتيجية إعادة الشراء توصل Kao (1992) إلى أنه لا يوجد فرق كبير بين الأرباح المحققة والمصرح بها في المؤسسات التي تملك نسبة Q Tobin's

[1]- John P. Evans and James A. Gentry,**Op.cit**, p.p 6-7.
[2] - Cynthia A. Montgomery and Birger Wernerfelt, **Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q**, RAND Journal of Economics, Vol. 19, No. 4, Winter 1988 , p: 627.

مرتفعة أو منخفضة، ويرى Lee (1997) أن نسبة Q Tobin's تستخدم لتحديد فرص النمو لذلك يجب أن تكون نسبة Q Tobin's أكبر من 1 لأنه سيكون للمؤسسة مشاريع استثمارية مربحة.

وأشار Stultz and Lang (1994) إلى أن المؤسسات لديها غايات وأهداف متنوعة ومختلفة وبالتالي ستكون نسبة Q Tobin's مختلفة من مؤسسة لأخرى، كما أن المؤسسة في حد ذاتها قد تكون لديها أهداف مختلفة إلا أنها قد تحقق في ظل تنوع أهدافها نسبة منخفضة من Q Tobin's، وبالتالي هذا يؤكد أن التنويع ليس له علاقة بتحقيق أفضل أداء[1].

I-3-5- القيمة النقدية المضافة CVA (Cash Value Added):

في مجال التمويل، أصبحت المؤسسات تهتم بقياس أدائها وتحليل مختلف العوامل التي تؤثر في نشاطها، ويرى العديد من الباحثين أن أداء المؤسسة يتوقف على خلق القيمة لذلك يجب اختيار المؤشر المناسب الذي يحدد قيمة المؤسسة بدقة، وترتبط قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل من بينها حجم الاستثمارات، والتدفق النقدي وتكلفة رأس المال.

وتتحكم هذه العوامل في تحديد التدفقات النقدية المخصومة والهدف من ذلك هو تحديد قدرة المؤسسة على وضع وتنفيذ استراتيجيات واستثمارات تساهم في رفع قيمة حقوق المساهمين، وتعتبر المقاييس التقليدية المحاسبية غير كافية لقياس أداء المؤسسات في ظل كفاءة رأس المال والتي تتطلب تخصيص رأس مال المؤسسات بدقة أكبر، وبالتالي يجب إيجاد نموذج يسد الفجوة بين قياس الأداء التاريخي وتقييم الاستثمارات من أجل اتخاذ قرارات استراتيجية أفضل ويعتبر

مؤشر القيمة النقدية المضافة من بين المؤشرات التي تعتمد على منظور القيمة، ونلاحظ أن إدارة خلق القيمة نهج أساسي لتوجيه صنع القرار داخل المؤسسة في ظل سعيها لتحقيق عوائد تفوق تكلفة الاستثمار[2].

إن القيمة النقدية المضافة CVA تصميم بسيط جدا يشمل فقط العناصر النقدية أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وحركة رأس المال العامل والاستثمارات غير الإستراتيجية، ومجموع العناصر الـ 03 هو التدفق النقدي من العمليات التشغيلية (OCF) وتتم مقارنته مع متطلبات التدفق النقدي أو "الطلب على التدفق النقدي من العمليات التشغيلية" (OCFD) والذي يمثل التدفقات النقدية اللازمة لتلبية المتطلبات المالية للمستثمر على الاستثمارات الاستراتيجية للمؤسسة أي تكلفة رأس المال.

---

[1] - Lang, L. and R. Stulz, (1994), "**Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance,"** Journal of Political Economy, 102, p: 1278.

[2] - Rezvan Hejazi, Malektaj Maleki Oskouei, **The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange**, Iranian Accounting & Auditing Review, Spring 2007,Vol. 14 No. 47, p: 23.

وبدلا من قياس تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر من حيث النسبة المئوية تقيس القيمة النقدية المضافة تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر من حيث النقدية، ويمثل الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي (OCF) والطلب على التدفق النقدي من العمليات التشغيلية (OCFD) وهي تقدير جيد للتدفقات النقدية الناتجة أو المحققة من نشاط المؤسسة[1].

وتعتبر القيمة النقدية المضافة من بين المقاييس التي تعرف ضمن نظام الإدارة المبنية على القيمة، وهي نموذج يقوم بتصنيف الاستثمارات إلى نوعين استثمارات استراتيجية تهدف إلى خلق قيمة مضافة للمساهمين، واستثمارات غير استراتيجية وهي التي جعلت من أجل الحفاظ على قيمة الاستثمارات الإستراتيجية، وهذه الأخيرة تشكل قاعدة رأس المال في نموذج القيمة النقدية الصافية بسبب المتطلبات المالية للمساهمين التي يجب أن تستمد من مشاريع المؤسسة، ويتم حساب قاعدة رأس المال في نموذج من CVA من خلال تحديد OCFD من كل استثمار استراتيجي[2].

ويتم حساب القيمة النقدية المضافة كما يلي:

	الربح الصافي من المبيعات
–	**التكاليف**
=	**الربح التشغيلي (الإيرادات >النفقات)**
+/	**التغير في رأس المال العامل**
–	**الاستثمارات غير الاستراتيجية**
=	**التدفق النقدي التشغيلي**
–	**الطلب على التدفق النقدي التشغيلي**
=	**القيمة النقدية المضافة**

ويعرف هذا المؤشر أيضاً بالتدفق النقدي المتبقي، حيث يمثل التدفق النقدي الصافي بعد طرح تكلفة رأس المال ويتم حساب التدفقات النقدية المعدلة لتحديد التدفق النقدي بدقة أكثر لذلك يتم إجراء مجموعة من التعديلات، مثل

[1] - Erik Ottosson and Fredrik Weissenrieder, **Cash Value Added - a new method for measuring financial performance**, March 1, 1996, FWC AB Study No 1, 1996, p: 5.

[2]- Fredrik Weissenrieder **, Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?**, December 1, 1997, FWC AB Study No 3, 1999, p: 5.

التعديلات التي تتعلق بنفقات البحث والتطوير، ويتم خلق قيمة مضافة في حال كانت قيمة التدفق النقدي المتبقي موجبة[1].

I-3-6- القيمة المضافة للمساهم SVA (Shareholder Value Added):

ترتبط المعايير والمقاييس الجديدة للأداء ارتباطاً وثيقاً بقيمة حقوق المساهمين ولقد ظهرت المقاييس المبنية على القيمة لتحسين معايير الأداء الشاملة والتقييم في حساب تكلفة رأس المال، ومن بين هذه المقاييس الحديثة نجد نموذج القيمة المضافة للمساهم (SVA) والتي وصفها Rappaport على أنها إجراء لقياس قيمة حقوق المساهمين، وتعتبر أداة لتقييم أداء الإدارة على أساس القيمة وهي مرتبطة باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة.

وفي ظل البيئة التنافسية أصبحت المؤسسات تسعى إلى تعظيم تدفقاتها النقدية وخلق قيمة من خلال الاستخدام الكفء للموارد والحفاظ على مصادرها المختلفة، وذلك من خلال وضع استراتيجية تسمح لها بتحقيق ذلك.

إلى جانب ذلك، فإن تعظيم المؤسسة لقيمتها يؤدي إلى خلق قيمة للمساهمين وهذا يظهر من خلال قدرتها على تنفيذ استراتيجيتها مع التحكم في المخاطر المرتبطة بها، وهناك طريقتان يمكن للمؤسسة من خلالها خلق قيمة للمساهمين[2]:

- الاستخدام الكفء للأصول؛
- النمو من خلال الاستثمار في المشاريع التي تتوقع أن تحقق عائد يزيد عن تكلفة رأس المال.

وتقوم الفكرة الأساسية لـ Mahmoud Samadi وآخرون على أنه يجب تحقيق عائد أعلى يمكن من خلال الاستثمار في الأصول التي لها نفس مستوى المخاطر، وتحقيق عائد على رأس المال يفوق تكلفته، وربحية المؤسسة قد لا تؤدي بالضرورة إلى خلق قيمة وفي كثير من الحالات هناك مشاريع مربحة لكنها تدمر قيمة المؤسسة مع مرور الوقت[3].

---

[1]- السعيد بريكة وسمير مسعي، **تقييم المنشاة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة**، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف – الجزائر، أفريل 2009، ص: 17.

[2] - The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, **Inside Out: Reporting on Shareholder Value**, p.p 7-8.

[3] - Mahmoud Samadi Largani and others, **A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions, Asia** Pacific Business Innovation And Technology Managment Society, volume 40, 2012, p: 491.

وبناءً على ما قدمه Fernandez (2015) يمكن حساب القيمة المضافة للمساهم على النحو التالي[1]:

القيمة المضافة للمساهم (SVA) = الزيادة في EMV
+ توزيعات الأرباح المدفوعة خلال السنة
+ مدفوعات أخرى للمساهمين (مثل: تخفيضات على القيمة الاسمية، إعادة شراء الأسهم،...)
– المصروفات على الزيادة في رأس المال
– تحويل السندات القابلة للتحويل

وهناك عدة عوامل تتحكم في قيمة المساهم من بينها: نسبة نمو المبيعات، هامش الربح من الأنشطة التشغيلية، معدل الضريبة، احتياجات رأس المال العامل، تكلفة رأس المال..

II- مفاهيم وأسس خلق القيمة:

تعد مسألة خلق القيمة في المؤسسة من بين أبرز المواضيع المطروحة وغالبا ما تسعى المؤسسة إلى محاولة تعظيم أرباحها من أجل تكوين ثروة للمساهمين.

وتشير القيمة كمصطلح إلى عدة مفاهيم لذلك من الصعب تحديد مفهوم محدد لها نظرا لكونها ترتبط بالعديد من المحددات, وبناءً عليه، يمكن أن نميز بين القيمة السوقية التي تعبر عن قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل وبين القيمة النقدية أي قيمة الأصل نقدا عند القيام بعملية تحويله من مالك إلى آخر أو بيعها، والقيمة الاستثمارية التي تمثل إجمالي التدفقات المستقبلية لأصل ما أي ما يقدمه الاستثمار من إيرادات خلال فترة استغلاله في النشاط الاقتصادي، كما يوجد هناك ما يعرف بالقيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية، إلى جانب القيمة المتبقية والقيمة عند التصفية, قيمة شهرة المحل.

[1]- Pablo Fernandez, **Shareholder Value Creation: A Definition**, IESE Business School. University of Navarra, November, 2015, p: 2.

II-1- القيمة في المفهوم النظري:

يمتد مفهوم القيمة إلى النظرية الكلاسيكية، ويرى Adam Smith أنه يجب التمييز بين قيمة الاستعمال من خلال خاصيتها في تحديد قيمة الشيء وحسب رأيه تشير القيمة الاستعمالية إلى القيمة التي يمكن من خلالها امتلاك السلع، وقيمة التبادل تتعلق بما يمكن الحصول عليه مقابل السلعة، وبناءا عليه، فان القيمة الاستعمالية وقيمة التبادل تختلف من عينة إلى أخرى ومن فرد إلى آخر، وتمثل قيمة التبادل ما يعادل حجم العمل المطلوب من الآخرين للحصول على مقابل والعمل يؤدي إلى تحديد قيمة التبادل للسلعة.

وهناك مفاهيم مختلفة للقيمة ومن بينها نجد القيمة المضافة وهي تعبر عن الزيادة في قيمة الموجودات بعد شرائها بفترة معينة، وهناك مفهوم آخر قدمه كارل ماركس يعرف بفائض القيمة، وهناك العديد من التعاريف المختلفة للقيمة وذلك نتيجة لاختلاف المفاهيم المرتبطة بها.

ويشير مفهوم القيمة إلى القيمة الاقتصادية التي تعرف على أنها المبلغ الذي يدفع مقابل أصل ويمنح الحق في الحصول على عوائد مستقبلية نظير استخدام ذلك الأصل، وهي تتأثر بمجموعة من العوامل عبر الزمن، وتختلف القيمة عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على الأصل، وعن التكلفة[1].

وهناك مفاهيم مختلفة للقيمة ترتبط باستخدامات وتفسيرات القيمة، لذلك يمكن التمييز بين المفاهيم التالية للقيمة:

- القيمة السوقية: تعتبر من بين أكثر المفاهيم استخداما وتعرف على أنها المبلغ المعبر عنه نقدا والذي يتم به انتقال ملكية الأصل من شخص إلى آخر، كما أنها تعبر عن قيمة الأصل في السوق وفقا لقانون العرض والطلب[2].
- القيمة الاستثمارية: وهي تمثل قيمة المنافع المستقبلية المتولدة عن أصل معين والتي تتأثر بمجموعة من العوامل وتختلف من أصل إلى آخر[3].
- القيمة الاستعمالية أو القيمة التبادلية: تمثل القيمة الاستعمالية قيمة الأصل، ووفق ما قدمه Adam Smith فإنه يمكن أن نحدد نوعين للقيمة، الاستعمالية التي ترتبط بالمستوى التشغيلي للشيء، والقيمة التبادلية التي تحدد قيمة المبادلة أي قدرة الشيء على شراء سلع أخرى.
- قيمة شهرة المحل: وهي تعبر عن قيمة الأشياء التي تمتلك صفات غير قابلة للوزن أو القياس والتي تتميز بها المؤسسة عن غيرها.

---

[1]- طارق عبد العال حماد, **التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة**, الدار الجامعية, الإسكندرية: مصر, 2000, ص.ص 5- 6.

[2]-**المرجع السابق** ص: 7.

[3]- **المرجع السابق**، ص: 8.

وإلى جانب ذلك هناك ما يعرف بالقيمة الدفترية والتي تعبر عن قيمة الشيء من الناحية المحاسبية وتمثل التكلفة التاريخية للأصل، والقيمة المتبقية التي تعبر عن قيمة الأصل بعد اهتلاكه والقيمة عند التصفية.

II -2- مفهوم خلق القيمة:

في السابق، كان مصطلح خلق القيمة يشير إلى مفهوم خلق القيمة للمساهمين وكان يعتبر أسلوباً بسيطاً يرتبط بالإدارة, ومع مرور الوقت أصبح لهذا المفهوم أهمية أكبر من خلال الاعتماد عليه كأسلوب يهدف إلى تحقيق المصلحة العامة بعد أن كان يهتم بالعمل لمصلحة المساهمين، وأصبح يستخدم في تحديد الاستثمارات واختيارها التي تحقق ربحية أكبر من خلال اعتماد آلية خلق القيمة التي أصبحت ذات أهمية كبيرة مع مرور الوقت، ومن بين مفاهيم خلق القيمة ما يلي:

ويرى Michel Albouy (2006) أن الفكرة الأساسية لخلق القيمة أو الثروة تقوم على إنشاء قيمة للمساهمين وذلك من خلال تحقيق عائد على رأس المال يفوق تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي استخدمتها المؤسسة أو تكلفة رأس المال، وهذا يعني أنه لا يكفي أن تحقق المؤسسة ربحاً محاسبياً فقط فالربح بالمعنى المحاسبي لا يعني بالضرورة خلق للقيمة، مع العلم أن المساهمون يطالبون بتحقيق قيمة عادلة تعوضهم عن المخاطر التي قد يتعرضون لها جراء استثمارهم لأموالهم، ولتحديد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة يجب تحديد كل من ربحية رأس المال وتكلفة رأس المال وكيفية تقديرها[1].

ووفقا لـ Rousseau (1998) وTabatoni فإن عملية قياس خلق القيمة تعتمد على أسلوبين أساسيين الأول ظهر على يد Rappaport (1986) والذي يقوم على خصم التدفقات النقدية الحرة، والثاني هو ما قدمه الثنائي Stern وStewart سنة 1991 والمتمثل في مفهومي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة (EVA,MVA) وفي الحقيقة كلا المفهومين لهما نفس الأسس النظرية ولقد قدمتهم الدراسات الاقتصادية كمؤشرات لقياس أداء المؤسسات، فالقيمة الاقتصادية المضافة هي مفهوم من النظرية الاقتصادية وتعتبر فكرة قديمة ارتبطت بمفهوم الربح الاقتصادي الذي قدمه الفريد مارشال، وطريقة التدفق النقدي ما هي إلا تطبيق مباشر للنظرية المالية[2].

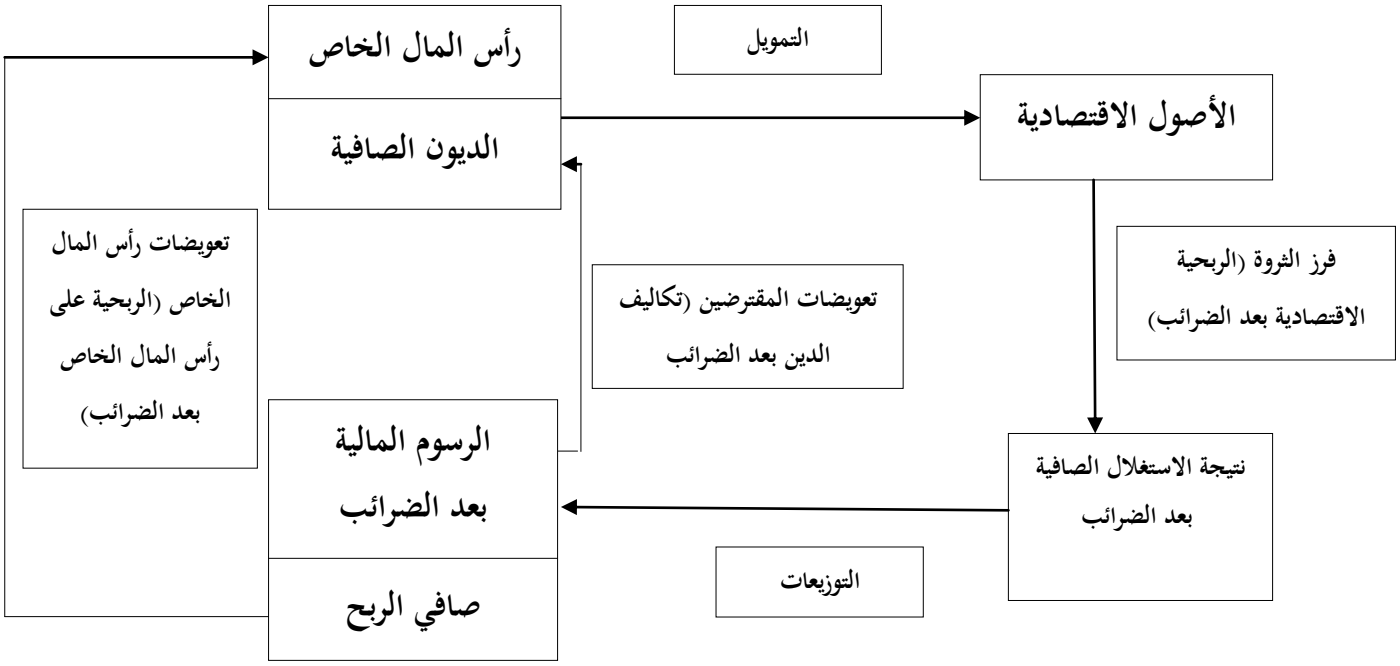
إلى جانب ذلك، يرتبط مستوى خلق القيمة بمدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وخلق فائض في القيمة، وهذا يعود إلى أن الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبط بالقدرة على تحويل الموارد المالية إلى

[1]- Michel Albouy, **Théorie, Applications et Limites De La Mesure De La Création De Valeur**, Lavoisier, Revue française de gestion, 2006/1 - No 160, p: 141.
[2]- **Idem.**

إيرادات، وتحدد ثروة المؤسسة بعد خصم التكاليف المختلفة، ويرتبط التراكم في الفوائض المالية بمجموعة من العناصر الأساسية تتمثل في ما يلي[1]:

- تدنئة تكلفة رأس المال: وذلك من خلال اختيار مصادر التمويل المناسبة والتي تضمن للمؤسسة تدنئة تكلفة رأس المال اعتمادا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال التي تعبر عن تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.
- تعظيم الإنتاج وتنويع النشاط: لأنه يساهم في تدنئة التكاليف من خلال انخفاض التكاليف الثابتة بسبب العلاقة العكسية بين حجم الإنتاج والتكلفة الثابتة للوحدة الواحدة (وفورات الحجم)، وهذا يتحقق من خلال تطبيق استراتيجية التنويع.
- تطبيق أساليب تسيير تعتمد على مراقبة التكاليف من خلال استخدام أنظمة المحاسبة التحليلية ومراقبة التسيير والموازنات التقديرية.

الشكل رقم (1-3): تعظيم الثروة أو القيمة



المصدر: Thomas Olivier, **Création de valeur actionnariale et communication financière**, mémoire de DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004 , Université de Bretagne Occidentale Institut d'Administration des Entreprises de Brest Année universitaire 2003 – 2004, p: 44

[1]- إلياس بن ساسي، **النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة "حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFOR ولاية ورقلة- الجزائر"**, المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمؤسسات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 8-9 مارس 2005، ص: 344.

تؤكد النظرية المالية على أن الهدف الأساسي للمديرين هو تعظيم قيمة المؤسسة التي تمثل قيمة رأس المال المستثمر من قبل المساهمين، وتعتبر قدرة المديرين على خلق قيمة مرجع لقياس الأداء، ووفقا لما جاءت به نظرية الوكالة فإن فكرة خلق القيمة تقوم على النهج التعاقدي، حيث يتم تكليف المديرين من طرف المساهمين لإدارة رأس المال المستثمر بهدف خلق قيمة أي تعظيم الثروة في الأجل القصير والطويل لصالح المساهمين، ويتحقق هذا الهدف عندما تكون ربحية المؤسسة أعلى من معدل العائد المطلوب على رأس المال، وبالتالي يكون هناك خلق للقيمة في حال كان العائد على الأصول الاقتصادية (العائد على رأس المال المستثمر والذي نرمز له بـ R_e) أعلى من تكلفة التمويل أي تكلفة الديون والأموال الخاصة (تكلفة رأس المال والتي نرمز لها بـ K)[1].

ويجب أخذ العناصر التالية بعين الاعتبار:

- نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب ؛
- الأصول الاقتصادية التي تقيس مجموع الأصول الثابتة الصافية و الاحتياج في رأس المال العامل؛
- K: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛
- Re: العائد على رأس المال المستثمر.

وتمثل قيمة حقوق المساهمين العائد السنوي الذي يتطلع المساهمون للحصول عليه أي فائض القيمة الذي يفوق تكلفة الفرصة البديلة.

II - 3- أسس ومرجعية خلق القيمة

ترتكز عملية خلق القيمة على المساهمين، إلا أنه يجب على المؤسسة تنفيذ وتطبيق إستراتيجية فعالة، فخلق القيمة الفعلي ينشأ من النشاط الاقتصادي الخاص بالمؤسسة، وتتأثر عملية خلق القيمة بالربح الاقتصادي الذي تحققه المؤسسة من خلال إتباعها لخطة إستراتيجية جيدة.

ومن بين المساهمات الأساسية التي قدمها Rappaport (1986) تقديمه لأسلوب استراتيجي يسمح بتحقيق قيمة للمساهمين وتعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة ومنحها مزايا تنافسية مترابطة ومتكاملة، وهذا يدل على أن إنتاجية رأس المال والعمل هي مصدر لخلق قيمة مضافة، وتعتبر التدفقات النقدية المحققة دليل على التفكير الاستراتيجي الجيد، وتهدف إلى إيجاد نماذج التقييم الاستراتيجي المالي وتحديد العوامل المؤثرة على خلق القيمة لتسليط الضوء على العناصر الأساسية لخلق القيمة للمساهمين[2].

---

[1] - Thomas Olivier, **Op.cit**, p: 6.
[2] **Ibid**, p.p 7- 8.

II-4- العوامل المؤدية إلى تطور مفهوم خلق القيمة:

لقد أصبح مفهوم خلق القيمة عنصراً أساسياً من الثقافة الإدارية للعديد من المؤسسات، وانتشر هذا المفهوم بشكل واسع في الفترة الأخيرة، وهذا يعود إلى مجموعة من العوامل الاقتصادية والتنظيمية والمالية، ويمكن إجمالها في ما يلي[1]:

– متطلبات رأس المال والمنافسة:

إن تطور مفهوم خلق القيمة يعود إلى مجموعة من العوامل المختلفة، فلقد أدى الارتفاع العام في أسعار الفائدة في سنة 1980 إلى ارتفاع المنافسة في أسواق الأوراق المالية، وفي إطار إلغاء القيود المالية وحرية الوصول إلى المؤسسات في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق* الذي يعتبر أكثر طلبا من حيث الربحية، ولقد أدت العولمة الاقتصادية إلى رفع القدرة التنافسية على رأس المال المتاح بين المؤسسات وذلك في إطار متطلبات رأس المال.

ولقد ساعدت قدرة المؤسسة على جذب رؤوس الأموال في رفع مستوى أدائها في ظل ارتفاع تكاليف الحصول على موارد مالية، وهو ما يجعلها أمام تحدي جذب المستثمرين أصحاب الفائض المالي على الاستثمار في مشاريعها وتحقيق ربح أعلى مما يتوقعونه، وبالتالي خلق قيمة مضافة للمستثمر الذي غالبا ما يسعى إلى المفاضلة بين الاستثمارات التي تسمح له بتحقيق أعلى عائد ممكن، وهو ما يفسر ظهور مفهوم خلق القيمة.

– بروز المساهم:

لقد أدت الاختلالات التي يعاني منها العديد من المستثمرين في تكوين نشاط خاص بهم وإدارة أملاكهم إلى ظهور مفهوم خلق القيمة، وفي سنة 1990م ظهر ما يعرف بالمساهمين من خلال المؤسسات الاستثمارية التي تقوم بإدارة وتسيير أموال المساهمين فيها، وذلك من خلال ما يعرف بصناديق المعاشات، وهو ما ساهم في ظهور مفهوم خلق القيمة الذي ارتبط ببروز المساهم والاتجاهات العديدة المبررة لاستراتيجية المؤسسة.

– التحول نحو الأصول الأكثر ربحية:

لقد أدت المنافسة المتزايدة في سوق السلع والخدمات لدعم متطلبات المستثمرين في السوق المالي ولتشجيع المؤسسات على إدارة تكاليفها من خلال التركيز على الموارد والنشاطات التي تسمح لها بتحقيق أعلى الأرباح، والتي تتيح لها فرصة الهيمنة على السوق، وهو ما يسمح لها بتحقيق تدفقات نقدية كبيرة تغطي إلى حد كبير احتياجات استهلاك

---

[1]- بريكة السعيد ومسعي سمير, **مرجع سبق ذكره**، ص.ص 6- 7.

* اقتصاد السوق هو نظام اقتصادي يقوم على قانون السوق (العرض والطلب)، وعلى المبادرة الحرة بين المؤسسات.

رأس المال لتغطية المخاطر، وهنا على المؤسسة أن تبحث عن الأصول المرتبطة بالمشاريع التي تحقق لها أعلى ربحية وبالتالي خلق قيمة مضافة.

III – القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لقياس الأداء المالي:

يعتبر نموذج القيمة الاقتصادية المضافة من بين المؤشرات الحديثة التي تستخدم في قياس الأداء وهي شكل مطور لمفهوم الدخل المتبقي وكانت نتيجة للقصور في مؤشر الربح المتبقي، ولقد ظهر هذا المفهوم على يد G.bennett Stewart وJoel Stern ، وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً لقياس الأداء وطريقة للتسيير، حيث تعد وسيلة لدفع وتحفيز المديرين على تقديم أداء أفضل.

