

تاريخ القبول: 2023/05/27

تاريخ الإرسال: 2023/05/18

دراسة القدرة التفسيرية لمؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية للأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة البحرين للفترة 2009-2013

**A study of the explanatory power of indicators of value
creation and traditional indicators of financial performance of
companies listed on the Bahrain Bourse for the period 2009-
2013.**

بلقاسم قريشي¹

جامعة تامنغست، belkacem.korichi@univ-tam.dz¹

الملخص: تهدف الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية للمؤشرات الحديثة لخلق القيمة بالمؤشرات التقليدية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين من خلال استخدام الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات بالإضافة إلى نموذج الانحدار الخطي الذي يفسر تأثير المؤشرات الحديثة والتقليدية على الأداء المالي المعبر عنه بعائد السهم، لإنجاز الدراسة تم اختيار عينة مكونة من 17 شركة مدرجة في بورصة البحرين موزعة على عدة قطاعات باستثناء قطاع البنوك نظرا لخصوصياته خلال الفترة الممتدة بين 2009-2013، وبالتالي معرفة المؤشرات الأكثر تفسيراً للأداء المالي للشركات.

وخلصت الدراسة إلى أنه توجد علاقة ارتباط بين المؤشرات الحديثة (القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية المضافة، والعائد الإجمالي للسهم، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) والتقليدية (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الاستثمار، ونسبة السعر على العائد، والمردودية الاقتصادية) كما خلصت الدراسة إلى أن للأداء المالي المؤشرات الحديثة والتقليدية لها قيمة تفسيرية لعائد السهم، إلا أن المؤشرات التقليدية تعتبر الأكثر تفسيراً بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة.

الكلمات المفتاحية: عائد السهم، أداء مالي، مؤشرات مالية حديثة، مؤشرات مالية تقليدية، خلق القيمة، كفاءة السوق.

تصنيفات JEL: Q56, Q53, P28, K32.

Abstract: The aim of the present paper is to measure the interpreting capability of recent indicators value create on financial performance and also the influence of traditional indicators on stock returns and compare between the two. A number of institutions listed in Bahrain Stock exchange will be a sample of our study through using linear regression which expounds the influence of recent and traditional indicators on financial performance using stock return. To reach the findings a sample of seventeen companies listed on Bahrain stock exchange from 2009 to 2013 distributed on different sectors apart from banking due to its specific method of calculation, that method will make clear that the most indicators interpreting the financial performance of companies. The study concluded that there is correlation between recent indicators (Economic Value Added, Market Value Added, Total Shareholder Return and Market-To Book Ratio) and traditional indicators (Return On Asset, Return On Investment, Price/Earnings Ratio and RE) and they also have explicative nature on stock returns the traditional indicators are more influential in interpreting to the financial performance than recent indicators.

Keywords: Stock return, financial performance, recent financial indicators, traditional financial indicators, value creation, market value.

JEL: Q56, Q53, P28, K32.

المؤلف المرسل: الاسم الكامل، الإيميل: OKACEMKORICHI@GMAIL.COM

1. مقدمة:

منذ ظهور المؤسسات وهي تسعى إلى تحقيق أهدافها وإلى البحث عن أدوات أو مؤشرات تكون بمثابة المرآة العاكسة لأدائها، ومع تطور أهداف المؤسسة من هدف تحقيق الأرباح إلى النمو والبقاء إلى ما يعرف حديثاً بخلق القيمة، تطورت المؤشرات لبلوغ هذه الأهداف، وخلال العقد الأخير من القرن الماضي ظهر مفهوم القيمة بصيغة عملية بالرغم من أن ظهورها في النظرية المالية والاقتصادية كان منذ فترة.

إشكالية الدراسة :

مع ظهور الأسواق المالية وتوسعها واندماجها أصبحت المؤسسات تبحث عن مكان في هذه الأسواق باعتبار هذه الأخيرة تعكس قيمة المؤسسات وهدف المؤسسة هو رفع قيمة أسهمها، الأمر الذي يحتم على القائمين على إدارة المؤسسة الإجابة على التساؤل التالي: هل كل مؤسسة تحقق ربحا يعني أنها تخلق قيمة؟ وبالتالي أصبح من الضروري البحث عن مؤشر يجيب عن هذا التساؤل على أن يراعي التغيرات المستمرة لبيئة المؤسسة ومن خلال ما سبق فإننا نطرح الإشكالية التالية :

إلى أي مدى تعكس مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية الأداء المالي للشركات المدرجة

في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013؟

وبغرض دراسة هذه الإشكالية الأساسية فإننا نقسمها إلى إشكاليات فرعية، وهي:

- ما مدى قدرة تفسير المؤشرات التقليدية للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟
- ما مدى قدرة تفسير مؤشرات خلق القيمة للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟
- هل هناك تباين واختلاف بين المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية من حيث قدرتها على تفسير الاختلافات في الأداء المالي للمؤسسة المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين 2009-2013 ؟

الفرضيات:

وبغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة نضع الفرضيات التالية:

- لا يوجد أي ارتباط بين المؤشرات الحديثة لخلق القيمة والمؤشرات التقليدية.
- المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية كلاهما لا يفسر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة .

أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في المقارنة بين المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية التي تقدم أحسن تفسير للأداء المالي للمؤسسات لما يمنح انعكاس على القرار المالي من قبل المستثمرين

المالين والمسيرين، مما يساعد المؤسسات في تحديد المؤشرات المناسبة حسب أهدافها، بالإضافة إلى مساعدة المؤسسة في العمل بالمؤشرات التي تضمن لها البقاء والاستمرار.

أهداف الدراسة: تهدف الورقة البحثية الى النقاط التالية:

- قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين باستخدام عائد السهم؛
 - اختبار قدرة المؤشرات الحديثة والتقليدية على تفسير الأداء المالي للمؤسسات؛
 - معرفة واقع المؤسسات باستخدام المؤشرات وأهم النقائص الموجودة؛
 - التعرف على تأثير المؤشرات محل الدراسة وإلى أي مدى يعبر عن أداء المؤسسات؛
 - الوقوف على مدى اختلاف تأثير المؤشرات الحديثة مقارنة بالمؤشرات التقليدية على الأداء المالي.
- حدود الدراسة:**

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في بورصة البحرين لعينة مكونة من 17 مؤسسة مدرجة لمختلف القطاعات باستثناء القطاع البنكي، أما الحدود الزمنية تتعلق دراسة مقارنة المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة على عائد السهم للفترة الممتدة من 2009 إلى 2013 .

منهجية وادوات الدراسة:

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة اعتمدنا على المنهج الاستقرائي مستعينين بطريقة الانحدار الخطي البسيط كأداة إحصائية وهي الطريقة المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات انطلاقاً من عينة مؤسسات مدرجة في بورصة البحرين باستخدام البرنامج الإحصائي **EVIEWS 8.0**.

2. الإطار النظري لخلق القيمة: ونحاول تناول أهمها في النقاط التالية:

1.2 أسباب ظهور مفهوم خلق القيمة¹:

إن مفهوم خلق القيمة ظهر منذ سنة 1890 حيث تناوله الفريد مارشال تحت اسم الربح الاقتصادي كما عرفه ب: «رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال»، ولم يدخل المفهوم إلى الواقع العملي إلا بعد مراحل تتمثل في تعظيم الربح إلى أن تطور هدف المؤسسة إلى البقاء والاستمرارية، ولا يتم إلا عن طريق خلق القيمة لمختلف الأطراف الذين لهم علاقة مع المؤسسة أي خلق القيمة للزبائن، وللعاملين، وللموردين،

وللمجتمع، وللشركاء، والمساهمين، واقتصر المفهوم في خلق القيمة للمساهم، وبطريقة أخرى وضع المساهم في خدمة استراتيجية المؤسسة ويمكن أن نجمل أسباب بروز المفهوم فيم يلي:

أ - **الحاجة إلى الأموال والمنافسة:** إن المنافسة الشديدة من أجل الحصول على الأموال في الثمانينات أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، ولم يعد من السهل اقتناء الأموال بحرية أكبر من السوق، ورغبة المؤسسات في البحث عن طرق توفر لها الاستقرار المالي برز مفهوم خلق القيمة وسبب بروز الأخير هو نجاح المؤسسات التي تهتم بالرفع المالي.

ب - **بروز المساهم:** وقد ظهر جليا في التسعينيات تجسد مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم من خلال ظهور معاهد الاستثمار ومنظمات المعاش وغيرها التي تقوم على الحوكمة* في المؤسسات والتي تهدف إلى إمكانية مطالبة المساهم بمردودية مقبولة في إطار ظروف السوق، مما أعطى للمساهمين ممارسة الضغوط على المؤسسات.

2.2 أسس خلق القيمة²: نقدمها على سبيل الحصر لا الإجمال في ثلاثة عناصر كالآتي:

أ . **المؤسسة وهدف تعظيم ثروة المالكين:** من خلال هدف خلق القيمة للمساهم ولا يمكن حصول هذا إلا عن طريق خلق القيم من طرف المؤسسة ومقارنة ما تقدمه مؤسسات أخرى للمساهمين، مما يجعل هناك علاقة تعاقدية بين المسير والمالك بالاهتمام على الأقل بثروة المؤسسة الاقتصادية، كما يسهل عملية التعاقد مع أطراف آخرين وأصحاب المصالح .

ب . **خلق القيمة ورأس المال:** إن المنافسة الشديدة بين المؤسسات واقتناص كل الفرص للحصول على التمويل اللازم مما جعل لهذه الأموال الخاصة أموالاً ذات تكلفة للمؤسسة من خلال معدل العائد الذي يطلبه المساهم وإذا لم توفر المؤسسة العائد اللازم فإنها تتعرض إلى خروج المساهمين وبحثهم عن فرص بديلة أخرى، مما يجعل ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة محددًا للعوائد ومعدلات مردودية أصول المؤسسة للمالكين في السوق وليس العكس.

