

## تأثير مؤشرات النمو على خلق القيمة

دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة 2009 - 2019

### *The impact of growth indicators on value creation*

*A study of a sample of listed firms on Casablanca Stock Exchange for the period 2009-2019*

محمد حقيقة <sup>1</sup> مخبر متطلبات تأهيل وتنمية الاقتصاديات النامية في ظل الانفتاح الاقتصادي العالمي جامعة قاصدي مرباح (ورقلة) - الجزائر - m.haguiga2016@gmail.com	لمياء عماني مخبر دور الجامعة والمؤسسات الاقتصادية في التنمية المحلية جامعة قاصدي مرباح (ورقلة) - الجزائر - lamitta.ame2001@yahoo.fr
--	---

تاريخ النشر: 2022/06/30

تاريخ القبول: 2022/06/02

تاريخ الاستلام: 2022/02/02

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات النمو على خلق القيمة المساهمية من خلال دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة 2009-2019، باستخدام إحدى النماذج الديناميكية وهي الانحدار الذاتي للأخطاء (VAR).

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لمؤشرات النمو على خلق القيمة المساهمية للشركات المدروسة.

الكلمات المفتاحية: نمو؛ خلق قيمة مساهمية؛ أصول؛ رقم أعمال؛ بورصة الدار البيضاء.

تصنيف *JEL*: *G3*؛ *D4*

### Abstract :

This study aims to examine the effect of growth indicators on shareholder value creation by study case of listed firms on the Casablanca Stock Exchange for the period 2009-2019, using one of the dynamic models which is the Self-Regression of Errors (VAR).

The results of this study indicate that the growth indicators effect shareholder value creation of the studied firms.

**Keywords:** growth, shareholder value creation, assets, sales, Casablanca stock exchange.

**JEL classification codes:** *G3* ; *D4*

<sup>1</sup> المؤلف المرسل : محمد حقيقة.

تزايد الاهتمام بمفهوم خلق القيمة نتيجة الصعود القوي للأسواق المالية خلال ثمانينيات القرن الماضي وما صاحبه من توسع في نفوذ الاستثمار المؤسساتي وانتشار وسيادة مفاهيم الحوكمة والإدارة بالقيمة وخلق القيمة المساهمية، حيث أصبحت القيمة التي يتم إنشاؤها على مستوى الشركة الهدف الأساسي للقرارات المالية والاستراتيجية التي يتم اتخاذها والمعايير الأكثر استخداماً لتقييم الأداء. رغم كل الانتقادات التي توجه إلى نموذج الحوكمة المساهمي وللرأسمالية المساهمية ولمنظور خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين بشكل عام، إلا أن الاتجاه السائد في الأسواق المالية هو تعظيم القيمة السوقية للشركات بناء على التوقعات المستقبلية حول قدرتها على خلق القيمة للمساهمين سواء تعلق الأمر بالتوقعات حول التدفقات النقدية أو الربحية.

تعدد الاستراتيجيات والركائز التي يعتمد عليها المسكرون من أجل تعظيم القيمة من حيث طبيعتها بين استراتيجيات تنافسية واستراتيجيات تنظيمية وأخرى مالية، إضافة إلى الاستراتيجيات القائمة على التنوع أو التركيز. كما أن الركائز التي تقوم عليها تلك الاستراتيجيات بدورها متنوعة منها ما هو مالي يؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية كإعادة شراء الأسهم، ومنها ما هو استراتيجي يستهدف التأثير على التدفقات النقدية كعمليات النمو الداخلي والخارجي والميزة التنافسية، وسوف نركز في هذه الدراسة بشكل مباشر على النمو كمحدد من محددات القيمة.

لقد بدأ الاهتمام بتقييم الأداء من خلال خلق القيمة في الأسواق المالية الناشئة حديثاً، ونرصد ذلك في تقارير النشاط والبطاقات التقنية وغيرها من الوثائق المفصّل عنها مع القوائم المالية.

#### إشكالية الدراسة

ما مدى تأثير مؤشرات النمو على خلق (أو تدمير) القيمة في الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2009 – 2019)؟

#### فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى: معدل النمو في رقم الأعمال ليس له تأثير معنوي على خلق القيمة المساهمية.

الفرضية الثانية: معدل النمو في حجم الأصول ليس له تأثير معنوي على خلق القيمة المساهمية.

الفرضية الثالثة: معدلات العائد ليس لها تأثير معنوي على خلق القيمة المساهمية.

## أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشرات النمو وخلق القيمة المساهمية في واحدة من الأسواق المالية الناشئة ألا وهي بورصة الدار البيضاء، وتهتم هذه الدراسة بالكشف عن تأثير التغيير في حجم المبيعات والأصول على القيمة التي تم إنشاؤها للمساهمين خلال فترة الدراسة.

## أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في سعيها لتتبع محددات خلق القيمة في بورصة الدار البيضاء من خلال انتقاء ركيزة استراتيجية لخلق القيمة هي عمليات النمو، والتي من المفترض من الناحية النظرية أن تسهم في خلق القيمة وتعظيم قيمة الشركة من خلال زيادة أسعار الأسهم استجابة للنتائج الإيجابية التي يحققها النمو (أو العكس، في حالة النمو الذي يهدر القيمة).

## I- الأدبيات النظرية للموضوع

### 1. العوامل المؤثرة على خلق القيمة

من المتوقع أن يكون لعمليات النمو الداخلي (قرار الاستثمار الداخلي) التأثير الإيجابي على قيمة الشركة على المدى الطويل، وتتحدد تلك العمليات بمستوى الاستثمار في الأصول الثابتة، ونسبة الإنفاق على أعمال البحث والتطوير، والتركيز على الاستثمارات الأخرى ذات الطبيعة الاستراتيجية على المدى الطويل. وسوف يكون على الشركات تقييم المشاريع من خلال المعايير المالية وغير المالية والذهاب أبعد من العائد والمخاطرة وتكلفة رأس المال نحو البعد الاستراتيجي لتلك المشاريع، من خلال الأخذ بعين الاعتبار للتكاليف والمخاطر الاستراتيجية عندما تضيع فرصة الاستثمار في تلك المشاريع.

يتطلب الاهتمام بموضوع خلق القيمة البحث في الإمكانيات الحقيقية للاستثمار من خلال استهداف فائض القيمة الناتج عن الفرق بين مردودية وتكلفة رأس المال المستثمر والحفاظ على الميزة التنافسية، وسوف تنشأ القيمة من مصادر غير اعتيادية كالمرونة الإدارية المحققة والمثمرة عندما يتم الاعتماد في تقييم المشاريع الاستثمارية على نظرية الخيارات الحقيقية (عماني & بن علي، 2018، 201).

