

أثر تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40

بحري هشام

جامعة قسنطينة 2

الجزائر

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، بالتركيز على عينة تشتمل على 60 مشاهدة سنوية، وذلك خلال الفترة 2001 - 2010. وتبين نتائج دراسة الحدث ونموذج الانحدار وجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية لتطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية للأسهم.

مصطلحات علمية

الإدارة على أساس القيمة،
العوائد السوقية للأسهم،
دراسة الحدث، الشركات
المدرجة في مؤشر CAC40.

منذ مطلع سنوات التسعينيات من القرن الماضي، سارع كثير من مديري الشركات عبر العالم إلى تبني أنظمة الإدارة على أساس القيمة (Value Based Management (VBM باعتبارها واحدة من التطبيقات الإدارية الحديثة التي تركز على مفهوم خلق القيمة للمساهم. وقد أسهمت عدة عوامل في بروز هذا التوجه؛ ك: تنامي نشاط المساهمين وبخاصة المستثمرون المؤسسيون الذين أصبح لهم تأثير كبير على مجالس إدارة الشركات، والتوسع في أسواق المال، وتوافر المعلومات المالية للمستثمرين نتيجة تطور الوسائل التكنولوجية، وهو ما سهل عليهم متابعة الإستراتيجيات المعدة من قبل الشركات والوقوف على أدائها.

وتعد الإدارة على أساس القيمة مقاربة إدارية حديثة تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين من خلال جعل خلق القيمة للمساهم العنصر المركزي في إعداد الإستراتيجيات واتخاذ القرارات، وقياس الأداء وتحديد المكافآت، والاتصال المالي الداخلي بين الموظفين والإدارة، والخارجي بمجتمع المستثمرين. وقد عرفت أنظمة الإدارة على أساس القيمة رواجاً واسعاً في أوساط المختصين الأكاديميين والصحف المالية، حيث تركز هذه الأنظمة على مقاييس خلق القيمة للمساهم التي بإمكانها أن تعكس مقدار خلق القيمة المعبر عنه بالفارق بين عائد وتكلفة رأس المال المستثمر. ولعل من أبرز تلك المقاييس توجد القيمة الاقتصادية

تم تسلم البحث في نوفمبر 2016، وأجيز للنشر في يناير 2017.

المضافة (EVA) Economic Value Added، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار Cash Flow Return On Investment (CFROI)، والقيمة المضافة للمساهم Shareholder Value Added (SVA) والقيمة النقدية المضافة (CVA) Cash Value Added.

وأمام الإقبال المتزايد للشركات على تبني الإدارة على أساس القيمة واتساع نطاق استخدامها، أثير التساؤل لدى الأوساط الأكاديمية حول انعكاسات تطبيق الإدارة على أساس القيمة على أداء الشركات، وعلى وجه الخصوص إنعكاساتها على العوائد السوقية للأسهم (Lueg and Schäffer, 2010). ومن هذا المنطلق تكمن مشكلة هذه الدراسة في الإجابة عن السؤال الآتي: هل يؤدي تطبيق الإدارة على أساس القيمة إلى زيادة العوائد السوقية للأسهم الشركات؟

إن الهدف من هذه الدراسة يتمثل في اختبار أثر تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية للأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، من خلال تركيز الاهتمام على عينة مشكلة من الشركات التي قامت بتبني الإدارة على أساس القيمة خلال الفترة 2001-2010. كما تهدف هذه الدراسة كذلك إلى استخدام منهجية دراسة الحدث Event Study Methodology على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 من أجل التعرف إلى الأثر الذي يحدثه تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية للأسهم في أثناء تطبيقها وبعده. وتكمن أهميتها في إبراز الأثر الناتج عن تطبيق الإدارة على أساس القيمة على أداء الشركات؛ وبخاصة على العوائد السوقية للأسهم على اعتبار أن الهدف النهائي من وراء تطبيق الإدارة على أساس القيمة هو بحث المديرين عن تعظيم ثروة المساهمين، كما أن من أهميتها كذلك أنها تهتم بالشركات المدرجة في المؤشر الفرنسي CAC40 على اعتبار أن الدراسات التي أجريت في هذا المجال قد اقتصرت بالشركات الأمريكية، والكندية والألمانية.

وقد تم تنظيم بقية الورقة في أربعة أجزاء على النحو الآتي: الجزء الثاني يتعرض إلى الخلفية النظرية للإدارة على أساس القيمة، والدراسات السابقة ذات الصلة بمشكلة الدراسة. أما الجزء الثالث فيختص ببناء فرضيات الدراسة. ويتطرق الجزء الرابع إلى المنهجية المعتمدة للدراسة، وتحديد العينة وطريقة جمع البيانات، والتعريف بالمتغيرات المدرجة في نموذج الانحدار. ويختص الجزء الخامس بمناقشة وتحليل نتائج الدراسة. أما الجزء السادس فإنه يعتمد إلى تقديم الخلاصات المستنبطة من الدراسة مع تقديم عدد من التوصيات.

الإطار النظري والدراسات السابقة

الإدارة على أساس القيمة

إن الإدارة على أساس القيمة هي مقارنة إدارية حديثة تعود جذورها إلى سنوات الثمانينيات من القرن الماضي نتيجة للأعمال القيمة التي قدمها الباحث الأمريكي ألفريد

رابابورت Alfred Rappaport الذي استطاع تقديم مقارنة لخلق القيمة للمساهم حدد من خلالها الوسائل الضرورية التي تمكن إدارة المنشأة من الوصول إلى تحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين. وتتمثل الفكرة الرئيسة لألفريد رابابورت من خلال هذه المقاربة في جعل مصالح المديرين تساير وتتقاطع مع أهداف المساهمين من أجل التخفيف من صراعات الوكالة Agency Conflicts في الشركات المدرجة في البورصة (Knauer *et al*, 2015; O'byrne and Young, 2001). ومع مطلع سنوات التسعينيات، سارع كثير من مكاتب الاستشارات المتخصصة إلى تبني أفكار رابابورت، واستطاعت تطوير نماذج لقياس خلق القيمة قامت بالترويج لها من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من المنشآت لاستغلال نماذجها في القياس. ومن أبرز تلك المقاييس وأشهرها توجد القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) التي طورها مكتب الاستشارات Stern & Stewart Co. الربح الإقتصادي (EP) الذي أعده مكتب الاستشارات Mckinsey & Co. والقيمة المضافة للمساهم (SVA) التي قدمها مكتب الاستشارات LEK/Alcar Consulting، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار (CFROI) المقترح من طرف مكتب الاستشارات Holt Value-Braxton Associate، والقيمة النقدية المضافة (CVA) التي طورها مكتب الاستشارات (Venanzi, 2012; Frykman and Boston Consulting Group Tollerlyd, 2003).