ج . **مستوى العائد:** إذا كانت المؤسسة لا تحقق عائداً يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستخدمة لكل من الديون والأموال الخاصة فهذا يجعل المتعاملين من خارج المؤسسة يبحثون عن فرص بديلة أخرى، أما داخل المؤسسة فهذا يعطي حقيقة الوضع وكيفية تحسينه في المستقبل من خلال الاعتماد على معطيات متوقعة ومراعاة تطور المؤسسة وبالتالي بناء

استراتيجية تعطي جدوى للمشاريع المختارة وسياسات التنويع مما يحقق أهداف المؤسسة وجميع الأطراف والشركاء من خارج المؤسسة.

3.2 أهداف خلق القيمة: جاء المفهوم نتيجة انفصال بين المسيرين والمالكين، والهدف الأساسي المنشود يتمثل في النقاط التالية³:

- سعي الإدارة المسيرة للمؤسسة إلى خلق قيمة للمساهم، بتعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال المؤسسة المسعرة؛

- تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى لتوزيعات الأرباح؛

- القدرة على رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات من خلال التنبؤ

وربط الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط لتتظّر إلى الأمد البعيد؛

- تخفيض تكلفة الأموال التي تعلقت بالديون والأموال الخاصة.

4.2 نتائج تطور مفهوم خلق القيمة:

١ . التركيز على المردودية: ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في نهاية الثمانينات أدى إلى صعوبة الحصول على الاستثمارات، مما جعل المؤسسات تبحث عن بدائل لتمويل استثماراتها وبالتالي أعادت بعض المؤسسات نظرتها إلى العائد ومع نمو مقاييس العائد وإعادة تعريفها وتوجيه استراتيجية المؤسسة حول العائد، بالإضافة إلى صناديق المعاشات التي جعلت من المساهم ينتظر العائد الذي يأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة والخطر الملازم للمؤسسة أو ما يعرف بإجراءات التحكم .

ب . تغير نمط إدارة المؤسسة: قبل بروز مفهوم خلق القيمة بواقعه العملي كان هناك تداخل بين أهداف المسير والمالك، وعدم الشفافية في التقارير والمعلومات المالية الخاصة بالمؤسسة، ومع بروز خلق القيمة تم إدراج سلطة ثانية في إدارة المؤسسة أو ما يعرف بالحوكمة تحت هدف واحد وهو خلق القيمة تحت تقرير لجنة المراقبة التي تتميز باستقلاليته في إعداد التقارير المالية للمؤسسة، كل هذا يؤدي إلى ارتباط وثيق بين خلق القيمة للمساهم وعمل المسير لأن عمل الأخير مرتبط بعوائد الأسهم الذي أساسه نظام المكافآت.

5.2 خلق القيمة ومحدد تكلفة الأموال

من أهم ما يميز الأسباب التي ميزت مؤشرات خلق القيمة والتي جعلتها تعرف هذا الانتشار على حساب المؤشرات التقليدية نذكر⁴:

- التكلفة الكلية لرأس المال (تكلفة الديون + تكلفة الأموال الخاصة)؛
- العلاقة القوية لتكوين القيمة السوقية في نظام تقييم الأداء؛
- كما تعتبر وسيلة للاتصال الداخلي والخارجي للمؤسسة أو ما يعرف بالحوكمة.
- وعلى المؤسسة أن تبني أهدافها على :
- خلق القيمة

- تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ورسم استراتيجيتها.

لقد تطرقنا فيما سبق إلى خلق القيمة أما ما يتعلق بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال فهي تتحدد بعنصرين هما: العنصر الأول يتمثل في الديون المالية والتي نجدها في السجلات المحاسبية وتظهر في النشرات المالية المختلفة وتقرير لجنة المراقبة حول نشاط المؤسسة وهو ما يعرف بالإفصاح المالي للمؤسسة، وتتحدد التكلفة انطلاقاً من أسعار الفائدة السائدة.

بينما العنصر الثاني المشكل للتكلفة والذي جاء نتيجة تبني المؤسسة إنشاء القيمة والتي تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة والأخذ ينم عن شفافية وعدم تشويه للتكلفة، ويصعب تحديد التكلفة بدقة نظراً لثنائية العائد والمخاطرة ويرجع إلى عدم استقرار السوق وما ينجر عنه من صعوبة تقدير العوائد التي يطلبها المساهم والمستثمر، ومن خلال الجمع بين التكاليفتين تشكل لنا التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر وتعطى بالعلاقة التالية:

$$WACC = Ke [CP/CE] + Ki [D/CE]$$

عوائد الأموال الخاصة : Ke , التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال: WACC

الأموال الخاصة؛ CP

رأس المال المستثمر CE

سعر الفائدة على الديون بعد الضريبة Ki

الديون المالية: D

3. أثر المؤشرات التقليدية والحديثة على الأداء المالي:

1.3 عينة الدراسة:

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة من 2009 إلى 2013 والتي بلغت 41 شركة في بورصة البحرين، أما عينة الدراسة فقد تكونت من 17 شركة تم استبعاد جميع الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك، أما التامين فلم نستبعدا لأنها تقدم خدمة وهناك فرق بين المؤسسات المالية، والمؤسسات البنكية ووقع الاختيار بناء على الشروط التالية:

- لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال الفترة؛
- لم تقم بوقف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- البيانات المنشورة للمؤسسة من نوع PDF⁵.