III-1- الخلفية التاريخية للقيمة الاقتصادية المضافة:

في العديد من الحالات تواجه المؤسسة مشكلة في التوفيق بين مصالح الإدارة ومصالح الملاك خاصة المساهمين، وهو ما يطرح مشكلة سلطة اتخاذ القرار التي تكون نتيجة فصل الملكية عن الإدارة، ولقد ركزت العديد من الدراسات على هذا المشكل وحاولت البحث عن الأسباب الأساسية له، والعمل على إيجاد وسيلة للحد منه لذلك قامت بالبحث عن أسلوب عادل لقياس ثروة المساهمين، وهنا ظهرت الحاجة إلى مقاييس ومعايير لتقييم أداء المؤسسة تهدف إلى تحديد مدى قدرة المديرين على خلق قيمة للمساهمين وتحقيق عائد يتناسب مع حجم رأس المال المستثمر.

ولقد توصل العديد من الباحثين مثل: Balsam (1998) ,Lehn and Makhija (1997), Dechow (1994) ,Lipka and Dodd(2001), West and Worthington(2004) إلى أن الربح المحاسبي يعتبر من بين أهم معايير قياس الأداء. إلا أنه تم انتقاده نظرا لكون المعلومات المحاسبية التي يتم على أساسها حسابه قد تكون مشوهة (Hill و Phan: 1991) وقد تتعرض إلى التلاعب من طرف المديرين وبالتالي لا يعكس الأداء الحقيقي للمؤسسة[1].

ويرى العديد من الاقتصاديين أن المؤسسة حتى تكون لها القدرة على خلق ثروة يجب عليها تحقيق أرباح أعلى من تكلفة الديون والأموال الخاصة، ولقد تم تفعيل هذا المفهوم تحت مسميات مختلفة بما في ذلك الدخل المتبقي الذي يعتبر مقياساً داخلياً للأداء، ولقد جاء بعدها Stewart (1991) وشركاؤه بطرح بديل للدخل المتبقي وهو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والذي يمثل حسب رأيه أفضل مقياس للأداء مقارنة بالمقاييس المحاسبية التقليدية التي تعتبر

[1]- Abolfazl Ghadiri Moghaddam and Hossein Shoghi, **A Study of Refined Economic Value Added Explanatory Power Associated with MVA & EPS in Tehran Stock Exchange**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL 3, NO 9, January 2012, p.p 402-403.

مقاييس مضللة للأداء، فمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يمثل أحسن مؤشر لتحديد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة للمساهمين[1].

وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من بين المؤشرات التي تعتمد على مفهوم خلق القيمة في قياس الأداء وهي لا تعتبر اكتشافاً جديداً بل تعتبر امتداداً لمفهوم الدخل المتبقي الذي يمثل الفرق بين الربح التشغيلي وتكلفة رأس المال، إلا أنها تختلف عنه بإجراء بعض التعديلات عند حساب الربح ورأس المال، وارتبط ظهور هذا المؤشر بمفهوم القيمة السوقية المضافة MVA سنة 1991 من طرف شركة Stern Stewart[2].

وهناك العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين EVA و MVA أو العوائد السوقية، كما تطرقت إلى المقارنة بين EVA والمقاييس التقليدية الأخرى، ويرى O'Byrne (1996) بأن EVA على عكس صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPT أو غيرها من المؤشرات مثل: الربح، الدخل الصافي أو ربح السهم الواحد ترتبط بالقيمة السوقية.

كما توصلت اغلب الدراسات السابقة إلى أن EVA تقدم معلومات نسبية أكثر من المؤشرات المحاسبية التقليدية من حيث تفسير عوائد الأسهم، إلا أنها لا يمكن أن تحل محل بعض المقاييس، مثل: العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية.

كما قامت بعض الدراسات بتقييم EVA كأداة إدارية مثل الدراسة التي قام بها Peasnell (1998) و O'Hanlon والتي قاما فيها بمناقشة مفهوم EVA بدقة كمؤشر لقياس الأداء على أساس القيمة، ودراسة Walker (1998) وBromwich التي تناولت مفهومها انطلاقا من مفهوم الدخل المتبقي، بالإضافة إلى الدراسة التي قامت بها شركة Stern Stewart من خلال إدخال مجموعة من التعديلات على كيفية حسابها.

III -2- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة:

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم المداخل الحديثة التي ظهرت في أوائل التسعينيات كمعيار جديد مستمد من خلق القيمة « Economic Value Added EVA» والتي أثارت اهتمام المسيرين والمختصين ولقد أعطت القيمة الاقتصادية المضافة صيغة أشمل لمفهوم خلق القيمة، كما أنها تعبر عن ربح المؤسسة، وهناك من يرى بأنها مفهوم متطور للدخل المتبقي، وتعتمد القيمة الاقتصادية المضافة EVA على مفهوم تكلفة رأس المال.

---

[1] - Biddle, G.C.; R.M. Bowen and J.S. Wallace, **'Does EVA® beat earnings: Evidence on the association with stock returns and firm values'**, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 2, 1997, p: 303.

[2]- أشرف الشرقاوي، **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات – أفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006، ص: 4.

عرف Stewart and Stern مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بأنه "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي الذي يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين"[1].

كما تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة نسخة جديدة للمفهوم القديم للدخل المتبقي الذي ظهر منذ سنة 1770، ويستند كلاهما على أن الهدف الأساسي للمؤسسة يقوم على خلق ثروة للمساهمين من خلال تحقيق فائض يفوق التكلفة الإجمالية لرأس المال المستثمر، وتقوم القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المالي الداخلي على الصلة الموجودة بين أرباح المؤسسة وقدرتها على خلق الثروة، وهي مقياس يسعى إلى تحسين وقياس كفاءة خلق القيمة[2].

كما تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية، وتقييم تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة أو صافي القيمة الحالية[3].

كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق الثروة للمساهمين وتساعد المديرين على اتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الفرص المتاحة، وبعبارة أخرى القيمة الاقتصادية المضافة هي معيار فعال يدل على نوعية السياسات الإدارية ومؤشر موثوق به فيما يتعلق بتحديد طريقة نمو القيمة لكونها تعتمد على مبدأين أساسيين في صنع القرار وهما[4]:

- يجب أن يكون الهدف الأساسي لكل مؤسسة هو تعظيم ثروة المساهمين والقيمة ؛
- قيمة كل مؤسسة تعتمد على حقيقة أن الأرباح المتوقعة في المستقبل تكون أقل من تكلفة رأس المال.

وتقوم القيمة الاقتصادية المضافة على فكرة أن المقاييس التقليدية خاصة العائد على حقوق الملكية غير كافية عندما يتعلق الأمر بعملية خلق القيمة، ومن خلال مقارنة مؤشر القيمة الاقتصادية مع المقاييس التقليدية الأخرى نلاحظ بأنها تهتم بالربح الصافي وحسابها يتطلب إجراء مجموعة من التعديلات المحاسبية وحساب الربح التشغيلي بعد الضرائب, كما يجب حساب متوسط التكلفة المرجحة لتكلفة رأس المال لتقدير حجم التكاليف[5].

---

[1]- مقبل علي أحمد علي، **دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها" دراسة تطبيقية**، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد: العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010، ص: 4.

[2]- Sarbapriya Ray, **Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement**, Advances in Information Technology and Management (AITM) 260 Vol. 2, No. 2, 2012, p: 261.

[3]- Seyed Mojtaba Hasani, **Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL 4, NO 3, JULY 2012, p: 408.

[4]- **Ibid**, p: 409.

[5]- Cappelletti Laurent et Khouatra Djamel, **LA Mesure De La Creation de Valeur Organisationnelle : Le Cas D'une Entreprise Du Secteur De La Gestion De Patrimone**, Manuscrit auteur, publié dans "Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, France (2002)", p.p 9 –10.

ومن خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتم تحديد جميع التشوهات في البيانات المحاسبية وضبط الربح للوصول إلى قيمة اقتصادية مضافة، وقد قامت شركة Stern Stewart بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT مطروح منه رأس المال[1].

ويمكن تحديد القيمة الاقتصادية المضافة وفق المعادلة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب – (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال x الأموال المستثمرة)

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital\ Invested)$$

حيث:

NOPAT: نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب؛

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛

CI: الأموال المستثمرة.

من خلال ما سبق، نستنتج أنه عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة فإن الربحية على رأس المال المستثمر تكون أعلى من تكلفة رأس المال وهنا المؤسسة تكون لها القدرة على خلق ثروة للمساهمين وهو ما يعني من وجهة نظر حملة الأسهم تحقيق أداء يفوق توقعات السوق، وفي حال كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بتدمير ثروة المساهمين، وبالتالي تحقق أداء في أدنى التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جدا تكون القيمة الاقتصادية المضافة معدومة تماما هنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المدينين فقط[2].

وعلى الرغم من اعتمادها كمفهوم نسبي لقياس الأداء المالي الداخلي تعتبر المفاهيم والأسس المتعلقة بها مستمدة من الاقتصاد الجزئي والتي ترتبط بأرباح المؤسسة وخلق الثروة، والجزء الكبير يتعلق بما قدمه Alfred Marshall من مبادئ للاقتصاد، ولقد تم التركيز على الأرباح وإجراء تعديلات عليها لتعكس تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، وإلى حد كبير تعتبر المقاييس التقليدية غير المعدلة مؤشراً مضللاً للأداء، ولقد كان قياس الربح الاقتصادي مؤشر لتعظيم الثروة على أساس الفرق بين صافي الأرباح وتكلفة رأس المال وهو ما يعرف بالدخل المتبقي ويرى Biddle أن القيمة الاقتصادية المضافة مفهوماً مشتقاً من الدخل المتبقي.

---

[1] - Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures: An Application of Economic Value Added**, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March: 2009, p: 171.

[2] - Denglos Grégory, **Le modèle de création de valeur (EVA-MVA) Présentation, ajustements et reformulations**, La Revue des Sciences de Gestion , 2005/3 n°213, p: 44.

وقدمت شركة Stewart سنة 1991 مفهوم القيمة السوقية المضافة والذي يعبر عن قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين، وتمثل القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، ويعتبر تعظيم القيمة السوقية الإجمالية الهدف الأساسي والمشترك لجميع المؤسسات، كما تتمثل القيمة السوقية المضافة كذلك في القيمة السوقية للمؤسسة مطروحاً منها تكلفة رأس المال.

ويعتبر كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة مؤشران لقياس الأداء حيث تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتحديد قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين وبالتالي تعكس قدرتها على تحقيق أرباح تكفي لتغطية تكاليف رأس المال وتحقيق عوائد أعلى، وتشكل أسلوباً لتقييم الأداء الداخلي تقوم على تقييم السوق لصافي القيمة الحالية للمشروعات الاستثمارية القائمة في المؤسسة، بينما يقوم مؤشر MVA بتقييم الأداء الخارجي وهذا يعني أن MVA لا تعكس فقط ثروة حملة الأسهم فحسب بل تعكس أيضاً صافي القيمة الحالية للمؤسسة[1].

ومنه نستنتج أن هناك علاقة وثيقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة لارتباطهما بتكلفة رأس المال في تحديد القيمة المضافة التي تقدمها المؤسسة للمساهم، وهو ما يفسر تأثر القيمة السوقية المضافة بالقيمة الاقتصادية المضافة.

III -3- مكونات القيمة الاقتصادية المضافة EVA[2]:

نقوم أولا بتحديد نتيجة الاستغلال قبل الضرائب والفوائد EBEI، ويتم حسابها كما يلي:

$$\boxed{\textbf{EBEI = CFO + Accrual}}$$

حيث:

CFO: صافي التدفقات النقدي التشغيلي

Accrual: مجموع المستحقات المتعلقة بتشغيل (مقابل الاستثمار أو التمويل) الأنشطة مثل الاهتلاك، الإطفاء، الأصول المتداولة غير النقدية، الخصوم المتداولة.

[1]- أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية، "الأسس العلمية والتطبيقية"**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2010، ص: 15.

[2]- Biddle, G.C.; R.M. Bowen and J.S. Wallace, **Does EVA® beat earnings: Evidence on the association with stock returns and firm values,** Journal of Accounting and Economics, 24 (1997) **,** p.p 305 -307.

ثم نقوم بتحديد نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب NOPAT وذلك كما يلي:

$$NOPAT = EBEI - IBS$$

حيث:

IBS: الضرائب على أرباح المؤسسات

ونقوم بحساب الدخل المتبقي RI الذي يمثل:

$$RI = NOPAT - (k^* capital)$$

حيث:

k: حسب Stewart فهو يمثل متوسطاً مرجحاً لتكلفة رأس المال للمؤسسة، وقد عرف Stewart رأس المال على أنه الأصول التي استثمرت في النشاط التشغيلي، الديون ورأس المال في بداية النشاط.

ويعكس RI الأرباح الموجبة التي تفوق المطلوبة من قبل الموردين وأصحاب رأس المال وهو ما يساهم في إنشاء المؤسسة للثروة، وفي حال حققت المؤسسة RI سالب يجب عليها إجراء تعديلات للوصول إلى المقياس الصحيح للأداء وهو ما يوصلنا إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وفق Stewart.

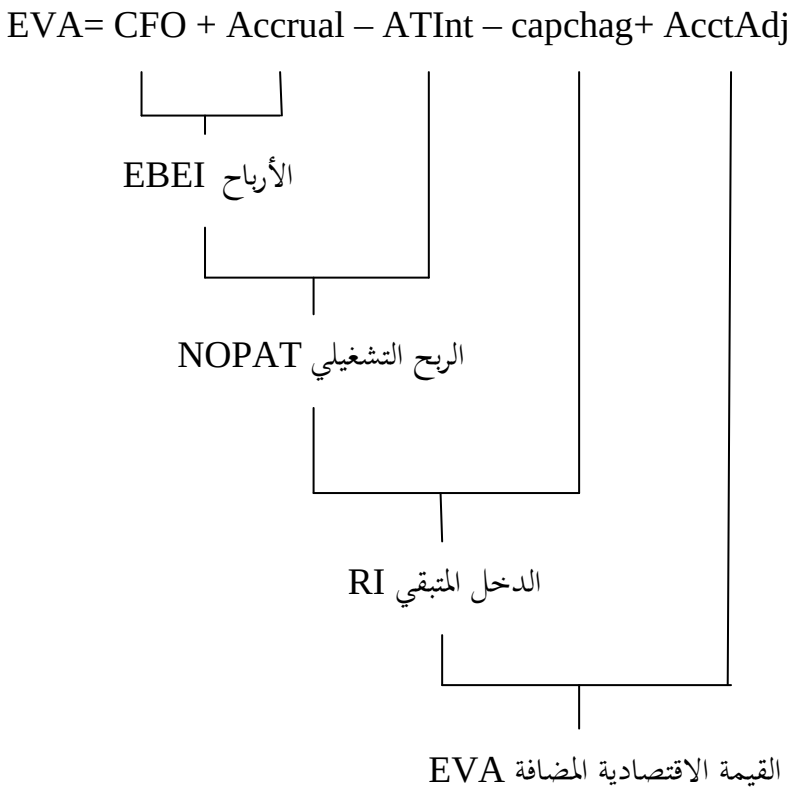
$$EVA = NOPAT + AcctAdj_{op} - k(capital + AcctAdj_c)$$

حيث:

$AcctAdj_{op}$: التعديلات المحاسبية حول الربح التشغيلي وفق Stewart مثل إضافة الأصول غير الملموسة بعد رسملتها، إضافة شهرة المحل، وخصم الإهتلاك المتراكم، إضافة الزيادات مثل الديون المعدومة والضرائب المؤجلة.

$AcctAdj_c$: التعديلات المحاسبية حول رأس المال وفق Stewart مثل إضافة صافي القيمة الدفترية للأصول غير الملموسة، والقيمة الحالية لعقود الإيجار، إضافة الفائدة على رأس المال المقترض.

الشكل رقم (1-4): مكونات القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: Biddle, G.C.; R.M. Bowen and J.S. Wallace, **Op.cit**, p 307

ويمثل الشكل رقم (1-4) مكونات القيمة الاقتصادية المضافة من خلال تفكيك عناصرها وحساب كل عنصر فيها انطلاقا من التدفقات النقدية إلى القيمة الاقتصادية المضافة من خلال تحديد الأرباح التي تمثل الفرق بين التدفقات النقدية التشغيلية والمستحقات، ثم حساب الربح أو نتيجة الاستغلال بعد الضرائب بطرح معدل الضرائب من الأرباح، وبعد ذلك يتم تحديد الدخل المتبقي الذي يمثل الفرق بين النتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب وتكلفة رأس المال، ليتم في الأخير التوصل للقيمة الاقتصادية المضافة بعد القيام بالتعديلات المحاسبية على نتيجة الاستغلال ورأس المال .

وكل ما سبق يتم تلخيصه في المعادلة التالية:

EVA= CFO + Accrual – ATInt – capchag+ AcctAdj

حيث:

Capchag = k * capital
AcctAdj = AcctAdjop – (k* AcctAdjc)

III -4- محددات تكلفة رأس المال:

يرتبط مفهوم تكلفة رأس المال بمجموع رؤوس الأموال المتاحة للاستثمار وتختلف حجم الأموال المعروضة باختلاف تكلفتها، فهو يزيد بارتفاعها ويقل بانخفاضها، وهذا يعود إلى ندرة الموارد المالية ودرجة المخاطر المرتبطة بها، ويمثل رأس المال المستثمر مجموع الأموال الخاصة والديون المالية، مع استرداد الأصول وصافي الأصول الثابتة، والتغير في احتياجات رأس المال العامل، والمشكلة هنا لا تكمن في تحديد مقدار الديون بل في تحديد المصادر التمويلية المختلفة.

ويتمثل رأس المال في " مجموعة مصادر تمويل المؤسسة" أو مصادر التمويل التي تعتمد عليها في تمويل مشترياتها وإدارتها للموجودات ويعتبر رأس المال من بين أحد عناصر الإنتاج، ولكي تقوم المؤسسة بتوفيره عليها تحمل تكلفة، والتي تعرف في مجموعها بتكلفة رأس المال[1].

ويمكن تعريف تكلفة رأس المال على أنها " الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة"[2].

ويعتبر تعظيم قيمة ثروة المؤسسة هدفا أساسيا لها وذلك لتعظيم قيمة الأسهم التي تصدرها، وبالتالي خلق قيمة مضافة للمساهمين، بالمقابل عليها توفير مصادر التمويل التي تحاول الحصول عليها بأقل تكلفة ممكنة من أجل تحقيق قيمة أعلى، ومن هنا تظهر أهمية تكلفة رأس المال وتأثيرها على قيمة الأسهم، ويمكن تحديد أهميتها أكثر من خلال النقاط التالية[3]:

- لتكلفة رأس المال تأثير على قرارات الموازنة من خلال الاعتماد عليها في خصم التدفقات النقدية وحساب صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي؛

[1]- أسعد حميد العلي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 339.

[2]- محمد صالح حناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية: مصر، 2000، ص 392.

[3]- أسعد حميد العلي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 339.

- لتحقيق أكبر عائد وتعظيم ثروة المساهمين يجب تخفيض تكلفة رأس المال، كما يجب الموازنة بين التكاليف والمخاطر المصاحبة لها؛
- تعتبر معيار لتحديد مدى القدرة على الاستثمار في مشروع معين.

ونظرا لأهميتها فهي تتأثر بنوعين من العوامل[1]:

1- **عوامل مرتبطة بهيكل الأصول أي الاستخدامات أو الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة:** وتتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في أموال المقترضين والملكية في حد ذاتها، وتختلف درجة المخاطرة المرتبطة بها بكل أصل وفق الخصائص المميزة لكل مصدر، وهنا نلاحظ بأن المقرضين أقل تعرضا للمخاطرة مقارنة بحملة الأسهم، حيث يمكن الحصول على عوائدهم بغض النظر عن ربح أو خسارة المؤسسة، ومن جهة أخرى يعتبر حملة الأسهم الممتازة أقل تعرضا للمخاطرة مقارنة بحملة الأسهم العادية لكونهم يحظون بالأولوية في توزيع العوائد وفي الحصول على مستحقاتهم عند التصفية، وبالتالي يكون حملة الأسهم العادية هم الأكثر تعرضا للمخاطرة.

2- **عوامل ترتبط بقرار المؤسسة بخصوص الهيكل المالي:** لأن تكلفة رأس المال تختلف وفق العناصر المكونة للهيكل المالي ونسبة كل مصدر فيه.

لحساب تكلفة رأس المال يجب تحديد تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي والتي تتمثل في القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة، وهو ما يعبر عنه بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).

وتعبر تكلفة رأس المال عن المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف الموارد المالية التي حصلت عليها المؤسسة من مصادرها المختلفة، وهي في الواقع عبارة عن معدل المردودية المطلوب على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها بالاعتماد على الأموال الخاصة والديون، ويتم حسابها رياضيا كما يلي[2]:

$$CMP = t\frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + i\frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

حيث:

CMP: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛

[1]- محمد صالح حناوي وآخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 394.

[2]- عبد الوهاب دادن، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية**، مجلة الباحث, جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر، العدد 04، 2006, ص.ص107- 108.

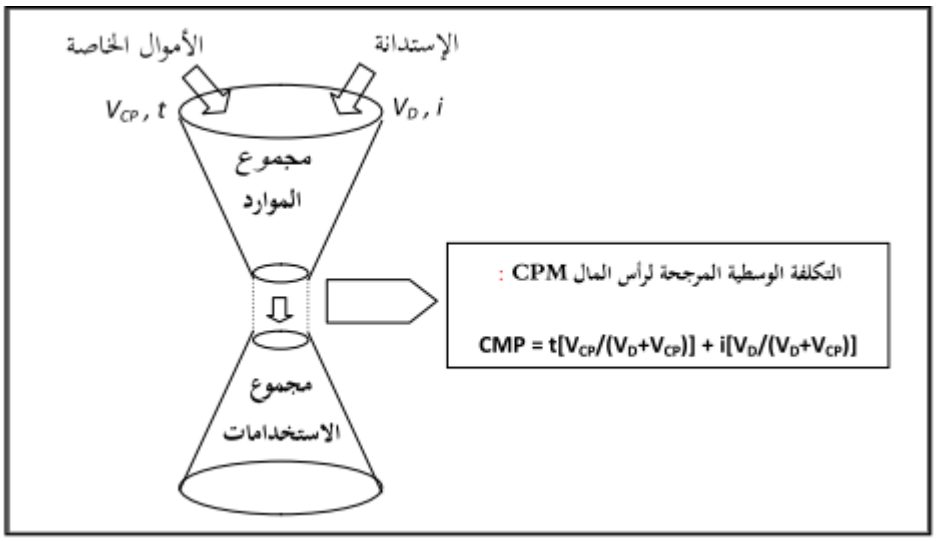
V_{CP}: قيمة الأموال الخاصة؛

V_D: قيمة الديون؛

t: تكلفة الأموال الخاصة؛

i: تكلفة الاستدانة.

الشكل (1–5): مخطط توضيحي لتكلفة رأس المال



المصدر: Pierre vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 2011 , p: 651.

III -1-4- تكلفة الاستدانة:

تتمثل تكلفة الاستدانة في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وبإمكان المؤسسة تحقيق وفورات ضريبية من خلال فوائد القروض وأعبائها، كما أن عملية الاقتراض تحقق للمؤسسة تدفقات داخلة وتدفقات خارجة.

وبناءً عليه يمكن حساب تكلفة الاستدانة وفق العلاقة التالية[1]:

$$i = i\,(1 - T)$$

حيث تمثل i سعر الفائدة على الاستدانة من البنوك والمؤسسات المالية ويقصد بها تكلفة المديونية الجديدة ولكن قبل معالجتها ضريبيا، و T تمثل معدل الضريبة.

[1]– أسعد حميد العلي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 341.

III-4-2- تكلفة الأموال الخاصة:

يمكن حساب تكلفة الأموال الخاصة باستخدام طريقتين هما[1]:

- طريقة نماذج الاستحداث Modéles actuariels؛
- طريقة توازن الأصول المالية Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

ويتم حساب تكلفة الأموال الخاصة وفق نموذج توازن الأصول المالية كما يلي[2]:

$$t = r_f + \beta_i(R_m - r_f)$$

حيث:

t: تكلفة الأموال الخاصة؛

r_f: معدل العائد الخالي من المخاطر؛

R_m: معدل العائد لمحفظة السوق؛

β_i: معامل المخطر يبين حساسية معدل العائد للسهم بالنسبة لمعدل العائد السائد في السوق ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\beta = \frac{cov(R_i R_m)}{var(R_m)}$$

وغالبا ما تسعى المؤسسة إلى تحقيق هيكل مالي أمثل من خلال الحصول على مزيج متماثل من مصادر التمويل المختلفة، وذلك بهدف تعظيم العوائد، ومن هنا تظهر أهمية الأوزان النسبية لمصادر التمويل أو العناصر المختلفة لرأس المال[3].

[1]- عبد الوهاب دادن، **مرجع سبق ذكره**، ص: 108.

[2] - علي بن الضب وسيدي أمحمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 02، 2013، ص: 131.

[3]- أسعد حميد العلي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 345.

III -5 - التعديلات المقترحة لتحسين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

بهدف القضاء على التشوهات التي يمكن أن تحدث للبيانات المالية ولتحسين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة اقترح Stewart مجموعة من التعديلات حتى يسمح بتحديد الربح الحقيقي، ويمكن تقسيم هذه التعديلات إلى ثلاثة أنواع هي[1]:

1- **النوع الأول من التعديلات:** يهتم بتحويل بعض عناصر قائمة الدخل إلى رأس المال المستثمر مثل:

- رسملة تكاليف البحث والتطوير لأنها تعتبر استثمارات ولها تأثير على الربح المحاسبي على المدى الطويل ويمكن التلاعب بها؛
- معالجة اهتلاك شهرة المحل: حيث تعتبر أصول الثابتة غير قابلة للاهتلاك ولا تتغير قيمتها، لذلك يجب إضافة قيمة اهتلاكها إلى رأس المال المستثمر، وشطب شهرة المحل من قائمة الدخل يعطي تصور غير صحيح عن النتيجة المحققة.
- الإيجار: حيث يقوم المستأجر عند تأجيره لأصل ما بدفع أقساط للمؤجر تتوافق مع السعر الكلي لشراء هذا الأصل بالإضافة إلى الفوائد المستحقة عن القرض والرسوم المالية، إلى جانب حصوله على إيرادات تشغيلية نتيجة استخدامه لهذا الأصل، إلا أن المستأجر في الحقيقة لا يدفع ضريبة على هذه الإيرادات، في حين يتحمل المؤجر مصاريف الإهتلاك والضريبة على الأصل، لذلك يجب أن يسجل الإيجار ضمن رأس المال المستثمر.
- معالجة الفروقات الضريبية؛
- معالجة الاهتلاكات: فعند حساب معدلات الاهتلاك قد ترتفع حصص الاهتلاك في بداية العمر الإنتاجي للأصل وبالتالي انخفاض قيمة الضريبة وفي نهاية العمر الإنتاجي يحدث العكس، وعند تقدير العمر الإنتاجي للأصل قد يتم التخلي عنه قبل نهاية عمره الإنتاجي، إلى جانب ذلك قد ترتفع تكاليف صيانة بعض الأصول في ظل توحيد تكاليف الصيانة، وكل هذه الإجراءات قد تؤدي إلى تشويه قيمة العائدات لذلك يجب تعديلها.