يرى (Caby, J. et Hirigoyen, G. 2005, p 34) أنّ قيمة الشركة تتأثر أيضا بعمليات النمو الخارجي وقرارات الشراء، أو تقليص الاستثمارات وقرارات التخلي (Divestiture)، وبالتالي يجب تقييم فعالية القرارات الاستراتيجية فيما يخص خلق أو هدر القيمة في حالات الاندماج مثلا، فهي عملية نمو خارجي وإعادة هيكلة. يكون لعملية الشراء والاستحواذ عدة أهداف كالحصول على حصة سوقية أكبر، وإيجاد شكل من أشكال التعاضدية بتحسين نتائج النشاطات الموجودة أو

المحصّل عليها. وتبيّن بعض الدراسات فعالية استراتيجية التركيز والتخلص من الوحدات والأنشطة التي ليس لها مردودية مقارنة مع استراتيجية التنوع إذا كان الهدف هو خلق القيمة.

يتركز اهتمام الشركات حسب (Pettit, 2007 , p 44) حول النمو المريح، وهو النمو الذي تغطي فيه الأرباح المتزايدة تكلفة رأس المال الإضافي. وتكون الاستثمارات في رأس المال العامل أو القدرة الإنتاجية مطلوبة لتسهيل زيادة المبيعات أو إطلاق المنتجات أو الدخول إلى الأسواق الجديدة:

- الاستثمار في الأصول غير المادية التي تدفع قيمة النمو (Growth value).

- الاستثمار في الخيارات الحقيقية (خيارات النمو، خيارات التبدّل، خيارات التأجيل وخيارات

التخلي) التي تخلق القيمة من خلال المرونة الإدارية التي تتمتع بها في تقييم الاستثمارات.

- الاعتماد على الاستراتيجيات الأكثر ابتكارا في مجال الاندماج كالتراخيص ( Licensing in/

Out)، الربح الاقتصادي عند التنازل عن الشركات بالحصول على مدفوعات إضافية متعلقة بالأداء

المستقبلي لتلك الشركات، الاندماجات الزاحفة، مبادلات الأصول وغيرها.

يمكن أيضا القيام بعمليات معاكسة للنمو كترشيد أو تصفية الاستثمارات في الأنشطة التي لا

تستطيع توليد عوائد أكبر من تكلفة رأس المال من خلال: تخريج الأنشطة التي لا تحقق المردودية؛ بيع

الشركات الابتكارية، عمليات الانفصال Spin-offs، وغيرها من أشكال إعادة الهيكلة المالية.

لا تتميز العلاقة بين النمو وخلق القيمة بالبساطة والمرونة، فهي علاقة معقدة ومحاطة بعدم

اليقين، فاعتبارات المدى القصير لدى المساهمين تجعلهم يركزون اهتمامهم بتعظيم القيمة السوقية

ولن تتقبل أسواق المال دائما الميل نحو تمويل النمو على حساب مكافأة رأس المال (توزيعات الأرباح أو

إعادة شراء الأسهم). هذا يعني أن النمو يخلق القيمة على المدى الطويل عندما تكون القيمة المستهدفة

هي القيمة الاقتصادية وليس بالضرورة القيمة السوقية، إن قرارات المسيرين بشأن النمو سوف

تصطدم برد فعل المساهمين عندما تصدر إشارات عن ميل أولئك المسيرين نحو بناء شركات كبرى على

حساب خلق القيمة المساهمية (نظرية الإشارة، نظرية الوكالة).

## 2. تأثير النمو في رقم الأعمال

الشكل (1) يمثل مصفوفة ( Marakon Associates ) التي تلخص العلاقة بين النمو في

رقم الأعمال وخلق القيمة من أجل تصنيف الشركات بناء على ثلاثة معايير. تستخدم المصفوفة في

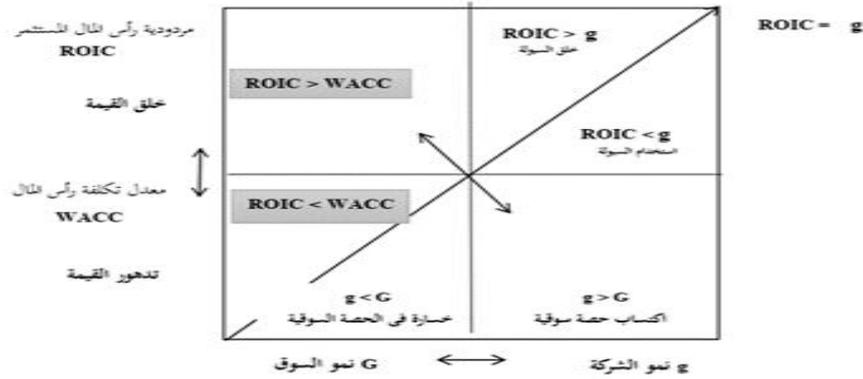
تحديد الأنشطة التي تخلق القيمة للاحتفاظ بها، والأنشطة التي تؤدي إلى هدر القيمة من أجل التخلي

عنها وتصفيتها. تحدد المصفوفة الأنشطة التي تتميز بنمو الحصة السوقية عن الأنشطة التي تتميز

بتراجع تلك الحصة. وللمصفوفة ثلاثة محاور:

- اختبار خلق (أو هدر) القيمة من خلال العلاقة بين مردودية رأس المال المستثمر ومعدل تكلفته (منظور القيمة الاقتصادية المضافة EVA):
- استخدام (أو توليد) الموارد والسيولة المتاحة في الشركة من خلال العلاقة بين مردودية رأس المال المستثمر ومعدل نمو الشركة (من منظور المبيعات):
- مدى قدرة الشركة على اكتساب (أو خسارة) حصة سوقية جديدة، من خلال النمو المقارن مع نمو السوق (تحليل تنافسي).

### الشكل رقم (1) : مصفوفة Marakon Associates



المصدر: Denglos, G. (2003). La création de valeur, Modèles, Mesure, Diagnostic : Dunod, P. 151.

قد تكون العلاقة بين النمو وخلق القيمة إيجابية أو سلبية، فالنمو في رقم الأعمال (أو حتى في إجمالي الأصول) لا يؤدي دائماً إلى خلق القيمة، بل هناك مجموعة أخرى من المحددات التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار، حيث ركزت المصفوفة على استخدام الموارد والسيولة.

يعتمد تحقيق النمو في الإيرادات (رقم الأعمال) أيضاً على اختيار الأسواق والاستحواذ المناسب بدلاً من الحصول على حصة سوقية، غير أن تحقيق المزيد من النمو لن يخلق بالضرورة أكبر قيمة، لأن المحركات الثلاث للنمو لا تخلق جميعها قيمة متساوية (ديناميكية محفظة المنتجات، أداء الحصة السوقية: الاكتساب أو الخسارة، والاندماج والاستحواذ).