2.3 حدود الدراسة مع الأسلوب والأدوات:

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2013 وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة (المؤشرات الحديثة والتقليدية) على المتغير التابع للأداء المالي (قيمة المؤسسة المعبر عنها بعائد السهم)، أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة البحرين.

تم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والارتباط وذلك لملاءمته لتفسير مثل هذه العلاقات وهو المعمول به في هذا النوع من الدراسات، وبذلك نستخدم نموذج الارتباط لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة، والانحدار الخطي ملائم لاختبار القدرة التفسيرية لهذه المتغيرات المستقلة والتابعة، باستخدام البرنامج الإحصائي EViews 8.0.

3.3 متغيرات الدراسة:

تتمثل في كل من المتغير التابع وهو عوائد الأسهم والمتغيرات المستقلة وهي ممثلة في المؤشرات التقليدية ومعدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على الاستثمار (ROI)، والمردودية الاقتصادية (RE)، ونسبة السعر على العائد (PER)، ومؤشرات خلق القيمة، وهي القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA)، والعائد الإجمالي للسهم

(TSR)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTBR)، ومعدل العائد المتدفق المتولد عن الاستثمار (CFROI).
أولاً: المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في الأداء المالي للمؤسسات المدرجة محل الدراسة، وبغرض الحصول على أحسن تمثيل للمتغير فقد اعتمدنا على عائد السهم، الذي تم الحصول عليه لجميع المؤسسات محل الدراسة من البيانات الصادرة من قبل بورصة البحرين خلال فترة الدراسة، ونعتبر العائد المعيار الأساسي الذي يعتمد عليه المستثمر في تقييم القدرة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية تحقيقها لأرباح مستقبلية، كما أنه يعكس قيمة المؤسسة وحسابه بقسمة النتيجة الصافية على عدد الأسهم أي ربحية السهم الواحد لكل وحدة نقدية من النتيجة الصافية (عائد السهم الواحد (EPS)) وهذه الأخيرة هي التي تعبر عن قيمة المؤسسة.
ثانياً: المتغيرات المستقلة:

هدف الدراسة هو إبراز مدى إمكانية مؤشر القيمة السوقية المضافة لتفسير الأداء المالي للمؤسسة وبلوغ الهدف كان لزاماً إضافة مؤشرات تقليدية وحديثة لمعرفة أي من هذه المؤشرات يعطي أحسن تفسير للمتغير التابع (العائد)، وبناء على ما سبق تنقسم المتغيرات كالآتي:
أ. المؤشرات التقليدية: وهي وفق الآتي:

- **معدل العائد على الأصول (ROA: Return On Asset):** يعد معدل العائد على الأصول من مقاييس الربحية، ويتم حسابه بقسمة النتيجة الصافية على إجمالي الأصول ويسمح تحليل النسبة بمعرفة ثلاث قراءات أساسية وهي⁶:
 - العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، أي يعكس جودة الأصول؛
 - القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة، الفعالية في استخدام الأموال؛
 - يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للمؤسسة.

- **معدل العائد على الاستثمار (ROI: Return On Investment):** يعد معدل العائد على الاستثمار من أكثر المؤشرات استعمالاً لسهولة حسابه، كما يقيس ربحية الأموال المستثمرة في المشاريع الاقتصادية، ويتم حسابه بقسمة النتيجة الصافية على رأس المال المستثمر، ويسمح تحليل النسبة بمعرفة ثلاث تأثيرات أساسية وهي⁷:

- تسيير الهوامش؛

- معرفة معدل دوران الأصول المتداولة؛

- الأثر الخاص بالمبيعات المرتبط بالسوق.

• المردودية الاقتصادية:

يعتبر المقياس المحاسبي للثروة المحققة من الأصول الاقتصادية، ويحسب بقسمة النتيجة الاقتصادية على الأصل الاقتصادي، وتكمن أهمية المؤشر في النقاط التالية⁸:

- ربط المردودية بمعدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في قياس خلق القيمة؛

- تقليل تكلفة التمويل بالبحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة الأصول.

• نسبة السعر على العائد (PER: Price/EarningRatio):

تستخدم هذه النسبة في تقييم الأسهم والسوق معا حيث يمثل معدل السعر السوقي للسهم

إلى الربح السنوي وتعكس النسبة الآتي⁹:

- هدم أو خلق قيمة للسهم باعتبار تطوره؛

- إيجاد قيمة الأصل بدلالة عدد المرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته؛

- عرفة قيمة المؤسسات المسعرة وتقييم المؤسسات غير المسعرة بالأخص.