2- **النوع الثاني من التعديلات:** يهتم بإزالة القيم التي تؤثر على العائد على رأس المال من بينها نجد ما يلي:

- طريقة تقييم المخزون، وهناك مشكلة بخصوص استخدام طريقة الوارد آخراً الصادر أولاً في حالات حدوث تضخم وعند قيام المؤسسة بعملية تصفية للمخزون، لذلك يجب معالجة الفائض عند استخدام هذه الطريقة؛
- معالجة مخصصات الضمان والديون المشكوك في تحصيلها.

3- **النوع الثالث من التعديلات:** يهدف إلى معالجة الأرباح والخسائر غير المتكررة وقت حدوثها.

---

[1]- Kayo, E., Basso, L., and Olivaira, S. F.(2005). **The major accounting adjustments to calculate EVA. An application to Brazilian firms**, Social Science Research Network , p.p 5-12.

III -6- تحليل مقياس القيمة الاقتصادية المضافة:

ظهرت القيمة الاقتصادية المضافة كاستجابة للنقص في المقاييس التقليدية وعدم فعاليتها في قياس القيمة الحقيقية للمؤسسة، وعجزها عن تحديد قدرة المديرين على خلق قيمة للمساهمين، وتتميز القيمة الاقتصادية المضافة عن غيرها من المقاييس التقليدية في كونها تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وحسابها يتطلب إجراء مجموعة من التعديلات على الربح المحاسبي.

ويرى Stewart أن التعديلات جوهرية لأن صافي الربح التشغيلي المحاسبي لا يعتبر ربحاً حقيقياً لكونه يحتوي على تدفقات وهمية، وتختلف القيمة الاقتصادية المضافة عن الربح المحاسبي ومعدل العائد على الاستثمار من حيث الهدف والمفهوم، فكلا المفهومين يهدف إلى زيادة الأرباح المحاسبية ولا يأخذان بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة تهدف إلى تحقيق قيمة للمساهمين[1].

وبالنسبة لمقياس الدخل المتبقي فإن القيمة الاقتصادية المضافة رغم أنها امتداد لهذا المقياس إلا أن الفرق بينهما يكمن في التعديلات التي اقترحها لحساب القيمة الاقتصادية المضافة.

ومن خلال الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تبين تفوقه على المقاييس المحاسبية التقليدية لأنه يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال في تحديد الربح الحقيقي، إلا أنه لا يخلو من العيوب وقد وجهت له العديد من الانتقادات من قبل الباحثين.

III -6-1- مزايا القيمة الاقتصادية المضافة:

يمكن ذكر مزايا القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي[2]:

- بعض المؤشرات قد لا تعكس بشكل صحيح تكلفة رأس المال، ولا تقدم توضيحاً عن ما إذا قد تم إنشاء قيمة للمساهمين أو تدميرها، وهذا على عكس القيمة الاقتصادية المضافة التي لها دور كبير في تحديد القيمة التي تم إنشاؤها؛
- تساعد القيمة الاقتصادية المضافة المديرين على تحديد الفرص المناسبة واتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية؛
- تعبر القيمة الاقتصادية المضافة جودة القرارات الإدارية وتشير إلى معدل النمو المستقبلي من خلال قياس التغير في قيمها من فترة إلى أخرى، إلى جانب ذلك تعبر الاستخدام الأمثل لرأس المال من خلال خلق قيمة إضافية؛

---

[1]- مقبل علي أحمد علي، **مرجع سبق ذكره**، ص.ص 5- 6.

[2]- Andreea Paula, Cristina Elena, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A Comparative Analysis**, Romanian-American University, Bucharest, p: 56.

- يتوافق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع العديد من مؤشرات الأداء مثل القيمة النقدية المضافة, التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار، ويساهم في تحديد الغرض من المشاريع الاستثمارية.

III -6-2- العيوب أو القيود المفروضة على القيمة الاقتصادية المضافة:

رغم المزايا التي تقدمها القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمقاييس التقليدية إلا أن هذا لا يمنع من وجود مجموعة من النقائص أو القيود المفروضة على هذا المقياس والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية[1]:

- القيمة الاقتصادية المضافة مقياس غير كاف لتقييم التقدم الذي حققته المؤسسة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية وقياس الأداء الإجمالي؛
- في بعض الصناعات القيمة الاقتصادية المضافة لا تكفي وحدها وتعتبر مقياساً غير كاف لتقييم الأداء المالي؛
- يتم تشويه القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الاستهلاك غير العادي للموارد أو ما يعرف باستنزاف الموارد وذلك يعود إلى كون أن الاستهلاك يكون قليلاً في بداية المشروع ويزيد مستواه مع مرور الوقت ليبلغ مستوى عالياً في نهاية المشروع، لذلك نجد المؤسسات التي تمتلك الكثير من الاستثمارات الجديدة لديها قيمة اقتصادية مضافة أقل من الربحية الحقيقية، والمؤسسات التي تملك استثمارات قديمة تحقق قيمة اقتصادية مضافة أكبر من الربحية الحقيقية، وهذا الأمر يعتمد على هيكل الأصول (الحصص النسبية من الموجودات المتداولة والأصول القابلة للاهتلاك والأصول غير القابلة للاهتلاك) وعلى طول فترة الاستثمار؛

- وكمشكلة أخرى تواجه هذا المقياس نجد كيفية قياس القيمة النسبية داخل السوق بشكل عام، ويمكن للمؤسسة تجريب القيمة الاقتصادية المضافة إلا أنها ستشهد انخفاضاً في حصتها السوقية، وإذا كانت المنافسة ستكسبها المزيد من الثروة داخل السوق إلا أنه سيستلزم الكثير من الوقت لتحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة في المستقبل للمحافظة على قيمها على المدى الطويل.

ومن بين أهم العوامل التي تؤثر على مقدار القيمة الاقتصادية المضافة مستوى التضخم، حيث نلاحظ أن التغيرات في معدلات التضخم قد تمارس تأثيراً واضحاً على الأداء المالي للمؤسسات، وعندما يتم تقييم الأداء المالي للمؤسسة يجب أن نفهم تأثير التغير في مستويات التضخم على مقاييس الأداء التي يتم تطبيقها، والتضخم يؤثر على أصول المؤسسة مثل: العقارات، الآلات، المعدات والمخزونات، وكذلك على رأس مالها (رأس المال، الديون وتكلفة رأس المال)، وبالتالي فان التضخم سيكون له تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة، ويرى Stewart (1991) أن مستويات التضخم لا تأخذ بعين الاعتبار عند حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وتكون مهمة عند انخفاض

[1]- Andreea Paula, Cristina Elena, **Op.cit**, p: 57.

مستويات التضخـم، وعلى الرغم من أن المستويات المطلقة لل EVA قد تتشوه بسبب التضخم، وتحسب التغيرات في EVA عادة لتقييم الأداء المالي، ويفترض Stewart أن هذه التغيرات لا تتأثر بالتغيرات في مستوى التضخم، ولقد حدد Black, Wright et Davies (2001) أن العمر الإنتاجي للأصول والتضخم من بين العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى تشويه البيانات المالية المنشورة.

وهناك أصول ذات عمر كبير وذات قيمة دفترية أقل من الإضافات نتيجة للتضخم، كما أن القيم الاستبدالية لهذه الأصول كذلك أعلى من أسعار التكلفة الأولية.

ويرى كل من Davies (2001) و Black Wright أنه من المهم ضبط قيم الأصول بتحديد القيمة الاستبدالية الحالية بدلا من القيمة الدفترية التاريخية عند تقييم خلق القيمة للمساهمين في المؤسسة، والفشل في معالجة هذه التشوهات يؤدي إلى ارتفاع مستويات EVA والتي من شأنها أن تقلص إلى حد كبير قيمة الأصول[1].

وعندما يتم اهتلاك الأصول يتم إطفاؤها وفق طريقة القسط الثابت، مع مرور الوقت هذا يؤدي عادة إلى رفع مستويات EVA ولا يتم إنشاء هذه الزيادات عن طريق زيادة كفاءة استخدام الأصول، ولكن هي نتيجة لانخفاض تكاليف رأس المال، ويشير Grant (2000) وFabozzi إلى أن التضخم يؤدي إلى تفاقم المشكلة، حيث يتم تضمين أصـول جديدة تضـاف إلى الميزانية العامـة بقيم استبدالية عالية، وهـذا يمكن أن يكون لـه تأثير سلبي على نمو المؤسسـة.

كما تمت الإشارة إلى التأثير المشوه للتضخم على القيمة الاقتصادية المضافة في العديد من الدراسات الأخرى، ولقد قام Villiers (1997) بدراسة تأثير التضخم على القيمة الاقتصادية المضافة وذكر أن هذا المؤشر لا يمكن استخدامه كمقياس لتقدير الربحية الفعلية للمؤسسة خلال فترات التضخم، واقترح إجراء تعديل على القيمة الاقتصادية المضافة حيث يتم تعديل تكلفة رأس المال والعائد المحاسبي[2].

ووضع كل من Lambrechts (2006) وErasmus نموذجاً نظرياً يقارن بين قيم القيمة الاقتصادية المضافة من حيث أن القيمة الاسمية والحقيقة تحسب لعدد كبير من السيناريوهات المختلفة، وتوصلت إلى أن القيمة الاسمية ليست مقياساً مناسباً للأداء المالي أثناء فترات التضخم،

---

[1] - Pierre Erasmus, **I as 15 InflatIon adjustments and eva : e mpIrIcal evIdence from a hIghly varIable InflatIon regIme**, SAJEMS NS 12 (2009) No 2, p.p 147-149.

[2] -Johann de Villiers, The **Distortions in Economic Value Added(EVA) Caused by Inflation**, Journal of Economics and Business, 49(3), p: 300.

ويرى Warr (2005) أنه يجب إجراء تعديلات مقترحة على الاهتلاك والديون الاسمية، والقيم الدفترية لأصول المؤسسة ومتوسط التكلفة المرجح لرأس المال عند حساب القيمة الاقتصادية المضافة، وتشير نتائج دراسته إلى أن التضخم يشوه مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لأن هذا المؤشر لديه حساسية عالية تجاه مستويات التضخم[1].

[1]- Richard S. Warr, **An empirical study of inflation distortions to EVA**, Journal of Economics and Business 57 (2005), p: 135.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل تتضح أهمية قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية لكونه يعكس الوضعية المالية للمؤسسة ومدى قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح نتيجة استخدامها لمواردها المختلفة، إلى جانب قدرتها على استثمار الأموال المتاحة لديها بشكل يضمن تحقيق مستوى العائدات التي يتطلع المساهمون إلى الحصول عليه، وهنا تكون المؤسسة مجبرة على تحسين أدائها بشكل يضمن الوصول إلى الأهداف المسطرة والمخطط لها، ولقد شهدت مؤشرات الأداء المالي تطورا منذ سنة 1920، وحاول الباحثون في كل مرة إيجاد المقياس الملائم والذي يعكس بشكل جيد أداء المؤسسة الاقتصادية، وفي سنة 1991 قدم مؤشر حديث يقوم على خلق القيمة وهو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

وظهرت القيمة الاقتصادية المضافة كاستجابة للنقص في المقاييس التقليدية ونتيجة لعدم فعاليتها في قياس القيمة الحقيقية للمؤسسة، إلى جانب عجزها عن تحديد قدرة المديرين على خلق قيمة للمساهمين، وتتميز القيمة الاقتصادية المضافة عن غيرها من المقاييس التقليدية في كون أنها تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وحسابها يتطلب إجراء مجموعة من التعديلات على الربح المحاسبي.

ومن خلال ما سبق يتبين أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يؤدي دوراً كبيراً في قياس أداء المؤسسات وتحديد مدى قدرتها على خلق قيمة للمساهمين فيها، فهي مؤشر مناسب لتحديد مدى كفاءة المديرين وقدرتهم على تعظيم ثروة المساهمين، كما أنها مؤشر أداء يرتبط بالمؤشرات الأخرى مثل القيمة النقدية المضافة على الاستثمار والتدفقات النقدية، والقيمة الحالية الصافية، بالإضافة إلى القيمة السوقية المضافة وهو ما يجعلها أكثر فعالية، فارتباط القيمة الاقتصادية المضافة بالقيمة السوقية التي ستحققها الأسهم في السوق يجعل المديرين أكثر استجابة نحو الخطط الاستثمارية التي هم بصدد إنجازها نظرا للرقابة التي ستكون مفروضة عليهم، ولقد أثبتت تفوقها على المقاييس المحاسبية التقليدية وذلك لأنها تعتمد على الأرباح التشغيلية الصافية وتكلفة رأس المال في تقدير القيمة المضافة، كما أنها تعكس الربح الحقيقي نظرا لكونها تقوم بإدخال العديد من التعديلات في عملية حسابها وهو ما يسمح بالتخلص من التشوهات التي من الممكن أن تتعرض لها البيانات المحاسبية.

الفصل الثاني:

الدراسات السابقة حول مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثاني ـــــــ

الفصل الثالث:

قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

مدخل:

بعد التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة وأهميتها في قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وبعد تناول مجموعة من الدراسات السابقة حول الموضوع والتي اختلفت نتائجها بين معارض ومؤيد بخصوص قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي وتفوقها على باقي المؤشرات، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري وما تناولته الدراسات السابقة على حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 وتحديد قدرة هذا المؤشر على تفسير الاختلاف في عوائد الأسهم والتغيرات في القيمة السوقية المضافة، ومن خلال هذا الفصل سيتم تقديم بورصة باريس، مجتمع الدراسة والطريقة والأدوات المستخدمة للقيام بالدراسة

إلى جانب ذلك، ترتكز الدراسة التطبيقية على تحديد إلى أي مدى يساهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم مقارنة بمقاييس الأداء الأخرى، بالإضافة تحديد مدى مساهمة هذا المؤشر في تفسير القيمة السوقية المضافة وتأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعكس قيمة المؤسسة.

I– تقديم بورصة باريس ومؤشر CAC40:

I-1-تقديم بورصة باريس للأوراق المالية:

تعتبر بورصة باريس من أقدم البورصات العالمية حيث أنشئت أول بورصة فرنسية في سنة 1595، وتأسست بورصة باريس في 24 سبتمبر 1724 بموجب القرار الصادر من طرف مجلس الحكومة، إلا أن الانطلاقة الفعلية لبورصة باريس كانت في غضون القرن 19، والتي شملت العديد من المؤسسات التي ساهمت في تطور البورصة.

ولقد أسهمت بورصة باريس خلال فترة التي تلت إنشاءها في التطور الاقتصادي حيث ساهمت في تمويل أكبر المشاريع وتمويل الحملات الاستعمارية خاصة خلال الحرب العالمية الأولى، ورغم ذلك إلا انه لم يتم إنشاء شركات المساهمة بسبب ضعف النظام الاقتصادي وهشاشة النظام البنكي، إلا أن التطور الصناعي ساهم في انطلاق عملية طرح الأسهم من قبل المؤسسات الناشطة في مجال السكك الحديدية والبنوك والمناجم[1].

وبعد قيامها باقتراح دمج البورصات الأوربية، تم إنشاء اتحاد اليورونكست سنة 2000 والذي يضم مجموعة من البورصات الأوربية وتمثل بورصة موحدة تأسست في 22 سبتمبر 2000 باندماج ثلاث بورصات هي باريس، بروكسل وأمستردام.

وهناك مجموعة من المؤشرات التي تنشط في سوق باريس للأوراق المالية وهي تقيس أداء مختلف المؤسسات المدرجة في السوق وفق قيمها، وتتمثل أهم هذه المؤشرات في CAC40، SBF120، SBF250.

I-2- نشأة مؤشر CAC40:

أنشئ مؤشر CAC40 في 31 ديسمبر 1987 ودخل حيز التنفيذ في 15 جوان 1988، وهو المؤشر الرئيس في بورصة باريس، يتكون من سلة من 40 مؤسسة فرنسية يتم اختيارها من بين 100 مؤسسة فرنسية من جميع القطاعات الاقتصادية على أساس القيمة السوقية.

[1] – صديقي صفية، **طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010**، مذكرة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص.ص 126-129.

و هذه القيم تمثل مؤسسات تنتمي إلى جميع القطاعات ويتم تحديثها بشكل منتظم من طرف مجلس البورصة الذي يقرر القيم الداخلة والقيم الخارجة ويتم ذلك على أساس معيارين ويجب أن يعكس المؤشر حجم المعاملات في السوق المالي[1].

يتم استخدام مؤشر أيضا في دعم الخيارات والعقود الآجلة، وذلك من خلال مراهنة المستثمرين على ارتفاع أو الانخفاض المؤشر .

تطور CAC 40 هو انعكاس الاتجاه العام لأداء كبرى الشركات الفرنسية في الأسواق المالية. هو مؤشر سوق الأسهم الأكثر متابعة في سوق باريس. ويفسر انخفاض في CAC 40 من قبل الجهات المعنية كما انخفاضا في صحة الاقتصاد الفرنسي، ويتم نشر مؤشر CAC 40 من يوم الاثنين إلى يوم الجمعة، 09:00 حتى 17:30. ويكون التداول بشكل مستمر ويتم تحديث البيانات كل 30 ثانية.

I-3- كيفية حساب مؤشر CAC 40:

يتم حساب مؤشر CAC 40 انطلاقا من عينة تتكون من 40 مؤسسة وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية قي سنة الأساس، بقيمة معطاة له بنفس التاريخ، ويتم حساب المؤشر وفق العلاقة التالية[2]:

مؤشر CAC 40 = (القيمة السوقية الحالية \القيمة السوقية القاعدية المعدل) x 100

ونظرا لكون أن المؤشرات العالمية أصبحت تعتمد على نظام التعويم الحر الذي يأخذ بعين الاعتبار الرسملة البورصة للمؤسسات المكونة للمؤشر المتاحة فعلا في السوق هناك طريقتين لحساب مؤشر CAC 40[3]:

[1]- http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Bourse/Le-CAC-40/Le-CAC-40-qu-est-ce-que-c-est.

[2]- رشيد بوكساني ، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 121.

[3]- عبد الوهاب دادن وحورية بديدة ، **تأثير سياسة الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد العاشر، ديسمبر 2011، ص.ص 3-4.

I - 3-1- الحساب المرجح بالرسملة البورصية:

ويتم حسابه كما يلي:

$$I_t = 1000\frac{\sum_{i=0}^{N} Q_{i,t}C_{i,t}}{B_0K_t}$$

حيث:

t: يوم الحساب؛

N: عدد القيم في العينة؛

Qi,t: عدد الأسهم المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t؛

Ci,t: سعر السهم i في التاريخ t؛

B_0: الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31؛

K_t: المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية ($K_0 = 1$).

I-3-2- الحساب على أساس قاعدة التعويم الحر:

ويتم حسابه وفق الصيغة التالية:

$$I_t = 1000\frac{\sum_{i=0}^{N} F_{i,t}f_{i,t}Q_{i,t}C_{i,t}}{B_0K_t}$$

II– الإطار العام للدراسة التطبيقية:

II-1- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في سوق باريس للأوراق المالية، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة الدراسة ممثلة في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40،و تجميع البيانات المالية الخاصة بالمؤسسات المعنية من خلال الاعتماد على الموقع الرسمي لسوق باريس للأوراق المالية ومجموعة من المواقع التي تقدم بيانات خاصة بمؤشر CAC40 والمؤسسات المكونة له مثل: sa.investing.com, boursorama.com، إلى جانب التقارير المالية المتعلقة بكل مؤسسة ، ولقد تم تحديد الفترة الزمنية بست سنوات تمتد من سنة 2008 إلى 2013.

ومن أجل تحقيق هدف الدراسة يشترط أن:

- أن لا تنتمي المؤسسة إلى قطاع البنوك والتأمينات نظرا لخصوصية هذا القطاع؛
- أن لا تكون المؤسسة قامت بعمليات اتحاد أو اندماج خلال فترة الدراسة؛
- أن تكون المؤسسة ناشطة ويتم تداول أسهمها في سوق باريس للأوراق المالية خلال فترة الدراسة؛
- أن تتوفر كافة البيانات المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة.

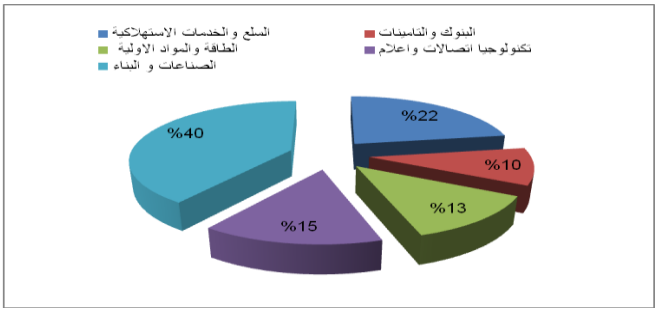
وبناءً عليه تم الحصول على عينة تتكون من 36 مؤسسة بعد استبعاد 4 مؤسسات تنتمي إلى قطاع البنوك والتأمينات هي أكسا (AXA)، سوسيتي جينرال (Société Générale)، كريديت أجريكول (Crédit Agricole SA) و بي آن بي باريباس (BNP-Paribas)، والجدول رقم (3-1) يوضح عدد المؤسسات محل الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها.

الجدول رقم (3-1): القطاعات التي تنتمي إليها المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40

القطاع	عدد المؤسسات	النسبة
السلع والخدمات الاستهلاكية	9	% 22.5
البنوك والتأمينات	4	% 10
الطاقة والمواد الأولية	5	% 12.5
تكنولوجيا، اتصالات وإعلام	6	% 15
الصناعات والبناء	16	% 40
المجموع	**40**	**% 100**

المصدر: من إعداد الباحثة استناداً على بيانات المؤسسات.

الشكل رقم (3-1): توزيع المؤسسات محل الدراسة على القطاعات



المصدر: من إعداد الباحثة استناداً على بيانات المؤسسات

II-2- الطريقة المستخدمة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تحليل البيانات بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات أو ما يعرف بنماذج بانل Panel، ولقد أصبحت هذه الطريقة تحظى باهتمام من قبل الباحثين لكونها تأخذ بعين الاعتبار أثر التغير في الزمن إلى جانب التغير في المشاهدات المقطعية، وتعرف البيانات المقطعية على أنها مشاهدات مقاسة في فترات زمنية معينة وقد تشمل هذه المشاهدات دول، مؤسسات، قطاعات...الخ ، ويوفر هذا الأسلوب العديد من المزايا مثل:

- التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في بعض البيانات المقطعية أو الزمنية؛
- تعطي البيانات المقطعية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وتعددية خطية أقل بين المتغيرات.

ويقوم أسلوب التحليل المقطعي على بناء 03 نماذج أساسية هي[1]:

- نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model؛
- نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model؛
- نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model.

II- 2-1- نموذج الانحدار التجميعي:

هو من أبسط النماذج وتكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية أي أنه يهمل تأثير الزمن، ويتم كتابة النموذج كما يلي:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{jit} + \varepsilon_{it}$$

I= 1,2,3……..,N t=1,2,3,…….,T

حيث:

$E(\varepsilon_{it}) = 0$ $var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$

[1]- زكريا يحي الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**، المجلة العراقية للعلوم المصرفية، العراق، العدد 21، 2012، ص.ص 268-273.

II-2-2- نموذج التأثيرات الثابتة:

يكون الهدف من خلال بناء هذا النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة المقطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية أي تتعامل مع حالة عدم تجانس التباين بين المجاميع، ويكون هذا النموذج وفق الصيغة التالية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x\ j_{it} + \varepsilon_{it}$$

i = 1,2,3…….,N t = 1,2,3,……T

حيث:

$$var\ (\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2 \qquad E\ (\varepsilon_{it}) = 0$$

ويقصد بالتأثيرات الثابتة أن المعلمة لكل مجموعة من البيانات المقطعية لا تتغير خلال الزمن وتتغير مجاميع المقاطع فقط.

II–2–3– نموذج الآثار العشوائية:

بالنسبة لنموذج التأثيرات العشوائية تكون فيه معلمات النموذج صحيحة وغير متحيزة ويفترض أن تباين الخطأ ثابت أي متجانس لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة، ويعامل معامل المقطع كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$\beta_{0(i)} = \mu + V_i$$

i = 1,2,3,……N

ويكون نموذج الآثار العشوائية كما يلي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x\ j_{it} + V_i + \varepsilon_{it}$$

i = 1,2,3……,N t= 1,2,3,……..,T

حيث تمثل V_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية

II-2-4- أساليب المفاضلة بين النماذج:

II-2-4-1- المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والنماذج الأخرى

هناك العديد من الاختبارات التي تستخدم من أجل تحديد أي النماذج ملائم والمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة أو العشوائية، ومن الاختبارات مضاعف لاغرانج Lagrange multipliers ويتم تطبيق هذا الاختبار الذي اقترحه Breusch and Pagan بالاعتماد على بواقي تقدير، وتكون صيغته كما يلي[1]:

$$LM2 = \frac{NT}{2(N-1)}\left[\frac{\sum_{i=1}^{N}(\sum_{T=1}^{T}\widehat{\varepsilon_{it}})^2}{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\widehat{\varepsilon_a^2}}\right]$$

ويقوم على فرضية العدم لغياب الآثار الخصوصية الفردية .

وبناءً عليه إذا كانت إحصائية LM أكبر من مستوى المعنوية نرفض فرضية التي تنص على غياب الآثار العشوائية ونقبلها في الحالة العكسية.

II-2-4-2- المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

بهدف تحديد النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية نعتمد على اختبار Hausman ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما فرضية العدم التي تنص على أن عدم وجود ارتباط بين الخصائص العشوائية مع المتغيرات المفسرة، والفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط بين الخصائص غير المشاهدة للأفراد والخصائص المشاهدة، وتكون صياغة الاختبار كما يلي[2]:

$$\hat{q} = \widehat{\beta_w} - \widehat{\beta_{GLS}}$$

[1]- وليد بوتياح، **دراسة مقارنة لدوال الاستثمار في البلدان المغاربية باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، 1995-2005**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 65.

[2]- **المرجع السابق**، ص: 67.

II-3- متغيرات الدراسة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار مجموعة من المؤشرات التقليدية والحديثة للأداء المالي كمتغيرات للدراسة وهي تتمثل في:

II-3-1- عائد السهم:

يتمثل المتغير التابع في عائد السهم، ولقد تم حسابه كما يلي:

$$R_{it} = [(P_t - P_{t-1}) + D_t] / P_{t-1}$$

حيث:

- R_{it}: عائد السهم i للفترة t؛
- P_t: سعر الإغلاق للسهم i للسنة t؛
- P_{t-1}: سعر الإغلاق للسهم i للسنة t-1؛
- D_t: توزيعات الأرباح للسهم i للسنة t.

II-3-2- العائد على الأصول (ROA):

يعتبر مؤشر العائد على الأصول أحد نسب الربحية وهو يقوم على قياس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح من خلال استخدامها للأصول المتاحة لديها، وارتفاع قيمة هذا المؤشر دليل على كفاءة المؤسسة في استغلال أصولها. ومن أجل هدف الدراسة تم حسابه كما يلي:

العائد على الأصول = (النتيجة الصافية \ مجموع الأصول) x 100

II-3-3- العائد على حقوق الملكية (ROE):

من خلال هذا المؤشر يتم مقارنة الربح الصافي بإجمالي حقوق الملكية وهو يمثل المردودية المالية حيث يعكس كفاءة المؤسسة في استخدامها للأموال الخاصة، وتم حسابه كما يلي:

العائد على حقوق الملكية = (النتيجة الصافية / حقوق الملكية) x 100

II-3-4- حصة السهم من الأرباح (EPS):

هو من بين النسب المالية وهو يقيس نسبة الأرباح (أو الخسائر) المحققة لكل سهم من أجل تحديد نصيبه منها من خلال قسمة الربح الصافي على عدد الأسهم المرجحة وتم حسابه وفق العلاقة التالية:

حصة السهم من الأرباح = النتيجة الصافية\ مجموع الأسهم العادية القائمة

II-3-5- صافي التدفق النقدي التشغيلي (CFO):

وهي تمثل التدفقات النقدية المحققة من قبل المؤسسة من خلال العمليات التشغيلية ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم قسمة صافي التدفقات الناتجة من العمليات التشغيلية على إجمالي الأصول من أجل تحديد التدفقات المحققة من خلال استخدام المؤسسة لأصولها.

