

دور تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء الإستراتيجي كأحد متطلبات تحقيق التنمية المستدامة - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الكويتية

The role of applying the EVA approach in evaluating strategic performance as one of the requirements to achieve sustainable development - an applied study on the Kuwaiti stock market.

إعداد

الباحث/ أحمد إسماعيل الفودري

إشراف

أ.د/ شريف محمد على

د/ علاء الدين عبد العزيز فهمي

أستاذ بقسم الاقتصاد والمالية العامة ونائب
رئيس الجامعة لشؤون التعليم والطلاب
كلية التجارة – جامعة مدينة السادات

مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة مدينة السادات

المستخلص

هدفت الدراسة إلى: تحديد تأثير تقييم الأداء الاستراتيجي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA على ترشيد قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية الكويتية. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية تعبر القيمة الاقتصادية المضافة عن مدى نجاح المنشأة في إمداد المجتمع كجزء من الثروة كما تعبر عن مدى إيجابية المنشآت ونجاحها في زيادة رفاهية المجتمع الذي وجدت من أجله فنجاح المنشأة يعني مزيداً من الإمداد والثروة لأفراد المجتمع من عمالة وحكومة ومالكين وحمله الأسهم. تسعى الشركات والمنشآت إلى تحقيق ميزة تنافسية تسمح لها بالاستمرار في بيئة التصنيع الحديثة، وأصبح توجهها الأساسي نحو إرضاء العميل، وعليه تحتاج باستمرار إلى معلومات محاسبية ملائمة، كما تحتاج إلى أسلوب لتقويم الأداء يتسم بالمرونة والشمول. لم تعد الأساليب التقليدية لقياس وتقويم الأداء تتسق مع بيئة التصنيع الحديثة، ولم يعد يعتمد على المقاييس المالية في تقويم الأداء بل أصبح الاعتماد عليها بالإضافة إلى نتائج المقاييس غير المالية أيضاً. أن التغيير في القيمة السوقية المضافة يمكن أن يفسر التغيير الحاصل في أسعار الأسهم حيث يساعد استخدام مؤشر القيمة السوقية المضافة في التنبؤ بأسعار الأسهم فكما ارتفعت القيمة السوقية المضافة كلما استدل من ذلك على أن هناك رغبة من المستثمرين في التوسع في شراء أسهم للشركة وبالتالي تزداد قيمة الأسهم نتيجة لزيادة الطلب.

Abstract

The study aimed to: Determine the impact of strategic performance evaluation using EVA on rationalizing investors' decisions in the Kuwaiti stock market. The study reached the results. The added economic value expresses the

extent of the success of the facility in supplying the community as part of the wealth. It also expresses the extent of the facilities' positivity and success in increasing the welfare of the community for which it was found. The success of the facility means more supply and wealth for members of the community, including workers, government, owners and stockholders. Companies and establishments seek to achieve a competitive advantage that allows them to continue in the modern manufacturing environment, and their main orientation has become towards customer satisfaction, and accordingly they constantly need appropriate accounting information, as well as a flexible and comprehensive method for performance evaluation. The traditional methods of measuring and evaluating performance are no longer consistent with the modern manufacturing environment, and it no longer depends on financial measures in evaluating performance, but rather it has become relied upon in addition to the results of non-financial measures as well. The change in the added market value can explain the change in stock prices, as the use of the added market value index helps in predicting stock prices. The higher the added market value, the more it is inferred that there is a desire by investors to expand the purchase of shares for the company, and thus the value of the shares increases As a result of increased demand.

أولاً: الإطار العام للدراسة

المقدمة:

حظى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بمكانة متميزة كأحد المقاييس المالية المستخدمة لتقييم أداء الوحدات الاقتصادية على الرغم من أن هناك العديد من المقاييس المالية المستخدمة في الكثير من الوحدات الاقتصادية مثل العائد على الاستثمار (ROI) وربحية السهم العادي (EPS) العائد على المبيعات، سعر السهم إلى ربحيته إلا أن هذه المقاييس المحاسبية التقليدية قد تعرضت للكثير من النقد وأصبحت متقدمة ومشوهة وعاجزة عن تقييم الأداء بدقة بسبب استنادها على قيم محاسبية يغلب عليها القيم التاريخية والتقديرية الشخصية، وبسبب هذا القصور في هذه المقاييس التقليدية ظهر ما يسمى بمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة كأحد المدخل البديلة المعاصرة للتغلب على الانتقادات الموجهة إلى المقاييس التقليدية (Abas, 2010)