ب. المؤشرات الحديثة: ونذكر منها:

• القيمة السوقية المضافة (MVA): وتعطى بالعلاقة التالية:

$$MVA = EVA / (1 + K) \cdot t$$

• القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): وتعطى بالعلاقة التالية:

$$EVA = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} - (\text{تكلفة رأس المال} * \text{رأس المال المستثمر})$$

• معدل العائد التدفق المتولد عن الاستثمار (CFROI): ويحسب كالاتي:

بقسمة فائض خريزة الاستغلال بعد الضريبة على الأصل الإجمالي.

• معدل العائد الإجمالي للسهم (TSR): ويحسب بقسمة المتوقع من التوزيعات الخاصة

والأرباح وفائض القيمة على سعر شراء السهم بالمعادلة الآتية: $P0 + D - P1 / P0$

• القيمة السوقية على القيمة الدفترية (MTBR): ويحسب بالسعر السوقي للسهم على

القيمة الدفترية للسهم.

4.3 تحليل نتائج الارتباط:

من خلال الملحق 01 يوضح نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة منها المؤشرات التقليدية (CFROI.EVA.MTBR.MVA.TSR) والحديثة (PER.RE.ROA.ROI.TSR) والمتغير التابع (return)، وعليه نعطي قراءة للعلاقة بين المتغيرات المستقلة حيث يتضح الارتباط القوي عند مستوى الدلالة الإحصائية عند 1% لكل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والذي بلغ 0.892، وكذلك الارتباط بين كل من معدل العائد على الأصول والعائد على الاستثمار وصل إلى 0.551 ونفس الأمر بين العائد على الاستثمار والمردودية الاقتصادية بنسبة 0.568 وكذلك العلاقة بين العائد على الأصول والمردودية الاقتصادية والذي تجاوز 0.72، وقوة الارتباط بين هذه الثلاثة الأخيرة (ROA,ROI,RE) مما يوثر على نتائج الانحدار الخطي البسيط ويعود هذا إلى تشابه طرق احتساب هذه المتغيرات خاصة أنها تعتمد على النتيجة الصافية وبالتالي من الصعب التغلب على المشكلة، وهو نفس الأمر في العلاقة بين (MVA,EVA) وتصبح القيمة السوقية المضافة ما هي إلا قيمة حالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقطرة.

كما نلاحظ العلاقة القوية بين القيمة السوقية إلى الدفترية مع كل من (ROI,ROA,RE) وبلغت على الترتيب 0.529، و0.797، و0.594.

ويوضح الجدول السابق العلاقة بين المتغير التابع للعائد والمتغيرات المستقلة والتي عند مستوى معنوية 1% وترتب المتغيرات على حسب قوة العلاقة العائد على الأصول (ROA)، المردودية الاقتصادية (RE)، القيمة السوقية إلى الدفترية (MTBR)، العائد على الاستثمار (ROI)، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة السوقية المضافة (MVA)، والتي بلغت على الترتيب 0.838، و0.692، و0.591، و0.515، و0.495، و0.436.

5.3 نتائج الانحدار البسيط:

بغرض الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأحسن تفسيراً وتأثيراً على المتغير التابع نقوم بتقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل للمتغير التابع كل على حده وفق النماذج التالية:

• علاقة معدل العائد على الأصول بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 02 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " معدل العائد على الأصول " يفسر 70 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 70.16\%$ كما أن لمعدل العائد على الأصول معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ $t\text{-stat}$ حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة المردودية الاقتصادية بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 03 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " المردودية الاقتصادية " يفسر 47 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي بالإضافة ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 47.89\%$ كما أن للمردودية الاقتصادية معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ $t\text{-stat}$ حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة نسبة القيمة السوقية إلى قيمته الدفترية بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 04 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية " يفسر 34 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهو ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 34.91\%$ كما أن لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ $t\text{-stat}$ والتي قدرت ب 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.00000 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة معدل العائد على الاستثمار بالأداء المالي

من خلال الملحق رقم 05 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " معدل العائد على الاستثمار " يفسر 26 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 26.55\%$ كما أن لمعدل العائد على الاستثمار معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ $t\text{-stat}$ حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بالأداء المالي

من خلال الملحق رقم 06 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " القيمة الاقتصادية المضافة "يفسر 24 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهو ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 24.49\%$ ، كما أن لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ $t\text{-stat}$ و التي قدرت ب 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% والقيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.000001 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة القيمة السوقية المضافة بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 07 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " القيمة السوقية المضافة "يفسر 19 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهو ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 19.04\%$ كما أن للقيمة السوقية المضافة معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ $t\text{-stat}$ والتي قدرت ب 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% والقيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.000030 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة نسبة سعر إلى العائد بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 08 نتائج الانحدار البسيط نلاحظ للمتغير المستقل " نسبة السعر على العائد " يفسر 6 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 6.01\%$ كما أن نسبة السعر على العائد معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية $t\text{-stat}$ حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.02 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة العائد الإجمالي للسهم بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 09 لنتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " معدل العائد الإجمالي للسهم " يفسر 5 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 5.90\%$ كما أن معدل العائد الإجمالي للسهم معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية $t\text{-stat}$ حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.025 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

• علاقة التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار بالأداء المالي:

من خلال الملحق رقم 10 لنتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار " يفسر 0.1 في المائة من التغيرات الإجمالية للأداء المالي وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 0.1\%$ كما أن التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار ليس له معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية $t\text{-stat}$ حيث أنها أكبر من مستوى المعنوية 10%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 74.34% وأنها أكبر من مستوى المعنوية 10% ومنه ليس للنموذج معنوية إحصائية.