صافي التدفق النقدي التشغيلي \إجمالي الأصول

II-3-6- العائد على الاستثمار (ROI):

يقوم هذا المؤشر بقياس العلاقة بين الأرباح (أو الخسائر) المحققة مع الأموال المستثمرة، وهو يمثل نسبة الأرباح التي يحققها المستثمر من خلال استخدامه لأمواله.

ولقد تم حسابه كما يلي:

ROI = النتيجة الصافية قبل الضرائب \ مجموع الأصول– مجموع الخصوم المتداولة

II-3-7- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

تعتبر من بين مؤشرات الأداء الحديثة وتقوم على قياس مدى قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين من خلال طرح تكلفة رأس المال من الربح الصافي، وتم حسابها كما يلي:

القيمة الاقتصادية المضافة= نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب – (المتوسط المرجح لتكلفة راس المال x راس المال المستثمر)

حيث تم حساب نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب (NOPAT)كما يلي:

$$NOPAT = EBIT (1-T)$$

ويمثل EBIT نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضرائب ويقيس الأرباح التي حققتها المؤسسة من خلال العمليات التشغيلية قبل احتساب الفوائد والضرائب

أما المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال فتم حسابه كما يلي:

$$WACC = (B/VL) \times RB (1-T) + (S/VL) \times RS$$

حيث تمثل:

B: إجمالي الديون؛

S:إجمالي الأموال الخاصة؛

VL: قيمة المؤسسة وهي مجموع الديون والأموال الخاصة أي: VL = B + S؛

RB(1-T): تكلفة الدين بعد الضرائب؛

RS: تكلفة الأموال الخاصة وتم حسابها بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول المالية، حيث يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة، وهي المردودية المنتظرة من قبل المساهمين ويتم حسابه بالاعتماد على المعادلة التالية :

$$RS= R_{it}+ \beta_{it} (R_m - R_f)$$

حيث:

R_f: العائد الخالي من الخطر وهو العائد على أذونات الخزينة؛

R_m: عائد السوق؛

R_{it}: عائد السهم i للسنة t.

β_{it}: بيتا للسهم في السنة وتم تقديرها عن طريق استخدام نموذج السوق كما يلي:

$$R_{it} = \alpha + \beta_{it} R_m + e_{it}$$

حيث :

R_{it}: عائد السهم i للسنة t؛

β_{it}: بيتا وهي الخطر النظامي؛

R_m:عائد السوق؛

α: الثابت؛

e_{it}: الخطأ النظامي.

II-3-8- القيمة السوقية المضافة (MVA) :

تمثل القيمة السوقية المضافة توقعات القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية ولغرض الدراسة تم حسابها وفق العلاقة التالية:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم– القيمة الدفترية للأسهم

II-3-9- نسبة الرفع المالي Le: وتم حسابها من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.

II-3-10- نسبة الديون لحقوق الملكية DTCP .

II-3-11- حجم المؤسسة LnAe: وتم حسابه باستخدام اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول.

II-3-12- الخطأ العشوائي:

ويمكن أن يكون بسبب حدوث خطأ عند تبويب البيانات وحساب المتغيرات أو الصياغة غير السليمة للنموذج.

II-4- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تبويب البيانات باستخدام برنامج Excel ليتم بعدها احتساب مختلف المتغيرات، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 8 تم تحديد الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة.

II-4-1- الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة من مجموعة من مؤشرات الأداء، ويوضح الجدول التالي الخصائص الوصفية لهذه المؤشرات.

الجدول رقم (3-2): الخصائص الإحصائية لمؤشرات الأداء

	المتغير التابع		المتغيرات المستقلة				
	Rit	**ROA**	**ROE**	**CFO**	**EPS**	**ROI**	**EVA**	**MVA**
Mean	0.0878	0.035	0.100	0.075	3.3116	0.077	-1.480	11.971
Median	0.087	0.036	0.115	0.071	2.572	0.075	-4.105	11.668
Maximum	1.320	0.177	0.941	0.261	86.756	0.364	782.019	89.958
Minimum	-0.808	-0.209	-0.351	-0.0069	-17.195	-0.271	-234.38	-539.968
Std. Dev.	0.3616	0.03825	0.10757	0.0356	6.9338	0.071	61.5522	45.865
Skewness	0.315	-1.484	1.393	0.824	8.257	-0.218	9.517	-8.188
Kurtosis	3.202	11.426	21.579	5.404	99.629	6.691	124.323	98.907
N	216	216	216	216	216	216	216	216

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

ومن خلال الجدول رقم (3-2) تظهر الخصائص الوصفية للعينة المدروسة، حيث بلغ عدد المشاهدات 216 مشاهدة خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2013، ومن خلال الجدول نلاحظ أن متوسط العائد على حقوق الملكية قد بلغ 0.1 بانحراف معياري قدر بـ 0.107 ولقد بلغت أدنى قيمة 0.351 بإشارة سالبة، وأعلى قيمة هي 0.941، أما بالنسبة لمؤشر العائد على الأصول فلقد بلغ متوسطه 0.0382 بانحراف معياري سالب قيمته (-0.209)، أما بالنسبة لمؤشر حصة السهم من الأرباح بلغ المتوسط 3.311 بانحراف معياري 6.933، ونلاحظ أن متوسط مؤشر العائد على الاستثمار بلغ 0.077 بانحراف معياري قيمته 0.071، أما بالنسبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ظهر المتوسط بقيمة سالبة حيث بلغ (1.480-) بانحراف معياري قيمته 61.552، أما القيمة

السوقية المضافة بلغ متوسطها 11.971 بانحراف معياري 45.865، ومن خلال الدراسة الوصفية للمتغيرات نلاحظ أن هناك انحرافاً كبيراً في قيم كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

II-4-2- الخصائص الوصفية لمتغيرات الهيكل المالي

من أجل دراسة مدى تأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة، تم اختيار مجموعة من المتغيرات والتي تعكس الهيكل المالي، ويمثل الجدول رقم (3-3) الخصائص الإحصائية لهذه المتغيرات.

الجدول رقم (3-3): الخصائص الإحصائية لمتغيرات الهيكل المالي

	LNAE	DTCP	Le	BETA
Mean	4.471521	0.792762	0.240345	0.647609
Median	4.469770	0.556725	0.211241	0.679070
Maximum	5.409597	9.734141	4.124216	1.711524
Minimum	3.270516	0.003216	0.002367	-1.117169
Std. Dev.	0.450179	0.839212	0.287818	0.462687
Skewness	-0.165338	6.081001	11.44311	-0.487387
Kurtosis	2.795596	61.40944	154.9965	3.881618

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

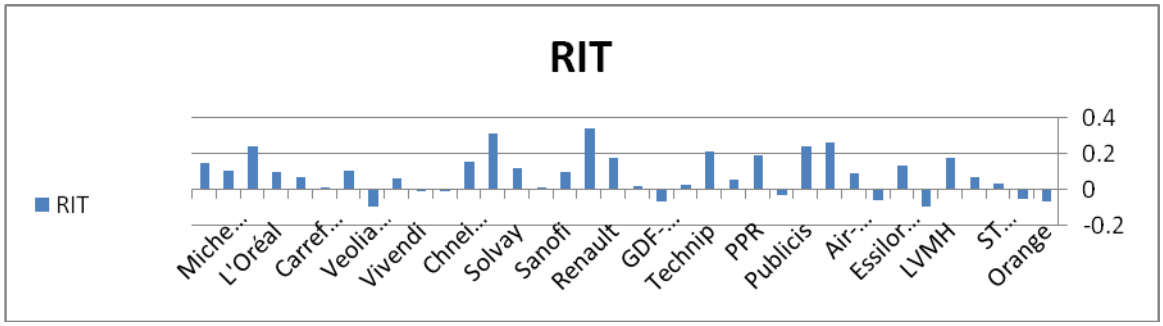
من خلال الجدول (3-3) نلاحظ أن أكبر قيمة في حجم المؤسسة بلغت 5.409 بانحراف معياري 0.450 وأقل قيمة كانت 3.207 ولقد بلغ متوسط حجم المؤسسات 4.471، في حين أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية بلغ متوسطها 0.792 بانحراف معياري 0.839 وكانت أكبر قيمة هي 9.734، وبالنسبة لنسبة الرفع المالي فبلغ متوسطها 0.24 بانحراف معياري 0.287، وكانت أعلى قيمة هي 4.124، أما معامل بيتا فكان متوسط القيم للعينة المدروسة 0.647 بانحراف 0.462 في القيم.

II-5- تحليل قيم متغيرات الدراسة:

من أجل تحليل قيم متغيرات الدراسة والمتمثلة في مؤشرات الأداء المالي، قمنا باحتساب متوسط كل مؤشر للمؤسسات محل الدراسة، والملحق رقم 01 يبين ذلك، كما تم تحديد الإحصاءات الوصفية لكل متغير (الملحق رقم 02)

II-5-1- عائد السهم:

الشكل رقم (3-2): متوسط عائد السهم لمؤسسات العينة

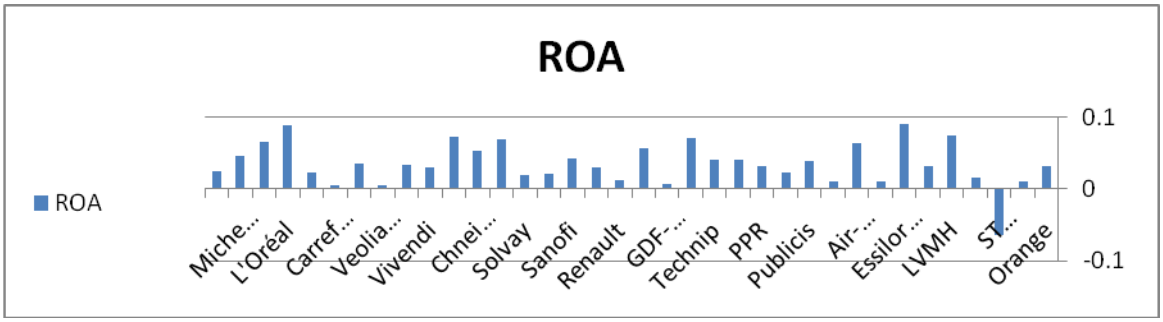


المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

من خلال الشكل البياني رقم (3-2) يظهر أن هناك تفاوت بين قيم عائد السهم للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة الممتدة بين 2008-2013، ويظهر أن هناك سبع مؤسسات معدل العائد على السهم لديها سالب وهي مؤسسة Orange حيث بلغ متوسط العائد على السهم 0.067 في الاتجاه السالب ومؤسسة Arcelor-Mittal بـ (-0.046)، وAlstom (-0.092)، وEDF (-0.0522)، مؤسسة Bouygues (- 0.027)، GDF-SUEZ ومؤسسة Veolia Environnement، أما بالنسبة للمؤسسات التي حققت أعلى متوسط نلاحظ أن مؤسسة Safran حققت أعلى قيمة حيث بلغ متوسط العائد على سهم المؤسسة خلال فترة الدراسة 0.334 تليها مؤسسة Gemalto 0.314 ومؤسسة EADS 0.262 .

II-5-2- العائد على الأصول:

الشكل رقم(3–3): متوسط العائد على الأصول لمؤسسات العينة



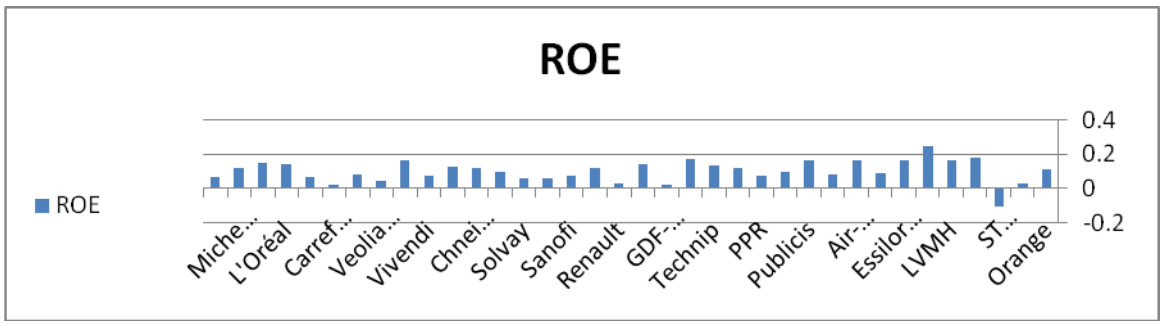
المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

من خلال الشكل البياني رقم (3-3) نلاحظ أن المؤسسات التي حققت أفضل مستوى أداء حسب نسبة العائد على العائد خلال فترة الدراسة هي مؤسسة Alstom بنسبة 9.04% تليها مؤسسة L'Oréal بنسبة 8.96% ، ثم مؤسسة LVMH حيث حققت نسبة 7.43% ، وVallourec بـ 7.23%.

في حين أن مؤسسة ST Microelectronics حققت أقل مستوى بنسبة (6.39 -)%.

II–5–3– العائد على حقوق الملكية:

الشكل رقم (3–4): متوسط العائد على حقوق الملكية لمؤسسات العينة



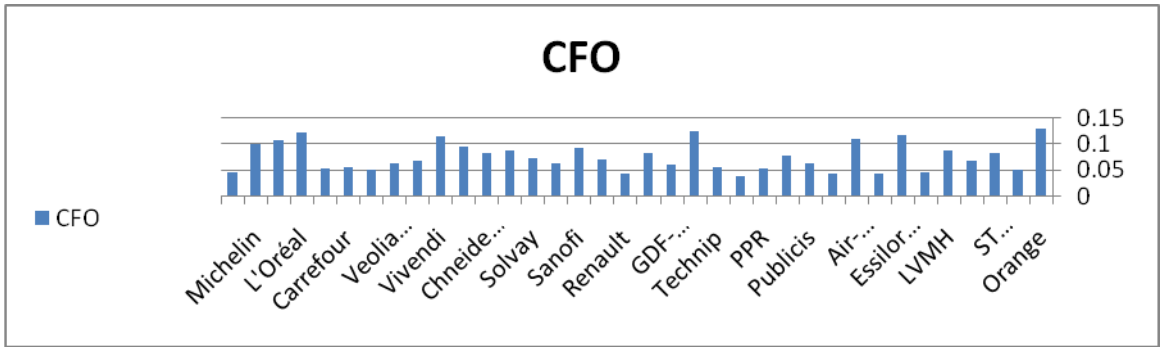
المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

يظهر الشكل البياني رقم (3-4) أن المؤسسات محل الدراسة حققت مستوى أداء متقارب، ونلاحظ أن المؤسسات التي حققت أفضل مستوى أداء وفق مؤشر العائد على حقوق الملكية هي Alstom بنسبة 24.99%، ثم مؤسسة Accor 17.60% تليها مؤسسة Total بنسبة 16.99% ، بعدها مؤسسة Air-Liquide 16.60% ومؤسسة Vivendi 16.14%.

ولقد حققت مؤسسة ST Microelectronics أقل نسبة بلغت (-11.60) %. إلى جانب كل من مؤسسة Carrefour و GDF-SUEZ.

II-5- 4- صافي التدفق النقدي التشغيلي

الشكل رقم (3-5): متوسط صافي التدفق النقدي التشغيلي لمؤسسات العينة

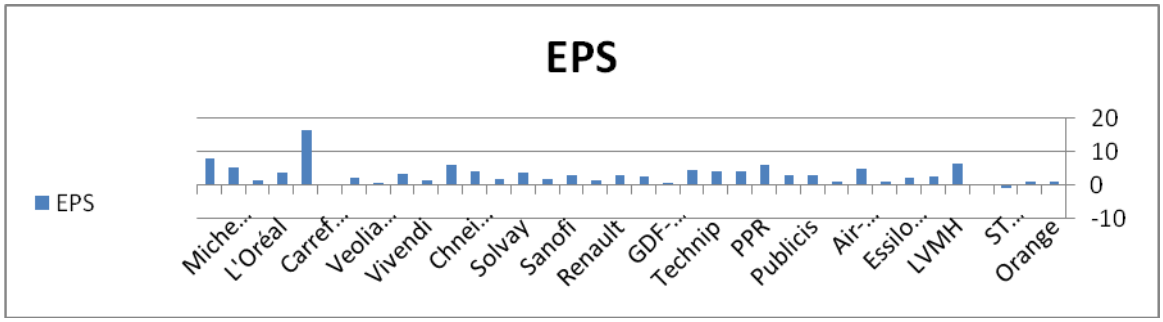


المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

من خلال الشكل البياني رقم (3-5) والذي يعبر عن نسب صافي التدفق النقدي التشغيلي نلاحظ أن مؤسسة Orange حققت أعلى نسبة 12.92% تليها مؤسسة Total بنسبة 12.66 ثم مؤسسة L'Oréal 12.27% ثم Arcelor-Mittal 11.86% ، ثم مؤسسة Vivendi 11.45%.

II-5-5- حصة السهم من الأرباح:

الشكل رقم (3-6): متوسط حصة السهم من الأرباح لمؤسسات العينة



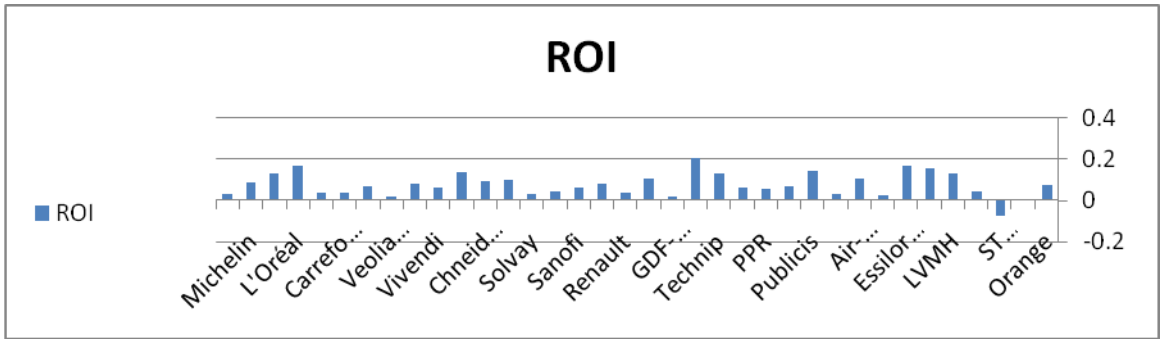
المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

يظهر الشكل البياني رقم (3-6) متوسط حصة السهم من الأرباح خلال فترة الدراسة ونلاحظ أن مؤسسة Lafarge حققت أعلى قيمة حيث بلغت حصة السهم من الأرباح لهذه المؤسسة 16.63 مليون يورو، تليها مؤسسة

Unibail- Rodamco بـ 7.96 مليون يورو للسهم، ثم مؤسسة LVMH بـ 6.42 مليون يورو، ثم مؤسسة PPR بـ 6.17 مليون يورو، و مؤسسة Vallourec بـ 6.08 مليون يورو.

II-5-6- العائد على الاستثمار:

الشكل رقم (3-7): متوسط العائد على الاستثمار لمؤسسات العينة

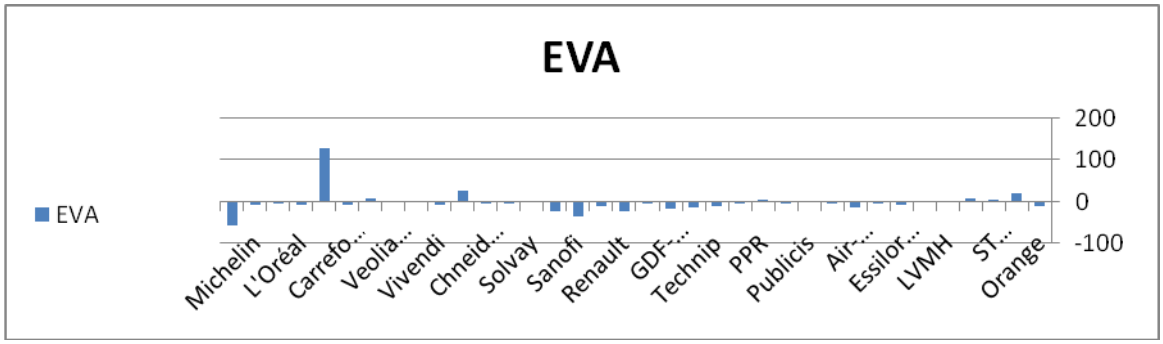


المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

من خلال الشكل البياني رقم (3-7) يظهر أن مؤسسة ST Microelectronics حققت أقل مستوى من خلال مؤشر العائد على الاستثمار حيث بلغت النسبة (7.54 -)%، في حين أن مؤسسة Total حققت أعلى نسبة بلغت 20.88، ثم مؤسسة Essilor International بنسبة 16.88% ، تليها مؤسسة L'Oréal بنسبة 16.56% ثم مؤسسة Alstom بنسبة 15.74% بعدها مؤسسة Publicis 14.50%.

II-5-7- القيمة الاقتصادية المضافة:

الشكل رقم (3-8): متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسات العينة

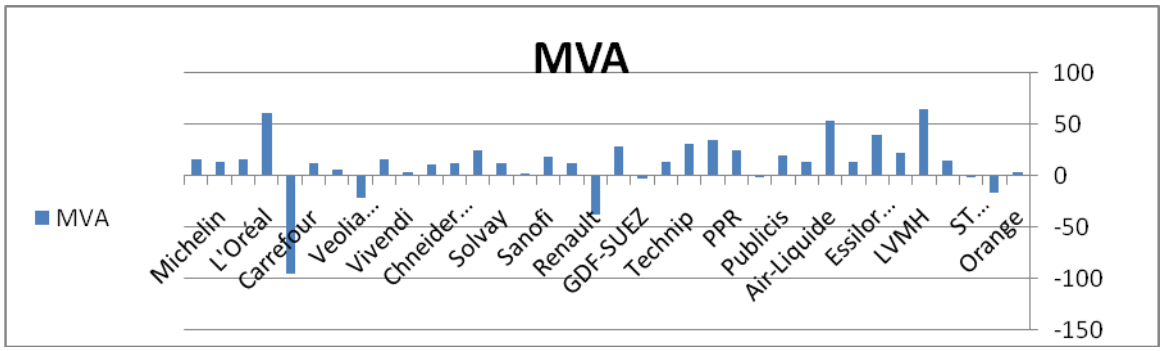


المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

من خلال الشكل البياني رقم (3-8) والذي يمثل متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الدراسة نلاحظ أن معظم المؤسسات لم تحقق قيمة اقتصادية مضافة خلال فترة الدراسة ماعدا مؤسسة Lafarge حيث بلغت القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة 128.45 مليون يورو، ومؤسسة Vallourec بـ 27.27 مليون يورو، تليها مؤسسة Arcelor-Mittal بقيمة 20.87 مليون يورو، إلى جانب مؤسسة Accor 9.23 مليون يورو، Cap Gemini 8.35 مليون يورو، بي بي ار 3.74 مليون يورو، ST Microelectronics 3.72 مليون يورو، و Alstom 3.03 مليون يورو.

II-5-8- القيمة السوقية المضافة:

الشكل رقم (3-9): متوسط القيمة السوقية المضافة لمؤسسات العينة



المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 02

من خلال الشكل رقم (3-9) نلاحظ تفاوت في مستويات القيمة السوقية المضافة لدى مؤسسات العينة ونلاحظ أن مؤسسة LVMH حققت أعلى مستوى حيث بلغت القيمة السوقية المضافة للمؤسسة 65.155 مليون يورو، تليها مؤسسة L'Oreal بقيمة سوقية مضافة تساوي 61.03 مليون يورو، ثم مؤسسة Air-Liquide بـ 53.26 مليون يورو، بعدها مؤسسة Essilor International بـ 40.25 مليون يورو، ومؤسسة Pernod-Ricard بـ 30.74 مليون يورو.

إلى جانب ذلك نلاحظ أن بعض المؤسسات حققت قيمة سوقية مضافة سالبة وهي كل من مؤسسة Arcelor-Mittal, ST Microelectronics, Bouygues, GDF-SUEZ, Renault, Veolia Environnement.

III- تحليل نتائج الدراسة:

من أجل تحليل نتائج الدراسة قمنا بدراسة الارتباط ين متغيرات الدراسة، ليتم بعده تقدير نماذج الانحدار باستخدام التحليل المقطعي للبيانات.

III-1- تحليل الارتباط :

الجدول رقم (3-4): نتائج الارتباط بين مؤشرات الأداء

	Rit	ROA	ROE	CFO	EPS	ROI	EVA	MVA
Rit	1.000							
ROA	-0.036	1.000						
ROE	-0.122	0.716	1.000					
CFO	0.086	0.430	0.249	1.000				
EPS	-0.148	0.361	0.298	0.039	1.000			
ROI	-0.066	0.887	0.760	0.440	0.291	1.000		
EVA	-0.194	0.131	0.127	0.036	0.814	0.110	1.000	
MVA	0.257	0.232	0.159	0.150	-0.585	0.229	-0.706	1.000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.8 بتصرف

وفق الجدول رقم (3-4) أظهرت مصفوفة الارتباط أن هناك ارتباط بإشارة موجبة بين المتغير التابع (العائد على السهم) والمتغير المستقل صافي التدفقات النقدي التشغيلي بنسبة 8.6% وكذلك بالنسبة لمؤشر القيمة السوقية المضافة بنسبة 25.7%، أما بالنسبة لباقي المتغيرات المستقلة فنلاحظ وجود ارتباط بإشارة سالبة أي عكسي بينها وبين المتغير التابع وكانت نسب الارتباط كما يلي: ROA (-0.036)، ROE (-0.122)، EPS (-0.148)، ROI (-0.066) MVA (-0.194).

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فلقد أظهرت النتائج وجود ارتباط قوي بين مؤشر العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية بنسبة 71.6 % كما نلاحظ أيضا أن الارتباط بين مؤشر حصة السهم من الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة كان كبيراً، حيث بلغت نسبة الارتباط 81.5، إلى جانب وجود ارتباط قوي بين

مؤشر العائد على الاستثمار وكل من مؤشر العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية بنسبة 88.7 % و76% على التوالي.

الجدول رقم (3-5): نتائج الارتباط بين متغيرات الهيكل المالي والقيمة الاقتصادية المضافة

BETA	L	DTCP	LNAE	EVA	
				1	EVA
			1	-0.0419	LNAE
		1	0.279084	0.0549	DTCP
	1	0.8562	0.1312	0.03639	Le
1	-0.0022	0.08624	-0.044	0.2446	Beta

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-5) نلاحظ أن قيمة الارتباط بين حجم المؤسسات والقيمة الاقتصادية المضافة ضعيف حيث بلغ 0.0419 في الاتجاه السالب، في حين أن الارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة الديون لحقوق الملكية ضعيف أيضا لكن في الاتجاه الموجب وبلغ 0.0549، ونفس الأمر بالنسبة للرفع المالي، وهناك ارتباط قوي بين معامل بيتا ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ونلاحظ أن الارتباط بين نسبة الرفع المالي ونسبة الديون لحقوق الملكية مرتفع جدا في الاتجاه الموجب بقيمة 0.856.