شهد العالم ولا يزال يشهد تحولات وتطورات كبيرة على جميع المجالات خاصة الجانب الاقتصادي منها، ومن أهمها تناقص أهمية عوالم الإنتاج المادية مقابل تزايد أهمية العوامل غير المادية، والتي تتمثل في التدريب والتطوير والمعرفة والتكنولوجيا وغيرها من العوامل، والتي تلعب أيضا دورا هاما في تعزيز الميزة التنافسية للشركات، ولم يكن لهذه التحولات تأثيرا على أعمال الشركات فقط، بل امتد التأثير ليشمل تحديد عناصر الملكية والميزانية العمومية (Ismail, 2013)

ساهم التقدم السريع والنمو المطرد في شركات الأعمال على تطوير كثير من أدوات قياس الأداء منها الدخل المتبقي ومعدل العائد الداخلي معدل العائد على الاستثمارات على أساس التدفقات النقدية والاعتماد على النمو المستقبلي والقيمة الاقتصادية المضافة وتشترك هذه المقاييس جميعها في هدف واحد وهو قياس أداء الشركة داخليا وخارجيا خلال فترة محددة،

لتحسين مستوى العمل فيها وتعزيز منافستها للشركات الأخرى ومن ثم إلى انظار المستثمرين لها للاستثمار فيها.

حقق مفهوم (EVA) نجاحا كبيرا في تفسيره للأرباح المستقبلية وتقييم الأداء الداخلي للشركة، كما استطاعت الشركات المطبقة لاستراتيجيتها أن تحقق تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية أفضل مما كانت عليه في السابق وتسعى شركة إلى تنفيذ الجيل الثالث الذي يهدف إلى دمج إدارة العمليات والتخطيط الاستراتيجي والسياسة المالية وإدارة الشركات لاتخاذ القرار المناسب على المدى القصير والمتوسط والطويل الأجل.

مشكلة الدراسة:

في ضوء طبيعة البحث يمكن استنتاج أن ارتكاز الفكر المحاسبي إلى اعتبار الربح في شكله التقليدي المعيار الوحيد لقياس وتقييم الأداء الاستراتيجي، وحصص هدف التقارير المالية في تلبية احتياجات المستثمرين من المعلومات إلى تركيز جهود المنشأة نحو تعظيم الربحية في الأجل القصير، حيث شجع هذا القصور على ظهور العديد من المقاييس الحديثة لقياس الأداء الاستراتيجي، للشركات، والتي تعتمد في أساسها على خلق القيمة للمنشأة وحملتها أسهمها وليس على الربح المحاسبي الذي تعرض في الأونة الأخيرة إلى العديد من الانتقادات وأثير حوله الكثير من الجدل. ويعود ذلك إلى تأثير مصالح المستثمرين وتضاربها أيضا مع مصالح الإدارة، ليس فقط بربحية الشركة وإنما أيضا بالتغيرات المرتبطة بالقيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي شكل قوة ضغط دفعت الشركات إلى تبني مقاييس ملائمة تمكنهم من قياس وتحديد القيمة المحققة الفعلية، ومن أهم وأشهر تلك المقاييس مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والتي لاقت قبولا متناميا في كل من أمريكا والدول الأوروبية كمقياس فعال للأداء الداخلي والخارجي للإدارة (Fraker, 2006)

وفي ضوء ذلك يمكن بلورة مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

- ١- ما طبيعة الأساليب المستخدمة في تقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية؟
- ٢- ما هي أوجه القصور في الأساليب التقليدية لتقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية؟
- ٣- ما هي محددات تطبيق أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة EVA لتقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية؟
- ٤- ما طبيعة العلاقة بين دور القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية؟

الدراسات السابقة:

(أ) دراسات خاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة:

- دراسة، محمد علوان (٢٠١٥)

عنوان الدراسة: التكامل بين أسلوب تكلفة النشاط والقيمة الاقتصادية المضافة لتحسين جودة المعلومات المحاسبية بغرض تقييم الأداء

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر التكامل بين أسلوب تكلفة النشاط والقيمة الاقتصادية المضافة على تحسين جودة المعلومات المحاسبية بغرض تقييم الأداء، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لعملية التكامل بين أسلوب تكلفة النشاط والقيمة الاقتصادية المضافة. كما أوضحت الدراسة التجريبية أن هناك جدوى من عملية التكامل بين تكلفة النشاط والقيمة الاقتصادية المضافة بالشكل الذي يعمل على تحسين جودة المعلومات المحاسبية.