لمناقشة هذه المعضلة يجب التساؤل عن طبيعة الخاسر عندما تكتسب الشركة حصة سوقية جديدة ورد فعله (Koller, Goedhart, Wessels, 2010, pp 82-85):

- (1): من النادر أن تخلق الزيادات في الحصة السوقية التي تأتي على حساب المنافسين المعروفين قيمة كبيرة لفترة طويلة بسبب رد فعلهم القوي؛
- (2): إذا كان نمو الحصة السوقية مدفوعاً بزيادة الأسعار على حساب العملاء فسوف يكون لهؤلاء أيضاً رد فعل من خلال التقليل من الاستهلاك والبحث عن المنتجات البديلة، لذلك قد لا تدوم القيمة الجديدة الناتجة عن زيادة الأسعار لفترة طويلة؛

(3): النمو المدفوع بالنمو العام في السوق، والذي يأتي على حساب الشركات في الصناعات الأخرى، والتي قد لا تعرف حتى لصالح من تخسر حصتها السوقية، وبالتالي لن تكون لها ردة فعل قوية، مما يجعل نمو سوق المنتجات البديلة هو المحرك المحتمل لخلق القيمة.

يرى ( Greiner 1972 ) أن العلاقة بين نمو الشركة وربحيته يمكن أن تكون إيجابية أو سلبية، فالمزيد من النمو يتطلب مزيداً من الإجراءات في شكل علاقات العمل، وهو أمر يصعب تحقيقه بكفاءة على المدى القصير، ويتسبب هذا الشرط في انخفاض ربحية الشركة، وعليه يمكن أن يؤدي النمو إلى تحقيق ربحية أكبر، نتيجة للحافز المتزايد للموظفين الذين يتوقعون رواتب أكبر (تحفيز) في المستقبل نتيجة زيادة حجم الشركة.

إذا أخذنا بعين الاعتبار التعريف الذي يقدمه ( Hoarau, 2008, p 1 ) لخلق القيمة على أنها القيمة التي تنشأ من تحقيق الاستثمارات التي تكون ربحيتها المتوقعة أكبر من تكلفة رأس المال المستخدم لتمويلها، نجد أن هذا التعريف الذي يستهدف القيمة الاقتصادية يتقاطع مباشرة مع مفهوم النمو المربح من خلال الأخذ بعين الاعتبار لمعدل العائد على رأس المال المستثمر وتكلفته.

## II- الدراسات السابقة

1. دراسة (Putri, I. & Rahyudab, H. 2020): هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل رأس المال، ونمو المبيعات والربحية من خلال العائد على الأصول، على خلق القيمة المساهمية من خلال نسبة القيمة السوقية للسعر إلى القيمة الدفترية (PBR). استخدمت الدراسة البيانات السنوية لـ 51 شركة صناعية للسلع الاستهلاكية مدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2013-2018. خلصت نتائج الدراسة، بشكل منسجم مع نظرية الإشارة، إلى أن نمو المبيعات والربحية لهما تأثير إيجابي على قيمة الشركة، وأن الربحية تعتبر المتغير الوسيط الذي يفسر تأثير النمو في المبيعات وتركيبه هيكل رأس المال على القيمة (من خلال PBR). كما أن لهيكل رأس المال تأثير سلبي على الربحية ناتج عن استخدام الشركات للديون بشكل كبير يؤثر على النتائج، وليس له تأثير على القيمة لتأكيد اهتمامات المستثمرين حول عوامل الاقتصاد الكلي. بينما يؤثر نمو المبيعات إيجاباً وبشكل كبير على قيمة الشركة، حيث يعكس النمو ما إذا كان من الممكن الاستثمار في الشركة من قبل المستثمرين مستقبلاً، لأن الشركة -وهي محل تقييم دائم من خلال التسعير- قد تمكنت من خلق القيمة تحت تأثير النمو. هذا يعني أن المستثمرين على المدى الطويل سوف يهتمون بشراء أسهم الشركات ذات النمو الإيجابي.

## 2. دراسة ( Dang, H.N. ; Thuy Vu, V.T. ; Ngo, X.T. and Hoang, )

(H.T.V., 2019): هدفت هذه الدراسة إلى مناقشة مدى تأثير النمو وحجم الشركة وهيكل رأس المال والربحية على قيمة الشركة من خلال دراسة حالة على عينة مكونة من 214 شركة مدرجة في بورصة "هو تشي منه" في فيتنام خلال الفترة 2012 – 2016. تم الاعتماد على نموذج الانحدار وتحليل المسارات الهيكلية لاختبار فرضيات النموذج. خلصت الدراسة إلى أن الحجم والربحية هما عاملان يؤثران إيجابيا على قيمة الشركة، في المقابل يرتبط هيكل رأس المال ارتباطا عكسيا بقيمة الشركة؛ أما عامل النمو فلم يكن له تأثير على قيمة الشركة. يكون لعامل الحجم تأثير إيجابي على قيمة الشركة عند قياسه بالقيمة العادلة، ونتيجة لذلك ينبغي على الشركات توسيع وإقامة شراكات مع الشركاء في الداخل والخارج من أجل الحصول على المزيد من الأصول لاسيما الأصول الثابتة، بالإضافة إلى ذلك تحتاج الشركات إلى إدارة التكاليف المرتبطة بإدارة المبيعات والتوسع في النشاط.

## 3. دراسة (Ataunal, L. ; Gürbüz, A-O. & Aybars, A. 2016):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين معدل النمو وخلق القيمة المساهمية. اعتمد قياس النمو على نمو المبيعات ولوغاريتم إجمالي الأصول، إضافة إلى التغير في العائد على المبيعات ونسبة التغير في رأس المال بالقيمة السوقية، والتغير في نسبة الدين إلى مجموع الأصول ونسبة الرسملة البورصية إلى الأموال الخاصة. أما خلق القيمة فتم قياسه من خلال معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)، باستخدام عينة من 243 شركة مدرجة في مؤشر (S&P500) خلال الفترة (1993-2014). تم استخدام نموذج معدل النمو المستدام (SGR) -وهو معدل تمويل النمو دون الحاجة لزيادة رأس المال أو استخدام المزيد من الرفع المالي- لتقسيم العينة إلى مجموعتين: الأولى ذات نمو مرتفع والثانية ذات نمو معتدل. باستخدام "بيانات بانل"، أظهرت النتائج أن نمو المبيعات دون معدل النمو المستدام (SGR) يعزز القيمة المساهمية بمعدل أعلى بكثير مقارنة بالنمو فوق معدل النمو المستدام. تشير النتائج إلى أن خلق القيمة المساهمية يزيد إلى أقصى حد حول معدل النمو المستدام وينخفض بشكل حاد بمجرد تجاوز معدل النمو الاقتصادي، لأن الشركات تختار-عندما تجد التمويل اللازم- أن تنمو بسرعة على حساب تدهور الأرباح (التوزيعات). تدفع زيادة الاستثمارات إلى زيادة الإيرادات ولكنها تخلق أيضا حاجات كبيرة للنقدية، وتؤدي إلى انخفاض التدفق النقدي الحر الذي يعد المدخل الرئيسي في تحديد القيمة.