III-2- تحليل نماذج الانحدار واختبار الفرضيات :

III-2-1- تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية على تفسير عوائد الأسهم

من أجل تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عوائد الأسهم، سنقوم ببناء نموذج الانحدار المتعدد من خلال الاعتماد على أسلوب تحليل البيانات المقطعية والذي يعتمد على تحليل نموذج الانحدار من خلال ثلاثة أساليب للتحديد وهي نموذج الانحدار المجمع، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وبناءً عليه تم تقدير نموذج الدراسة على أساس الأساليب الثلاثة المذكورة للتحليل، ولقد تمت صياغة النموذج الأساسي للدراسة كما يلي :

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times ROA_{it} + \beta_2 \times ROE_{it} + \beta_3 \times CFO_{it} + \beta_4 \times EPS_{it} + \beta_5 \times EVA_{it} + \beta_6 \times MVA_{it} + \varepsilon_{it}$$

III-2-1-1- تقدير نموذج الانحدار المجمع

من خلال هذا النموذج يتم إهمال تأثير الزمن وتكون جميع المعاملات فيه ثابتة، ولقد ظهرت نتائج تقدير النموذج وفق الجدول رقم (3-6) كما يلي :

$$Rit_{it} = 0.025 - 0.0289\, ROA_{it} - 0.539\, ROE_{it} + 1.301\, CFO_{it} + 0.011 EPS_{it} - 0.581\, ROI_{it} - 0.000\, EVA_{it} + 0.002\, MVA_{it} + 0.345$$

الجدول رقم (3-6): نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع للعائد على السهم

المتغير التابع Rit		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	- 0.2898	0.8457
ROE	- 0.5391	0.1214
CFO	1.3016	0.0893
EPS	0.0116	0.0974
ROI	- 0.5816	0.4649
EVA	- 0.0004	0.5205
MVA	0.0029	0.0008
القيمة الثابتة C	0.0250	0.6808
معامل التحديد R^2	0.117	
قيمة احصائية فيشر F	3.9695	
احتمال F	0.00042	
DW	2.2677	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-6) يظهر أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع الذي هو عوائد الأسهم بنسبة 11.7 % وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة ضعيفة جدا، ونلاحظ بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هو 0.000 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهدا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وبالتالي، فإن مؤشرات الأداء التي تم اختيارها والتي تمثل المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير والتنبؤ بعوائد الأسهم.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-16) أن لمعامل القيمة السوقية المضافة دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية هنا، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والعائد على السهم وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة 0.257 بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الأسهم، وعلى العكس من ذلك يتبن من خلال النموذج المقدر أن معامل العائد على الأصول ليس له دلالة إحصائية فالاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير هو0.845 وهو أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وعائد السهم، كما بينت نتائج تقدير النموذج عدم وجدود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وعائد السهم حيث بلغ الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير 0.121، وتشير نتائج التقدير إلى نفس الأمر بالنسبة لكل من حصة السهم من الأرباح، والتدفقات الناتجة من العمليات، العائد على الاستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة كلها ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع العائد على السهم، لأن الاحتمال المرفق بإحصائية t بالنسبة للمعالم المقدرة المرتبطة بهذه المتغيرات أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05).

وبناءً على النتائج المبينة في الجدول رقم (3-6) نستنتج أن المعالم المقدرة للنموذج ليس لها معنوية إحصائية جزئية والمتغيرات المستقلة ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع ممثلا في عائد السهم ما عدا القيمة السوقية المضافة.

التفسير الاقتصادي:

من خلال النموذج نلاحظ أن معاملات العوامل المستقلة غير معدومة أي أنها تفسر نظريا التغير في عوائد الأسهم، ونلاحظ أن هناك علاقة طردية بين كل من القيمة السوقية المضافة والعائد على السهم، فكلما ارتفعت القيمة السوقية المضافة بمعدل وحدة واحدة ارتفع العائد عللا السهم بـ 0.0029 وحدة.

أما بالنسبة للحد الثابت c نلاحظ أنه يختلف عن الصفر أي أن هناك متغيرات أخرى إلى جانب المتغيرات المستقلة في النموذج لها تأثير على عوائد الأسهم، إلا أن الدلالة المعنوية للحد الثابت أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي، لا يمكن تفسيرها اقتصاديا.

ومن أجل الوصول إلى النموذج الأمثل للدراسة تم تقدير عدة نماذج، ولقد تم تلخيص النتائج المحصل عليها في الجدول رقم (3-7).

الجدول (3-7): تقدير الانحدار المجمع لعدة نماذج

النموذج	C	ROA	ROE	EPS	CFO	ROI	EVA	MVA	R^2	احتمال F
1	0.027 (0.639)	-	-0.546 (0.113)	0.011 (0.087)	1.276 (0.09)	–0.686 (0.241)	-0.0004 (0.530)	0.002 (0.000)	0.117	0.000
2	0.038 (0.499)	-	-0.545 (0.113)	0.008 (0.089)	1.216 (0.103)	-0.680 (0.244)	-	0.003 (0.000)	0.116	0.000
3	0.046 (0.407)	-	-0.809 (0.001)	0.006 (0.165)	0.879 (0.2005)	-	-	0.002 (0.000)	0.110	0.000
4	0.104 (0.002)	-	-0.750 (0.003)	0.007 (0.137)	-	-	-	0.002 (0.000)	0.103	0.000
5	0.117 (0.000)	-	-0.564 (0.017)	-	-	-	-	0.002 (0.000)	0.093	0.000
6	0.129 (0.002)	-	-0.411 (0.072)	-	-	-	-	-	0.015	0.072
7	0.063 (0.01)							0.002 (0.000)	0.066	0.000
8	0.099 (0.003)	0.343 (0.595)	-	-	-	-	-	-	0.001	0.595
9	0.113 (0.000)	-	-	-0.007 (0.029)	-	-	-	-	0.021	0.029
10	0.086 (0.000)	-	-	-	-	-	-0.001 (0.004)	-	0.037	0.004
11	0.065 (0.010)	-	-	-	-	-	-0.000 (0.784)	0.001 (0.011)	0.066	0.000
12	0.119 (0.000)	-	-0.616 (0.009)	-	-	-	0.000 (0.526)	0.002 (0.000)	0.095	0.000
13	0.119 (0.000)	-	-0.333 (0.142)	-	-	-	-0.001 (0.007)	-	0.047	0.005

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول (3-7) يتبين أن أحسن نموذج هو النموذج رقم 5 والذي جاءت نتائج تقديره كما يلي:

$$Rit_{it} = 0.117 - 0.564\, ROE_{it} + 0.002\, MVA_{it} + 0.345$$

والجدول رقم (3-8) يوضح ذلك، حيث نلاحظ من خلاله أن كلاً من مؤشر العائد على حقوق الملكية ومؤشر القيمة السوقية المضافة لهما القدرة على تفسير عائد السهم بنسبة 0.093، ولقد كان للنموذج معنوية إحصائية حيث بلغ احتمال إحصائية فيشر 0.000 وهو أقل من مستوى المعنوية، وتشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية t بين مؤشر العائد على حقوق الملكية وعائد السهم لكون أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل من مستوى المعنوية ونلاحظ أن هناك ارتباطاً في الاتجاه المعاكس بين المتغيرين، كما أظهرت نتائج التقدير وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم.

الجدول رقم (3-8): نتائج تقدير النموذج الأمثل للعائد على السهم وفق نموذج الانحدار المجمع

المتغير التابع Rit		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROE	- 0.5649	0.0117
MVA	0.0022	0.0000
القيمة الثابتة C	0.1179	0.0003
معامل التحديد R^2	0.0939	
قيمة إحصائية فيشر F	11.0393	
احتمال F	0.0000	
DW	2.3298	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews .8 بتصرف

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج التقدير نلاحظ أن معاملات كل من العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة غير معدومة وهي تفسر التغير في العائد على السهم، وهناك علاقة عكسية بين العائد على الأصول وعائد السهم فكلما زاد العائد على الأصول بوحدة واحدة انخفض عائد السهم بـ 0.0009 وحدة، وبالمقابل هناك علاقة طردية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم فكلما زادت القيمة السوقية المضافة بوحدة واحدة ارتفع عائد السهم بـ 0.022 وحدة.

إلى جانب ذلك نلاحظ أن معامل الحد الثابت C يختلف عن الصفر وله دلالة معنوية وهذا يدل على أنه إلى جانب العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة هناك عوامل أخرى تؤثر على عائد السهم.

III-2-1-2- تقدير نموذج الآثار الثابتة

يهدف نموذج الآثار الثابتة إلى معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية والتي تتمثل هنا في المؤسسات محل الدراسة على حدا، ولقد قمنا بتقدير النموذج بالاعتماد على نفس المتغيرات ولقد كانت نتائج التقدير كما هي موضحة في الجدول رقم (3-9) :

الجدول رقم (3-9): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للعائد على السهم

المتغير التابع Rit		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	0.0944	0.9680
ROE	- 0.4823	0.2448
CFO	3.8362	0.0004
EPS	0.0206	0.0271
ROI	- 2.4979	0.0528
EVA	- 0.0009	0.3302
MVA	0.0038	0.0005
القيمة الثابتة C	- 0.0794	0.3464
معامل التحديد R^2	0.2807	
قيمة إحصائية فيشر F	1.6081	
احتمال F	0.0183	
DW	2.5118	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

$$Rit_{it} = -0.079 + 0.094\, ROA_{it} - 0.482\, ROE_{it} + 3.836\, CFO_{it} + 0.020\, EPS_{it} - 2.497\, ROI_{it} - 0.000 EVA_{it} + 0.003\, MVA_{it} + 0.341$$

ومن خلال الجدول رقم (3-9) يظهر أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير عائد السهم بنسبة 28%، كما نلاحظ أن للنموذج معنوية إحصائية، وذلك ما يظهر من خلال الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F الذي يساوي 0.018 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع الذي هو العائد على السهم ومؤشر صافي التدفق النقدي التشغيلي، فالاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أقل تماما من مستوى المعنوية حيث بلغ 0.0004، مع وجود ارتباط بين المتغيرين في الاتجاه

الموجب، وتشير النتائج أيضا إلى أنه لمؤشر حصة السهم من الأرباح والقيمة السوقية المضافة علاقة ذات دلالة إحصائية مع عائد السهم حيث كان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمعالم المقدرة أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، في حين أن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمعالم المتعلقة بمؤشر العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على الاستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة أكبر تماما من مستوى المعنوية وبالتالي فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذه المتغيرات والعائد على السهم.

ومن أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار بأسلوب الانحدار المجمع ونموذج الانحدار بأسلوب الآثار الثابتة لتحديد النموذج الملائم نستخدم مضاعف لاغرانج (LM) الذي اقترحه Breusch and Pagan، ومن خلال هذا الاختبار يمكن تحديد إذا ما كان نموذج الآثار الثابتة أو الآثار العشوائية أحسن من نموذج الانحدار المجمع، ويكون ذلك بالاعتماد على قيمة الاحتمال لإحصائية (LM) وفق الفرضيتين التاليتين:

(H_0): النموذج الملائم هو نموذج الانحدار المجمع؛

(H1): النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية.

ومن خلال نتائج الاختبار في الجدول رقم (3-10) نلاحظ أن P(LM) تساوي 0.000 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض هنا الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية الأولى أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية.

الجدول رقم (3-10):نتائج اختبار Breusch -Pagan

	قيمة الاختبار	p-value
اختبار Breusch -Pagan	621.1093	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews .8 بتصرف

وبهدف تحسين النموذج تم استبعاد المتغيرات التي ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع، وكانت نتائج تقدير النموذج الأمثل للآثار الثابتة كما يلي:

$$EVA_{it} = 0.1781 - 1.5685Roi_{it} + 0.0025\,Mva_{it} + 0.354$$

الجدول رقم (3-11): نتائج تقدير النموذج الأمثل للعائد على السهم وفق نموذج الآثار الثابتة

المتغير التابع Rit		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROI	-1.5685	0.0046
MVA	0.0025	0.0001
القيمة الثابتة C	0.1781	0.0000
معامل التحديد R^2	0.2046	
قيمة إحصائية فيشر F	1.2381	
احتمال F	0.1817	
DW	2.577	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-11) يظهر أن نتائج تقدير تشير إلى أن كل من مؤشر العائد على الاستثمار ومؤشر القيمة السوقية المضافة لهما القدرة على تفسير عائد السهم بنسبة 0.2046، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الاستثمار وعائد السهم لكون أن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل من مستوى المعنوية 5% ونلاحظ أن هناك ارتباطاً في الاتجاه المعاكس بين المتغيرين، كما أظهرت نتائج التقدير وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم.

التفسير الاقتصادي:

بناءا على نتائج التقدير يظهر أن كل من العائد على الاستثمار والقيمة السوقية المضافة لهما قدرة على تفسير عوائد الأسهم وذلك لكون أن معاملات هذه المتغيرات تختلف عن الصفر، ونلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين العائد على الاستثمار وعائد السهم، وبالمقابل هناك علاقة طردية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم فكلما زادت القيمة السوقية المضافة بوحدة واحدة ارتفع عائد السهم بـ 0.0025 وحدة.

إلى جانب ذلك نلاحظ أن معامل الحد الثابت يختلف عن الصفر وذو دلالة معنوية، وهذا يدل على أنها إلى جانب العائد على الاستثمار والقيمة السوقية المضافة هناك متغيرات أخرى تؤثر في عائد السهم، وبما أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة نستنتج أن هناك عوامل أخرى قد تختلف من مؤسسة إلى أخرى تؤثر على عائد السهم.

III-2-1-3- تقدير نموذج الآثار العشوائية

ولقد كانت نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية متطابقة مع نتائج تقدير النموذج المجمع وهي كما يلي :

$$Rit_{it} = 0.025 - 0.289\, ROA_{it} - 0.539\, ROE_{it} + 1.301\, CFO_{it} + 0.011\, EPS_{it} - 0.581\, ROI_{it} - 0.000\, EVA_{it} + 0.002\, MVA_{it} + 0.345$$

الجدول رقم (3-12): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للعائد على السهم

المتغير التابع Rit		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	- 0.2898	0.8442
ROE	- 0.5391	0.1177
CFO	1.3016	0.0861
EPS	0.0116	0.0941
ROI	- 0.5816	0.4605
EVA	- 0.00049	0.5163
MVA	0.0029	0.0007
القيمة الثابتة C	0.0250	0.6778
معامل التحديد R^2	0.1178	
قيمة إحصائية فيشر F	3.9695	
احتمال F	0.0004	
DW	2.2677	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

أظهرت نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية وفق الجدول رقم (3-12) أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير عوائد الأسهم بنسبة 11.7%، ونلاحظ أن للنموذج دلالة إحصائية كلية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر قيمته 0.0004 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05).

كما نلاحظ أن جميع المعالم المقدرة للمتغيرات المستقرة في النموذج ليس لها معنوية إحصائية حيث كان الاحتمال المرفق بإحصائية t لكل المعالم أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05).

وبالتالي، فإن كلاً من مؤشر العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، صافي التدفق النقدي التشغيلي، حصة السهم من الأرباح، العائد على الاستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع عائد السهم وفق نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية، في حين تشير نتائج التقدير إلى أن مؤشر القيمة

السوقية المضافة لديه علاقة ذات دلالة إحصائية مع عائد السهم وهذا يتوافق مع نتائج الارتباط حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمعلم هو 0.0007 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وعائد السهم.

ومن أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار بأسلوب الآثار الثابتة وأسلوب الآثار العشوائية نقوم بالاعتماد على اختبار Hausman، ويقوم هذا الاختبار على تحديد ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والآثار غير الملحوظة أو غير الظاهرة، ويكون ذلك من خلال اختبار مقدرات النموذجين في ظل فرضيتين هما فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة، حيث:

(H_0): مقدرة الآثار العشوائية متسقة وكفؤة (نموذج الآثار العشوائية هو الملائم)؛

(H_1): مقدرة الآثار العشوائية غير متسقة (نموذج الآثار الثابتة هو الملائم).

ويستخدم الاختبار إحصائية التي لها توزيع (K^2) بدرجة حرية k، ووفق النتائج كما هي موضحة في الجدول رقم (3-13) نلاحظ أن الاحتمال المرفق بتوزيع K^2 يساوي 0.005 وهو اقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي هنا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية الأولى والتي تنص على أن مقدرة الآثار العشوائية غير متسقة أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة.

الجدول رقم (3-13): نتائج اختبار Hausman

	قيمة الاختبار	p-value
اختبار Hausman	19.995	0.0056

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال ما سبق يتضح أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم أي هناك متغيرات أخرى غير ظاهرة هي التي تفسر عوائد الأسهم ، وهذه المتغيرات قد تختلف من مؤسسة إلى أخرى.

III-2-2- تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة

في هذا الجزء سنحاول تحديد مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة مقارنة بالمقاييس التقليدية للأداء وذلك من خلال تقدير نماذج الانحدار بنفس الطريقة السابقة وبالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، وستكون القيمة السوقية المضافة هنا هي المتغير التابع، وسيتم صياغة النموذج الأساسي كما يلي:

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times ROA_{it} + \beta_2 \times ROE_{it} + \beta_3 \times CFO_{it} + \beta_4 \times EPS_{it} + \beta_5 \times EVA_{it} + \varepsilon_{it}$$

III-2-2-1- تقدير نموذج الانحدار المجمع

الجدول رقم (3-14): نتائج تقدير نموذج الانحدار للقيمة السوقية المضافة

المتغير التابع MVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	448.2299	0.001
ROE	17.6646	0.5280
CFO	2.7934	0.9638
EPS	2.3156	0.0000
ROI	12.8827	0.8409
EVA	- 0.3561	0.0000
القيمة الثابتة C	0.3087	0.9499
معامل التحديد R^2	0.6413	
قيمة إحصائية فيشر F	62.2782	
احتمال F	0.0000	
DW	1.3073	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-14) تظهر نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع, وتشير النتائج إلى أن النموذج ذو دلالة إحصائية حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F أقل تماما من مستوى المعنوية 5%، كما نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير المتغير التابع والمتمثل في القيمة السوقية المضافة بنسبة 64.13 وهذا ما يشير إليه معامل التحديد R^2.

وبالنسبة للمعنوية الجزئية للنموذج فلقد أظهرت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة فالاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المؤشر تساوي 0.001 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية، إلى جانب ذلك تشير النتائج أيضا إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشري حصة السهم من الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وهذا يتوافق مع نتائج الارتباط بين المتغيرين والقيمة السوقية المضافة وهو ارتباط في الاتجاه السالب.

في حين نلاحظ أن بقية المؤشرات الثلاثة الأخرى (مؤشر العائد على حقوق الملكية، مؤشر صافي التدفق النقدي التشغيلي ومؤشر العائد على الاستثمار) ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة لأن الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذه المتغيرات أكبر تماما من مستوى المعنوية.

وبهدف تحسين النموذج والوصول إلى النموذج الأمثل قمنا بتقدير العديد من النماذج والجدول رقم (3-15) يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-15): تقدير الانحدار المجمع لعدة نماذج

النموذج	C	ROA	ROE	EPS	CFO	ROI	EVA	R^2	إحصائية F
1	0.484 (0.872)	449.13 (0.000)	17.477 (0.526)	-2.320 (0.000)	-	13.376 (0.832)	-0.355 (0.000)	0.641	75.090 (0.000)
2	0.690 (0.808)	467.376 (0.000)	19.791 (0.434)	-2.334 (0.000)	-	-	-0.354 (0.000)	0.641	94.278 (0.000)
3	1.261 (0.646)	506.334 (0.000)	-	-2.320 (0.000)	-	-	-0.354 (0.000)	0.640	125.72 (0.000)
4	7.202 (0.011)	613.90 (0.000)	-	-5.101 (0.000)	-	-	-	0.570	141.72 (0.000)
5	-2.872 (0.287)	397.173 (0.000)	-	-	-	-	-0.558 (0.000)	0.606	164.47 (0.000)
6	11.887 (0.000)	-	-	-0.201 (0.715)	-	-	-0.507 (0.000)	0.499	106.31 (0.000)
7	2.125 (0.608)	279.00 (0.000)	-	-	-	-	-	0.054	12.238 (0.000)
8	24.808 (0.000)	-	-	-3.876 (0.000)	-	-	-	0.343	111.91 (0.000)
9	11.191 (0.000)	-	-	-	-	-	-0.526 (0.000)	0.499	213.35 (0.000)
10	11.415 (0.000)	-	156.7 (0.000)	-4.601 (0.000)	-	-	-	0.466	93.062 (0.000)
11	-5.946 (0.238)	-	-	-	227.35 (0.000)	-	-0.531 (0.000)	0.530	120.34 (0.000)
12	0.244 (0.932)	-	108.26 (0.000)	-	-	-	-0.550 (0.000)	0.562	137.004 (0.000)
13	-4.286 (0.148)	-	-	-	-	199.82 (0.000)	-0.552 (0.000)	0.594	156.37 (0.000)
14	5.096 (0.230)	-	68.209 (0.018)	-	-	-	-	0.025	5.615 (0.018)
15	-2.621 (0.717)	-	-	-	193.64 (0.026)	-	-	0.022	4.973 (0.026)
16	0.588 (0.895)	-	-	-	-	147.31 (0.000)	-	0.052	11.883 (0.000)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

ومن خلال الجدول (3-15) نلاحظ أن الانحدار البسيط لكل متغير من المتغيرات المستقلة يوضح أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له قدرة أكبر على تفسير القيمة السوقية المضافة إلى جانب مؤشر حصة السهم من الأرباح أيضا، وذلك مقارنة بباقي المتغيرات التي لها أيضا قدرة تفسير لكن بنسب ضعيفة.

من خلال الجدول يتبن أن النموذج الأمثل هو النموذج رقم (04) والذي كانت نتائج تقديره كما يلي:

$$MVA_{it} = 7.202 + 613.90\, ROA_{it} - 5.101\, EPS_{it} + 30.183$$

الجدول رقم (3-16): نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة السوقية المضافة وفق نموذج الانحدار المجمع

المتغير التابع MVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	613.90	0.0000
EPS	- 5.101	0.0000
القيمة الثابتة C	7.202	0.011
معامل التحديد R^2	0.570	
قيمة إحصائية فيشر F	141.72	
احتمال F	0.0000	
DW	1.1319	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

وفق ما هو مبين في الجدول رقم (3-16) تشير النتائج إلى أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة بنسبة 57%، وللنموذج معنوية إحصائية كلية لأن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر أقل تماما من مستوى المعنوية، كما توضح النتائج أن المتغيرات لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة.

اقتصاديا تشير نتائج النموذج إلى أن العائد على الأصول له علاقة طردية مع القيمة السوقية المضافة في حين أن لحصة السهم من الأرباح تأثير سلبي على القيمة السوقية المضافة، والى جانب ذلك توجد متغيرات أخرى غير تلك التي ذكرت لها علاقة بالقيمة السوقية المضافة.

III-2-2-2- تقدير نموذج الآثار الثابتة

باستخدام نفس المتغيرات تم تقدير نموذج الآثار الثابتة، ولقد جاءت نتائج التقدير كما هي موضحة في الجدول رقم (3-17).

الجدول رقم (3-17): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للقيمة السوقية المضافة

المتغير التابع MVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	451.499	0.0051
ROE	-6.6344	0.8168
CFO	39.4569	0.5942
EPS	-2.3141	0.0002
ROI	-0.1360	0.9988
EVA	-0.3328	0.0000
القيمة الثابتة C	1.0475	0.8575
معامل التحديد R^2	0.7846	
قيمة إحصائية فيشر F	15.4617	
احتمال F	0.0000	
DW	1.8525	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-17) نلاحظ أن للنموذج معنوية إحصائية كلية حيث بلغ الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر 0.000 وهو أقل تماما من مستوى المعنوية، كما نلاحظ أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة كبيرة على تفسير القيمة السوقية المضافة، وهذا يظهر من خلال معامل التحديد حيث بلغت قيمته 78.46.

كما تشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وكل من مؤشر العائد على الأصول، حصة السهم من الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة مع ارتفاع معامل الارتباط بين هذه المتغيرات والمتغير التابع، في حين توضح النتائج أن باقي المتغيرات الثلاثة الأخرى والمتمثلة في مؤشر العائد على حقوق الملكية، صافي التدفق النقدي التشغيلي والعائد على الاستثمار ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة.

بعد تقدير نموذج الآثار الثابتة للنموذج الأمثل كانت النتائج كما يلي :

$$MVA_{it} = 11.212 - 0.512\ EVA_{it} + 25.626$$

الجدول رقم (3-18): نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة السوقية المضافة وفق نموذج الآثار الثابتة

المتغير التابع MVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
EVA	- 0.512	0.0000
القيمة الثابتة C	11.212	0.0000
معامل التحديد R^2	0.7401	
قيمة إحصائية فيشر F	14.1592	
احتمال F	0.0000	
DW	1.9508	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

ومن خلال الجدول (3-18) نلاحظ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لهم قدرة على تفسير التغير القيمة السوقية المضافة بنسبة 74.01% إلى جانب متغيرات أخرى وذلك لكون أن معامل الحد الثابت C يختلف عن الصفر وذو دلالة معنوية.

وللمفاضلة بين نموذج الانحدار المجمع ونموذج الآثار الثابتة تم استخدام اختبار مضاعف لاغرانج ولقد أظهرت نتائج الاختبار وفق ما هي موضحة في الجدول رقم (3-19) ونلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية (LM) أقل تماماً من مستوى المعنوية وبالتالي فإن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية.

الجدول رقم (3-19):نتائج اختبار Breusch -Pagan

	قيمة الاختبار	p-value
اختبار Breusch -Pagan	63.7898	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

III-2-2-3- تقدير نموذج الآثار العشوائية

الجدول رقم (3-20): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للقيمة السوقية المضافة

المتغير التابع MVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
ROA	444.36	0.0009
ROE	0.4855	0.9855
CFO	22.924	0.7247
EPS	-2.3519	0.0000
ROI	13.577	0.8524
EVA	- 0.3400	0.0000
القيمة الثابتة C	0.3087	0.9499
معامل التحديد R^2	0.6565	
قيمة إحصائية فيشر F	66.6019	
احتمال F	0.0000	
DW	1.2665	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-20) نلاحظ بأن للنموذج معنوية إحصائية كلية لكون أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر أقل تماماً من مستوى المعنوية، كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R^2 هي 0.656 أي أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة بنسبة 65.65%، وتشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة لأن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية، ونفس الشيء بالنسبة لكل من مؤشر حصة السهم من الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة، في حين أن باقي المتغيرات ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة.

بهدف اختيار النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية نقوم باستخدام اختبار Hausman، والذي كانت نتائج تقديره كما هي موضحة في الجدول رقم (3-21) حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية Hausman أكبر تماماً من مستوى المعنوية وبناءا عليه نقوم بقبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة أي أن مقدرات الآثار العشوائية متسقة وكفؤة وبالتالي فإن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لتحديد قدرة المتغيرات المستقلة على في تفسير القيمة السوقية المضافة.