- دراسة، آلاء حسين (٢٠١٦)
عنوان الدراسة: مدخل مقترح للتكامل بين مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة وأسلوب التكلفة المستهدفة بغرض تطوير التخطيط الاستراتيجي لمنظمات الأعمال
هدفت الدراسة إلى معرفة مدى التكامل بين مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة وأسلوب التكلفة المستهدفة بغرض تطوير التخطيط الاستراتيجي لمنظمات الأعمال. توصلت الدراسة إلى أن نسبة ٤١٪ من المزيج السلعي للمنتجات التي تنتجها شركة العراق للسجاد والمفروشات بناء على تقديرات أداء التخطيط للشركة تحقق خسارة بعد استخدام مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة.
- دراسة، منى عوض (٢٠١٦)
بعنوان: أثر التكامل بين محاسبة الأنشطة على أساس الوقت والقيمة الاقتصادية المضافة إلى قرار تسعير تداول الحاويات
هدفت الدراسة إلى تطبيق التكامل بين محاسبة الأنشطة على أساس الوقت والقيمة الاقتصادية المضافة من أجل احتساب التكلفة الكلية لأنواع الحاويات المختلفة بغرض الوصول لتعريفه تمكنها من تقديم خدماتها بأسعار تنافسية وذلك بتطبيق أسلوب دراسة الحالة على أحد شركات تداول الحاويات ال عاملة في قطاع الأعمال العام. وتوصلت الدراسة اختلاف تكلفة استهلاك الحاويات نتيجة لاختلاف أنواعها ويرجع ذلك لاختلاف استهلاك الحاويات من موارد وأنشطة الشركة وتوصلت أيضا إلى انخفاض تلك التكلفة باستخدام التكامل عن متوسطة التكلفة الحالي نظرا لقدرة التكامل على تحديد الطاقة المستقلة واستبعاد الطاقة غير المستغلة، مما يمكن من خفض تعريفه تداول الحاويات.
- دراسة، أشرف السعيد (٢٠١٧)
عنوان الدراسة: أثر استخدام نظام التكلفة على أساس النشاط وبطاقة الأداء المتوازن على القيمة الاقتصادية المضافة
تهدف الدراسة إلى التعرف على أثر استخدام نظام التكلفة على أساس النشاط (ABC) وبطاقة الأداء المتوازن (BSC) على تحسين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في المنظمات الخاصة المصرية. وتوصلت الدراسة إلى الامبريقية (الاختيارية) وجود علاقة قوية جدا بين استخدام نظام التكلفة على أساس النشاط واستخدام بطاقة الأداء المتوازن على تحسين القيمة الاقتصادية المضافة، ووجود أثر معنوي قوي جدا لتكامل نظام التكلفة على أساس النشاط وبطاقة الأداء المتوازن على تحسين القيمة الاقتصادية المضافة.
- دراسة، جلال العبد (٢٠١٥)
عنوان الدراسة: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم السوقي: بالتطبيق على الشركات الصناعية السعودية
هدفت الدراسة إلى بالبحث والتحليل العملي العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) والسعر السوقي للسهم، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة عام ٢٠١٢ والسعر السوقي للسهم، ولم يكن للقيمة الاقتصادية المضافة أي دور في تفسير السعر السوقي للسهم وفقا لنتائج الانحدار الخطي. في حين كشفت نتائج تحليل الانحدار غير الخطي باستخدام نموذج الانحدار التكميلي عن القيمة الاقتصادية المضافة قد فسرت ٤٦,٧٪ من السعر السوقي للسهم، ولذلك تصوي الدراسة بعدم استخدام العلاقات الخطية في تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والسعر السوقي للسهم.
- دراسة، نجوى أبو جبل (٢٠١٥)
عنوان الدراسة: أثر استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة لتطوير دور المراجعة البنينة الداخلية في الالتزام باتفاقيات الحد من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري دراسة تحليلية وتجريبية

هدفت الدراسة إلى محاولة الكشف عن مدى التأثير الجوهري العلاقة عن أثر استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة لتطوير دور المراجعة البيئية الداخلية في الالتزام باتفاقيات الحد من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري، وتوصلت الدراسة إلى هناك علاقة إيجابية بين آليات تطوّر دور المراجعة البيئية الداخلية والالتزام باتفاقيات الحد من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري، إن راتكاز المراجع الداخلي بغرض مراجعة الأداء البيئي للمنشأة، على مدخل القيمة المضافة، من شأنه أن يحثه على تقديم التقارير اللازمة لإدارات منشآت الأعمال، مبينا فيها أوجه التضارب، بين كل من دليل السلوك الأخلاقي لنشاط الأعمال، وهدف الربحية مع تقديم التوصيات المناسبة لتجنب الوقوع في مثل ذلك التضارب.