وتعرف الإدارة على أساس القيمة على أنها مقارنة إدارية تهدف إلى مواءمة قرارات المنشأة وجعلها تتسق مع خلق القيمة للمساهمين (Arnold and Davies, 2000; Condon and Goldstein, 1998; Ronte, 1998). ومن خلال الاستعانة بمقياس خلق القيمة كالقيمة الاقتصادية المضافة EVA مثلاً، يمكن للإدارة على أساس القيمة أن تربط بين أهداف المنشأة ومتغيرات الأداء التي يمكنها التأثير في القيمة أو ما تعرف بمسببات القيمة (Value Drivers) (Burkert and Lueg, 2012; Jarrell and Morin, 2001; Copeland *et al.*, 2000; IMA, 1997) ومن ثم تستخدم الإدارة على أساس القيمة أساساً لتخصيص الموارد، واتخاذ القرارات الإستراتيجية والتشغيلية، وجعل المنظمة ككل تتسق مع هدف خلق القيمة للمساهم (Ameels *et al*, 2003; Malmi and Ikäheimo, 2003; Ittner and Larcker, 2001; Black *et al.*, 1999).

وحتى تتمكن إدارة المنشأة من تطبيق الإدارة على أساس القيمة، يجب عليها التركيز على أربعة مبادئ أساسية هي (Bausch *et al.*, 2009; Holler, 2009; Knight, 1998):

- إعداد الإستراتيجية الملائمة للمنشأة التي تستهدف خلق القيمة للمساهم؛
- تخصيص الموارد لمختلف الأنشطة، وهو ما يساعد على استغلال الأموال بأكثر فاعلية في الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة؛
- قياس الأداء ورفع التقارير من خلال استخدام مقاييس خلق القيمة في الإشراف والرقابة على الأداء، وتقديم المعلومة لمجتمع المستثمرين في السوق المالية من أجل تمكينهم من معرفة إستراتيجيات خلق القيمة ومقدار القيمة المحقق لصالحهم؛

- إعداد برنامج مكافآت المديرين والموظفين من أجل حثهم على تحقيق أهداف المنشأة،
بربط المكافآت التي يحصلون عليها بمقدار إسهامهم في خلق القيمة للمساهم.
إن نجاح إدارة المنشأة في تطبيق الإدارة على أساس القيمة يتطلب الالتزام الكامل
بالمبادئ الأساسية التي تدخل في التنفيذ السليم للإدارة على أساس القيمة، والعمل على
نشر ثقافة القيمة من أعلى هرم في الهيكل التنظيمي للمنشأة إلى أسفله (Boulos *et al.*, 2001; Martin and Petty, 2000). وعلى هذا الأساس، فالإطار العام للإدارة على أساس القيمة يساعد
على خلق لغة مشتركة ما بين المديرين والموظفين، وما بين المنشأة ووحدات أعمالها تهدف
إلى خلق القيمة للمساهمين.

الدراسات السابقة

لقد حاول كثير من الدراسات البحث في تأثير الإدارة على أساس القيمة على أداء
الشركات، غير أن قليل منها فقط هو الذي ركز مجال بحثه في التأثير الذي تحدثه على
العوائد السوقية للأسهم. ولعل من أبرز تلك الدراسات دراسة (Wallace, 1997) التي حاولت
البحث في أثر تبني الشركات الأمريكية لنظام المكافآت على أساس مقاييس الدخل المتبقي
Residual Income (RI) على اتخاذ قراراتها التشغيلية، الاستثمارية والمالية، والتغير الذي قد
يطرأ على أدائها الإجمالي، فقام Wallace بدراسة 40 شركة أمريكية تبنت مقاييس الدخل
المتبقي كالقيمة الاقتصادية المضافة EVA والربح الاقتصادي EP أساساً لتحديد المكافآت،
ومقارنتها بعينة أخرى من الشركات مماثلة لها من حيث الحجم لكنها لا تبني مقاييس الدخل
المتبقي. وقد قام Wallace بمقارنة التغير الحاصل في السنوات الخمس التي تسبق تبني
مقاييس الدخل المتبقي وثلاث سنوات بعد اعتمادها، حيث توصل الباحث إلى أن تبني نظام
الدخل المتبقي أساساً لتحديد المكافآت قد أسهم في زيادة فاعلية اتخاذ قرارات إدارة الشركات،
وتحسن أدائها المالي والتشغيلي، وسجلت زيادة معتبرة في دخلها المتبقي مقارنة بأقرانها.

ومن جهته حاول Kleiman (1999) مقارنة أداء 66 شركة أمريكية تبنت مقياس القيمة
الاقتصادية المضافة EVA ما بين سنوات 1987 و1996 مع شركات منافسة لها لا تعتمد على
مقياس الأداء EVA. وقد توصل الباحث إلى أن الشركات المعتمدة على EVA قد تفوقت من
حيث أدائها المالي والتشغيلي مقارنة بمنافسيها خلال سنة تبني EVA، وفي السنوات الثلاث
الأولى بعد تبني EVA، حيث حققت عوائد تراكمية غير عادية على أسهمها بنسبة 8.7%
مقارنة بأقرانها.

أما دراسة (Hogan and Lewis, 2005) التي بحثت في الآثار المترتبة عن تطبيق
مخططات الربح الاقتصادي Economic Profit Plans (EPPs) على السياسة الاستثمارية،
والأداء التشغيلي والتغير في ثروة المساهمين لعينة تتكون من 108 منشأة خلال الفترة
الممتدة ما بين 1983-1996. وتشتمل عينة الدراسة على مختلف مقاييس الأداء الاقتصادي؛

كمقاييس القيمة الاقتصادية المضافة EVA والربح الاقتصادي EP. وتبين نتائج الدراسة حدوث ارتفاع في نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لحقوق الملكية من 4.2 قبل اعتماد EPP إلى 8.2 بعد أربع سنوات من اعتمادها، وهو ما يشير إلى أن السوق تتوقع الآثار الإيجابية لتبني EPP وأن المستثمرين يعتقدون أن التغيرات دائمة.

وقد اختبرت دراسة (Ryan and Trahan, 2007) أثر تبني أنظمة الإدارة على أساس القيمة على أداء الشركات لعينة شملت 84 شركة أمريكية تم اختيارها من بين أكبر 1000 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك خلال الفترة 1984-1997. وشملت الدراسة الشركات التي تستخدم مقاييس خلق القيمة الآتية: القيمة المضافة للمساهم SVA، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI، والعائد على رأس المال المستثمر ROIC (الذي تتم مقارنته مع تكلفة رأس المال من أجل تقييم خلق القيمة)، والقيمة الاقتصادية المضافة EVA. وقد قام الباحثان بقياس التأثير على الأداء من خلال التغير في الدخل المتبقي مقسوماً على رأس المال المستثمر من السنة التي تسبق تبني نظام الإدارة على أساس القيمة حتى خمس سنوات بعد اعتمادها. وتبين النتائج المتوصل إليها حدوث تحسن كبير في نسبة التغير في الدخل المتبقي RI مقسوماً على رأس المال المستثمر بنسبة 8% بعد اعتماد نظام الإدارة على أساس القيمة، وحدث انخفاض في حجم النفقات الرأسمالية للشركات بعد تبنيها لنظام الإدارة على أساس القيمة؛ وذلك بغض النظر عن فرص النمو المتاحة أمامها.

واهتمت دراسة (Athanassakos, 2007) بالبحث في تأثير تطبيق الإدارة على أساس القيمة على الأداء السوقي لأسهم 300 شركة من الشركات الكندية المدرجة في مؤشر بورصة تورونتو (TSX-300) Toronto Stock Exchange-300. وأهم ما توصلت إليه نتائج هذه الدراسة أن الشركات الكندية التي استخدمت القيمة الاقتصادية المضافة EVA حققت أفضل عائد على الأسهم مقارنة بالشركات التي لم تستخدمها.