الجدول رقم (3-21):نتائج اختبار Hausman

	قيمة الاختبار	p-value
اختبار Hausman	3.1308	0.7923

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

وبعد تحسين النموذج كانت نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية كما يلي:

$$MVA_{it} = 11.207 - 0.515\ EVA_{it} + 25.581$$

والجدول رقم (3-22): نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة السوقية المضافة وفق نموذج الآثار العشوائية

المتغير التابع MVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
EPS	- 0.5437	0.0039
EVA	- 0.515	0.0000
القيمة الثابتة C	11.207	0.0034
معامل التحديد R^2	0.5698	
قيمة إحصائية فيشر F	283.533	
احتمال F	0.0000	
DW	1.7452	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

III-2-3- دراسة تأثير الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة

بعد تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرته على تفسير التغير في عوائد الأسهم والقيمة السوقية المضافة، سنحاول في هذا الجزء دراسة تأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، ولتحقيق هذا الهدف سنعتمد على المتغيرات التالية كمتغيرات مستقلة:

- المردودية المالية Rcp؛
- المردودية الاقتصادية Re،
- نسبة الديون للأصول وتمثل الرفع الماليLe؛
- نسبة الديون لحقوق الملكية DTCP؛
- حجم المؤسسة LnAe؛
- معامل المخاطر Beta.

وتم صياغة النموذج الأساسي كما يلي:

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times RE_{it} + \beta_2 \times Rcp_{it} + \beta_3 \times Le + \beta_4 \times DTCP + \beta_5 \times LnAe_{it} + \beta_6 x\ Beta + \varepsilon_{it}$$

III-2-3-1- تقدير نموذج الانحدار المجمع

الجدول رقم (3-23): نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع للقيمة الاقتصادية المضافة

المتغير التابع EVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
Rcp	- 4.0378	0.9479
Re	359.501	0.0448
Le	- 6.4198	0.8383
DTCP	6.8386	0.5529
LnAe	- 0.2150	0.9826
Beta	38.843	0.0000
القيمة الثابتة C	- 41.831	0.3596
معامل التحديد R^2	0.1039	
قيمة إحصائية فيشر F	4.0419	
احتمال F	0.0007	
DW	2.0396	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-23) يتبن أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة مجتمعة بنسبة 10.39 وللنموذج معنوية إحصائية لان الاحتمال المرفق بإحصائية F أقل تماما من مستوى المعنوية،

وتشير النتائج إلى أن كل المتغيرات ليست لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة الاقتصادية المضافة ما عدا معامل المخاطرة Beta حيث نلاحظ أن الاحتمال المرفق بإحصائية t لهذا المتغير أقل من مستوى المعنوية وهو ما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

وبعد استبعاد المتغيرات التي ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة تم التوصل إلى تقدير النموذج الأمثل وفق نموذج الانحدار المجمع، والجدول رقم (3-24) بوضح ذلك.

$$EVA_{it} = -38.736 + 311.693re_{it} + 39.736\ Beta_{it} + 58.678$$

الجدول رقم (3-24): نتائج تقدير النموذج الأمثل للقيمة الاقتصادية المضافة وفق نموذج الانحدار المجمع

المتغير التابع EVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
Re	311693	0.0024
Beta	39.454	0.0000
القيمة الثابتة C	- 38.736	0.0000
معامل التحديد R^2	0.0996	
قيمة إحصائية فيشر F	11.784	
احتمال F	0.0000	
DW	2.0338	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8 بتصرف

من خلال الجدول رقم (3-24) تشير النتائج إلى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها القدرة على تفسير التغير في القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 9.96% فقط وهي نسبة ضعيفة جدا، ونلاحظ أن كل من المعامل بيتا والمردودية الاقتصادية لهما علاقة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية المضافة، كما نلاحظ أن معامل الحد الثابت C يختلف عن الصفر وذو دلالة معنوية وهذا يشير إلى وجود عوامل ومتغيرات أخرى تؤثر في القيمة الاقتصادية المضافة.

III-2-3-2- تقدير نموذج الآثار الثابتة

الجدول رقم (3-25): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للقيمة الاقتصادية المضافة

المتغير التابع EVA		
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الدلالة
Rcp	- 48.281	0.5533
Re	708.47	0.0078
Le	- 26.285	0.6143
DTCP	19.475	0.3422
LnAe	19.809	0.8024
Beta	28.6371	0.0358
القيمة الثابتة C	- 137.86	0.6979
معامل التحديد R^2	0.2687	
قيمة إحصائية فيشر F	1.5597	
احتمال F	0.0263	
DW	2.1393	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews .8 بتصرف

من خلال الجدول (3-25) نلاحظ أن نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة تختلف عن نموذج الانحدار المجمع حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية والقيمة الاقتصادية المضافة حيث أن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمتغير أقل تماماً من مستوى المعنوية ونفس الآمر كذلك بالنسبة لمعامل المخاطر Beta، أما بقية المتغيرات فتظهر النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين المتغير التابع.

ومن خلال معامل التحديد يتبين أن المتغيرات لها قدرة على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 26.87%.

ويوضح الجدول رقم (3-26) نتائج اختبار بهدف المفاضلة بين نموذج الانحدار المجمع ونموذج الآثار الثابتة لتحديد النموذج الملائم.

الجدول رقم (3-26):نتائج اختبار Breusch -Pagan

	قيمة الاختبار	p-value
اختبار Breusch -Pagan	63.7898	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews .8 بتصرف

وتشير النتائج إلى أن الاحتمال المرفق بإحصائية (LM) أكبر تماماً من مستوى المعنوية وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الصفرية والنموذج الملائم هو نموذج الانحدار المجمع لذلك ليس هنالك داعي هنا لتقدير نموذج الآثار العشوائية.

III-3 - تحليل النتائج ومناقشتها :

حاولنا من خلال الدراسة تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال تحديد القدرة التفسيرية لهذا النموذج لعوائد الأسهم مقارنة بمجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية والحديثة، ثم اختبار قدرته على تفسير القيمة السوقية المضافة إلى جانب دراسة تأثير الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة

ومن أجل تحقيق هدف الدراسة استخدمنا أسلوب التحليل المقطعي الذي يعتمد على ثلاثة أساليب للتحليل هي النموذج المجمع، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم، وبالتالي، فإن هناك مؤشرات مختلفة بين المؤسسات هي التي يمكنها تفسير عوائد الأسهم ولا يمكن تحديد المؤشر الأفضل أو المناسب لقياس الأداء المالي.

1-من خلال الدراسة التطبيقية يمكن استنتاج ما يلي:

- تميز أداء أسهم المؤسسات الفرنسية المدرجة في سوق باريس للأوراق المالية في سنة 2009 بتذبذبات كبيرة وذلك نتيجة الأزمة المالية الاقتصادية والمالية والتي بدأت في النصف الثاني من سنة 2008 نتيجة انهيار عدد من البنوك الأمريكية نتيجة أزمة الرهن العقاري وانتشرت لتشمل العديد من الدول من بينها الدول الأوربية.

ولقد اتجه أداء الأسهم إلى الاتجاه السلبي وشهد السوق المالي تدهورا في بداية سنة 2009، ولقد أدى هذا التدهور إلى وصول مؤشر CAC 40 إلى نقطة منخفضة في 9 مارس 2009 وانخفض بنسبة 25 مقارنة مع بداية السنة،

ليشهد بعد ذلك تحسن بارتفاع بطيء في قيمه ليصل إلى مرحلة الاستقرار نوعا ما ولقد أظهرت نتائج المؤسسات قدرتها على التكيف مع الوضع الاقتصادي في فرنسا.

- خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2009 و 2012 حققت 04 مؤسسات من المؤسسات المدرجة في مؤشر ارتفاع كبير في عائداتها بنسبة تفوق 50 % وهي كل من مؤسسة LVMH، أرسيلور ميتال، شنا يدر إلكتريك وشركة توتال.

كما شهدت مؤسسة أرسيلور ميتال ارتفاع في حجم مبيعاتها بنسبة 54 % خلال هذه الفترة وهي تعتبر من الرواد في عالم الصلب والتعدين ويشمل نشاطها صناعة السيارات، البناء، الأجهزة المنزلية والتعبئة والتغليف وتنشط في أكثر من 60 دولة .

وتعتبر شركة شنايدر إلكتريك من بين المؤسسات العالمية المتخصصة في مجال الطاقة، ولقد استطاعت المؤسسة تحقيق نمو في حجم مبيعاتها بنسبة 55% خلال هذه الفترة ولقد حققت المؤسسة أداء خلال سنة 2012 يكشف عن مدى كفاءتها وإمكانياتها من خلال تحقيق رقم قياسي للأرباح، وبالنسبة لمؤسسة توتال فحققت نمو بنسبة 56 % بين سنتي 2009–2012 ولقد أدى التباطؤ الاقتصادي الذي أثر على الطلب على النفط في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية إلى انخفاض طفيف في مستوى رقم أعمال المؤسسة.

- خلال الفترة 2012-2013 بلغت قيمة التداول الإجمالي لمؤشر CAC 40 نسبة 2 % و 3 % من المؤشر وهناك اتجاه سلبي للمؤشر نتيجة الآثار السلبية للتغيرات في سعر الصرف للعملة، ولقد شهدت المؤسسات المدرجة في المؤشر انخفاض في مستويات النتيجة الصافية بنسبة 10 % مقابل ارتفاع الهامش التشغيلي (باستثناء قطاع البنوك والتأمين) إلى جانب انخفاض الأصول بنسبة كبيرة. في حين شهدت نسبة القيمة السوقية للمؤشر ارتفاع مقارنة بسنة 2008.

- معظم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 تراجع أدائها وانخفضت معظم مؤشرات الأداء في سنة 2013 نتيجة الركود الاقتصادي رغم نمو الناتج المحلي الإجمالي في فرنسا بنسبة 0.3% إلا أن التغيرات السلبية كان لها أثر على الأداء، ولقد بلغت قيمة التداول الإجمالي لمؤشر CAC 40 نسبة 2 % مع تدهور مستوى الربحية.

ولقد تراجع مستوى الربح التشغيلي بسبب انخفاض قيمة الأصول وتكاليف إعادة الهيكلة والخسائر الناجمة عن بيع الأصول وإلى جانب ذلك، انخفض مستوى الهامش التشغيلي لسنة 2013 مقارنة مع سنة 2012، ولقد شهد قطاع الطاقة انخفاضاً واضحاً، بالإضافة إلى انخفاض حجم الأصول خلال الثلاث سنوات الأخيرة.

2- حاولنا في الفرع الأول من الدراسة التطبيقية تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير الاختلاف في عوائد الأسهم، وتحديد مدى تفوق هذا المؤشر على المؤشرات المحاسبية التقليدية في تفسير عوائد الأسهم، ولقد كانت النتائج كما يلي:

- عدم وجود دلالة إحصائية بين العائد على السهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية الذي أظهرت النتائج أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين العائد على السهم وهو ما أظهرته نتائج تقدير النموذج بعد تحسينه من خلال استبعاد المعالم التي ليس لها دلالة معنوية، وهذا على العكس مع ما توصلت له نتائج دراسة كل من سمير محمد حسين الرواشدة (2006)، إكرام عبد الرحمان فلاتة (2010)، و Moreteza hajiabbasi (2012)، ورغم أن كل من مؤشرات العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، حصة السهم من الأرباح يدخل في حسابها الربح الصافي قبل الضريبة إلا أن مؤشر العائد على حقوق الملكية الوحيد الذي أظهرت النتائج قدرته على تفسير عوائد الأسهم نظرا لكونه يقيس مردودية الأموال الخاصة.
- أظهرت الدراسة عدم وجود دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على السهم والقيمة الاقتصادية المضافة وعدم قدرة هذا المؤشر على تفسير عوائد الأسهم وهي لا تتفوق على المقاييس المحاسبية التقليدية في ذلك.
- أظهرت نتائج تقدير النماذج أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات المحاسبية للأداء في تفسير عوائد الأسهم حيث نلاحظ أن مؤشر العائد على الملكية له قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم وهذا يتوافق مع النتائج التي توصل لها Gary C. Biddle and others (1997)، سمير محمد حسين الرواشدة (2006).
- للقيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بجميع المؤشرات وهذا يعود إلى درجة الارتباط بينها وبين العائد على السهم نظرا لكوننا استخدمنا في حسابه القيمة السوقية والدفترية للأسهم وهو ما أثبتته أغلب الدراسات، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يتغلب على كافة المؤشرات بما فيها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم، وبالتالي فإن هذا المؤشر له قدرة أكبر على قياس الأداء المالي مقارنة بالمؤشرات الأخرى وهذا يتوافق مع النتائج المتوصل إليها في دراسة Seoki lee and Woo Gon Kim (2009).

3- في الفرع الثاني من الدراسة التطبيقية قمنا بدراسة مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة، وذلك مقارنة بالمقاييس التقليدية المحاسبية، ولقد تمثلت أبرز النتائج في:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة، حيث أظهرت النتائج قدرة هذا المؤشر على تفسير القيمة السوقية المضافة، وهذا قد يعود إلى كون أن هذا المؤشر يقيس النتيجة التي حققتها المؤسسة من خلال استخدامها لأصولها ويعكس مدى مساهمة كل أصل في أرباح المؤسسة، وتعكس أرباح المؤسسة هنا قيمة أسهمها لأن التغير في النتيجة الصافية يعني التغير في عوائد الأسهم وبالتالي ستؤثر على قيمة السهم في السوق.

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حصة السهم من الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة، وذلك قد يعود إلى كون أن مؤشر القيمة السوقية المضافة تم حسابه بالاعتماد على قيمة السهم وهي الفرق بين القيمة السوقية والدفترية للأسهم، ومؤشر حصة السهم من الأرباح له قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة لكونه يقيس نصيب السهم الواحد من الأرباح، وهذا يحدد القيمة السوقية للسهم.

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وهذا يؤكد ما توصلت إليه العديد من الدراسات، وذلك يعود للارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة نظرا لكون أن القيمة السوقية المضافة تمثل مجموع التوقعات المستقبلية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ولقد أشارت نتائج الارتباط إلى وجود ارتباط قوي بين المؤشرين.

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من مؤشر العائد على حقوق الملكية، صافي التدفق النقدي التشغيلي والعائد على الاستثمار والقيمة السوقية المضافة.

- أظهرت النتائج أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة وهو يتفوق على مؤشرات الأداء التقليدية، وتتوافق هذه النتائج مع ما توصلت إليه هالة عبد الله الخولي سنة 2000.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال ما تم التطرق اليه في الجانب النظري لاحظنا أن معظم الدراسات كان هدفها هو تحديد مدى أفضلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية مقارنة مع المقاييس الأخرى للأداء، حيث يعتبر هذا المؤشر أداة تسمح بتحديد قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين وتعظيم ثروتهم من خلال تحقيق أعلى قدر ممكن من العوائد مقابل تكلفة رأس المال، ومن خلال الدراسة التطبيقية حاولنا الإجابة عن الإشكالية الأساسية للدراسة والتي تتمحور حول قدرة هذا المؤشر على قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 والناشطة في سوق باريس للأوراق المالية، ولقد أظهرت النتائج أنه لمؤشر العائد على حقوق الملكية ومؤشر القيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير الاختلاف في عوائد الأسهم مقارنة بالمؤشرات الأخرى للأداء المالي، وإلى جانب ذلك، تتفوق القيمة السوقية المضافة على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم، وأظهرت النتائج أن لمؤشر العائد على الأصول وحصة السهم من الأرباح قدرة على تفسير التغير في القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية للأداء المالي، ويتفوق مؤشر القيمة الاقتصادية على المؤشرات الأخرى للأداء المالي في تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة.

الخاتمة العامة

خاتمة عامة

من خلال ما سبق يتبين أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يؤدي دوراً كبيراً في قياس أداء المؤسسات وتحديد مدى قدرتها على خلق قيمة للمساهمين فيها، فهي مؤشر مناسب لتحديد مدى كفاءة المديرين وقدرتهم على تعظيم ثروة المساهمين، كما أنها مؤشر أداء يرتبط بالمؤشرات الأخرى مثل القيمة النقدية المضافة على الاستثمار والتدفقات النقدية، والقيمة الحالية الصافية، بالإضافة إلى القيمة السوقية المضافة وهو ما يجعلها أكثر فعالية، فارتباط القيمة الاقتصادية المضافة بالقيمة السوقية التي ستحققها الأسهم في السوق يجعل المديرين أكثر استجابة نحو الخطط الاستثمارية التي هم بصدد انجازها نظرا للرقابة التي ستكون مفروضة عليهم.

ولقد أثبتت تفوقها على المقاييس المحاسبية التقليدية وذلك لأنها تعتمد على الأرباح التشغيلية الصافية وتكلفة رأس المال في تقدير تقديرها للقيمة المضافة، كما أنها تعكس الربح الحقيقي نظرا لكونها تقوم بإدخال العديد من التعديلات في عملية حسابها وهو ما يسمح بالتخلص من التشوهات التي من الممكن أن تتعرض لها البيانات المحاسبية، ويظهر من خلال الدراسة أنه رغم أن القيمة الاقتصادية المضافة تملك القدرة لقياس عوائد الأسهم من خلال إيجاد الفرق بين الأرباح الحقيقة التي تحققها المؤسسة وتكلفة رأس المال إلا أن درجة الارتباط بينها وبين عوائد الأسهم منخفضة مقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء.

ولقد أظهرت النتائج أن درجة الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية المضافة والعائد على الأسهم أعلى من درجة الارتباط بين هذا الأخير ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كما أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يتفوق على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم كما أظهرت النتائج تفوق مؤشر التدفقات النقدية الناجمة من العمليات التشغيلية على مؤشرات الأداء في ذلك.

ولاحظنا من خلال التطرق للدراسات التي تناولت الموضوع أنها انقسمت بين مؤيد ومعارض حول تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على باقي مؤشرات الأداء في قياس أداء المؤسسة الاقتصادية، وجاءت معظم الدراسات من أجل إثبات ما قدمه Stewart بخصوص مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حيث حاولت التحقق من مدى قدرة هذا المؤشر على قياس الأداء المالي في بيئة مختلفة وفترة زمنية أخرى، ولقد قام Kramer وPushner بدراسة قوة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وذلك باستخدام نفس العينة التي استخدمها Stewart في الدراسة خلال الفترة 1982–1992 ولقد توصل الباحثان إلى أنه من الرغم من أن القيمة

السوقية المضافة ونتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب كانتا موجبتين إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة ظهرت متوسط سالب خلال نفس الفترة ولم يجدا دليل واضح على أن القيمة الاقتصادية المضافة هي أفضل مقياس داخلي لخلق قيمة للمساهمين.

وفي نفس السياق توصل Dodd وChen إلى أن العوائد لا تتأثر بالتغيرات في القيمة الاقتصادية المضافة، ولقد أظهر ROE تفسير أكبر من EVA، ولقد أظهر RI الذي يشبه إلى حد كبير القيمة الاقتصادية المضافة باستثناء التعديلات التي يجب إجراؤها للوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة (ما يسمى بالتشوهات المحاسبية) نتائج مشابهة لها.

كما أكد Biddle أن هناك دراسات عديدة أجريت حول القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة استندت معظمها إلى الأدلة النظرية حسب رأيه.

1- النتائج النظرية:

من خلال ما تم التطرق إليه حول القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث للأداء المالي تم استخلاص النتائج النظرية التالية:

- تعتبر عملية قياس الأداء المالي أمر جد هام بالنسبة للمؤسسة لكونه يسمح بتحديد الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، وفي ظل تغير الأهداف نحو خلق قيمة مضافة للمساهمين، أصبح من المهم إيجاد مؤشرات أداء تسمح بتقييم الأداء بشكل صحيح وبطريقة تسمح للمساهمين بتحديد مدى إمكانية المؤسسة على استثمار أموالهم بشكل كفء وفعال، مع تحديد قدرتها على خلق ثروة لهم وعدم تدميرها؛
- شهدت مؤشرات الأداء المالي بدءا من سنة 1920 تطورا كبيرا بدءا بظهور نموذج ديبون Dupont والذي يضم مؤشرين أساسين لتقييم الأداء وفي أوائل سنة 1980 انتقد العديد من الكتاب والباحثين النماذج المحاسبية لقياس الأداء في ظل التغيرات وارتفاع القدرة التنافسية في بيئة الأعمال، إلى جانب القصور الذي ظهر في المقاييس المحاسبية والمالية وتوصل العديد من الباحثين إلى أن المقاييس التقليدية للأداء تعتمد على بيانات تاريخية ولا توفر مؤشر كاف للأداء المستقبلي، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الملموسة في تحديد قيمة المؤسسة وهو ما أدى إلى ظهور المؤشرات غير المالية.
- رغم الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلا أنها تبقى مؤشر أداء له القدرة على تحديد الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية نظرا لكونه يقوم بتحديد الربح الحقيقي من خلال طرح تكلفة رأس المال من الربح الصافي وهو ما تتجاهله العديد من المؤشرات المحاسبية التقليدية التي أهملت تكلفة رأس المال في تحديد الربح

الحقيقي للمؤسسة، كما حاول Stewart تفادي الانتقادات الموجهة لهذا المؤشر وذلك من خلال تقديمه لمجموعة من التعديلات المحاسبية التي يتم من خلالها التخلص من بعض التشوهات التي قد تتعرض لها البيانات المحاسبية.

2- النتائج التطبيقية:

من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع حاولنا معالجة الإشكالية الرئيسية وبعد وضع مجموعة من الفرضيات كانت النتائج كما يلي:

- **الفرضية الأولى**: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء التقليدية، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم.

أظهرت نتائج الدراسة صحة الفرضية الأولى ولكن ليس بشكل مطلق حيث أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود دلالة إحصائية بين العائد على السهم والمؤشرات المحاسبية التقليدية باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية، وهذا على العكس مع ما توصلت له نتائج دراسة كل من سمير محمد حسين الرواشدة (2006)، إكرام عبد الرحمان فلاتة (2010)، و Moreteza hajiabbasi (2012).

في حين أن النتائج تشير إلى عدم وجود دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على السهم والقيمة الاقتصادية المضافة.

- **الفرضية الثانية**: لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة تفسيرية أكبر لعوائد الأسهم مقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء .

وفق ما أظهرته نتائج تقدير النماذج يتبين أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات المحاسبية للأداء في تفسير عوائد الأسهم في حين أن مؤشر العائد على الملكية له قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم وهذا يتوافق مع النتائج التي توصل لها Gary C. Biddle and others (1997)، سمير محمد حسين الرواشدة (2006).

إلى جانب ذلك، أشارت النتائج إلى أن للقيمة السوقية المضافة قدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم مقارنة بجميع المؤشرات وهو ما أثبتته أغلب الدراسات، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يتغلب على كافة المؤشرات بما فيها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم.

وبالتالي، فإن هذا المؤشر له قدرة أكبر على قياس الأداء المالي مقارنة بالمؤشرات الأخرى وهذا يتوافق مع النتائج المتوصل إليها في دراسة Seoki lee and Woo Gon Kim (2009).

- **الفرضية الثالثة** : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية المضافة.

أثبتت نتيجة الدراسة عدم صحة هذه الفرضية بشكل نسبي حيث أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة، وقدرة هذا المؤشر على تفسير القيمة السوقية المضافة، إلى جانب وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حصة السهم من الأرباح ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. ومؤشر حصة السهم من الأرباح له قدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة لكونه يقيس نصيب السهم الواحد من الأرباح، وهذا يحدد القيمة السوقية للسهم، كما أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وهذا يؤكد ما توصلت إليه العديد من الدراسات، وذلك يعود للارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة.

أما بالنسبة لبقية المؤشرات فليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع مؤشر القيمة السوقية المضافة.

- **الفرضية الرابعة**: لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة أكبر على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة.

أثبتت النتائج صحة هذه الفرضية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له قدرة أكبر على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية للأداء، وهذا يعود لكون أن القيمة السوقية المضافة تمثل التوقعات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة.

- **الفرضية الخامسة**: تتأثر القيمة الاقتصادية المضافة بعناصر الهيكل المالي.

ولقد أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وكل من المردودية الاقتصادية ومعامل بيتا الذي يقيس الخطر النظامي، كما نلاحظ أن القيمة الاقتصادية المضافة لا يعكسها حجم المؤسسة.

3- التوصيات و الآفاق:

من خلال الدراسة يمكن وضع التوصيات والآفاق التالية:

أولا: التوصيات: بعد التطرق إلى موضوع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي تبين مدى أهمية أن تتوفر للمؤسسة قدرة على خلق قيمة إضافية لمساهميها وتكوين ثروة نتيجة استثمارها للأموال المتاحة لديها، ومن خلال الدراسة تم وضع التوصيات التالية:

- حرص المؤسسات على الرفع في مستوى الأرباح الصافية مقابل الخفض من ثمن تكلفة رأس المال قدر الإمكان بشكل يسمح بإنشاء ثروة ؛
- ضرورة دراسة أساليب التمويل من أجل اختيار المصادر التي تسمح للمؤسسات بتدنئة تكلفة رأس المال مع التركيز على الأنشطة التي تساهم في رفع نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب من خلال القرارات التشغيلية مع ضرورة التحكم في هيكل التكاليف المرتبطة بنشاط المؤسسة؛
- ضرورة التوفيق بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل؛
- تعزيز القدرة التنافسية بشكل يتيح للمؤسسة خلق قيمة مضافة من خلال الرفع من مستويات أرباحها.

الآفاق:

من خلال الدراسة يمكن وضع أفاق البحث التالية

- تطبيق الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تفوق عشر سنوات حتى يمكن تحديد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أداء أفضل من خلال خلق قيمة إضافية وهو ما يجب اكتشافه على المدى الطويل؛
- تطبيق الدراسة في البيئة الجزائرية وما منعنا من اختيار سوق الجزائر للأوراق المالية في دراسة الحالة هو ضعف السوق الجزائري وعدم توفر عينة ملائمة من المؤسسات للدراسة نتيجة العدد القليل للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- القيام بدراسة تهدف إلى تحديد المؤسسات التي بإمكانها أو المؤهلة لدخول السوق المالي الجزائري من خلال قياس قدرتها على الرفع من قيمتها بالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى جانب مؤشرات الأداء المالي التي تقوم على خلق القيمة؛
- دراسة تأثير نوع القطاع والصناعة على قدرة المؤسسة على خلق قيمة من خلال دراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والعوامل المؤثرة عليه.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

I- الكتب

1- أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية: "الأسس العلمية والتطبيقية"**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان:الأردن، 2010.

2- الياس بن ساسي ويوسف قريشي, **التسيير المالي: الإدارة المالية**, الطبعة الأولى, دار وائل للنشر والتوزيع, عمان، الأردن, 2006.

3- علي السلمي, **الإدارة العامة**, الطبعة الثانية, مكتبة غريب للطباعة والنشر والتوزيع, القاهرة:مصر, 1983.

4-طارق عبد العال حماد, **التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة**, الدار الجامعية, الإسكندرية: مصر, 2000.

5- محمد صالح حناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية:مصر، 2000.

II- المقالات المنشورة:

6- زكريا يحي الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**، المجلة العراقية للعلوم المصرفية، العراق، العدد 21، 2012.

7- عبد الباقي بضياف، إلياس بن ساسي, هواري سويسي، **دراسة تأثير المخاطر المالية غير النظامية على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 14، 2014.

8- عبد الوهاب دادن، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية**، مجلة الباحث, جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 04، 2006.