• دراسة، قيس صالح (٢٠١٧)

عنوان الدراسة: تحليل العلاقة بين بطاقة الأداء المتوازن والقيمة المضافة لقياس كفاءة رأس المال الفكري بهدف تحقيق التميز في صناعة الخدمات المالية.

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين بطاقة الأداء المتوازن والقيمة الاقتصادية المضافة في قياس كفاءة رأس المال الفكري بهدف تحقيق التميز في صناعة الخدمات المالية.

وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها ما يلي:

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بطاقة الأداء المتوازن والقيمة الاقتصادية المضافة.

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بطاقة الأداء المتوازن والقيمة الاقتصادية المضافة وبين قياس رأس المال الفكري.

• دراسة، علاء حسين (٢٠١٦)

عنوان الدراسة: قياس العلاقة بين التطبيق الإلزامي لقواعد حوكمة البنوك ومستويات مخاطر الائتمان المصرفي وانعكاساتها على القيمة الاقتصادية المضافة للبنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري

هدف الدراسة إلى قياس العلاقة بين التطبيق الإلزامي لقواعد حوكمة البنوك في ضوء تعليمات البنك المركزي المصري والحد من مستويات مخاطر الائتمان المصرفي، وانعكاسات ذلك على القيمة الاقتصادية المضافة للبنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري، توصلت الدراسة إلى انخفاض مستويات مخاطر الائتمان المصرفي وتحسن مستويات القيمة الاقتصادية المضافة للبنوك الممتثلة في عينة البحث خلال السنوات من (٢٠١٥-٢٠١٢)، وتأثير سلبي معنوي لكل من خسائر الائتمان المحتملة نسبة خسائر الائتمان المحتملة إلى صافي العائد من أنشطة الائتمان، معدل التعثر، ونسبة الرافعة المالية، على القيمة الاقتصادية المضافة للبنوك الممتثلة في عينة البحث.

• دراسة، Barbullushi, (2015)

عنوان الدراسة: انعكاسات وتطبيق القيمة المضافة للاقتصاد في القطاع المصرفي

هدفت الدراسة إلى خلق إطار عمل حول الطريقة البت يمن فيها تقدير القيمة الاقتصادية المضافة في المنظومة البنكية في ألبانيا حيث تناولت الدراسة قطاع البنوك للفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٣، وتوصلت الدراسة إلى أنه للحصول على فهم أفضل للقوة المالية للبنوك فلا يمكننا أن نعول فقط على النسب المالية، فمعظم البنوك وعلى الرغم من تقديمها تقارير ربحية إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة لديها سلبية، وهذا قد يقود إلى وجهة نظر أخرى لتقييم الأداء المالي للبنك من خلال اتجاهين من خلال المساهمين كما هون العادة وأيضاً من خلال الإدارة.

- دراسة، (2015) Joibary & Haydary،
عنوان الدراسة: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وحصص الربح في بورصة طهران VISI
هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، والعائد على السهم. وتوصلت الدراسة إلى الإشارة بأن هناك علاقة مهمة بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة وبين كل من القيمة السوقية المضافة، والعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، وقد أشارت نتائج البحث إلى وجود علاقة قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كما كان الارتباط بين هذه المقاييس وبين القيمة الاقتصادية المضافة.
- دراسة، (2015) Thilakerathne،
عنوان الدراسة: ممارسات الإفصاح عن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات المدرجة في سريلانكا
هدفت الدراسة إلى تحديد مدى الإفصاح عن القيمة الاقتصادية المضافة في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة سريلانكا. وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة وخيار الإفصاح عنها في تلك الشركات يتأثر بحجم الشركة والرفع المالي والأرباح المتوقعة، بالإضافة إلى ذلك، فقد أكدت الدراسة على أهمية تطبيق الإفصاح عن القيمة المضافة كمتطلب إلزامي للشركات المدرجة في بورصة سريلانكا.
- دراسة، (2015) Wang et al.,،
عنوان الدراسة: تأثير إدارة الأرباح على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة الصين
هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين إدارة الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الصين. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات التقديرية مثل (نموذج جونز، الاستحقاقات التقديرية لرأس المال العامل)، وبين القيمة الاقتصادية المضافة، حيث كانت هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح من خلال (Das) نموذج جونز، الاستحقاقات التقديرية الجارية، الاستحقاقات التقديرية لرأس المال العامل) وبين القيمة الاقتصادية المضافة الم عدلة، وكانت هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح من خلال (الاستحقاقات التقديرية الجارية، نموذج جونز، الاستحقاقات التقديرية لرأس المال العامل) وبين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (البنود المشتركة المعدلة وبنود الاهتلاك الاقتصادية المعدلة).
- دراسة، (2013) Ismail،
عنوان الدراسة: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مقابل الأدوات التقليدية في توقع أداء الشركات في ماليزيا
هدفت الدراسة إلى دراسة وتحليل القيمة المضافة EVA كمؤشر حديث على بيانات القوائم المالية. وتوصلت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يظهر علاقة أفضل مع عائد الأسهم أكثر من الأدوات التقليدية للشركات العامة المدرجة في السوق الأولى والثانية في بورصة ماليزيا، كما أن لهذا المؤشر (القيمة الاقتصادية المضافة) قدرة على تقييم أداء الشركات اكبر من الأدوات التقليدية، وأنه الأكثر قدرة على تحقيق القيمة لحملة الأسهم.