أما دراسة (Rapp et al., 2011)، فسعت لاختبار أثر تبني الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية للأسهم من خلال دراسة عينة مشكلة من 178 شركة ألمانية مدرجة في مؤشرات بورصة الأوراق المالية الآتية: DAX، MDAX، SDAX، TecDAX. وقد حددت فترة دراسة العينة ما بين 2002 و2008؛ حيث تستخدم الشركات التي شملتها الدراسة أنظمة الإدارة على أساس القيمة التي تعتمد على مقاييس خلق القيمة الآتية: القيمة المضافة للمساهم SVA، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI، والقيمة النقدية المضافة CVA، والقيمة الاقتصادية المضافة EVA، والعائد على رأس المال المستثمر ROIC، والعائد على رأس المال المستخدم ROCE. وقد توصل الباحثون إلى وجود تأثير للإدارة على أساس القيمة على عوائد أسهم الشركات وذلك خلال فترة تبنيها الممتدة من $t = -1$ إلى $t = 1$ ؛ حيث ارتفعت العوائد غير العادية لأسهم هذه الشركات بنسبة تتراوح ما بين 10% و16% سنوياً.

كما لاحظ الباحثون استمرار تحسن العوائد غير العادية خلال فترة ما بعد التبني، وهو ما يدل على أن الإدارة على أساس القيمة يمكنها تحسين ثروة المساهمين حتى بعد فترة تبنيها. وعلى العموم، تبين نتائج هذه الدراسات أن الإدارة على أساس القيمة هي إستراتيجية إدارية فعالة يؤدي تطبيقها إلى التحسين في أداء المنشآت والزيادة في العوائد السوقية للأسهم من خلال العمل على تغيير سلوك إدارة المنشأة بتوجيه قراراتها التشغيلية، والاستثمارية والمالية بشكل يتسق مع هدف تعظيم الثروة للمساهمين.

فرضيات الدراسة

تشير الدراسات السابقة إلى أن تبني الإدارة على أساس القيمة يسهم في تغيير سلوك المديرين، من خلال حثهم على اتخاذ القرارات المالية، والتشغيلية والاستثمارية التي تتسق مع هدف تعظيم ثروة المساهمين (Hogan and Lewis, 2005; Kleiman, 1999; Wallace, 1997). ومن ثم عند إعلان المنشأة عن تبنيها للإدارة على أساس القيمة، فإن ذلك يمثل إشارة للسوق المالية تدل على اهتمام إدارة المنشأة بتحقيق مصالح مساهميها. انطلاقاً من ذلك، نتوقع أن يؤدي إعلان الشركة عن بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة إلى زيادة العوائد السوقية للأسهم. ويمكن التعبير عن ذلك بالفرضية الأولى على الوجه الآتي:

الفرضية الأولى: تسهم الإدارة على أساس القيمة في زيادة العوائد السوقية للأسهم عند الإعلان عن بداية تطبيقها.

إلى جانب ذلك، تبين نتائج كثير من الدراسات أن استخدام الإدارة على أساس القيمة يؤدي إلى التحسين في أداء المنشآت (Anathassakos, 2007; Ryan and Trahan, 2007). وعلى هذا الأساس، نتوقع أن تستمر الشركة في تحقيق عوائد إضافية للمساهمين خلال الفترة التي تعقب بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة. ويمكن التعبير عن ذلك بالفرضية الثانية على الوجه الآتي:

الفرضية الثانية: تسهم الإدارة على أساس القيمة في زيادة العوائد السوقية للأسهم خلال الفترة التي تعقب بداية تطبيقها.

الدراسة التطبيقية

يتعرض هذا الجزء إلى عينة الدراسة وأسلوب جمع بياناتها، ومنهجية دراسة الحدث المستخدمة والنموذج القياسي المعتمد من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

عينة الدراسة وأسلوب جمع البيانات

تتمثل عينة الدراسة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 غير المنتمية للقطاع المالي، والتي تبنت الإدارة على أساس القيمة خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية 2010. وقد تم إحصاء 06 شركات صناعية تشكل عينة الدراسة، وذلك من أصل 40 شركة يضمها مؤشر CAC40. وبما أن الدراسة ستمتد على مدى 10 سنوات، فإن عدد المشاهدات السنوية الإجمالية المشكلة لعينة الدراسة يتمثل في 60 مشاهدة سنوية.

وقد استندت الدراسة في جمع البيانات المتعلقة بالعينة إلى عدة قواعد بيانات، حيث تم الحصول على البيانات الخاصة بعوائد أسهم الشركات محل الدراسة وعوائد المؤشر CAC40 من قاعدة البيانات Bloomberg. أما البيانات المتعلقة بالخصائص الفردية للمنشآت والتي ستستخدم في حساب المتغيرات الضابطة المدرجة في الدراسة فقد تم جمعها من قاعدة البيانات Compustat.

وفي ما يتعلق بمعلومة تطبيق الشركات للإدارة على أساس القيمة غير المتوافرة في قاعدة بيانات خاصة، فقد تم الحصول عليها بعد إجراء قراءة متأنية للتقارير المالية السنوية التي تم جمعها من قاعدة البيانات Mergent Online، متبعين في ذلك منهجية كثير من الدراسات كدراسة (Lovata and Costigan, 2003)، دراسة (Balachandran, 2006)، دراسة (Rapp et al., 2011) ودراسة (Brück et al., 2016). وقد تمت الاستعانة بمجموعة من المعايير في قراءة وتحليل هذه التقارير من أجل استنباط معلومة تطبيق الإدارة على أساس القيمة من طرف الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، وتتمثل هذه المعايير في ما يأتي:

- أن تكون الشركة قد قامت بتطبيق الإدارة على أساس القيمة لأول مرة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2001 إلى 2010.
- السنة التي تعلن فيها الشركة عن تبنيها للإدارة على أساس القيمة في أحد تقاريرها المالية السنوية تعد بمثابة سنة بداية التطبيق.
- يمكن اعتبار أن إحدى الشركات قد تبنت الإدارة على أساس القيمة إذا استخدمت أحد مقاييس خلق القيمة للمساهم في قياس ومراقبة الأداء وتحديد الأهداف (Rapp et al., 2003; Malmi and Ikäheimo, 2011). وقد أدرجت خلال هذه الدراسة مقاييس خلق القيمة التي اعتمدت عليها دراسة (Ryan & Trahan, 2007) ودراسة (Rapp et al., 2011). هذه المقاييس تتمثل في: القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الربح الإقتصادي EP، والقيمة المضافة للمساهم SVA، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI، والقيمة النقدية المضافة CVA، ومقاييس العائد على رأس المال Return On Capital Measures المتمثلة في العائد على رأس المال المستخدم ROCE والعائد على رأس المال المستثمر ROIC (هذه العوائد التي يتم طرحها من تكلفة رأس المال من أجل تحديد مقدار خلق القيمة).