## 4. دراسة (Paminto, A. ; Setyadi, D. & Sinaga, J. 2016):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل رأس المال ونمو الشركة وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة. تم الاعتماد على البيانات المالية ربع السنوية لخمس شركات (مزارع زيت النخيل) مدرجة في البورصة الإندونيسية خلال

الفترة (2007-2011). تمثلت المتغيرات التابعة في هذه الدراسة في الربحية (ROE)، وقيمة الشركة (PBV): بينما المتغيرات المستقلة فتمثلت في هيكل رأس المال، ومعدل نمو الشركة (النمو في إجمالي الأصول)، وسياسة توزيع الأرباح. أظهرت نتائج الدراسة للعلاقات المباشرة أنّ لهيكل رأس المال علاقة خطية وسلبية بالربحية والقيمة السوقية لشركات مزارع النخيل، كما أن النمو القوي له تأثير سلبي ولكن غير معنوي على الربحية والقيمة السوقية، يعود ذلك إلى خصائص صناعة زيت النخيل التي تبلغ فترة الاستثمار فيها نحو ثلاث سنوات وتبدأ في الإنتاج في السنة الرابعة. أما من منظور العلاقات غير المباشرة فترتبط الربحية بعلاقة خطية موجبة وقوية مع قيمة الشركة، وهذا يبين أن الشركات أعطت إشارة إيجابية للمستثمرين الذين يتوقعون أن تزيد الإدارة من الأرباح الموزعة بزيادة صافي أرباح الشركة، ولهيكل رأس المال تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة من خلال الربحية. بينما النمو الثابت له تأثير سلبي ضعيف على قيمة الشركة من خلال الربحية، هذا يدل على أن نمو الشركة لا يمثل عامل استجابة من قبل المستثمرين أو لا يؤثر على موقفهم، على الرغم من أن نمو الشركة قد يزيد صافي دخلها في المستقبل.

5. دراسة (Ataünal, L. & Gürbüz, A-O.2016): هدفت هذه الدراسة إلى تقييم معدلات خلق القيمة عند مستويات النمو المرتفعة والمتوسطة، من خلال اختبار ما إذا كان معدل النمو الذي يفوق معدل النمو المستدام (SGR) يخلق قيمة أولاً، ثم اختبار ما إذا كان معدل خلق القيمة عند نفس مستوى معدل النمو عندما يكون هذا الأخير أقل من (SGR). تم استخدام البيانات لـ 167 شركة تنشط في قطاعي الصناعة والخدمات ومدرجة في بورصة اسطنبول للفترة (2003 - 2012)، بالاعتماد على تحليل بيانات "بانل". تم تقدير خلق القيمة من خلال مؤشر العائد الإجمالي للمساهم بالاعتماد على الرسملة البورصية وليس على سعر السهم، كما تم استخدام معدل تطور المبيعات ومعدل النمو المستدام وحجم الشركة (من خلال حجم المبيعات) ونسبة الزيادة في رأس المال بالقيمة السوقية للتعبير عن النمو. وجدت الدراسة أن النمو الذي يتجاوز معدل النمو المستدام يرتبط بشكل منهجي بتدمير القيمة حتى لو توفر التمويل المطلوب (النمو المفرط الذي يستخدم السيولة)، كما أثبتت الدراسة أن العائد الإجمالي للمساهمين يكون دالة مقعرة لنمو الشركة، مما يقترح نقطة مثلى لنمو المبيعات، بعدها يؤدي النمو الإضافي إلى تدمير القيمة المساهمية.

6. دراسة (Altahtamouni, F.R. & Alslehat, Z.A, 2014): هدفت هذه الدراسة إلى مناقشة تأثير معدلات العائد وربحية السهم الواحد والنمو على القيمة السوقية مقاسة بقيمة

الأسهم، وعائد الأسهم، ومضاعف حقوق الملكية PBR، لأسهم البنوك الأردنية خلال الفترة (2002-2011). باستخدام اختبار الانحدار الخطي، تبين أن كل من مؤشرات العائد على الأصول والعائد على الأسهم والنمو الحالي لها تأثير إيجابي على سعر السهم وعلى نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية، بينما لا تؤثر تلك المؤشرات على عوائد الأسهم في السوق. وأن أفضل المؤشرات التفسيرية للتغيرات في القيمة السوقية هي ربحية السهم الواحد (EPS)، وهذا ضروري ليؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار احتجاز الأرباح بنية إعادة الاستثمار. يدل تأثير النمو الإيجابي على خلق القيمة المساهمية على أن القرارات التي تتخذها البنوك للاحتفاظ بالأرباح تؤثر على الأرباح المستقبلية وبالتالي يؤثر قرار النمو الداخلي إيجاباً على الأداء المالي وعلى خلق القيمة.

7. دراسة (Cyril, U.M. & Odinka, O.H., 2013): هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير مؤشرات النمو (إجمالي الأصول، إجمالي المبيعات، عمر الشركة، وعدد الموظفين) على قيمة الشركة (حصة السهم الواحد من صافي أصول الشركة) في الصناعة التحويلية في نيجيريا من خلال عينة شملت سبع شركات تصنيع مدرجة في بورصة نيجيريا للفترة 2005 – 2014. باستخدام الانحدار المتعدد، أظهرت نتائج الدراسة أن إجمالي المبيعات له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على صافي قيمة أصول الشركة لكل سهم، بينما كان لإجمالي الأصول وعمر الشركة وعدد الموظفين تأثيراً إيجابياً ذو دلالة إحصائية على صافي قيمة الأصول لكل سهم للشركات المعنية خلال فترة الدراسة.

8. دراسة (Hestinoviana, V. 2013): هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على خلق القيمة المساهمية من خلال التأثير على القيمة السوقية للشركة في شركات التعدين الأندونيسية لعينة مكونة من 15 شركة للفترة 2009 - 2011، وتم انتقاء الشركات على أساس تحقيق مردودية مالية موجبة. تعتبر الدراسة أنّ الهدف الرئيسي للشركة هو تعظيم القيمة، وأنّ مؤشرات تقييم الأداء هي: الربحية والقدرة على الوفاء ونمو الأصول والمبيعات كمتغيرات مستقلة ومؤشر توبين Q (نسبة القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية) كمتغير تابع. خلصت الدراسة إلى أن المتغيرات المستقلة تؤثر على القيمة السوقية للشركة خلال فترة الدراسة، وبعد دراسة تأثير كل متغير مستقل على حدا تبين أن الربحية ونمو المبيعات لا يؤثران على القيمة السوقية للشركة عكس القدرة على الوفاء ومعدل نمو الأصول التي كان لها تأثير كبير على القيمة.