• دراسة المصراطي، (٢٠١٨)

عنوان الدراسة: "تحليل أثر تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة بالتطبيق على القطاع المصرفي".

هدفت الدراسة إلى تحليل العائد من وراء تطبيق مبادئ الحوكمة في البنوك التجارية بتحديد مدى قدرتها على تعظيم ثروة الملاك وذلك من خلال تحديد العلاقة بين تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة الاقتصادية المضافة في القطاع المصرفي، اعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية على القطاع المصرفي وعددها ٣٢ بنك خلال الفترة ٢٠١٢ - ٢٠١٧.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة الاقتصادية المضافة للبنك، وأن القيمة الاقتصادية المضافة للبنك التجاري الدولي هي الأكبر من بين البنوك يليه البنك الأهلي المتحد ثم مصرف الجمهورية ويليه مصرف الوحدة للمساهمة في تحسين الأداء داخل البنوك وتعظيم ثروة الملاك والاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات وتقييم أداء البنوك.

• دراسة (Melikaoui, 218)

عنوان الدراسة:

" The Impact Economic Value Added and The Market Value Added on Earning Per share: Case Study of the Industrial Companies Listed in Kuwait Stock ."Exchange During the Period 2012 - 2016

هدفت الدراسة إلى إيجاد علاقة تأثيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية كإجراءات جديدة لتقييم الأداء والربح للسهم مقارنة بعائد الأصول والعائد على السهم من خلال التطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت، اعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية للشركات الصناعية وعددها ٢٨ شركة خلال الفترة من ٢٠١٢ - ٢٠١٩ واستخدم نموذج الانحدار المتعدد والبرنامج الإحصائي (SPSS).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة تأثير قوية ومهمة إحصائياً بين كل من المتغيرات المستقبلية (القيمة الاقتصادية المضافة، العائد على الأصول، العائد على السهم، القيمة السوقية المضافة) وأن التغيرات التي حدثت في ربحية السهم من خلال المتغيرات المستقلة السابقة وخاصة متغير القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية، كما أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) أظهرت تأثيراً كبيراً على القيمة السوقية المضافة (MVA) في حين أن العائد على الأصول (ROA) لم يحدث تأثيراً على القيمة السوقية المضافة (MVA).

• دراسة (Cherif, 2018)

عنوان الدراسة: " The Long - Term Effect Economic. " Value Added Adoption on the Firm's Business Decision

هدفت الدراسة إلى قياس الآثار طويلة المدى لاعتماد القيمة الاقتصادية المضافة كأداة تعويض على سلوك المديرين واستخدامهم للأصول بشكل أقل كثافة ويقللون مدفوعاتهم للمساهمين من خلال تقليل توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم في قرارات الاستثمار، اعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على دراسة ميدانية للشركات التجارية وعددها ٢٢ شركة خلال الفترة من ١٩٩١ - ٢٠٠٩ واستخدام مصفوفة ارتباط بيرسون ونماذج الانحدار في اختبار فروض البحث.

وتوصلت الدراسة إلى أن الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة يوفر المزيد من الحوافز لتقليل التكلفة الإجمالية لرأس المال بدلاً من زيادة العمليات وتعظيم ثروة المساهمين وتقييم الأداء المالي للمنشأة كما أن القيمة السوقية المضافة هي إجمالي قيم الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية.

• دراسة (Al-Awawdeh et al, ٢٠١٨)

عنوان الدراسة:

The Impact of Economic Value Added, Market Value Added and Traditional Accounting Measures on Shareholders Value: Evidence From Jordanian Commercial Banks

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والمعايير المحاسبية التقليدية على تعظيم قيمة المساهمين في البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٦، اعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية لعينة من البنوك التجارية الأردنية وعددها ٣٢ بنك تجاري خلال الفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠١٥.