دراسة الحدث

إن دراسة الحدث Event Study هي تلك المنهجية التي تدرس استجابة سوق الأسهم لحدث معين تمر به المنشأة من خلال التعرف إلى أثره الاقتصادي على قيمتها. ومن أجل القيام بدراسة حدث تبني الإدارة على أساس القيمة من جانب الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، يجب أولاً تحديد نافذة الحدث، ومن ثم قياس العوائد غير العادية للأسهم حول الحدث وبعد وقوعه (Delattre, 2007). بالنسبة لنافذة الحدث فقد تم تحديدها بناء على دراسة (Ryan & Trahan, 2007) ودراسة (Rapp *et al.*, 2011) وهي الفترة ما بين السنوات $t = -1$ و $t = 1$. أما فيما يخص الأثر الناتج عن تبني الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية للأسهم المدرجة في مؤشر CAC40 فيمكن قياسه بواسطة العائد غير العادي للسهم، والذي يمكن تعريفه بأنه فائض العائد الناتج عن الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المتوقع. وتكتب العلاقة العامة لحساب العائد غير العادي AR_{it} لسهم الشركة i خلال الزمن t على الوجه الآتي:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

حيث يمثل R_{it} العائد الحقيقي لسهم الشركة i خلال الزمن t ، و $E(R_{it})$ العائد المتوقع لسهم الشركة i خلال نفس الزمن.

ومن أجل حساب العائد غير العادي للسهم لفترات زمنية طويلة (مجال زمني لعدة أشهر أو سنوات) حول الحدث أو بعد وقوعه Post-event window، تقترح الأدبيات النظرية لدراسة الحدث في المدى الطويل استخدام طريقة العائد غير العادي للشراء والاحتفاظ بالأسهم (Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) (Kothari and Warner, 2006; Barber and Lyon, 1997). ويعرف العائد غير العادي BHAR على أنه الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المتوقع الناتجين عن الشراء، والاحتفاظ بالأسهم لفترة زمنية معينة. وتكتب علاقة العائد غير العادي BHAR لسهم الشركة i خلال مجال زمني ينطلق من الشهر t_1 وينتهي في الشهر t_2 على الوجه الآتي:

$$BHAR_{i,t_1,t_2} = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + E(R_{it}))$$

ومن ثم حتى يمكن حساب العائد غير العادي BHAR على نوافذ زمنية سنوية يجب الحصول على العوائد الشهرية الحقيقية R_{it} والعوائد الشهرية المتوقعة $E(R_{it})$.

ومن أجل حساب العائد المتوقع $E(R_{it})$ تستخدم الدراسة نموذجين هما: نموذج السوق Market Model ونموذج مؤشر السوق Market Adjusted (Mackinlay, 1997; Brown Model and Warner, 1980). ويمكن حساب العائد غير العادي على أساس نموذج السوق

والذي يرمز له في هذه الدراسة بالرمز $BHAR_{mm}$ ، من خلال تقدير العائد المتوقع $E(R_{it})$ بدلالة عائد السوق R_{Mt} خلال فترة التقدير التي تسبق نافذة الحدث (1.1-)، وتكتب علاقته على الوجه الآتي:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

ويمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقدير معلمات نموذج السوق α_i و β_i لسهم الشركة i خلال كل شهر، وذلك بعد الحصول على العوائد الشهرية لمؤشر CAC40.

أما من أجل حساب العائد غير العادي وفق نموذج مؤشر السوق - والذي يرمز له في هذه الدراسة بالرمز $BHAR_{ma}$ - فإن العائد المتوقع $E(R_{it})$ سيكون مساوياً لعائد السوق R_{Mt} ، ويحسب بالعلاقة:

$$E(R_{it}) = R_{Mt}$$

ولتحديد أثر تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 سيتم إجراء اختبار t-test لمتوسطات العوائد غير العادية المحسوبة على أساس نموذج السوق $BHAR_{mm}$ ، ومتوسطات العوائد غير العادية المحسوبة على أساس نموذج مؤشر السوق $BHAR_{ma}$. وسيتم التركيز على العوائد غير العادية المحسوبة حول سنة تبني الإدارة على أساس القيمة بالنسبة للنافذ الزمنية (1.1-)، (1.0-)، (0.1)، (0.0). والعوائد غير العادية للأسهم خلال السنوات التي تعقب تبني الإدارة على أساس القيمة بالنسبة للنافذ الزمنية (1.2)، (3.1).

التعريف بمتغيرات الدراسة

من أجل تحديد أثر تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، تم إدراج العوائد غير العادية للشراء والاحتفاظ بالأسهم $BHAR$ بوصفها متغيراً تابعاً ومتغيرات تطبيق الإدارة على أساس القيمة بوصفها متغيرات مستقلة، حيث أدرج المتغير $VBMFT$ بصفه متغيراً وهمياً $Dummy Variable$ يعبر عن بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة، ويأخذ القيمة واحد في السنة التي تتبنى فيها إحدى الشركات الإدارة على أساس القيمة، والقيمة صفر في السنوات الأخرى. والمتغير $VBMFA$ بوصفه متغيراً وهمياً أيضاً، ويعبر عن الفترة التي تعقب بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة. ويساوي القيمة واحد خلال كل سنة من السنوات التي تعقب بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة، والقيمة صفر في السنوات الأخرى.

إضافة إلى المتغيرات السابقة، تم إدراج مجموعة من المتغيرات الضابطة المعبرة عن الخصائص الفردية للشركات، والتي بإمكانها ضبط العلاقة بين تطبيق الإدارة على أساس القيمة والعوائد غير العادية للأسهم. وقد استندت الدراسة في اختيار هذه المتغيرات إلى جملة

من الدراسات السابقة، كدراسة كل من (Wallace (1997)، (Ryan and Trahan، (Kleiman (1999)، (Rapp *at al* (2011) و (2007). حيث تم إدراج متغير حجم الشركة (SIZE) الذي يحسب بواسطة اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، ومتغير الرافعة المالية (Leverage LEV) الذي يمثل نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ومتغير العائد على حقوق الملكية (Return On Equity ROE) الذي يساوي نسبة الأرباح الصافية إلى حقوق الملكية. متغير النفقات الرأسمالية (Capital Expenditures CAPX)، ومتغير التكاليف التشغيلية (Operating Expenses OPEX) ومتغير نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية (Market-to-Book Value of Equity MKTOBK).

نموذج الدراسة

من أجل التعرف إلى أثر تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، والتأكد من نتائج دراسة الحدث تم استخدام نموذج الانحدار المجمع Pooled Regression Model، حيث يعبر المتغير التابع عن العوائد غير العادية للشراء والاحتفاظ بالأسهم BHAR. أما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في متغيرات تطبيق الإدارة على أساس القيمة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة المعبرة عن الخصائص الفردية للشركات. وقد تمت صياغة النموذج رياضياً بالاعتماد على دراسة Ryan and Trahan (2007) ودراسة (Rapp *et al* (2011. وتكتب معادلة هذا النموذج على الوجه الآتي:

$$BHAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 VBMFT_{it} + \beta_2 VBMPA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 CAPX_{it} + \beta_6 OPEX_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 MKTOBK_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

- BHAR_{it}: العائد غير العادي للشراء والاحتفاظ بالأسهم للشركة i خلال السنة t.
- VBMFT_{it}: متغير وهمي يساوي الواحد في السنة التي تبنت فيها الشركة i الإدارة على أساس القيمة، والصفر في السنوات الأخرى.
- VBMPA_{it}: متغير وهمي يساوي الواحد خلال كل سنة من السنوات التي تعقب بداية تطبيق الشركة i للإدارة على أساس القيمة، والصفر في السنوات الأخرى.
- LEV_{it}: الرافعة المالية للشركة i خلال السنة t.
- ROE_{it}: العائد على حقوق الملكية للشركة i خلال السنة t.
- CAPX_{it}: النفقات الرأسمالية للشركة i خلال السنة t.
- OPEX_{it}: التكاليف التشغيلية للشركة i خلال السنة t.
- SIZE_{it}: حجم الشركة i خلال السنة t.