6.3 تحليل وتفسير نتائج الدراسة:

إنَّ النتائج التي تحصلنا عليها تمكننا من معرفة المؤشرات التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن تفسير للأداء المالي، وبعد استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط على متغيرات الدراسة ممثلة في المؤشرات الحديثة لخلق القيمة والتقليدية ومن خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن المؤشرات التقليدية والمؤشرات الحديثة جميعها لها دلالة إحصائية والقدرة على التفسير ماعدا المؤشر الحديث المتمثل في التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار الذي لم يكن معنوية إحصائية وبالتالي يحذف من الدراسة بناء على النتائج المتحصل عليها وبالتالي لكل من المؤشرات الحديثة والمؤشرات التقليدية قدرة تفسيرية للأداء المالي.

من المتغيرات السابقة التي تعتبر من أهم المتغيرات تأثيرا ومفسرة للأداء المالي المتغير العائد على الأصول له دلالة إحصائية في النموذج، كما أنه من أكثر المتغيرات تفسيريا وتأثيرا في الأداء المالي بنسبة 70.16%، ثم يليه المردودية الاقتصادية والتي بلغ تفسيرها للعائد 47.89%، وفي المرتبة الثالثة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية حيث تفسر الأداء المالي ب 34.91%، ورابعا معدل العائد على الاستثمار و الذي يؤثر في الأداء المالي بنسبة 26.55%، ورغم تباعدها ونجد المتغير العائد على الاستثمار قريب من المؤشرات الدنيا، إلا أن الملاحظ أن المتغيرات الثلاثة ماعدا نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية تنتمي إلى المؤشرات التقليدية والتي هي على التوالي العائد على الأصول، والمردودية الاقتصادية، ثم العائد على الاستثمار.

ويمكن أن نرجع القوة التفسيرية للمؤشرات التقليدية إلى التشابه في طريقة الحساب من خلال الاعتماد على النتيجة الصافية أو النتيجة التي تتحقق بعد تسوية جميع المصاريف الخاصة بدورة الاستغلال، أو أن المؤسسات تعتمد على المؤشرات التقليدية في عملية التقييم ومراقبة أدائها المالي وبناء على ذلك تقوم بتبني السياسة الاستثمارية والاستراتيجية، وقد يرجع أن المستثمرين ينظرون إلى هذه المؤشرات المعيار الأساسي للتنبؤ بالأرباح المستقبلية وتقييم حالة المؤسسات وحتى الأسهم، وبالتالي النتيجة المتحصل عليها تتوافق مع دراسة (رواشدة سمير 2006) وتوصلت هذه الدراسة إلى أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر تفسيريا للأداء المالي بالمقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة في سوق عمان للأوراق المالية، وكذلك دراسة (حبيب

الله نخاي 2013) التي أثبتت أن المؤشرات المحاسبية للنتيجة الصافية ونتيجة الاستغلال أحسن تفسيراً من القيمة الاقتصادية المضافة.

كما كشفت الدراسة عن وجود قوة تأثير وتفسير للمؤشرات الحديثة ضعيفة وليس لها قوة تفسيرية قوية وتتمثل في كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ونسبة السعر إلى العائد والعائد الإجمالي للسهم والتي فسرت عائد السهم على الترتيب 24.49% ، و 19.04% ، و 6.01% ، و 5.09% ما عدا نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية التي بلغت 34.91% كانت قدرتها التفسيرية كبيرة وقد يرجع ذلك إلى الاعتماد الكبير على المؤشر من طرف مستخدمي القوائم المالية خاصة في اتخاذ قراراتهم المالية كما أن النسبة نجدها محسوبة في نشرات التداول الشهرية.

ويرجع أيضاً ضعف التفسير للمتغيرات الحديثة إلى كفاءة السوق حيث أن المعلومات لا تنعكس على الأسعار وخاصة أن الأسواق المالية للدول العربية تنتمي إلى الكفاءة الضعيفة مما يؤثر على الأسعار وبالتالي العوائد، ونتائج هذه الدراسة تتفق مع دراسة (مقال حبيب الله نخاي 2013) الذي أثبتت دراسته عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والقيمة السوقية المضافة.

والملاحظ أيضاً من خلال الدراسات التي تناولت الموضوع خاصة في الدول المتقدمة أنها أثبتت أن للمؤشرات الحديثة القدرة التفسيرية الأفضل على عكس الدراسات في الدول العربية خاصة، والنامية إجمالاً، وقد يعود هذا التباين في النتائج إلى أن الاعتماد على المؤشرات الحديثة في الدول المتقدمة بسبب الأزمات التي أوجدتها المؤشرات التقليدية مثل الفضيحة المالية 2001 انرون وهو ما أدى إلى الاتجاه إلى المؤشرات الحديثة والابتعاد عن المؤشرات التقليدية بسبب التلاعب المحاسبي وانعدام الأخلاق وتواطؤ المحاسبين مع المساهمين.