وتوصلت الدراسة إلى أن المعايير المحاسبية أظهرت أن ربحية البنوك التجارية الأردنية جيدة بشكل عام حيث يمكنها تحقيق عائد إيجابي على الأصول كما أن القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة إيجابية خلال فترة الدراسة مما يعكس قدرة البنوك التجارية الأردنية على خلق قيمة اقتصادية وسوقية مضافة إيجابية، كما يوجد تأثير إيجابي لقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم في قياس الأداء المالي في البنوك التجارية.

• دراسة (Mosaed, 2019)

The Importance of Economic Value Added (EVA) and Studies Related to it in Kuwait

تهدف الدراسة إلى الكشف عن مدى إجراء الدراسات حول القيمة الاقتصادية المضافة للتقنية في الكويت واستخدام القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقييم الأداء المالي للشركات في جميع أنحاء العالم وكيفية استخدامها، وتقديم مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة من قبل Stern Stewart من أجل قياس القيمة الفائضة الناتجة عن الاستثمار، والكشف عن حقيقة مدى إجراء دراسات حول القيمة الاقتصادية المضافة التجارية، واعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية للشركات وعددها ٥١ شركة خلال الفترة من ١٩٩٤ - ٢٠٠٨، واستخدام نموذج الانحدار المتعدد والبرنامج الإحصائي (SPSS).

وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA أكثر أهمية في قياس الأداء المالي الحقيقي للشركات وأنه من الشائع في العديد من البلدان وخاصة المتقدمة منها قياس الأداء المالي كقطاع للشركات والاهتمام بالمعادلات والصيغ حول EVA كأداة لقياس أداء الشركات المالية.

• دراسة (محمد، ٢٠١٩)

عنوان الدراسة: تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم : دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري "

هدفت الدراسة إلى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم، كما أخذت في الاعتبار تأثير بعض المتغيرات الرقابية مثل ربحية السهم الواحد ومعدل نمو إجمالي الأصول ومتغير عدم الاستقرار السياسي والأمني ومتغير تخفيض قيمة الجنيه المصري، اعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها إلى الدراسة التطبيقية للشركات الصناعية وعددها ٣٢ شركة خلال الفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠١٠ واستخدام السلاسل الزمنية المقطعة وأسلوب الانحدار التدريجي Step - Wise regression.

وتوصلت الدراسة إلى تأثير متغير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الاسهم ووجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم الشركات عينة الدراسة كما يوجد تأثير معنوي وإيجابي لكل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر ربحية السهم الواحد ومعدل نمو إجمالي الأصول ومتغير تخفيض قيمة الجنيه المصري كما أن القيمة الاقتصادية المضافة تساعد المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري والتعرف على قوة الشركة ومدى تحسين أدائها المالي والاقتصادي حيث أن القيمة

الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة تفسر ما نسبته ٢٢,٢٪ من التغيير في أسعار الأسهم وبالتالي فإنه يمكن أن يعتد بأداة القيمة المضافة في التنبؤ بالتغيير في أسعار الأسهم.

• دراسة (Amer and Cherif, 2020)

عنوان الدراسة " The Impact of Economic." Value Added (EVA) Adoption on Stock Performance

هدفت الدراسة إلي تعزيز أداء الشركة وتقييم ما إذا كان السوق يتفاعل مع الإعلان عن اعتماد القيمة الاقتصادية المضافة كنظام تعويض واستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات في جميع أنحاء العالم وكيفية استخدامها، واعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية لعينة من ٨٩ شركة أمريكية واستخدام أسلوب CAR و BHAR.

وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية لا يدمج جميع المعلومات المؤكدة في سعر السهم بسرعة وبشكل كامل لذلك فإن النقد القائل بأن الارتباط المتزامن بين السعر و EVA لا يعكس الواقع من المرجح أن يكون صحيحا كما يؤدي إلى ضعف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة نتيجة التفاوت الحاصل لدى المعنيين في احتساب القيمة الاقتصادية المضافة وكثرة التعديلات على الأرباح المحاسبية للوصول إلى الربح الاقتصادي.

• دراسة (مصطفى، ٢٠٢٠)

عنوان الدراسة: "تقييم أثر المؤشرات المالية والمحاسبية والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار أسهم البنوك".

هدفت الدراسة إلى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المحاسبية على الأسعار السوقية لأسهم البنوك المسجلة التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية لمصر وذلك في ظل وجود متغيرات رقابية مثل ربحية السهم الواحد ومتغيرات حجم البنوك وحجم القروض، واعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية للشركات الصناعية والخدمية وعددها ٦٠ شركة خلال الفترة من ٢٠١٨ - ٢٠١٩ واستند الباحث إلى استخدام أسلوب الانحدار التدريجي.