$MKTOBK_{it}$: نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية للشركة i خلال السنة t .

نتائج الدراسة

خلال هذا الجزء يتم عرض نتائج دراسة الحدث، على أن يتم التأكد من نتائجها من خلال تحليل نتائج نموذج الانحدار المعتمد في هذه الدراسة.

نتائج دراسة الحدث

يبين جدول (1) نتائج اختبار t -test لمتوسطات العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج السوق $BHAR_{mm}$ ، وكذا نتائج اختبار متوسطات العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج مؤشر السوق $BHAR_{ma}$. ويلاحظ من خلال نتائج اختبار متوسطات العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج السوق $BHAR_{mm}$ أن قيم كل المتوسطات كانت موجبة خلال جميع النوافذ الزمنية المدروسة، وبدلالة إحصائية عند مستوى 10% خلال نافذة الحدث (-1.1) أي خلال فترة تبني الإدارة على أساس القيمة، السنة الأولى من تبنيها (0.1) وبعد سنتين من تبنيها (1.2). وقد كانت هذه المتوسطات موجبة وبدلالة إحصائية عند مستوى 5% بعد ثلاث سنوات من تبني الإدارة على أساس القيمة (1.3). أما بالنسبة لسنة وقوع الحدث (0.0) أي بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة، فالملاحظ أن قيمة متوسط العوائد غير العادية كانت موجبة ولكن من دون وجود دلالة إحصائية.

جدول 1
اختبار متوسطات العوائد غير العادية للأسهم

العائد غير العادي للأسهم المحسوب وفق نموذج السوق $BHAR_{mm}$			العائد غير العادي للأسهم المحسوب وفق نموذج مؤشر السوق $BHAR_{ma}$			النوافذ الزمنية
اختبار t -test	الانحراف المعياري	المتوسط	اختبار t -test	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.9468	.1506743	.033626	1.4272*	.267671	.0900439	(-1.1)
0.7403	.1209952	.0258583	1.1283	.3084705	.1004735	(-1.0)
1.7543*	.1091907	.0781998	1.2127	.4160703	.2059881	(0.0)
1.3708*	.1609289	.0636806	1.5147*	.3146599	.1375863	(0.1)
0.4369	.155689	.0196372	1.4568*	.1717718	.0722386	(1.2)
1.4852*	.2005074	.070192	2.2213**	.0427714	.0950092	(1.3)

***، **، * ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1%، 5%، 10% على التوالي (من جانبيين TwoTailed)

أما بالنسبة لنتائج اختبار متوسطات العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج مؤشر السوق $BHAR_{ma}$ ، فقد كانت قيم تلك المتوسطات موجبة مثلما كان عليه الحال بالنسبة

لنتائج اختبار متوسطات العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج السوق، وبدلالة إحصائية عند مستوى 10% بالنسبة لنافذة وقوع الحدث (0.0) أي خلال السنة التي تم الإعلان فيها عن بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة، السنة الأولى من تبنيها (0.1) وبعد ثلاث سنوات من تبنيها (1.3). أما بالنسبة لبقية النوافذ الزمنية الأخرى فيلاحظ بأن قيم متوسطات العوائد غير العادية كانت موجبة ولكن من دون وجود دلالة إحصائية. وعلى العموم، تثبت نتائج دراسة الحدث صحة فرضيتي الدراسة بأن تبني أنظمة الإدارة على أساس القيمة من طرف الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 قد أسهم في تحقيقها لعوائد إضافية لمساهميها عند بداية تطبيقها لهذه الأنظمة، وأن هذه الشركات قد استمرت في تحقيق عوائد إضافية لمساهميها حتى خلال الفترة التي تعقب بداية تطبيقها لأنظمة الإدارة على أساس القيمة.

نتائج نموذج الدراسة

من أجل التأكد من نتائج دراسة الحدث، تم استخدام نموذج الانحدار المجمع الذي تم تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares (OLS). ويمثل هذا النموذج العلاقة ما بين العوائد غير العادية للأسهم ومتغيرات تطبيق الإدارة على أساس القيمة، والتي تم ضبطها باستخدام مجموعة من المتغيرات الضابطة التي يمكنها التأثير في عوائد الأسهم. وقد تم تقدير هذا النموذج باستخدام العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج السوق $BHAR_{mm}$ بوصفه متغيراً تابعاً والمتمثل في النموذج (1)، ولتأكيد نتائجه تم الاعتماد على النموذج (2) الذي يستخدم العوائد غير العادية المحسوبة وفق نموذج مؤشر السوق $BHAR_{ma}$ بوصفه متغيراً تابعاً مثلما هو مبين في جدول (2).

ويلاحظ من جدول (2) أن كلا النموذجين (1) و(2) معنويان عند مستوى دلالة 1% مثلما يشير إلى ذلك اختبار فيشر F-test. وقد تم الكشف عن وجود الارتباط الذاتي في النموذجين من خلال اختبار Wooldridge test الذي بلغت قيمته 0.660 بالنسبة للنموذج (1) و0.280 للنموذج (2)، وهما أكبر من مستوى الدلالة 5% وهو ما يعني عدم وجود أي ارتباط ذاتي داخل النموذجين. كما تمت مراقبة مشكلة التداخل الخطي ما بين متغيرات الدراسة من خلال حساب معامل تضخم التباين VIF الذي بلغت قيمته 2.69 بالنسبة للنموذج (1) و2.60 بالنسبة للنموذج (2) وهما أقل من 10، وهو ما ينفي وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذجين. أما عن مشكلة عدم تجانس التباين فقد تم التعامل معها من خلال استخدام خاصية الأخطاء المعيارية القوية (Kennedy, 2008; Torres-Reyna, 2008).