ويظهر التباين في النتائج أيضاً بسبب الاتفاق في المسميات، والاختلاف في المضامين فالظاهر عند احتساب EVA أو MVA... الخ أن المسمى واحد إلا أنه في المضمون يختلف فنجد مثلاً اختلافاً كبيراً في إدراج عناصر رأس المال حتى بين الدول المتقدمة نفسها، أو عند احتساب نتيجة الاستغلال أو الضرائب.... الخ، أو إلى ضعف النظام المحاسبي مما يؤثر سلباً على النتائج.

الخاتمة

في هذه الدراسة قمنا بمقارنة بين مؤشرات خلق القيمة والمؤشرات التقليدية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة البحرين للفترة الممتدة بين: 2009-2013، من خلال اختيار عينة مشكلة من 17 شركة مدرجة في بورصة البحرين وخلصت الدراسة إلى ما يلي:

تناولنا دراسة مقارنة بين مؤشرات خلق القيمة الحديثة والمؤشرات التقليدية وتم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي أظهر أن جميع المؤشرات لها دلالة وقيمة معنوية مع تباين في الدرجات التفسيرية ماعدا التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار الذي لم يعطي معنوية إحصائية، وبناء على النتيجة المتوصل إليها نقبل الفرضية الأولى التي تقول أن للمؤشرات معنوية إحصائية.

كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة " المؤشرات التقليدية" و"المؤشرات الحديثة" للأداء المالي عند مستوى معنوية 0.05 ، وكان هذا التأثير بنسبة 70.16 في المائة، 47.89 في المائة، 26.55 في المائة على الأداء المالي، للمتغيرات على الترتيب معدل العائد على الأصول ثم المردودية الاقتصادية و أخيرا معدل العائد على الاستثمار وهي مؤشرات تقليدية ويمكن إرجاع السبب في حدود علم الطالب إلى التشابه في طريقة الحساب في النتيجة الصافية وإلى كفاءة السوق وإلى الاعتماد على المؤشرات التقليدية في التفسير سواء من قبل المستثمرين والمؤسسات، ومن خلال النتائج نقبل للفرضية البديلة التي تقول أن المؤشرات التقليدية أحسن تفسيراً للأداء المالي للمؤسسات.

أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات الحديثة والأداء المالي حيث بلغ تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والعائد الإجمالي للسهم والتي فسرت الأداء المالي على الترتيب 24.49 في المائة، و19.04 في المائة، و5.90 في المائة، ويعود هذا التأثير الضعيف لقلة الاستعمال من طرف المؤسسات وضعف الاعتماد على المؤشرات في التحليل بالمقارنة مع التقليدية، ومما سبق نرفض الفرضية البديلة التي تقول إن المؤشرات الحديثة أحسن تفسيراً للأداء المالي.

الملاحق:

الملحق رقم 01: نتائج الارتباط بين المتغيرات

اسم المتغير	Return	EVA/ share°	MVA/ Share°	TSR	MTBR	CFROI	ROI	ROA	PER	RE
Return	1.000	0.495*** 0.000	0.436*** 0.000	-0.243*** 0.025	0.591*** 0.000	-0.036 0.743	0.515*** 0.000	0.838*** 0.000	0.245*** 0.024	0.692*** 0.000
EVA		1.000	0.892*** 0.000	-0.097 0.375	0.22*** 0.043	0.434*** 0.000	0.177 0.106	0.262*** 0.015	0.123 0.264	0.342*** 0.001
MVA			1.000	-0.024 0.826	0.155 0.157	0.396*** 0.000	0.125 0.256	0.289*** 0.007	0.115 0.294	0.262*** 0.015
TSR				1.000	-0.268*** 0.013	-0.027 0.806	0.205 0.06	-0.24*** 0.027	-0.07 0.527	0.311*** 0.004
MTBR					1.000	-0.103 0.350	0.529*** 0.000	0.594*** 0.000	0.217*** 0.046	0.797*** 0.000
CFROI						1.000	0.069 0.529	-0.074 0.498	-0.015 0.890	-0.067 0.544
ROI							1.000	0.551*** 0.000	0.247*** 0.023	0.568*** 0.000
ROA								1.000	0.208 0.056	0.723*** 0.000
PER									1.000	0.254*** 0.019
RE										1.000

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Spss 16.0

الملحق رقم 2: تأثير معدل العائد على الأصول على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN				
Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014892	0.002583	5.764529	0.0000
ROA	0.003591	0.000257	13.97229	0.0000
R-squared	0.701680	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.698086	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.018693	Akaike info criterion		-5.098100
Sumsquaredresid	0.029002	Schwarz criterion		-5.040626
Log likelihood	218.6693	Hannan-Quinn criter.		-5.074983
F-statistic	195.2248	Durbin-Watson stat		0.833456
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