### III- الطريقة والأدوات

#### 1. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية، والتي تضم 24 مؤشرا قطاعيا تشمل 75 شركة. بينما تتمثل عينة الدراسة في 16 شركة غير مالية مدرجة موزعة على مختلف القطاعات (الصناعة، الخدمات، والتجارة).

## 2. الطريقة والإجراءات المتبعة:

تقوم هذه الدراسة على اختبار مدى استجابة مؤشر خلق القيمة المساهمية لتغيرات مؤشرات النمو التي تم انتقاؤها خلال الفترة (2009-2019) وذلك باستخدام إحدى طرق النماذج الديناميكية وهي الانحدار الذاتي للأخطاء (VAR)، وعليه سنقوم باختبار استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة وكذا تحديد درجة تأخير المسار VAR، ثم اختبار علاقة التكامل المشترك وفق جوهانس وجيسلس (Johansen and Jusellius) ومن ثم تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR وبعدها اختبارات التشخيص للنموذج، ويمكن صياغة النموذج الذي تم استخدامه في القياس كما يلي:

$$M_t = \beta_0 + \beta_1 TC\_Act + \beta_2 TC\_I_t + \beta_3 TC\_CA_t + \beta_4 ROS_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 ROI_t + U_t$$

## 3. متغيرات الدراسة:

من خلال الإطار المرجعي النظري والدراسات السابقة تم الاعتماد في هذه الدراسة على: المتغير التابع: خلق القيم المساهمية، حيث توجد عدة مؤشرات لهذا المتغير ذات طبيعة محاسبية أو اقتصادية أو مالية أو سوقية أو هجينة، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على نسبة (M: Maris) التي تمثل نسبة الرسملة البورصية إلى حقوق الملكية، والتي لا تختلف عن مضاعف حقوق الأموال الخاصة (حقوق الملكية) أو نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية (PBR: Price to Book Ratio)، ولأن الهدف من الدراسة هو الأثر التراكمي للنمو على مدار 10 سنوات على خلق (أو هدر) القيمة، وليس القيمة السوقية للشركة في لحظة معينة، فقد تم الاعتماد على متوسط السعر السنوي عن كل جلسات التداول بدل الاعتماد على سعر الإغلاق في نهاية السنة. تخلق الشركة القيمة للمساهمين عندما تكون قيمة الرسملة البورصية أكبر من قيمة الأموال الخاصة.

تعد نسبة Marris من مؤشرات خلق القيمة المستقبلية Ex- ante: تستمر الشركة في خلق القيمة مستقبلا كلما كانت النسبة أكبر من الواحد، وتتدعم هذه النظرة المتفائلة بمعلومات ايجابية عن سياسة توزيع الأرباح، معدل العائد على رأس المال المستثمر، حجم الديون وتكلفتها وغيرها من العوامل (Hoarau,2000). تعد نسبة Marris مؤشر دائم للتقييم الذي يقوم به المستثمرون

للشركة وللإدارة وللخيارات والأفق الاستراتيجي للشركة ( Caby, & Hirigoyen, 2005, pp. 20, 21)، تعرف النسبة أيضا في الأدبيات الأنجلوساكسونية بمختصر M/B.

المتغيرات المستقلة: معدل النمو هو التغير في إجمالي الأصول أو المبيعات أو حقوق الملكية أو صافي الدخل أو الاستثمارات خلال سنة. تهدف نسب النمو إلى قياس قدرة الشركات على الحفاظ على مكانتها مقارنة مع نمو الصناعة والنمو الاقتصادي. لقياس النمو في هذه الدراسة تم الاعتماد على مدخلين: النمو الداخلي من خلال زيادة حجم الشركة والإنفاق على الاستثمارات الثابتة، والنمو التجاري من خلال تطور المبيعات، إضافة إلى نسب المردودية لمراقبة مدى التحكم في التكاليف عند التوسع، كل المتغيرات معروضة في الجدول رقم (01). لقد تم الاعتماد على مفهوم النمو البسيط والشائع وعدم استخدام مفهوم "النمو المستدام" لأن هذه الدراسة لا تسعى لمناقشة أثر السياسة المالية وسياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة، بل تركز على السياسة التجارية والسياسة الاستثمارية، دون مناقشة سبل التمويل (الداخلي أو الخارجي) وتأثيرها على القيمة.

#### الجدول رقم (1): متغيرات الدراسة

طريقة الحساب	المتغير	
$M = \frac{CB}{CP} = \frac{\text{الرسملة البورصية}}{\text{الأموال الخاصة}}$	المتغير التابع: خلق القيمة للمساهم	
$TC_{AC} = \frac{AC_t - AC_{t-1}}{AC} \times 100$	معدل نمو الأصول	المتغيرات المستقلة: مؤشرات النمو ومعدلات العائد
$TC_{Im} = \frac{Im_t - Im_{t-1}}{Im} \times 100$	نمو الاستثمارات الثابتة	
$TC_{CA} = \frac{CA_t - CA_{t-1}}{CA} \times 100$	معدل نمو رقم الأعمال	
$ROS = \frac{R_{net}}{CA}$	معدل العائد على المبيعات	
$ROA = \frac{R_{net}}{ROA}$	معدل العائد على الأصول	
$ROI = \frac{R_{net}}{I}$	معدل العائد على رأس المال المستثمر	
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مراجع الدراسة		

#### IV- النتائج ومناقشتها

سنحاول فيما يلي تقدير العلاقة بين النمو ومؤشر خلق القيمة للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء وهذا اعتمادا على نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR التي تعتبر بمثابة أداة تجريبية مناسبة، كما تساعد على فهم واستيعاب طبيعة العلاقة بين المتغيرات، ومن ثم نقوم بتقدير العلاقة بين المتغيرات المدروسة، وعليه نتبع الخطوات المنهجية التالية:

#### 1. العلاقة بين متغيرات الدراسة:

يبين الجدول رقم (02) عدم وجود ارتباط قوي بين مؤشرات النمو مع مؤشر خلق القيمة، إذ يتبين وجود ارتباط عكسي بين كل من (معدل نمو الأصول TC\_AC، معدل نمو الاستثمار TC\_I، معدل العائد على المبيعات ROS ومعدل العائد على رأس المال المستثمر LR) مع مؤشر خلق القيمة M، حيث بلغت درجة الارتباط -0.052، -0.036، -0.0317، -0.0002، -0.227 على التوالي، وعليه فالزيادة في هذه المتغيرات يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على مؤشر خلق القيمة للشركات للبنوك. في حين وجود ارتباط ايجابي بين كل من (معدل نمو الأعمال TC\_CA) بمعدل 0.017 مع مؤشر خلق القيمة M.