جدول 2

نتائج تقدير نماذج انحدار العوائد غير العادية للأسهم

المتغيرات المستقلة	النموذج (1): نموذج انحدار العائد غير العادي المحسوب وفق نموذج السوق BHAR _{mm}	النموذج (2): نموذج انحدار العائد غير العادي المحسوب وفق مؤشر السوق BHAR _{ma}
VBMFT	0.180*	0.0832*
	(0.0974)	(0.0453)
VBMFA	0.0958**	0.0897*
	(0.0419)	(0.0482)
LEV	0.914***	0.242
	(0.330)	(0.374)
ROE	0.456*	0.0307
	(0.247)	(0.195)
SIZE	-0.220***	-0.111
	(0.0629)	(0.0788)
CAPX	0.000981**	0.000284
	(0.000368)	(0.000315)
OPEX	1.913***	1.141*
	(0.536)	(0.633)
MKT0BK	-0.0597**	-0.0234
	(0.0254)	(0.0154)
Constant	1.820**	0.882
	(0.719)	(0.937)
Observations	60	60
R-squared	0.417	0.158
F-test	5.76***	4.70***
VIF	2.69	2.60
Wooldridge test	0.660	0.280

***، **، * ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1%، 5%، 10% على التوالي (من جانبيين TwoTailed).

قيم الأخطاء المعيارية القوية Robust Standard Errors ما بين قوسين

ويتضح من خلال نتائج النموذج (1) الواردة في العمود الأول من جدول (2) أن معامل المتغير المعبر عن بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة VBMFT كان موجبا وذا دلالة إحصائية عند مستوى 10%؛ حيث حققت الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 التي

تبنت الإدارة على أساس القيمة، عوائد إضافية لمساهميها تساوي 18% خلال السنة التي أعلنت فيها عن بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة، ويدل ذلك على أن مجرد إعلان الشركة عن تبنيها للإدارة على أساس القيمة فإن ذلك يشكل إشارة إيجابية لمجتمع المستثمرين في السوق المالية عن توجه إدارة الشركة للعمل لصالح تحقيق أهداف مساهميها من خلال الزيادة في مقدار ثروتهم. هذه النتيجة تؤكد صحة الفرضية الأولى للدراسة التي تشير إلى أن الإدارة على أساس القيمة تسهم في زيادة العوائد السوقية للأسهم عند بداية تطبيقها. أما بالنسبة لمعامل المتغير الذي يعبر عن المرحلة التي تعقب بداية تطبيق الشركة للإدارة على أساس القيمة VBMPA فقد كان موجبا، ودالاً إحصائياً عند مستوى دلالة 5%، وهو ما يشير إلى أن الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 قد استمرت في تحقيق عوائد إضافية لمساهميها حتى خلال الفترة التي تعقب بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية للدراسة التي تنص على أن تطبيق الإدارة على أساس القيمة يسهم في زيادة العوائد السوقية للأسهم خلال الفترة التي تلي بداية تطبيقها. أما بالنسبة لتأثير المتغيرات الضابطة المدرجة في النموذج (1)، فالملاحظ أنها كانت ذات دلالة إحصائية، وذلك يؤهلها لأن تكون متغيرات مفسرة للنموذج (1)، حيث كان لمتغيرات الرافعة المالية، والتكاليف التشغيلية، والنفقات الرأسمالية والعائد على حقوق الملكية تأثير إيجابي على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 التي قامت بتبني الإدارة على أساس القيمة خلال فترة الدراسة. وعلى النقيض من ذلك، كان لمتغير الحجم ومتغير القيمة السوقية إلى الدفترية تأثير سلبي على العوائد غير العادية لأسهم تلك الشركات.

ومن أجل تأكيد نتائج النموذج (1) تم تقدير النموذج (2) باستخدام العوائد غير العادية المحسوبة على أساس مؤشر السوق بوصفه متغيراً تابعاً، وبيّن العمود الثاني من جدول (2) نتائج النموذج (2) التي جاءت متوافقة مع النتائج المتوصل إليها من خلال النموذج (1)، حيث يلاحظ أن معامل المتغير المعبر عن بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة VBMTF كان موجبا وذا دلالة إحصائية عند مستوى 10%؛ إذ حققت الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 عوائد إضافية لمساهميها تصل إلى 8.3% وذلك خلال السنة التي أعلنت فيها عن بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة. أما بالنسبة لمعامل المتغير المعبر عن المرحلة التي تعقب بداية تطبيق الشركة للإدارة على أساس القيمة VBMPA فقد كان موجبا ودالاً إحصائياً عند مستوى 10%. وهذا ما يدل على أن تبني الإدارة على أساس القيمة من طرف الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 قد يسهم في تحقيق عوائد إضافية للمساهمين خلال السنة التي أعلنت فيها عن بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة، وأن هذه الشركات قد استمرت في تحقيق عوائد إضافية لمساهميها خلال السنوات التي تعقب السنة التي أعلنت فيها عن بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة. أما بالنسبة لتأثير المتغيرات

الضابطة في العوائد غير العادية للأسهم، فالملاحظ أن كل هذه المتغيرات قد حافظت على نفس الإشارة الملاحظة في النموذج (1)، وأنها غير دالة إحصائياً ما عدا متغير التكاليف التشغيلية وهذا ما يؤهله لأن يكون متغيراً مفسراً للنموذج (2).

ومن ثم، ومن خلال نتائج النموذجين يتضح أن الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 التي تبنت الإدارة على أساس القيمة قد تمكنت من تحقيق عوائد إضافية لمساهميها تتراوح ما بين 8.3% حسب النموذج (2) و 18% حسب النموذج (1) وذلك عند بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة، كما استمرت هذه الشركات في تحقيق عوائد إضافية خلال الفترة التي تعقب بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة. وعلى العموم، جاءت نتائج تحليل نموذجي الانحدار مؤكدة للنتائج المتحصل عليها من خلال دراسة الحدث ومتوافقة مع نتائج الدراسات السابقة كدراسة (2007) Athanassakos ودراسة (2011) Rapp *et al* التي بينت وجود أثر إيجابي لتطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات.

خلاصة

تعد الإدارة على أساس القيمة مقارنة إدارية حديثة تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين من خلال جعل خلق القيمة للمساهم العنصر المركزي عند بناء الإستراتيجيات، واتخاذ القرارات، وقياس الأداء وتحديد المكافآت. وقد عرفت الإدارة على أساس القيمة رواجاً واسعاً في أوساط المختصين، والأكاديميين والصحف المالية، وزاد إقبال الشركات على استخدامها بغية التحسين من أدائها وتحقيق مصالح مساهميها.

لكن - وعلى الرغم من الصورة الإيجابية التي قدمتها الإدارة على أساس القيمة لمجالس إدارة الشركات والنظرة التفاؤلية التي صاحبته، فإن التساؤل المثير للاهتمام بشأنها يتعلق بمدى تأثيرها الفعلي على العوائد السوقية لأسهم الشركات. من هذا المنطلق، سعت هذه الدراسة إلى إبراز الأثر الناتج عن تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، من خلال تركيز الاهتمام على عينة مشكلة من الشركات التي قامت بتبني الإدارة على أساس القيمة خلال الفترة 2001-2010، وباستخدام منهجية دراسة الحدث التي دعمت بتحليل نموذج الإنحدار. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات المهمة والمتمثلة في ما يأتي:

- يوجد أثر إيجابي لتطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، وهو ما يعني أن الإدارة على أساس القيمة تسهم في زيادة ثروة المساهمين.
- تحقق الشركات التي تبنت الإدارة على أساس القيمة عوائد إضافية لمساهميها خلال السنة التي أعلنت فيها عن بداية تطبيقها للإدارة على أساس القيمة. وهذا يعني أن

استخدام الإدارة على أساس القيمة يمثل إشارة صادقة وإيجابية إلى السوق المالية عن توجه مديري الشركات نحو تحقيق مصالح مساهميها.