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأسعار السوقية لأسهم البنوك ووجود تأثير معنوي لربحية السهم على الأسعار السوقية لأسهم البنوك في ظل متغير معدل نمو القروض وعدم قدرة مؤشر معدل العائد على الملكية ROE منفردا على تفسير التغيير في الأسعار السوقية للبنوك، لذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين (ROA) والعوائد غير العادية للأسهم لجميع النماذج لكنها كانت أقرب للمعنوية للشركات الخدمية.

• دراسة (Gakpo, et al , ٢٠٢١)

عنوان الدراسة:

" Analysis of Shareholder and Conventional Value Using Economic Value Added "Accounting Measures: Evidence from Ghana

هدفت الدراسة إلى تحليل قيمة المساهمين باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات المحاسبة التقليدية ومقاييس قيم السوق المضافة على البنوك المدرجة في بورصة غانا ، واعتمدت الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على الدراسة التطبيقية للبنوك المالية المدرجة في بورصة غانا خلال الفترة من ٢٠٠٤ - ٢٠١٤

وتوصلت الدراسة إلى تقييم خلق القيمة للمساهمين من القيمة الاقتصادية المضافة وغيرها من مؤشرات المحاسبة التقليدية وكشفت الدراسة أن البنوك المدرجة سجلت قيمة اقتصادية مضافة إيجابية طول هذه الفترة صنفت الدراسة بنك ستاندرد، تشارترد، واكوبانك غانا وبنك غانا التجاري كأول ثلاثة بنوك رائدة في خلق قيمة للمساهمين.

(ب) دراسات خاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الإداء

- دراسة ، شعبان (٢٠١٦) :
عنوان الدراسة: قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم
هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء التقليدية (العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE) وربحية السهم الواحد (EPS)). وتوصلت الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية لتغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم، ويتفوق على معدل العائد على حقوق الملكية في ذلك، وأن مؤشر ربحية السهم الواحد يمتلك أعلى قدرة تفسيرية بين مؤشرات الأداء ثم ليه معدل العائد على الأصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وأن مؤشرات الاداء التقليدية مجتمعية تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم.
- دراسة، صيفي وبن عمارة، (٢٠١٥)
عنوان الدراسة: قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم
هدفت الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي. وتوصلت الدراسة إلى تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الاداء في تفسير عوائد الأسهم ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ويظهر كذلك من خلال الدراسة أنه رغم أن القيمة الاقتصادية المضافة تملك القدرة على قياس عوائد الاسهم من خلال إيجاد الفرق بين الأرباح الحقيقية التي تحققها المؤسسة وتكلفة رأس المال إلا أن درجة الارتباط بينها وبين عوائد الأسهم منخفضة مقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء.
- دراسة، عماد الشيخ (٢٠١٢)
عنوان الدراسة: دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم
هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية، مقياس العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وحصة السهم من الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة وقياس العلاقة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ما بين مقاييس الأداء التقليدية وبين السعر السوقي للسهم وبدرجات مختلفة، وتبين وجود علاقة ما بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والسعر السوقي للسهم، إلا أن درجة تأثير مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تكبر من اتأثير مقاييس الأداء التقليدية وأن سعر السهم السوقي أكثر ارتباطا بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة منه بمقاييس الأداء التقليدية.

● دراسة، (Aslam et al., 2015)

- عنوان الدراسة: مقارنة بين أدوات الأداء التقليدية والحديثة على شركات مختارة من باكستان
هدفت الدراسة إلى قياس الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة كراتشي في باكستان باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA). ولقياس الأداء في قطاعات الصناعة اسبعة في باكستان. وتوصلت الدراسة إلى تحليل وصف الصورة الوقاعية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة في باكستان مشيرة إلى أن قابلية تفسير القيمة الاقتصادية المضافة للقيمة السوقية المضافة غير جوهرية، غير أن القيمة الاقتصادية المضافة لها دورها في مساعدة وتوجيه الإدارة نحو هدف تحقيق القيمة للمساهمين. لكن هناك من العوامل التي تلعب دورا مهما في لتأثير على تحقيق القيمة للمساهمين مثل خيرة الإدارة وعامل التكنولوجيا

وإثارة الموارد البشرية المتقدمة وسلوك المنتج، وقد أوصت الدراسة بأخذ هذه العوامل في الاعتبار في أبحاث مستقبلية.