9- عبد الوهاب دادن وحورية بديدة، **تأثير سياسة الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009**، مجلة أبحاث اقتصادية إدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 10، ديسمبر 2011.

10- علاء عبد الحسين صالح وعدي صفاء الدين فاضل، **تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2008-2010"**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، العدد رقم 08، العدد 25.

11- علي بن الضب وسيدي أمحمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 02، 2013.

12- محمد جموعي قريشي، **تقييم أداء المؤسسات المصرفية، دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية خلال الفترة 1994-2000**, مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 03، 2004.

13- مقبل علي أحمد علي، **دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها" دراسة تطبيقية** ، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد: العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010.

14- هالة عبد الله الخولي، **الاختبار الميداني للعلاقة بين مقاييس الأداء الداخلي والقيمة السوقية للمنشأة**، دراسة تطبيقية على قطاع الأعمال في مصر، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، مصر، العدد 57، 2001 .

15- هشام بحري، **مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2001-2012.

16- هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، عدد 2010/2009/07.

III- الأطروحات والرسائل الجامعية:

17- إكرام عبد الرحمان فلاته، **قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة "دراسة تطبيقية"**، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد و الإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.

18- رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

19- حاب الله الشريف, **دور التكاليف المعيارية في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية**, مذكر مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير, تخصص محاسبة, غير منشورة, جامعة الحاج لخضر, باتنة, 2008-2009.

20- عادل عشي, **الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية: قياس وتقييم**, مذكر مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير, تخصص محاسبة, غير منشورة، جامعة بسكرة, 2000-2002.

21- صفية صديقي، **طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 الى 2010**، مذكرة ماجستير تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2012/2011.

22- محمد حسين الرواشدة، **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم** مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2006.

IV- مؤتمرات وأوراق علمية:

23- السعيد بريكة وسمير مسعي، **تقييم المنشاة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة**، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف – الجزائر، أفريل2009.

24- أشرف الشرقاوي، **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم**، ورقة علمية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات – أفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006.

25- إلياس بن ساسي، **النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة "حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFOR ولاية ورقلة–الجزائر"**, المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمؤسسات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 8-9 مارس 2005.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I- الكتب

26- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 2011.

27- Pierre Voyer, **Tableaux de bord de gestion et indicateurs de performance**, 2 édition, Presses de l'Université du Québec, 2006.

II- المقالات:

28- Abolfazl Ghadiri Moghaddam and Hossein Shoghi, **A Study of Refined Economic Value Added Explanatory Power Associated with MVA & EPS in Tehran Stock Exchange**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL 3, NO 9, January 2012.

29- Adnan M. Abdeen, G. Timothy Haight, **A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies**, The Journal of Applied Business Research, Volume 18, Number 2002.
30- Andreea Paula, Cristina Elena, **EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A Comparative Analysis**, Romanian-American University, Bucharest.
31- Arindam Das and Mahasweta Roy, **EVA TM and Traditional Financial Measure of Business Performance Stydy on NSE Listed utomobile Companies**, Vidyasagar University Journal of Commerce, Vol. 18, 2013/ISSN.
32- Biddle, G.C.; R.M. Bowen and J.S. Wallace, **'Does EVA® beat earnings: Evidence on the association with stock returns and firm values'**, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 2,1997.
33- Biddle, Gary C, and Browen, Robert, And Wallace, James S, Evidence On EVA, jpurnal of Applied Corporate Finance, Vol 12, No 2, 1999.
34- Cappelletti Laurent et Khouatra Djamel, **LA Mesure De La Creation de Valeur Organisationnelle : Le Cas D'une Entreprise Du Secteur De La Gestion De Patrimone**, Manuscrit auteur, publié dans "Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, France version 01, (2002)".
35- Claire Gauzente, **Mesurer la performance des entreprises en l'absence d'indicateurs objectifs : quelle validité ? Analyse de la pertinence de certains indicateurs**, Finance Contrôle Stratégie – Volume 3, N° 2, juin 2000.
36- Cynthia A. Montgomery and Birger Wernerfelt, **Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q**, RAND Journal of Economics, Vol. 19, No. 4, Winter 1988.
37- Denglos Grégory, **Le modèle de création de valeur (EVA-MVA) Présentation, ajustements et reformulations**, La Revue des Sciences de Gestion , 2005/3 n°213.
38- Drew Fountain, Douglas J. Jorda and G. Michael Phillip, **Using Economic Value Added as a Portfolio Separation Criterio**, Quarterly Journal of Finance and Accounting, Vol. 47, No. 2, 2008 .
39- Gu-Hwan Won, **Electric power industry restructuring and ROE: The case of Korea Electric Power Corporation**, Energy Policy 35 (2007.
40- Hamidah, **EVA, ROCE, ROE, and EPS as Method of Assessment of Financial Performance and Its Effect on Shareholders' Wealth: Evidence From Bank Listed at Indonesian Stock Exchange in 2011 – 2013**, International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 5, Issue 2, February 2015.
41- H de Wet and JH Hall, **The relationship between EVA, MVA and leverage**, Meditari Accountancy Research Vol. 12 No. 1 2004.
42- Issham Ismail, **Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia**, African Journal of Business Management, Vol. 7(18), pp. 1757-1764, 14 May, 2013.
43- Jeffery S.Abarbanell and Brian J.Bushee, **Fundamental analysis, future earnings, and stock prices**, Journal of Accounting Research 35 (1),1997.
44- Johann de Villiers, The **Distortions in Economic Value Added(EVA) Caused by Inflation**, Journal of Economics and Business, 49(3).
45- Kimberly J. Harris, **Calculating ROI for training in the lodging industry: Where is the bottom line?**, Hospitality Management 26 ,2007.
46- Lang, L. and R. Stulz, "**Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance,"** Journal of Political Economy, 102, 1994.
47- -Lorie Zorn,**Le calcul du coût des capitaux propres des entreprises canadiennes et américaines**, Revue de La Banque Canada • Automne 2007.

48- Madan Lal Bhasin,**Economic Value Added and Shareholders' Wealth Creation: Evidence from a Developing Country**, International Journal of Finance and Accounting, 2(4), 2013
49- Mohamed Fawzi Shubita,**The Information Content of Economic Value Added and Residual Income - Evidence from Jordan**, Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.4, No.13, 2013.
50- Mahmoud Samadi Largani and others, **A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions**, Asia Pacific Busness innovation and Technology Society, volume 40, 2012.
51- Michel Albouy, **Théorie, Applications et Limites De La Mesure De La Création De Valeur**, Lavoisier, Revue française de gestion, no 160, 2006.
52- Moreteza hajiabbasi, Meysam Kaviani, Navid Samadi Largani, Mahmoud Samadi Largani, Hamzeh montazeri, **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**, ARPN Journal of Science and Technology, VOL. 2, NO. 5, June 2012.
53- Nikhil Chandra Shil**, Performance Measures: An Application of Economic Value Added,** International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March: 2009.
54- Nuttawat Visaltanachoti, Robin Luo and Yi Yi, **Economic Value Added (EVA) And Sector Returns**, Asian Academy of Management Journal of accounting and Finance, AAMJAF, Vol. 4, No. 2, 2008 .
55- philippon , Thomas, **The bond market's Q**, Quarterly journal of Economics, Vol. 124, No. 3,2009.
56- Pierre Erasmus, **I as 15 InflatIon adjustments and eva : e mpIrIcal evIdence from a hIghly varIable InflatIon regIme**, SAJEMS NS 12 ,No 2, 2009.
57- Priya Jain, **Perfoemance Mesurement of indian corporat A Comparative Study of Economic Value Added (EVA) with Companies SIZE**, International Interdisciplinary Research Journal, Vol.2 (8), AUGUST 2014.
58- Ray Ball and Philip Brown, **An empirical evaluation of accounting income numbers**, Journal of Accounting Research 6 (2), 1968.
59- Rezvan Hejazi, Malektaj Maleki Oskouei, **The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange**, Iranian Accounting & Auditing Review,,Vol. 14 No. 47, Spring 2007.
60- Robert F Lusch, Michael Harvey, Cheri Speier ،**ROI3: the building blocks for successful global organizations in the 21st century**, European Management Journal, Volume 16, Issue 6, December 1998.

61- Sarbapriya Ray, **Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement**, Advances in Information Technology and Management (AITM) 260 Vol. 2, No. 2, 2012.

62- Seoki Lee a, Woo Gon Kim, **EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?**, International Journal of Hospitality Management, 28 ,2009.
63- Seyed Mojtaba Hasani, **Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL 4, NO 3, JULY 2012.
64- Shimin Chen and James L. Dodd, **Economic Value Added (EVA™): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure**, Journal of Managerial Issues,Vol. 9, No. 3 ,Fall 1997.
65- Stephen H.Penman, S.H, **An evaluation of accounting rate of return**, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 6 (2), 1991.

III- الأطروحات والرسائل الجامعية:

66- Abdallah Boujlida, **La performance Financiére des PME manufacturiéres conceptualisation et mesure**, Mémoir présenté a université du Québec a Trois-Riviéres, 2002.
67- Thomas Olivier, **Création de valeur actionnariale et communication financière**, mémoire de DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004, Université de Bretagne Occidentale Institut d'Administration des Entreprises de Brest Année universitaire 2003 – 2004**.**

IV- البحوث والدراسات:

68- Alin Saucier, **Les indicateurs et la gestion par résultats**, Collection méthodologie et instrumentation, Planification-Evaluation Santé Services Sociaux, Aout 1995.
69- Angéle Renaud, Nicolas Berland. **Mesure De La Performance Globale Dse Entreprise**, Comptabilite Et Enveronnment, May 2007, France.
70- Erik Ottosson and Fredrik Weissenrieder, **Cash Value Added - a new method for measuring financial performance**, March 1, 1996, FWC AB Study No 1996: 1.
71- Fredrik Weissenrieder , **Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?**, December 1, 1997, FWC AB Study No. 1997:3.
72- John P. Evans and James A. Gentry, **Using Tobin's Q Ratio To Assess the Strategy of Repurchasing Shares**, Working paper series / School of Economics and Finance, Curtin Business School, Curtin University of Technology ; 2000.
73- Kayo, E., Basso, L., and Olivaira, S. F.(2005). **The major accounting adjustments to calculate EVA. An application to Brazilian firms**, Social Science Research Network.
74- Narjess Boubakri et autres**, Les principes de la finance d'entreprise**, Published by Gaëtan Morin Éditeur, 2005.
75- Philippe Lorino. **Le Balanced Scorecard Revisite: Dynamique Strategique Et Pilotage De Performance Exemple D'une Enterprise Energetique**. 22eme Congres De L'AFC, France, May 2001.
76- Syed Ali Raza and others, A **DuPont Analysis on Insurance Sector of South Asian Region**, Munich Personal RePEc Archive, August 2013.

77- Pablo Fernandez, **Shareholder Value Creation: A Definition**, IESE Business School. University of Navarra, November, 2015.
78- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, **Inside Out: Reporting on Shareholder Value**.

V- المواقع الالكترونية:

79- http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Bourse/Le-CAC-40/Le-CAC-40-qu-est-ce-que-c-est.
80- sa.investing.com.
81- boursorama.com

الملاحق

الملحق رقم (01): قائمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40

القطاع	تاريخ الانضمام للمؤشر	الرمز	اسم المؤسسة	الرقم
Technologie, Télécommunication et Media	1997	ORAN	Orange	01
Industries et BTP	2003	ISPA	Arcelor-Mittal	02
Technologie, Télécommunication et Media	1987	STM	ST Microelectronics	03
Banques, Assurances	1987	AXAF	AXA	04
Biens et Services aux consommateurs	1987	ACCP	Accor	05
Biens et Services aux consommateurs	1987	LVMH	LVMH	06
Industries et BTP	1987	ALSO	Alstom	07
Industries et BTP	1987	ESSI	Essilor International	08
Energies, Matières premières et Services aux collectivités	1987	EDF	EDF	09
Industries et BTP	1987	AIRP	Air-Liquide	10
Industries et BTP	1990	AIR	EADS	11
Technologie, Télécommunication et Media	2004	PUBP	Publicis	12
Industries et BTP	1987	BOUY	Bouygues	13
Banques, Assurances	1987	BNPP	BNP-Paribas	14
Biens et Services aux consommateurs	1995	PRTP	PPR	15
Biens et Services aux consommateurs	1987	RERP	Pernod-Ricard	16
Energie, Matières premières et Services aux collectivités	2009	TECF	Technip	17
Energies, Matières premières et Services aux collectivités	1987	TOTF	Total	18
Energies, Matières premières et Services aux collectivités	1987	GSZ	GDF-SUEZ	19
Biens et Services aux consommateurs	1987	DANO	Groupe Danone	20

Industries et BTP	**2005**	**RENA**	**Renault**	**21**
Industries et BTP	**2011**	**SAF**	**Safran**	**22**
Biens et Services aux consommateurs	**1987**	**SASY**	**Sanofi**	**23**
Industries et BTP	**1987**	**SGOB**	**Saint Gobain**	**24**
Banques, Assurances	**1987**	**SOGN**	**Société Générale**	**25**
Industries et BTP	**2012**	**SOLB**	**Solvay**	**26**
Technologie, Télécommunication et Media	**2012**	**GTO**	**Gemalto**	**27**
Industries et BTP	**1987**	**SCHN**	**Chneider Electric**	**28**
Industries et BTP	**2006**	**VLLP**	**Vallourec**	**29**
Technologie, Télécommunication et Media	**1987**	**VIV**	**Vivendi**	**30**
Industries et BTP	**2002**	**SGEF**	**Vinci**	**31**
Energies, Matières premières et Services aux collectivités	**1987**	**VIE**	**Veolia Environnement**	**32**
Technologie, Télécommunication et Media	**1988**	**CAPP**	**Cap Gemini**	**33**
Biens et Services aux consommateurs	**1987**	**CARR**	Carrefour	34
Banques, Assurances	**1999**	**CAGR**	**Crédit Agricole SA**	**35**
Industries et BTP	**1987**	**LAFP**	**Lafarge**	**36**
Biens et Services aux consommateurs	**1987**	**OREP**	**L'Oréal**	**37**
Industries et BTP	**1987**	**LEGD**	**Legrand**	**38**
Industries et BTP	**1987**	**MICP**	**Michelin**	**39**
Biens et Services aux consommateurs	**2007**	**UNBP**	**Unibail-Rodamco**	**40**

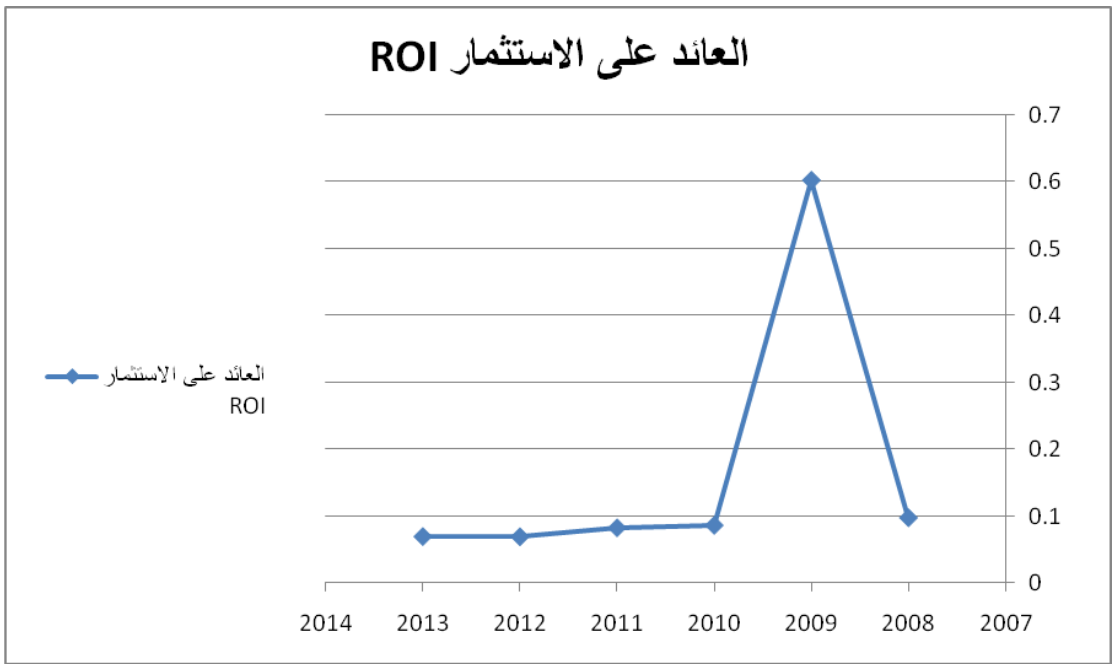
الملحق رقم (02): متوسط مؤشرات الأداء لمؤسسات العينة

ROI	MVA	RIT	EVA	EPS	CFO	ROE	ROA	اسم المؤسسة
0.07286494	3.69318012	-0.0676023	-10.408465	1.14054966	0.12922036	0.11172623	0.03257074	**Orange**
0.00526312	-16.580771	-0.0466927	20.8763977	1.20730739	0.04951522	0.02648477	0.01127526	**Arcelor-Mittal**
-0.0754542	-2.084665	0.03428441	3.7213177	-0.8087452	0.0815395	-0.1104647	-0.063919	**ST Microelectronics**
0.04126874	14.7456403	0.0706564	9.23253314	0.57147682	0.06815514	0.17603376	0.01643763	**Accor**
0.13295379	65.1558008	0.17542147	2.68364429	6.42439637	0.08703683	0.16290196	0.07437376	**LVMH**
0.15744415	21.8158521	-0.0929967	3.03282083	2.88257148	0.04428862	0.24992351	0.03239945	**Alstom**
0.16868136	40.2568685	0.13518601	-6.3308111	2.42944828	0.11867374	0.16155083	0.09041413	**Essilor International**
0.02493225	13.0352346	-0.0569698	-2.9781934	1.27430146	0.04283308	0.08497113	0.01005623	**EDF**
0.10879643	53.2695653	0.0942522	-13.280617	4.87506619	0.10966369	0.16604642	0.06410996	**Air-Liquide**
0.03217366	12.9745566	0.26261474	-2.5342364	1.06884669	0.04206583	0.08456875	0.00989229	**EADS**
0.14506318	19.6677658	0.24494014	1.80189123	3.11515035	0.0625936	0.16441259	0.03951204	**Publicis**
0.0688394	-1.7840234	-0.0279662	-4.6852769	3.10425392	0.07756755	0.09541361	0.02288476	**Bouygues**
0.05508813	25.106798	0.19607364	3.74760501	6.17257569	0.05302005	0.07300599	0.0314844	**PPR**
0.0597518	34.6906384	0.05927171	-1.732119	4.11684465	0.03786075	0.11732517	0.04148397	**Pernod-Ricard**
0.12862011	30.7436441	0.21481695	-9.4976213	4.08082747	0.05448673	0.13185947	0.04165267	**Technip**
0.20887401	13.3166794	0.02652724	-14.232986	4.62475505	0.1261336	0.16991647	0.07083721	**Total**
0.01883867	-2.9839922	-0.0646621	-15.74134	0.75468767	0.0605591	0.01799932	0.00663261	**GDF-SUEZ**
0.10402186	28.1092217	0.02166758	-4.1780823	2.69607091	0.08340711	0.1432534	0.05673896	**Groupe Danone**
0.03468147	-37.931723	0.17610127	-22.620705	3.14897934	0.04346612	0.0309206	0.01210496	**Renault**
0.08204818	12.2362562	0.34445398	-11.841887	1.61145382	0.06951386	0.11975343	0.03062129	**Safran**
0.06290178	18.813741	0.10061923	-36.596497	2.94762276	0.09185335	0.07385262	0.04369435	**Sanofi**
0.04502811	1.43770628	0.01161135	-24.217672	1.96053483	0.06216514	0.05694895	0.02104185	**Saint Gobain**
0.03364103	12.3160609	0.12487228	1.69205946	3.89561107	0.07293287	0.05475398	0.01962995	**Solvay**
0.09822955	24.2827695	0.31440497	-0.4333615	1.98945526	0.08807264	0.0977151	0.06944983	**Gemalto**

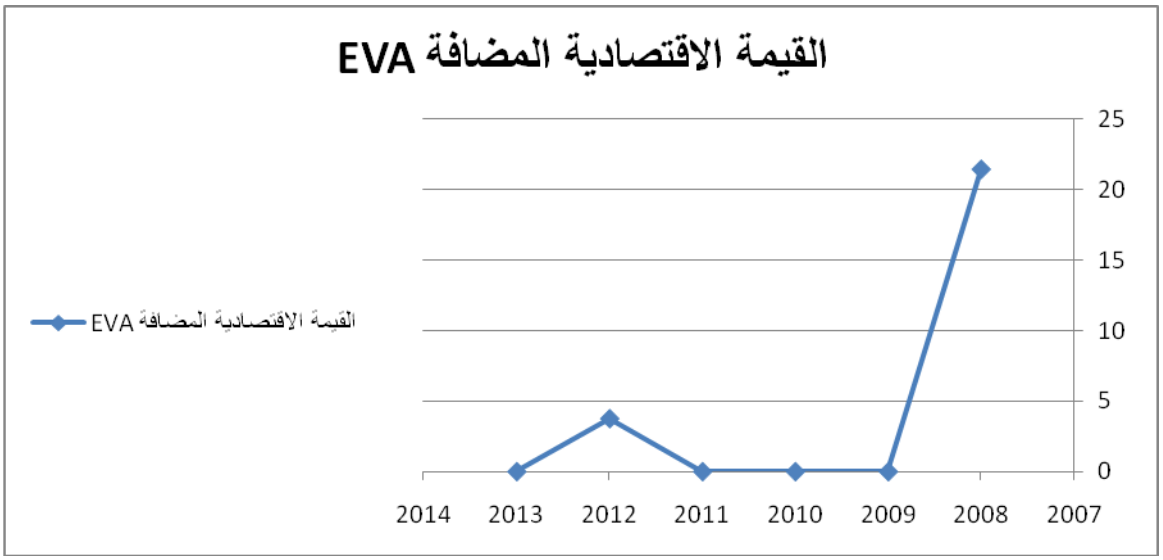
0.09376426	11.863132	0.15672172	-1.338637	4.06417163	0.08147682	0.1158586	0.05283021	**Chneider Electric**
0.14039607	10.4915192	-0.003511	27.2718856	6.08211301	0.09454415	0.12985974	0.07236435	**Vallourec**
0.06546778	2.72576564	-0.0034313	-6.7955258	1.45741577	0.11453549	0.07687331	0.0301876	**Vivendi**
0.08286146	15.8122833	0.06670659	1.41033835	3.57725508	0.06713182	0.16413207	0.03303598	**Vinci**
0.01922979	-21.990172	-0.0922083	2.77619068	0.63477903	0.06314376	0.03936246	0.00598918	**Veolia Environnement**
0.07073684	6.00227692	0.10487929	8.35360707	2.21291119	0.05059239	0.08122975	0.03490837	**Cap Gemini**
0.03712766	11.7963915	0.01430266	-7.169288	0.427317	0.0561029	0.02065081	0.00595898	**Carrefour**
0.03907706	-96.531745	0.0719811	128.456481	16.6341098	0.05212303	0.06465901	0.02324225	**Lafarge**
0.16563635	61.0393985	0.09663573	-7.2377144	4.00320846	0.1227968	0.14299648	0.0896957	**L'Oreal**
0.13271749	16.1764779	0.2447928	-1.9576362	1.61118879	0.10873369	0.15104079	0.06608473	**Legrand**
0.08995539	13.6483231	0.1067995	-6.0392607	5.27313933	0.09891953	0.11854766	0.04615293	**Michelin**
0.03015679	15.6198331	0.14802269	-56.489739	7.96227585	0.04603029	0.06222328	0.02459921	**Unibail-Rodamco**

الملحق رقم (03) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

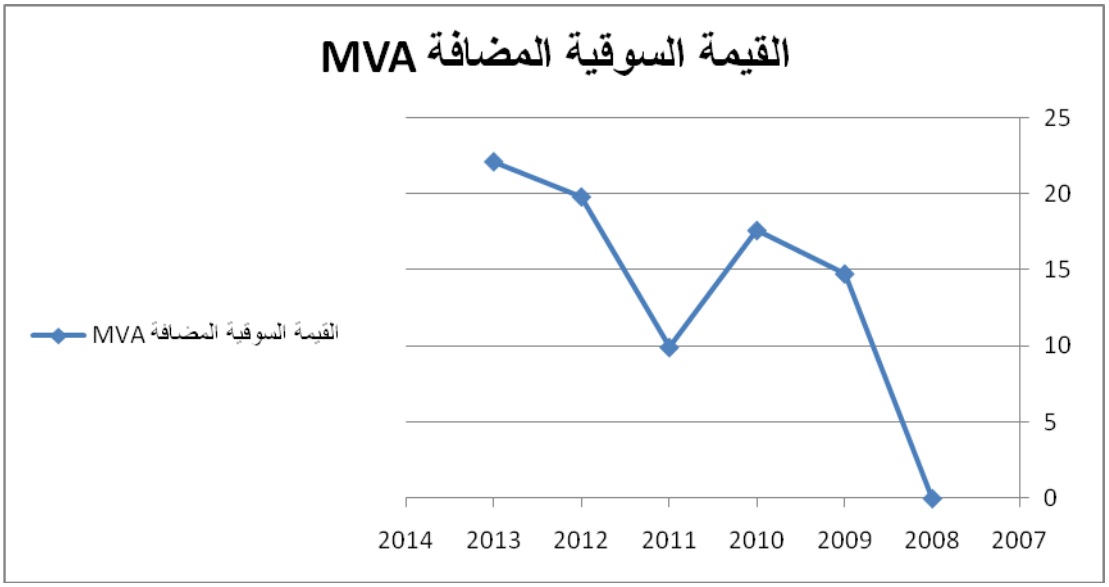
Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	ROI
2.323	0.986	0.0856	- 0.7037	0.3647	0.0972	**2008**
1.522	0.049	0.08145	- 0.1315	0.2942	0.6023	**2009**
- 0.548	0.417	0.0551	- 0.0018	0.2036	0.08589	**2010**
1.044	0.201	0.0539	- 0.5670	0.2271	0.0822	**2011**
8.413	- 2.088	0.0803	- 0.2712	0.1946	0.0688	**2012**
0.334	- 0.565	0.0632	0.0824	0.174	0.0691	**2013**