الملحق رقم 03: تأثير المردودية الاقتصادية على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN				
Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018045	0.003467	5.205219	0.0000
RE	0.320259	0.036666	8.734598	0.0000
R-squared	0.478948	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.472671	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.024704	Akaike info criterion		-4.540418
Sumsquaredresid	0.050656	Schwarz criterion		-4.482943
Log likelihood	194.9677	Hannan-Quinn criter.		-4.517300
F-statistic	76.29320	Durbin-Watson stat		1.215300
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

الملحق رقم 04: تأثير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN				
Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000576	0.006412	-0.089812	0.9287
MTBR	0.037961	0.005689	6.672577	0.0000
R-squared	0.349138	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.341297	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.027611	Akaike info criterion		-4.317970
Sumsquaredresid	0.063276	Schwarz criterion		-4.260496
Log likelihood	185.5137	Hannan-Quinn criter.		-4.294852
F-statistic	44.52329	Durbin-Watson stat		1.291645
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

الملحق رقم 05: تأثير معدل العائد على الاستثمار على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.024495	0.003943	6.211808	0.0000
ROI	0.145796	0.026615	5.477976	0.0000
R-squared	0.265540	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.256691	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.029330	Akaike info criterion		-4.197132
Sumsquaredresid	0.071403	Schwarz criterion		-4.139657
Log likelihood	180.3781	Hannan-Quinn criter.		-4.174014
F-statistic	30.00823	Durbin-Watson stat		1.259428
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 8.0.

الملحق رقم 06: تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.022499	0.004301	5.231267	0.0000
EVA	0.141721	0.027314	5.188513	0.0000
R-squared	0.244910	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.235813	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.029740	Akaike info criterion		-4.169430
Sumsquaredresid	0.073409	Schwarz criterion		-4.111956
Log likelihood	179.2008	Hannan-Quinn criter.		-4.146312
F-statistic	26.92067	Durbin-Watson stat		0.854497
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 8.0.

الملحق رقم 07: تأثير القيمة السوقية المضافة على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.025152	0.004320	5.822178	0.0000	
MVA	0.093455	0.021151	4.418502	0.0000	
R-squared	0.190427	Meandependent var			0.037259
Adjusted R-squared	0.180673	S.D. dependent var			0.034020
S.E. of regression	0.030794	Akaike info criterion			-4.099760
Sumsquaredresid	0.078705	Schwarz criterion			-4.042286
Log likelihood	176.2398	Hannan-Quinn criter.			-4.076642
F-statistic	19.52316	Durbin-Watson stat			0.856096
Prob(F-statistic)	0.000030				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

الملحق رقم 08: تأثير نسبة سعر إلى العائد على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN					
Method: Least Squares					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.033014	0.004042	8.166958	0.0000
	PER	0.000636	0.000276	2.305681	0.0236
	R-squared	0.060195	Meandependent var		0.037259
	Adjusted R-squared	0.048872	S.D. dependent var		0.034020
	S.E. of regression	0.033178	Akaike info criterion		-3.950594
	Sumsquaredresid	0.091366	Schwarz criterion		-3.893120
	Log likelihood	169.9003	Hannan-Quinn criter.		-3.927476
	F-statistic	5.316164	Durbin-Watson stat		1.011200
	Prob(F-statistic)	0.023623			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

الملحق رقم 09: تأثير العائد الإجمالي للسهم على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043491	0.004520	9.622937	0.0000
TSR	-0.046642	0.020440	-2.281950	0.0251
R-squared	0.059035	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	0.047698	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.033199	Akaike info criterion		-3.949361
Sumsquaredresid	0.091479	Schwarz criterion		-3.891887
Log likelihood	169.8478	Hannan-Quinn criter.		-3.926243
F-statistic	5.207296	Durbin-Watson stat		1.009081
Prob(F-statistic)	0.025052			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

الملحق رقم 10: تأثير التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار على الأداء المالي

Dependent Variable: RETURN Method: Least Squares Sample: 1 85				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.037392	0.003732	10.01958	0.0000
CFROI	-7.52E-06	2.29E-05	-0.328349	0.7435
R-squared	0.001297	Meandependent var		0.037259
Adjusted R-squared	-0.010735	S.D. dependent var		0.034020
S.E. of regression	0.034202	Akaike info criterion		-3.889810
Sumsquaredresid	0.097092	Schwarz criterion		-3.832336
Log likelihood	167.3169	Hannan-Quinn criter.		-3.866692
F-statistic	0.107813	Durbin-Watson stat		0.923470
Prob(F-statistic)	0.743475			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 8.0.

¹ مسعيد بريكة، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2009، ص 6.

² هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على الأداء من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 22- 2011/11/23، ص ص 256 257.

³ مسعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص7.

⁴ مسعيد بريكة، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص22.

⁵ السنوات الأربع من بورصة البحرين، عن بورصة البحرين، تقارير،

http://www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar

⁶ عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة دراسة قياسية على السوق المالي السعودي 2009-2012، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013-2014، ص35.

⁷ هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010/2009، ص 08.

⁸ شهرزاد زغيب، لمياء عمياني، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق ثروة للمساهمين، 2012/04/20، ص 9.

⁹ هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008، ص 90.