### الجدول رقم (2): مصفوفة الارتباط بين المؤشرات

	M	TC_AC	TC_I	TC_CA	ROS	ROA	ROI
M	1.000000	-0.052290	-0.036042	0.017404	-0.031705	-0.000249	-0.227032
TC_AC	-0.052290	1.000000	-0.030976	0.360738	0.002238	-0.139517	-0.002426
TC_I	-0.036042	-0.030976	1.000000	0.585332	0.035947	0.083882	0.008469
TC_CA	0.017404	0.360738	0.585332	1.000000	0.067108	-0.117140	-0.140662
ROS	-0.031705	0.002238	0.035947	0.067108	1.000000	0.108673	0.122477
ROA	-0.000249	-0.139517	0.083882	-0.117140	0.108673	1.000000	0.540863
ROI	-0.227032	-0.002426	0.008469	-0.140662	0.122477	0.540863	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 9

أما بالنسبة لقيم الارتباط بين المتغيرات المستخدمة في الدراسة، فقد كشفت مصفوفة الارتباط بأنه لا توجد مشكلة إزدواج خطي بين المتغيرات المفسرة وذلك لأن كل منها لم يتجاوز 0,60، وبالتالي جميع المتغيرات يمكن استخدامها للنموذج.

### 2. اختبار استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة (اختبارات جذر الوحدة):

تكتسب خاصية الاستقرارية أهمية بالغة، حيث يمكن أن يؤدي عدم توفرها في مختلف المتغيرات المستخدمة إلى استنتاجات مضللة ونتائج مزيفة غير واقعية، وعليه سنحاول معالجة اشكالية الاستقرار لدى المتغيرات بالاعتماد على بعض الاختبارات والنتائج ملخصة في الجدول 3.

### الجدول رقم (3): نتائج اختبارات الجذر الوحدوي

	PP - Fisher Chi-square	ADF - Fisher Chi-square	Levin, Lin & Chu t
M	78.5329 0.0000	48.0597 0.0340	0.89128 0.1864
TC_AC	141.535 0.0000	76.5364 0.0000	14.7254 1.0000

TC_I	123.983 0.0000	78.5243 0.0000	-2346.14 0.0000
TC_CA	133.083 0.0000	63.6150 0.0007	-3.10277 0.0010
ROS	75.6273 0.0000	73.1127 0.0000	-5.94476 0.0000
ROA	66.7106 0.0003	47.1735 0.0409	-2.82849 0.0023
ROI	62.6811 0.0009	61.3610 0.0014	-23.1380 0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 9

من خلال الجدول 3 نلاحظ أن نتائج احتمال معظم الاختبارات بالنسبة لكل المتغيرات أقل من (0.05)، ومنه يمكن رفض فرضية العدم والخروج بنتيجة مفادها أن السلاسل مستقلة عند المستوى I(1).

### 3. تحديد درجة تأخير المسار VAR :

قبل القيام بعملية الاختبار والتقدير يجب تحديد درجة تأخير المسار VAR، وتكون الدرجة الأفضل هي تلك التي تجمع لنا أكبر عدد من المؤشرات ذات القيم الدنيا، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول 4.

### الجدول 4: تحديد درجة تأخير المسار VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1318.658	NA	2.335585	20.71340	20.86937	20.77677
1	-1152.042	312.4040	0.372194	18.87566	20.12342*	19.38263*
2	-1114.304	66.63188	0.446665	19.05162	21.39118	20.00219
3	-1048.515	108.9620*	0.349338*	18.78930*	22.22065	20.18348

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن الدراسة وصلت إلى الدرجة الثالثة، والتي يكون فيها أكبر عدد من المعايير أقل وهو ما يعني درجة تأخير المتغيرات الداخلية والخارجية بثلاث درجات، وبالتالي يمكن اختبار وتقدير النموذج VAR(3).

### 4. اختبار علاقة التكامل المشترك وفق جوهانس وجيسلس (Johansen and Jusellius):

### الجدول 5: نتائج علاقة التكامل المشترك وفق (Johansen and Jusellius)

Sample (adjusted): 2013 2019  
Included observations: 106 after adjustments  
Trend assumption: No deterministic trend  
Series: M TC\_AC TC\_CA TC\_I ROS ROI ROA  
Lags interval (in first differences): 1 to 3  
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value
None *	0.531755	238.9804	111.7805
At most 1 *	0.364518	158.5515	83.93712

At most 2 *	0.350413	110.4941	60.06141
At most 3 *	0.247542	64.76381	40.17493
At most 4 *	0.151914	34.61632	24.27596
At most 5 *	0.145369	17.15037	12.32090
At most 6	0.004699	0.499277	4.129906

Trace test indicates 6 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value
None *	0.531755	80.42895	42.77219
At most 1 *	0.364518	48.05739	36.63019
At most 2 *	0.350413	45.73028	30.43961
At most 3 *	0.247542	30.14749	24.15921
At most 4	0.151914	17.46595	17.79730
At most 5 *	0.145369	16.65109	11.22480
At most 6	0.004699	0.499277	4.129906

Max-eigenvalue test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 9

حسب نتائج اختبار الأثر (Trace) الموضحة في الجدول (05)، نرفض فرضية العدم "لا توجد أية علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة" عند مستوى معنوية قدره 05 %، حيث  $(TR(0) = 238.9804 > TR^{0.05} \text{ tap} = 111.7805)$  وفي المقابل نقبل فرضية "وجود علاقة تكامل متزامن واحدة على الأكثر. أما بالنسبة إلى نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى هي الأخرى تؤدي إلى نفس القرار، حيث نرفض فرضية الغياب الكلي لعلاقات التكامل المتزامن، لكون:  $(T = 42.77219 > T = 80.42895) = (1, 2)$ .

5. تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

باستخدام برنامج Eviews9 تم تقدير نموذج VAR "Vector AutoRegressive" لـ

6 متغيرات و 3 تباطؤ، حيث أخذت معادلة خلق القيمة المساهمية الشكل التالي :

الجدول رقم (6): معادلة نموذج VAR بدلالة المؤشرات

<p>LS 1 3 M TC_AC TC_CA TC_I ROS ROI ROA :</p> <p>=====</p> <p>VAR Model - Substituted Coefficients:</p> <p>=====</p> <p>M = 0.599440555925*M(-1) + 0.188794965657*M(-2) + 0.00198763209997*M(-3) -</p> <p>0.0591064055496*TC_AC(-1) - 0.0252556390789*TC_AC(-2) +</p> <p>0.0250372570647*TC_AC(-3) + 0.0120063303196*TC_CA(-1) +</p> <p>0.00236376797599*TC_CA(-2) - 0.00688639198234*TC_CA(-3) -</p> <p>0.00108971457629*TC_I(-1) - 0.000775606009411*TC_I(-2) +</p>
--

$$0.00990188177981*TC\_I(-3) - 0.0100717156439*ROS(-1) - 0.0056512053685*ROS(-2) - 0.0107380553512*ROS(-3) + 0.734131761209*ROI(-1) - 1.00756017606*ROI(-2) - 0.635469687574*ROI(-3) + 0.566658707651*ROA(-1) + 1.92277296322*ROA(-2) + 0.911668343601*ROA(-3) + 0.120216723716$$