- يؤدي تطبيق الإدارة على أساس القيمة إلى تحقيق عوائد إضافية للمساهمين خلال الفترة التي تعقب بداية تبنيها، ويشير ذلك إلى أن تطبيق الإدارة على أساس القيمة يؤثر بالإيجاب في العوائد المستقبلية للمساهمين.

وبناء على نتائج هذه الدراسة، تم التوصل إلى مجموعة من التوصيات نوردها وفقاً لما يأتي:

- على الرغم من التأثير الإيجابي الناتج عن تطبيق الإدارة على أساس القيمة على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، إلا أنه لا يمكن تعميم نتائج الدراسة إلى كل الشركات التي قامت باستخدام الإدارة على أساس القيمة. لذلك يوصي الباحث بضرورة توسيع مجال الدراسة إلى شركات أخرى ناشطة في الأسواق المالية لمختلف الدول.

- لم تتطرق الدراسة بالبحث في محددات تطبيق الإدارة على أساس القيمة من جانب الشركات المدرجة في مؤشر CAC40. وعليه يوصي الباحث بوجوب تحديد العوامل المؤدية بالشركات إلى تبني هذا النوع من التطبيقات الإدارية الحديثة.

- لم تأخذ هذه الدراسة بعين الاعتبار كيفية استخدام الإدارة على أساس القيمة من طرف الشركات وتأثير ذلك على أدائها، لذلك وجب على الدراسات المستقبلية معالجة هذا الجانب على اعتبار أن الاختلاف في طريقة تطبيق الإدارة على أساس القيمة ما بين الشركات قد يؤثر على مستوى أدائها.

المراجع

- Ameels, A., Bruggeman, W., and Scheipers, G. 2003. Value-Based Management: Control Processes to Create Value Through Integration, In, L. Keuleneer and W. Verhoog (Eds.), Recent Trends in Valuation: From Strategy to Value, New York: John Wiley & Sons.
- Arnold, G., and Davies, M. 2000. Value Based Management: Context and Application, Chichester: John Wiley & Sons.
- Athanassakos, G. 2007. Value-based Management, EVA and Stock Price Performance in Canada, *Journal of Management Decision*, 45:1397-1411.
- Balachandran, S.V. 2006. How does Residual Income Affect Investment? The Role of Performance Measures, *Management Science*, 52(3): 383-394.
- Barber, B.M., and Lyon, J.D. 1997. Detecting Long-Run Abnormal Stock

- Returns: Empirical Power and Specification of Test-Statistics, *Journal of Financial Economics*, 43: 341-372.
- Bausch, A., Hunoldt, M., and Matysiak, L. 2009. Superior Performance Through Value-Based Management, In, A. Bausch and B. Schwenker (Eds.), *Handbook Utility Management*, Berlin: Springer-Verlaggerlin.
 - Black, A., Wright, J., and Bachman, J. 1999. In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance, London: Pitman Publishing.
 - Boulos, F., Haspeslagh, P., and Noda, T. 2001. Managing for Value: It's not Just About the Numbers, *Harvard Business Review*, 79(7): 62-74.
 - Brown, J., Warner, J.B. 1980. Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics*, 8: 205-258.
 - Burkert, M., and Lueg, R. 2012. Differences in the Sophistication of Value-Based Management - The Role of Top Executives, *Management Accounting Research*, 24(1): 1-20.
 - Brück, C., Faltynek, B., Knauer, T., and Schwering, A. C. 2016, Determinants of the Adoption and Performance Effects of Value-Based Management Systems in Germany, Working Paper, Available at SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2719564>> .
 - Condon, J., and Goldstein, J. 1998. Value Based Management: The Only Way to Manage for Value, *Accountancy Ireland*, pp. 10-12.
 - Copeland, T., Koller, T., and Murrin, J. 2000. Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, 3 Edition, New York: John Wiley & Sons.
 - Delattre, E. 2007. La Méthodologie des Etudes d'événements en Marketing, *Recherche et Applications en Marketing*, 22(2): 57-76.
 - Frykman, D., and Tolleryd, J. 2003. Corporate Valuation: An Easy Guide to Measuring Value, London: Pearson Education.
 - Hogan, C., and Lewis, C. 2005. The Long-run Performance of Firms Adopting Compensation Plans Based on Economic Profits, Working paper of the Owen School of Management, Vanderbilt University, Nashville.
 - Holler, A. 2009. New Metrics for ValueBased Management: Enhancement of Performance Measurement and Empirical Evidence on Value-relevance, Germany: Gabler Research.
 - Institute of Management Accountants (IMA). 1997. Measuring and Managing Shareholder Value Creation, Statement Nr 4AA,NJ: Montuale.
 - Ittner, C.D., and Larcker, D.F. 2001. Assessing Empirical Research in

Managerial Accounting: A Value Based Management Perspective, *Journal of Accounting and Economics*, 32(3): 349-410.

- Jarrell, S., and Morin, R. 2001. Driving Shareholder Value: Value Building Techniques for Creating Shareholder Wealth, New York: McGraw-Hill.
- Kennedy, P. 2008. A Guide to Econometrics, 6 Edition, Malden: Blackwell Publishing.
- Kleiman, R. 1999. Some Evidence on EVA Companies, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12: 80-91.
- Knauer, T., Silge, L., and Friedrich, S. 2015, The Shareholder Value Effects of Using Value-Based Performance Measures: Evidence from Acquisitions and Divestments, Working Paper, Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2667245>.
- Knight, J.A. 1998. Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value, New York: McGraw-Hill.
- Kothari, S.P., and Warner, J. B. 2006. Econometrics of Event Studies, In, Eckbo, B.E. (Eds.), Handbook of Corporate Finance, New Hampshire: Elsevier.
- Lovata, L. M., and Costigan; M. L. 2003. Empirical Analysis of Adopters of Economic Value Added, *Management Accounting Research*, 13:215-228.
- Lueg, R., and Schäffer, U. 2010. Assessing Empirical Research on Value-Based Management: Guidelines for Improved Hypothesis Testing, *Journal Betriebswirtschaft*, 60:1-47.
- Mackinlay, C.A. 1997. Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35:13-39.
- Malmi, T., and Ikäheimo, S. 2003. Value Based Management Practices-Some Evidence from The Field, *Management Accounting Research*, 14: 235-254.
- Martin, J.D., and Petty, J.W. 2000. Value Based Management: The Corporate Response to The Shareholder Revolution, Boston: Harvard Business School Press.
- O'Byrne, S. F., and Young, N. 2001. EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation, New York: McGraw-Hill.
- Rapp, M.S., Schellong, D., Schmidt M., and Wolff, M. 2011. Considering the Shareholder Perspective: Value Based Management Systems and Stock Market Performance, *Revue Management Science*, 5:171-194.
- Rappaport, A. 1998. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, 2 Edition, New York: Free Press.

- Ronte, H. 1998. Value Based Management, *Management Accounting*, p. 38.
- Ryan, H.E., and Trahan, E.A. 2007. Corporate Financial Control Mechanisms and Firm Performance: The Case of Value Based Management Systems, *Journal of Business Finance Accounting*, 34:111-135.
- Torres-Reyna, O. 2008. Panel Data Analysis, Working Paper, Princeton University, Princeton.
- Venanzi, D. 2012. Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art, Springer Briefs in Business.
- Wallace, J.S. 1997. Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do you Get What you Pay for?, *Journal of Accounting and Economics*, 24: 275-300.