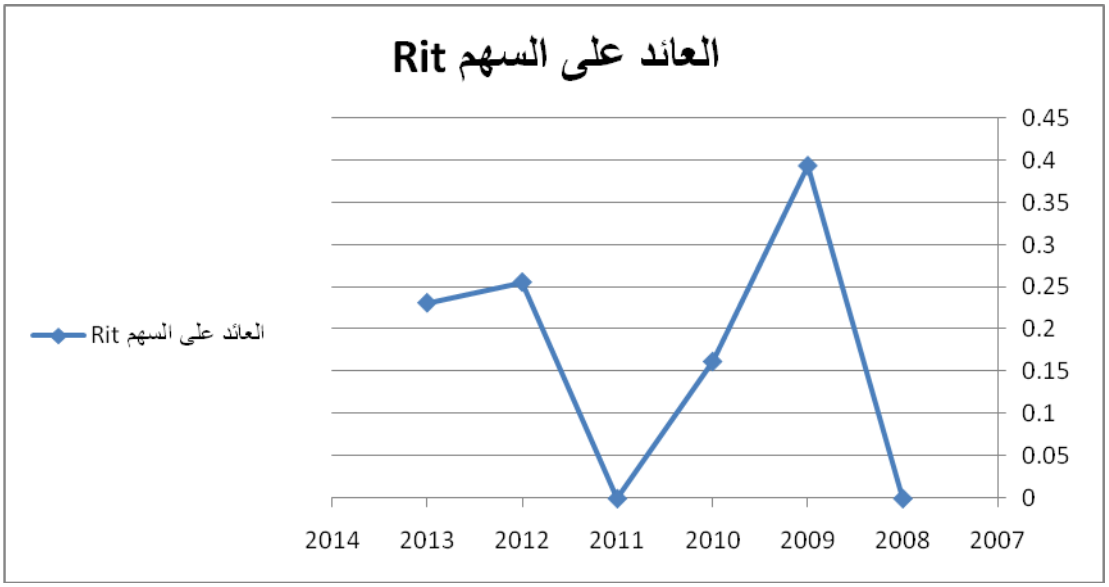
Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	EVA
21.126	4	147.49	- 234.39	782.01	21.435	**2008**
17.121	- 3.706	16.051	- 92.098	1.4841	- 13.045	**2009**
5.342	0.592	13.745	- 38.644	46.699	- 2.7945	**2010**
1.242	- 0.130	16.925	- 48.136	36.328	- 4.6436	**2011**
3.474	- 1.711	4.429	- 19.290	1.3304	3.7560	**2012**
4.994	- 1.251	6.9261	- 31.974	10.791	- 6.0756	**2013**



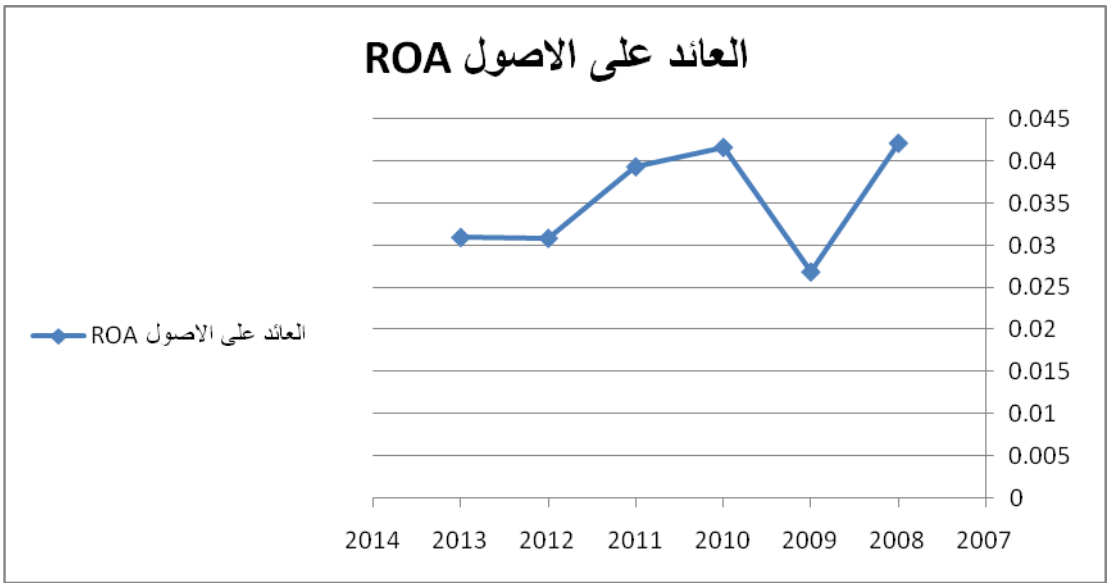
Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	MVA
32.20	- 5.518	92.9	- 539.968	42.733	- 12.3869	**2008**
0.542	0.526	16.245	- 20.795	54.707	14.752	**2009**
2.374	0.883	21.752	- 32.431	87.173	17.607	**2010**
1.626	0.004	22.953	- 55.782	64.343	9.9206	**2011**
0.389	0.422	27.301	43.531	89.950	19.811	**2012**
9.004	- 2.041	38.186	- 141.52	89.9584	22.1204	**2013**



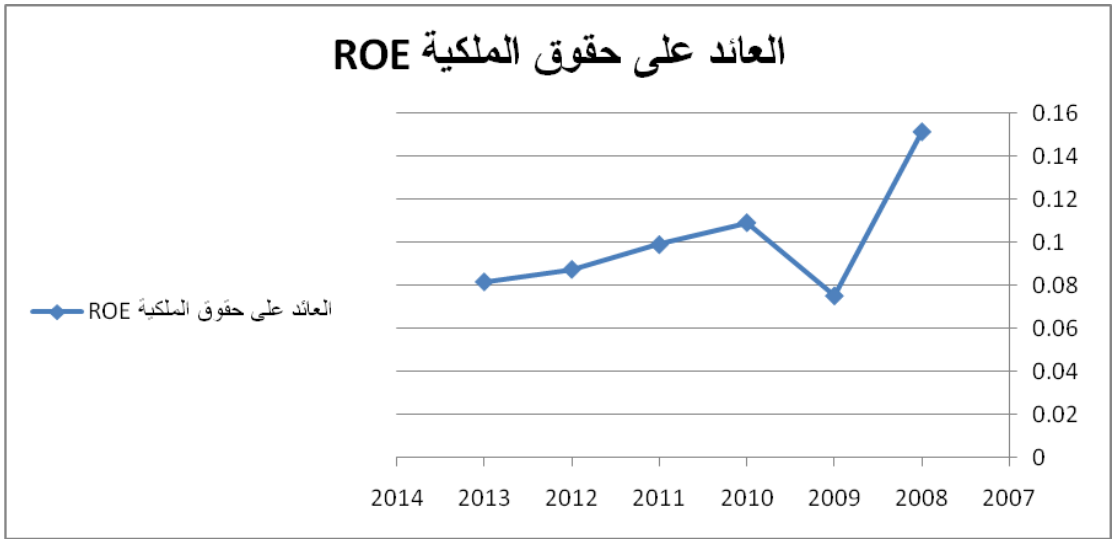
Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	RIt
0.307	0.307	0.1636	- 0.8087	- 0.6175	- 0.3849	**2008**
0.881	0.881	0.3146	- 0.1010	1.3200	0.3929	**2009**
2.127	2.127	0.2748	- 0.2448	0.9722	0.1618	**2010**
0.074	0.074	0.2095	- 0.5573	0.4105	- 0.1293	**2011**
0.066	0.066	0.2632	0.1989	0.81152	0.2555	**2012**
1.536	1.536	0.2426	- 0.1542	0.9172	0.2311	**2013**



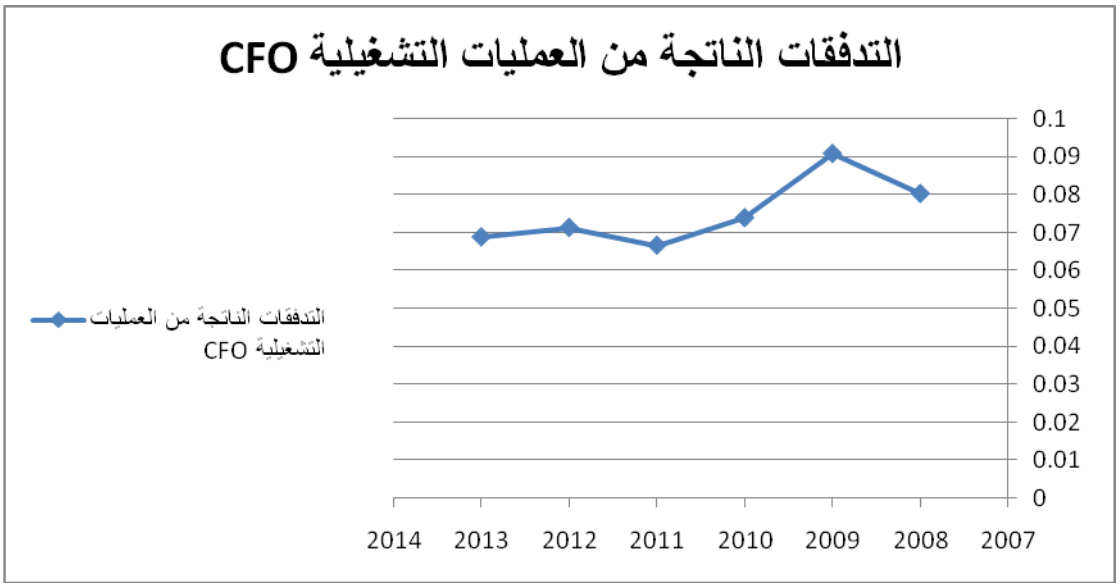
Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	ROA
3.564	0.517	0.0399	- 0.0560	0.1773	0.0421	**2008**
2.753	- 1.241	0.0399	- 0.1025	0.0957	0.0268	**2009**
0.748	- 0.258	0.0304	- 0.0465	0.0995	0.04160	**2010**
0.459	- 0.362	0.0273	- 0.0370	0.0908	0.0393	**2011**
14.621	- 3.132	0.0504	- 0.2096	0.09719	0.0308	**2012**
1.234	- 0.832	0.0367	- 0.0685	0.0946	0.0309	**2013**



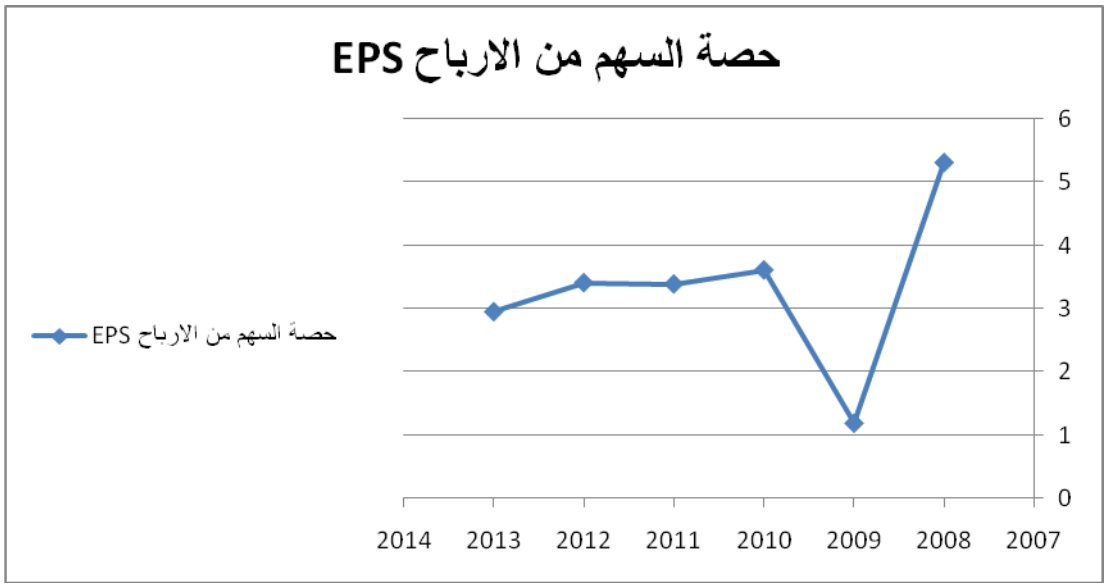
Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	ROE
15.304	3.205	0.1644	- 0.0956	0.941	0.1515	**2008**
2.616	- 0.476	0.1066	- 0.1025	0.3825	0.0753	**2009**
2.249	- 0.331	0.0705	- 0.1106	0.2938	0.1093	**2010**
11.125	- 2.831	0.0821	- 0.2683	0.1916	0.0991	**2011**
10.736	- 2.695	0.0984	- 0.3514	0.2206	0.0876	**2012**
2.799	- 1.639	0.0851	- 0.1959	0.1912	0.0818	**2013**



Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	CFO
0.122	0.011	0.0385	- 0.0069	0.1577	0.0803	**2008**
7.387	2.094	0.0411	0.0303	0.2611	0.0909	**2009**
- 0.621	0.364	0.0342	0.0037	0.1373	0.0739	**2010**
- 0.378	0.387	0.0303	0.0076	0.134	0.0666	**2011**
- 0.664	0.344	0.0332	0.0069	0.1357	0.0713	**2012**
- 0.314	0.438	0.0321	0.0105	0.1493	0.0688	**2013**



Kurtosis	Skewness	Std. Dev.	Minimum	Maximum	Moyne	EPS
29.803	5.230	14.587	- 12.335	86.756	5.3057	**2008**
12.915	- 3.389	4.114	- 17.1953	4.8527	1.1955	**2009**
19.141	3.962	4.6689	- 1.7813	27.163	3.6122	**2010**
7.206	1.971	3.2163	- 2.636	16.533	3.3917	**2011**
5.270	1.764	3.7397	- 2.4676	17.75	3.4112	**2012**
6.548	1.573	3.2454	- 3.9821	15.857	2.954	**2013**


حصة السهم من الارباح EPS
حصة السهم من الارباح EPS
6
5
4
3
2
1
0
2014
2013
2012
2011
2010
2009
2008
2007

الملحق رقم (42) مخرجات البرنامج الإحصائي

Dependent Variable: RIT
Method: Panel Least Squares
Date: 06/06/15 Time: 00:02
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.117927	0.032394	3.640395	0.0003
ROE	-0.564928	0.222194	-2.542494	0.0117
MVA	0.002244	0.000521	4.307219	0.0000

R-squared	0.093920	Mean dependent var	0.087849
Adjusted R-squared	0.085412	S.D. dependent var	0.361604
S.E. of regression	0.345817	Akaike info criterion	0.727978
Sum squared resid	25.47256	Schwarz criterion	0.774857
Log likelihood	-75.62164	Hannan-Quinn criter.	0.746917
F-statistic	11.03930	Durbin-Watson stat	2.329817
Prob(F-statistic)	0.000027		

Dependent Variable: RIT
Method: Panel Least Squares
Date: 06/06/15 Time: 00:04
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025040	0.060780	0.411984	0.6808
ROA	-0.289824	1.487597	-0.194827	0.8457
ROE	-0.539185	0.346698	-1.555201	0.1214
EPS	0.011673	0.007010	1.665095	0.0974
CFO	1.301623	0.762405	1.707259	0.0893
ROI	-0.581609	0.794451	-0.732089	0.4649
EVA	-0.000494	0.000767	-0.643730	0.5205
MVA	0.002911	0.000857	3.395680	0.0008

R-squared	0.117847	Mean dependent var	0.087849
Adjusted R-squared	0.088159	S.D. dependent var	0.361604
S.E. of regression	0.345297	Akaike info criterion	0.747512
Sum squared resid	24.79989	Schwarz criterion	0.872522
Log likelihood	-72.73131	Hannan-Quinn criter.	0.798017
F-statistic	3.969549	Durbin-Watson stat	2.267761
Prob(F-statistic)	0.000429		

Dependent Variable: RIT
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/06/15 Time: 00:27
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025040	0.060176	0.416118	0.6778
ROA	-0.289824	1.472819	-0.196782	0.8442
ROE	-0.539185	0.343254	-1.570807	0.1177
CFO	1.301623	0.754831	1.724390	0.0861
EPS	0.011673	0.006941	1.681803	0.0941
ROI	-0.581609	0.786558	-0.739435	0.4605
EVA	-0.000494	0.000759	-0.650190	0.5163
MVA	0.002911	0.000849	3.429753	0.0007

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.341867	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.117847	Mean dependent var	0.087849
Adjusted R-squared	0.088159	S.D. dependent var	0.361604
S.E. of regression	0.345297	Sum squared resid	24.79989
F-statistic	3.969549	Durbin-Watson stat	2.267761
Prob(F-statistic)	0.000429		

Unweighted Statistics

R-squared	0.117847	Mean dependent var	0.087849
Sum squared resid	24.79989	Durbin-Watson stat	2.267761

Dependent Variable: RIT
Method: Panel Least Squares
Date: 01/05/15 Time: 13:30
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.079470	0.084172	-0.944134	0.3464
ROA	0.094469	2.351182	0.040179	0.9680
ROE	-0.482319	0.413291	-1.167019	0.2448
CFO	3.836289	1.068928	3.588912	0.0004
EPS	0.020677	0.009277	2.228797	0.0271
ROI	-2.497915	1.280784	-1.950302	0.0528
EVA	-0.000971	0.000995	-0.976360	0.3302
MVA	0.003894	0.001095	3.554666	0.0005

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.280792	Mean dependent var	0.087849
Adjusted R-squared	0.106187	S.D. dependent var	0.361604
S.E. of regression	0.341867	Akaike info criterion	0.867371
Sum squared resid	20.21903	Schwarz criterion	1.539302
Log likelihood	-50.67609	Hannan-Quinn criter.	1.138833
F-statistic	1.608154	Durbin-Watson stat	2.511867
Prob(F-statistic)	0.018380		

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 06/06/15 Time: 02:47
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.261311	2.746936	0.459170	0.6466
ROA	506.3346	55.62698	9.102321	0.0000
EPS	-2.320171	0.524573	-4.422967	0.0000
EVA	-0.354853	0.055565	-6.386295	0.0000

R-squared	0.640183	Mean dependent var	11.97101
Adjusted R-squared	0.635091	S.D. dependent var	45.86572
S.E. of regression	27.70643	Akaike info criterion	9.499551
Sum squared resid	162741.0	Schwarz criterion	9.562056
Log likelihood	-1021.952	Hannan-Quinn criter.	9.524803
F-statistic	125.7293	Durbin-Watson stat	1.290794
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 06/06/15 Time: 01:18
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.308763	4.904084	0.062960	0.9499
ROA	448.2299	115.9562	3.865512	0.0001
ROE	17.66465	27.94731	0.632070	0.5280
CFO	2.793474	61.51581	0.045411	0.9638
EPS	-2.315695	0.542484	-4.268688	0.0000
ROI	12.88277	64.09560	0.200993	0.8409
EVA	-0.356155	0.056780	-6.272503	0.0000

R-squared	0.641306	Mean dependent var	11.97101
Adjusted R-squared	0.631009	S.D. dependent var	45.86572
S.E. of regression	27.86098	Akaike info criterion	9.524202
Sum squared resid	162233.0	Schwarz criterion	9.633586
Log likelihood	-1021.614	Hannan-Quinn criter.	9.568394
F-statistic	62.27821	Durbin-Watson stat	1.307331
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: MVA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/06/15 Time: 03:27
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.750097	5.730020	0.130907	0.8960
ROA	444.3630	131.8039	3.371395	0.0009
ROE	0.485506	26.66369	0.018209	0.9855
CFO	22.92406	65.00397	0.352656	0.7247
EPS	-2.351984	0.558044	-4.214692	0.0000
ROI	13.57716	72.89023	0.186269	0.8524
EVA	-0.340043	0.058161	-5.846559	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	15.81622	0.3088
Idiosyncratic random	23.66028	0.6912

Weighted Statistics

R-squared	0.656596	Mean dependent var	6.239367
Adjusted R-squared	0.646737	S.D. dependent var	39.53386
S.E. of regression	23.49732	Sum squared resid	115393.9
F-statistic	66.60197	Durbin-Watson stat	1.647121
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.639428	Mean dependent var	11.97101
Sum squared resid	163082.4	Durbin-Watson stat	1.266514

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 06/06/15 Time: 03:26
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.047518	5.824925	0.179834	0.8575
ROA	451.4990	159.0824	2.838145	0.0051
ROE	-6.634452	28.59904	-0.231982	0.8168
CFO	39.45696	73.91897	0.533787	0.5942
EPS	-2.354170	0.616767	-3.816949	0.0002
ROI	-0.136039	88.64180	-0.001535	0.9988
EVA	-0.332856	0.064040	-5.197613	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.784636	Mean dependent var	11.97101
Adjusted R-squared	0.733889	S.D. dependent var	45.86572
S.E. of regression	23.66028	Akaike info criterion	9.338138
Sum squared resid	97406.74	Schwarz criterion	9.994442
Log likelihood	-966.5189	Hannan-Quinn criter.	9.603287
F-statistic	15.46177	Durbin-Watson stat	1.852528
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: MVA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/06/15 Time: 03:28
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.553482	3.717155	0.686945	0.4929
ROA	478.0502	63.45543	7.533636	0.0000
EPS	-2.400302	0.538917	-4.453939	0.0000
EVA	-0.335498	0.056451	-5.943204	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	15.49543	0.3034
Idiosyncratic random	23.48173	0.6966

Weighted Statistics

R-squared	0.656106	Mean dependent var	6.298128
Adjusted R-squared	0.651240	S.D. dependent var	39.58210
S.E. of regression	23.37557	Sum squared resid	115840.4
F-statistic	134.8233	Durbin-Watson stat	1.649645
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.639272	Mean dependent var	11.97101
Sum squared resid	163152.8	Durbin-Watson stat	1.271551

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 06/06/15 Time: 03:28
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.697890	2.944112	1.256029	0.2108
ROA	448.4329	76.46536	5.864523	0.0000
EPS	-2.425637	0.598783	-4.050945	0.0001
EVA	-0.325146	0.062084	-5.237157	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.784216	Mean dependent var	11.97101
Adjusted R-squared	0.737890	S.D. dependent var	45.86572
S.E. of regression	23.48173	Akaike info criterion	9.312305
Sum squared resid	97596.31	Schwarz criterion	9.921730
Log likelihood	-966.7289	Hannan-Quinn criter.	9.558514
F-statistic	16.92806	Durbin-Watson stat	1.862026
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Date: 06/06/15 Time: 13:06

Sample: 2008 2013

Total panel observations: 216

Probability in ()

Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	39.14191	24.64790	63.78981
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Honda	6.256350	4.964665	7.934456
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
King-Wu	6.256350	4.964665	6.855973
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
SLM	6.853248	5.820506	--
	(0.0000)	(0.0000)	--
GHM	--	--	63.78981
	--	--	(0.0000)

Dependent Variable: EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 06/07/15 Time: 00:37
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-41.83198	45.56037	-0.918166	0.3596
RCP	-4.037829	61.74833	-0.065392	0.9479
RE	359.5014	178.0574	2.019019	0.0448
DTA	-6.419880	31.41682	-0.204345	0.8383
DTCP	6.838689	11.50586	0.594366	0.5529
LNAE	-0.215061	9.822470	-0.021895	0.9826
BETA	38.84348	9.178131	4.232177	0.0000

R-squared	0.103973	Mean dependent var	-1.480025
Adjusted R-squared	0.078249	S.D. dependent var	61.55202
S.E. of regression	59.09477	Akaike info criterion	11.02803
Sum squared resid	729868.0	Schwarz criterion	11.13742
Log likelihood	-1184.028	Hannan-Quinn criter.	11.07222
F-statistic	4.041971	Durbin-Watson stat	2.039689
Prob(F-statistic)	0.000744		

Dependent Variable: EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 06/07/15 Time: 00:39
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-137.8619	354.6414	-0.388736	0.6979
RCP	-48.28192	81.29030	-0.593944	0.5533
RE	708.4797	263.3081	2.690688	0.0078
DTA	-26.28583	52.06038	-0.504910	0.6143
DTCP	19.47575	20.44952	0.952382	0.3422
LNAE	19.80944	79.05096	0.250591	0.8024
BETA	28.63715	13.53837	2.115258	0.0358

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.268747	Mean dependent var	-1.480025
Adjusted R-squared	0.096440	S.D. dependent var	61.55202
S.E. of regression	58.50874	Akaike info criterion	11.14890
Sum squared resid	595649.5	Schwarz criterion	11.80520
Log likelihood	-1162.081	Hannan-Quinn criter.	11.41404
F-statistic	1.559701	Durbin-Watson stat	2.139314
Prob(F-statistic)	0.026371		

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 06/07/15 Time: 00:06
Sample: 2008 2013
Total panel observations: 216
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	0.003672	0.788698	0.792370
	(0.9517)	(0.3745)	(0.3734)
Honda	-0.060600	-0.888087	-0.670823
	(0.5242)	(0.8128)	(0.7488)
King-Wu	-0.060600	-0.888087	-0.852154
	(0.5242)	(0.8128)	(0.8029)
SLM	0.385536	-0.650972	--
	(0.3499)	(0.7425)	--
GHM	--	--	0.000000
	--	--	(0.7500)

Dependent Variable: EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/18/16 Time: 13:05
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-4.468843	8.668129	-38.73650	C
0.0000	4.414568	8.937350	39.45454	BETA
0.0024	3.066874	108.1534	331.6930	RE

-1.480025	Mean dependent var	0.099629	R-squared
61.55202	S.D. dependent var	0.091174	Adjusted R-squared
10.99583	Akaike info criterion	58.67898	S.E. of regression
11.04271	Schwarz criterion	733406.6	Sum squared resid
11.01477	Hannan-Quinn criter.	-1184.550	Log likelihood
2.033845	Durbin-Watson stat	11.78453	F-statistic
		0.000014	Prob(F-statistic)

Dependent Variable: EVA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 07/18/16 Time: 13:14
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
1.12507927 0209664e-05	-4.498412233338026	8.611150068246703	-38.73650281011055	C
1.42098237 4565192e-05	4.443778627224148	8.8786012459 4232	39.45453845636418	BETA
0.00228934 472631482 8	3.087167426997606	107.44251707 15461	331.6930389779114	RE

Effects Specification

Rho	S.D.	
0	0	Cross-section random
1	58.293266928 38022	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

-1.48002502		0.099628633	
8064815	Mean dependent var	48814329	R-squared
61.5520223		0.091174442	
4612777	S.D. dependent var	25329025	Adjusted R-squared
733406.556		58.67898492	
8520253	Sum squared resid	310302	S.E. of regression
2.03384480		11.78452565	
0654337	Durbin-Watson stat	366819	F-statistic
		1.399292176	
		610317e-05	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

-1.48002502		0.099628633	
8064815	Mean dependent var	48814329	R-squared
2.03384480		733406.5568	
0654337	Durbin-Watson stat	520253	Sum squared resid

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/20/16 Time: 05:59
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0112	2.558009	2.815661	7.202486	C
0.0000	10.62940	57.75503	613.9015	ROA
0.0000	-16.01882	0.318485	-5.101756	EPS

11.97101	Mean dependent var	0.570961	R-squared
45.86572	S.D. dependent var	0.566932	Adjusted R-squared
9.666244	Akaike info criterion	30.18327	S.E. of regression
9.713123	Schwarz criterion	194049.3	Sum squared resid
9.685183	Hannan-Quinn criter.	-1040.954	Log likelihood
1.131908	Durbin-Watson stat	141.7290	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/20/16 Time: 06:12
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable

0.0000	6.428128	1.744254	11.21229	C
0.0000	-16.32990	0.031393	-0.512641	EVA

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

11.97101	Mean dependent var	0.740102	R-squared
45.86572	S.D. dependent var	0.687832	Adjusted R-squared
9.479799	Akaike info criterion	25.62609	S.E. of regression
10.05797	Schwarz criterion	117548.7	Sum squared resid
9.713383	Hannan-Quinn criter.	-986.8183	Log likelihood
1.950815	Durbin-Watson stat	14.15922	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

Dependent Variable: MVA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 07/20/16 Time: 06:15
Sample: 2008 2013
Periods included: 6
Cross-sections included: 36
Total panel (balanced) observations: 216
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0039	2.919197	3.839186	11.20734	C
0.0000	-16.80925	0.030696	-0.515985	EVA

Effects Specification

Rho	S.D.	
0.3907	20.52054	Cross-section random
0.6093	25.62609	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

5.437228	Mean dependent var	0.569878	R-squared
38.91532	S.D. dependent var	0.567868	Adjusted R-squared
140046.2	Sum squared resid	25.58166	S.E. of regression
1.745252	Durbin-Watson stat	283.5333	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

11.97101	Mean dependent var	0.499050	R-squared
1.247391	Durbin-Watson stat	226573.7	Sum squared resid