n=177 R<sup>2</sup> 0.646438 F Statistic 16.84703

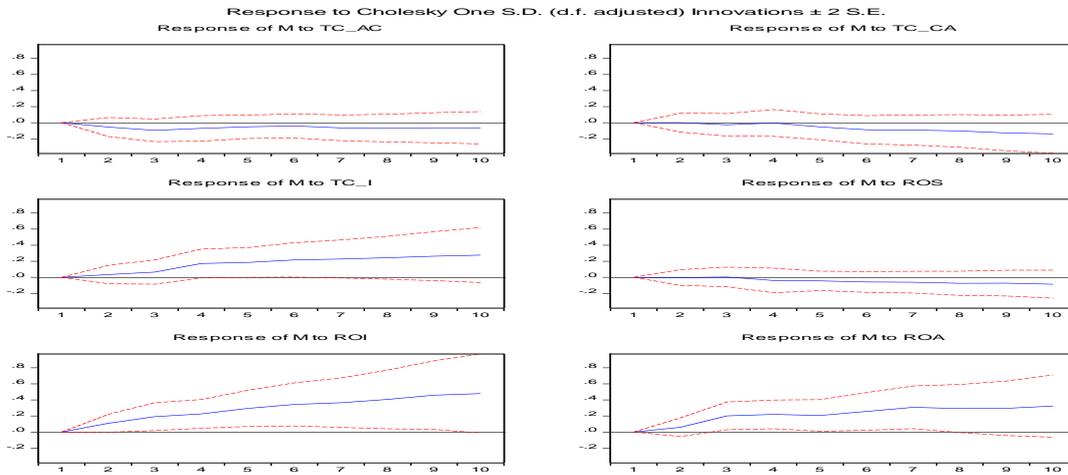
المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 9

سنكتفي باختبار معادلة (M)، نظرا لاهتمام دراستنا بأثر مؤشرات النمو على القيمة السوقية، ومن خلال الصيغة السابقة لنموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR(3) لـ (M) يمكن القول نظريا أن المعادلة مقبولة لكون مؤشر خلق القيمة مشروح بصفة جيدة وذلك باعتبار عموم المشاهدات مشروحة عن طريق المتغيرات المدروسة باعتبار أن  $R^2=0.64$ ، للمزيد من الشرح انظر إلى الجدول (09) ضمن الملاحق، وعليه إحصائيا يمكن قبول الشكل العام للمعادلة المقترحة أي نقبل الفرضية البديلة (H<sub>1</sub>).

## 6. دوال الاستجابة النبضية (الفورية)

من خلال دوال الاستجابة المبينة في الشكل رقم (02)، يظهر أن مؤشر خلق القيمة يستجيب للصدمات التي تحدثها مؤشرات النمو سواء بالزيادة أو النقصان.

## الشكل 2: دوال الاستجابة بين مؤشرات النمو والقيمة السوقية

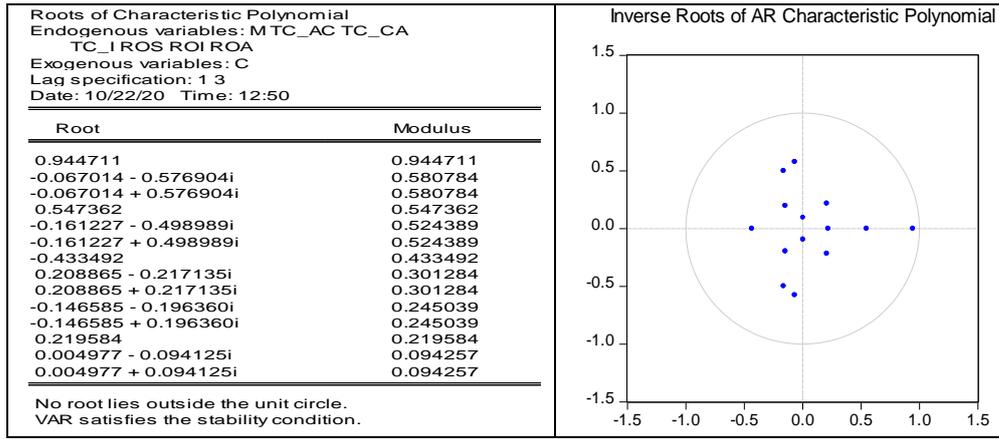


المصدر: مخرجات Eviews9

## 7. دراسة استقرارية بواقي النموذج

للتأكد من مدى استقرارية بواقي النموذج نستخدم اختبارات الجذور المتعددة، حيث تعتبر نتائج شعاع الانحدار الذاتي مستقرة إذا كانت كل الجذور أقل من الواحد، والشكل أدناه يبين نتائج هذا الاختبار:

## الشكل رقم (3): نتائج اختبار استقرارية بواقي نموذج VAR



## المصدر: مخرجات Eviews9

يظهر الشكل رقم (3) أن كل الجذور العكسية "Inverse roots" لكثير الحدود المرافق لجزء الإنحدار الذاتي ذات قيمة أقل من الواحد الصحيح، بحيث أنها تقع كلها داخل الدائرة الأحادية، ومنه النموذج VAR(3) المقدر يحقق شرط الاستقرار (VAR Satisfies the stability condition).  
6. تحليل النتائج:

أثبتت الدراسة وجود أثر سالب معنوي لكل من معدل نمو رقم الأعمال والمردودية التجارية (معدل العائد على المبيعات) على مؤشر خلق القيمة، وهو ما يتماشى مع نتائج دراسة كل من (Cyril, U.M. & Odina, O.H., 2013)، (U.M. & Odina, O.H., 2013)، (Paminto, A. ; Setyadi, D. & Sinaga, J. 2016)، و (Ataünal, L. & Gürbüz, A-O.2016)، ولا يعد الأمر مستبعدا بخصوص الأثر السلبي لمعدل نمو المبيعات لأن المستثمرين يتطلعون إلى النمو المريح وليس إلى النمو الذي يؤدي إلى تدمير القيمة. يتم طرح سؤال مباشر في الأسواق المالية وباستمرار: هل يخلق النمو دائما القيمة للمساهمين؟ يكافئ المستثمرون الشركات التي تنمو، ويتم تعويض المسيرين عن المبيعات المتزايدة ويستهدف المسؤولون التنفيذيون السوق المتنامي للتوسع في المستقبل، إن كل هذا يعد ضمن منطق عمل الشركات، لكن ليس "كل النمو جيدا"، إذ لا ينبغي الوقوع فيما يسمى "وهم المستثمر" (يعتقد المستثمرون أن كل متغير ينمو يكون مؤشرا جيدا سواء كان نمو المبيعات، أو نمو الأرباح، أو نمو التوزيعات وغيرها). إنّ للنمو المريح علاقة بالقيمة الاقتصادية المضافة الموجبة من خلال المقارنة بين العائد على رأس المال المستثمر وتكلفته، وغالبا ما ينعكس أداء الشركات الداخلي من خلال خلق القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء الخارجي من خلال خلق القيمة عبر التسعير (مؤشر M نموذجاً).