الملاحق

ملحق 1

عينة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 المتبناة للإدارة
على أساس القيمة خلال الفترة 2001-2010

اسم الشركة	سنة إدراج الشركة في مؤشر CAC40*	قطاع الصناعة	سنة تبني الإدارة على أساس القيمة
BOUYGUES SA	1999	البناء والمناجم	2004
CARREFOUR SA	1987	تجارة الجملة والتجزئة	2003
SAINT-GOBAIN	1987	تجارة الجملة والتجزئة	2007
SCHNEIDER ELECTRIC SA	1995	الصناعة	2005
STMICROELECTRONICS NV	1997	الصناعة	2006
VEOLIA ENVIRONNEMENT	2001	النقل والاتصالات	2002

* يعد مؤشر السوق المالية الفرنسية CAC40 من بين أهم مؤشرات أسواق رؤوس الأموال النشيطة والشهيرة على مستوى العالم، وقد تم إنشاؤه في عام 1987 ويضم أكبر 40 شركة من حيث الرسملة السوقية والناشطة على مستوى بورصة باريس، والتي بإمكانها إعطاء صورة مثالية للمستثمرين المحليين أو الأجانب عن مستوى نشاط السوق المالية الفرنسية.

ملحق 2

التعريف بمتغيرات الدراسة ومصادر جمع بياناتها

المتغير	التعريف بالمتغير	مصدر جمع البيانات
VBMFT	متغير وهمي يساوي 1 خلال السنة التي أعلنت فيها الشركة عن بدء تطبيق الإدارة على أساس القيمة، و0 خلال السنوات الأخرى	التقارير المالية السنوية الصادرة عن قاعدة البيانات Mergent Online*
VBMPA	متغير وهمي يساوي 1 خلال كل سنة من السنوات التي تعقب بداية تطبيق الإدارة على أساس القيمة، و0 خلال السنوات الأخرى	التقارير المالية السنوية الصادرة عن قاعدة البيانات Mergent Online
BHAR	العائد غير العادي للشراء والاحتفاظ بالأسهم.	قاعدة البيانات Bloomberg**
SIZE	متغير حجم الشركة يحسب بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	قاعدة البيانات Compustat***
LEV	متغير الرافعة المالية يحسب بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	قاعدة البيانات Compustat
ROE	متغير العائد على حقوق الملكية يحسب بنسبة الأرباح الصافية إلى حقوق الملكية	قاعدة البيانات Compustat
CAPX	متغير النفقات الرأسمالية	قاعدة البيانات Compustat
OPEX	متغير النفقات التشغيلية	قاعدة البيانات Compustat
MKTOBK	متغير القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية	قاعدة البيانات Compustat

* تم الحصول على التقارير المالية السنوية للشركات من قاعدة البيانات Mergent Online عبر الموقع www.mergentonline.com بتاريخ 2015/04/18.

** تم الحصول على البيانات المتعلقة بعوائد أسهم الشركات محل الدراسة وعوائد مؤشر CAC40 من قاعدة البيانات Bloomberg عبر الموقع www.bloomberg.com بتاريخ 2015/04/23.

*** تم جمع البيانات المستخدمة في حساب المتغيرات الضابطة من قاعدة البيانات Compustat عبر الموقع web.wharton.upenn.edu بتاريخ 2015/04/23.

ملحق 3

التعريف بمقاييس خلق القيمة للمساهم

المقياس	التعريف
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	قام بتطوير هذا المقياس مكتب Stern Stewart & Co، ويعبر عن مقدار الربح المتبقي الناتج عن الفرق بين الربح التشغيلي الصافي بعد دفع الضريبة NOPAT وتكلفة رأس المال المستخدم والمكون من حقوق الملكية والديون.
الربح الاقتصادي EP	قام بتطوير هذا المقياس مكتب Mckinsey & Co، ويقاس مقدار القيمة الاقتصادية الذي تحققه المنشأة خلال فترة واحدة. ويحسب بالفرق ما بين الربح التشغيلي الصافي بعد خصم الضرائب المعدلة NOPLAT وتكلفة رأس المال المستثمر.
القيمة النقدية المضافة CVA	قدم هذا المقياس مكتب BostonConsulting Group، ويقاس مقدار الربح المتبقي الناتج عن الفرق بين التدفقات النقدية التشغيلية الإجمالية، مطروحا منها تكلفة رأس المال المحسوبة على إجمالي الأموال المستثمرة من طرف المنشأة.
القيمة المضافة للمساهمين SVA	أعد هذا المقياس مكتب LEK/Alcar Consulting، ويمثل مقدار التغير الحاصل في القيمة من وجهة نظر المساهم لفترتين زمنييتين متتاليتين، وتحسب القيمة من وجهة نظر المساهم لكل فترة بطرح قيمة المنشأة من قيمة الديون.
عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI	قدم هذا المقياس مكتب Holt Value-Braxton Associate وتبناه مكتب BCG، ويعرف بأنه معدل العائد على جميع الاستثمارات المنجزة من طرف المنشأة. ويكافئ هذا المعدل معيار معدل المردود الداخلي IRR، ومن ثم يعد مقياس CFROI معدل مردود داخلي للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن كل أصول المنشأة.

ABSTRACT

The Effect of Value -Based Management Adoption on Stock Market Returns of CAC40 Listed Companies

Bahri Hichem

University Constantine 2

This study aims to examine the effect of value-based management adoption on stock market returns of CAC40 listed companies. The analysis focused on a sample including 60 firm-year observations during the period 2001 to 2010. The results as represented by the regression model show a positive and statistically significant impact of value-based management adoption on stock market returns.

بحري هشام (دكتوراه في العلوم الاقتصادية من جامعة
عبد الحميد مهري قسنطينة 2، الجزائر، 2015) يعمل أستاذاً
محاضراً في الجامعة نفسها، وله عدة اهتمامات بحثية في مجال
الإدارة المالية، والبنوك والأسواق المالية. (bahrihichem@yahoo.fr)

مجلة فصلية أكاديمية

محكمة تعنى بنشر البحوث

والدراسات القانونية والشرعية

تصدر عن مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت

مجلة الحقوق



رئيس التحرير

الدكتور فيصل عبدالله الكندري



صدر العدد الأول في

يناير ١٩٧٧

الاشتراكات

في الكويت	في الدول العربية	في الدول الأجنبية
٣ دنانير	٤ دنانير	١٥ دولاراً
١٥ ديناراً	١٥ ديناراً	٦٠ دولاراً

المراسلات

توجه جميع المراسلات إلى رئيس التحرير على العنوان الآتي:

مجلة الحقوق - جامعة الكويت ص.ب: ٦٤٩٨٥ الشويخ - ب 70460 الكويت

تلفون: ٢٤٨٣٥٧٨٩ - ٢٤٨٤٧٨١٤ فاكس: ٢٤٨٣١١٤٣

E.mail: jol@ku.edu.kw

عنوان المجلة في شبكة الإنترنت <http://www.pubcouncil.kuniv.edu.kw/jol>

ISSN 1029 - 6069