تشير نتائج الدراسة إلى وجود أثر موجب معنوي لكل من معدل نمو الأصول ومعدل نمو الاستثمارات الثابتة على مؤشر خلق القيمة، وهو ما يتفق أيضا مع نتائج (Cyril, U.M. & Odina, O.H., 2013).

(Odinaka, O.H., 2013)، هذا يعني أن المستثمرين قد تلقوا المعلومات حول زيادة حجم الأصول كإشارة موجبة تفاعلوا معها إيجابيا بتممين قيمة الأسهم، وغالبا يحدث هذا الأمر عندما لا يكون تمويل نمو الأصول والاستثمارات على حساب توزيعات الأرباح، فإذا حافظت الشركة على نفس السياسة في التوزيع وبشكل منتظم فلن يكون للنمو غير الأثر الإيجابي على القيمة السوقية وبالتالي على مؤشر خلق القيمة.

من ناحية أخرى تبين عدم وجود أثر لكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الاستثمار (مؤشرات الربحية) على مؤشر خلق القيمة، نجد أن هذه النتيجة تخالف الكثير من الدراسات السابقة التي أثبتت وجود أثر موجب ومعنوي في الغالب للربحية على القيمة السوقية، وعلى مؤشرات خلق القيمة، إلا أن المستثمر المالي غالبا لا يلتقط المعلومات الواردة عن الربحية بشكل جيد بسبب تركيزه على ربحية السهم الواحد وأكثر من ذلك سياسة توزيع الأرباح وحصص السهم الواحد من الأرباح، خاصة في الأسواق المالية الناشئة، يمكن الاستعانة بدراسة (Kerzabi, 2015) التي تطرقت لمحددات خلق القيمة المساهمية في بورصة الدار البيضاء ضمن دراسة شملت بورصات المغرب العربي، ولقد أثبتت الباحثة وجود أثر أكبر لسياسة توزيع الأرباح على القيمة مقارنة بالربحية وحجم الشركة، فالشركات تستخدم "توزيعات الأرباح" كإشارة للأسواق المالية.

## V- الخاتمة

من أجل فهم العلاقة العكسية بين معدل نمو المبيعات وخلق القيمة، يجب أن نأخذ بعين الاعتبار التوقعات الخاصة بالمستثمرين حول معدلات العائد الإجمالية على الأسهم TSR وسياسات توزيع الأرباح وحصص السهم من الأرباح المتوقعة EPS، فالنمو المرتفع يؤدي (معبرا عنه بمعدل نمو المبيعات) إلى عائد أعلى للمساهمين إذا تجاوز العائد على رأس المال تكلفة رأس المال (Koller, 2010, p351). كما يعد تحليل سلوك المستثمرين تجاه النمو مسألة معقدة، فقد تم اقتراح تقسيم المستثمرين في السوق المالي إلى فئات (Saias, & Greffeuille, 2009, p 128)، من يسعى للحصول على القيمة (value investors)، ومن يميل إلى تفضيل النمو (growth investors)، وآخرون يفضلون النمو عند سعر معقول (growth at reasonable price/GARP investors)، مما يجعلنا نفهم أن النمو والقيمة قد يتحركان في اتجاهان متعاكسان.

## VI- قائمة المراجع

❖ عماني لمياء & بن علي سميرة (2018، سبتمبر). الخيارات الحقيقية: خلق القيمة والمرونة: مجلة إضافات، العدد 04. جامعة غرداية.

- ❖ Ataünal, L. ; Gürbüz, A-O. & Aybars, A. (2016). **Does High Growth Create Value for Shareholders? Evidence from S&P500 Firms**, European Financial and Accounting Journal, vol.11, no. 3, pp. 25-38.
- ❖ Alslehat, Z.A, & Altahtamouni, F.R. (2014). **The Impact of Accounting Indicators and Growth on the Market Value**International, Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No.2, April 2014, pp. 9–18.
- ❖ Ataünal, L. & Gürbüz, A-O. (2016). **Shareholder value creation at excessive growth levels: Empirical evidence from Turkey**, Maliye Finans Yazıla (106), pp. 9-28.
- ❖ Caby, J. & Hirigoyen, G. (2005). **Création de valeur et gouvernance d'entreprise** : 3è édition, Economica, Paris, p. 43.
- ❖ Cyril, U.M. & Odinka, O.H. (2013). **Effect of Corporate Growth Indicators on Company's Value in the Nigerian Manufacturing Sector**, Journal of Theoretical & Applied Statistics 3 (2) : pp. 31-37.
- ❖ Dang, H.N. ; Thuy Vu, V.T. ; Ngo, X.T. and Hoang, H.T.V. (2019). **The Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, And Profitability on Enterprises value: Evidence of Enterprises in Vietnam**, The Journal of Corporate Accounting & Finance, pp. 146-162.
- ❖ Denglos, G. (2003). **La création de valeur, Modèles, Mesure, Diagnostic** : Dunod.
- ❖ Kerzabi, D. (2016). **Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises magrébines cotées en bourse** : Thèse en vue de l'obtention du doctorat, Université de Tlemcen, Algérie.
- ❖ Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D (2010). **Valuation, measuring and managing value of companies: McKinsey and company**, fifth edition, USA pp. 82-85.
- ❖ Hestinoviana, V. (2013). **The influence of profitability, solvability, asset growth, and sales growth toward firm value (empirical study on mining companies which listed on indonesia stock**, Jurnal Administrasi Bisnis, Vol. 4, No.1, pp.
- ❖ Hoarau.C (2008). **Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes**, Vuibert, Paris, p. 1.
- ❖ Marakon associates, **Creteria for determining an optimum business porofolio**, Sun Francisco, 1980
- ❖ Paminto,A. ; Setyadi, D. & Sinaga, J. (2016). **The Effect of capital Structure Firm Growth and Dividend Policy on Profitability and Firm Value of the Oil Palm Plantation Companies in Indonesia**, European Journal of Business and Management, Vol.8, No.33, pp. 123-134.
- ❖ Pettit, J. (2007). **Strategic corporate finance- Application in valuation and capital structure** : Wiley finance, USA, P. 44.
- ❖ Putri, I. & Rahyudab, H. (2020). **Effect of Capital Structure and Sales Growth on Firm Value with Profitability as mediation**, International research journal of management, IT & Social Sciences, Vol. 7, No.1, pp. 145-155.

- ❖ Saïas, M.A. & Greffeuille, J. (2009). Stratégie et création de valeur, Revue française de gestion, N. 196.