• دراسة، (2015) Hundal

عنوان الدراسة: تكاليف الوكالة وأداء الشركة: الرؤى النظرية من خلال الإدارة القائمة على القيمة. هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين اتخاذ القرار وأداء الشركات في فنلندا. وتوصلت الدراسة إلى أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مفيد جدا في الشركات التي لا تتبنى تعظم القيمة لحماية الأسهم، بل في المقابل اتباع منهج يهتم بالفئة الأوسع المجتمع ككل من المستفيدين من الشركة، هذه الشركات هي التي تهتم بالأمور العامة مثل الصحة والتعليم والكهرباء، رغم ذلك فالعديد من العوامل المؤسسية تمنع من تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

• دراسة، (2013) Bhasin

عنوان الدراسة: القيمة الاقتصادية المضافة لتطوير الشركات المساهمة. هدفت الدراسة إلى اختبار استراتيجيات خلق القيمة لعدد الشركات الهندية باستخدام أساليب احصائية لتحديد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأفضل وسيلة لقياس القيمة السوقية للشركات ومقارنة نتائج هذا الاختبار بمقاييس الأداء التقليدية. وتوصلت الدراسة إلى أن هذا الاختبار لم يدعم اختيار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مقياس لتفسير القيمة السوقية للشركات.

التعليق على الدراسات السابقة:

من خلال عرض وتحليل الدراسات السابقة يتضح للباحث ما يلي:

- 1- تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوعات تتعلق بتحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتأثيراته على القيمة السوقية للأسهم وعوائدها، وقدرة المؤشر على تفسير التغيرات فيها ومقارنته مع مؤشرات الأداء التقليدية (كالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد والتدفقات النقدية التشغيلية والأرباح الصافية) وذلك في محاولة للوصول إلى المؤشر الأفضل والأقدر على بيان قدرة المنشأة على تحقيق القيمة لحملة الأسهم مما ينعكس على أسعار الأسهم السوقية.
- 2- تناولت الدراسات العديد من القطاعات الاقتصادية التي أجريت في أماكن مختلفة من العالم، ويلاحظ أن هذه الدراسات قد اختلفت فيما بينها حول النتائج التي تم التوصل إليها كنتيجة طبيعية لاختلاف الأزمنة والأماكن التي نمت فيها، بالإضافة إلى طبيعة المشاريع والقطاعات المختلفة التي أجريت عليها.
- 3- تناولت بعض الدراسات مدخل القيمة الاقتصادية المضافة كآلية لتخفيض التضارب بين أصحاب المصالح للشركة وليست كمدخل لتقييم الأداء الاستراتيجي للشركة. وهذا ما دفع الباحث نحو دراسة وتحليل دور تطبيق أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء الاستراتيجي لقطاع الاستثمار بسوق الأوراق المالية الكويتية.

أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- 1- التعرف على طبيعة الأساليب المستخدمة في تقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية.
- 2- الكشف عن أوجه القصور بالأساليب التقليدية المستخدمة لتقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية.
- 3- توضيح محددات تطبيق أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة EVA لتقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية.

٤- تحديد تأثير تقييم الأداء الاستراتيجي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA على ترشيد قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية الكويتية.

أهمية الدراسة:

- ١- يمثل أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة أحد الأساليب الحديثة وغير التقليدية المستخدمة في تقييم الاداء الاستراتيجي، ولذلك تكمن أهمية هذه الدراسة في بحث طبيعة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الأداء الاستراتيجي في سوق المال الكويتي، وكذلك قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغير في السعر السوقي للسهم.
- ٢- أن تبني مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA قد ساهم في دفع المديرين والشركات نحو التركيز على الجوانب التشغيلية الأكثر أهمية وتقييم الأداء الاستراتيجي وتحديد خطوط الانتاج غير المربحة بالإضافة إلى زيادة التركيز على عناصر رأس المال العامل.
- ٣- أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA هو مقياس ذات مدى بعيد فهو يوجه العديد من القرارات ومنها قرارات الموازنة الاستثمارية والتخطيط الاستراتيجي والقرارات للحصول على موارد إضافية والتخلص من الموارد الحالية.
- ٤- تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الطريقة الوحيدة التي يمكن من خلالها الربط بين التمويل المتوقع لرأس المال وقرارات الاستثمار الاستراتيجية لتقييم الأداء التشغيلي الفعلي.

فروض الدراسة:

في ضوء مشكلة وأهداف البحث يمكن صياغة الفروض التالية:

الفرض الأول:

- توجد اختلافات ذات دلالة معنوية بين آراء المستقصى منهم بشأن طبيعة الأساليب المستخدمة في تقييم الأداء الاستراتيجي بشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية.

الفرض الثاني:

- توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء المستقصى منهم بشأن القصور في أساليب تقييم الأداء الاستراتيجي بشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية.

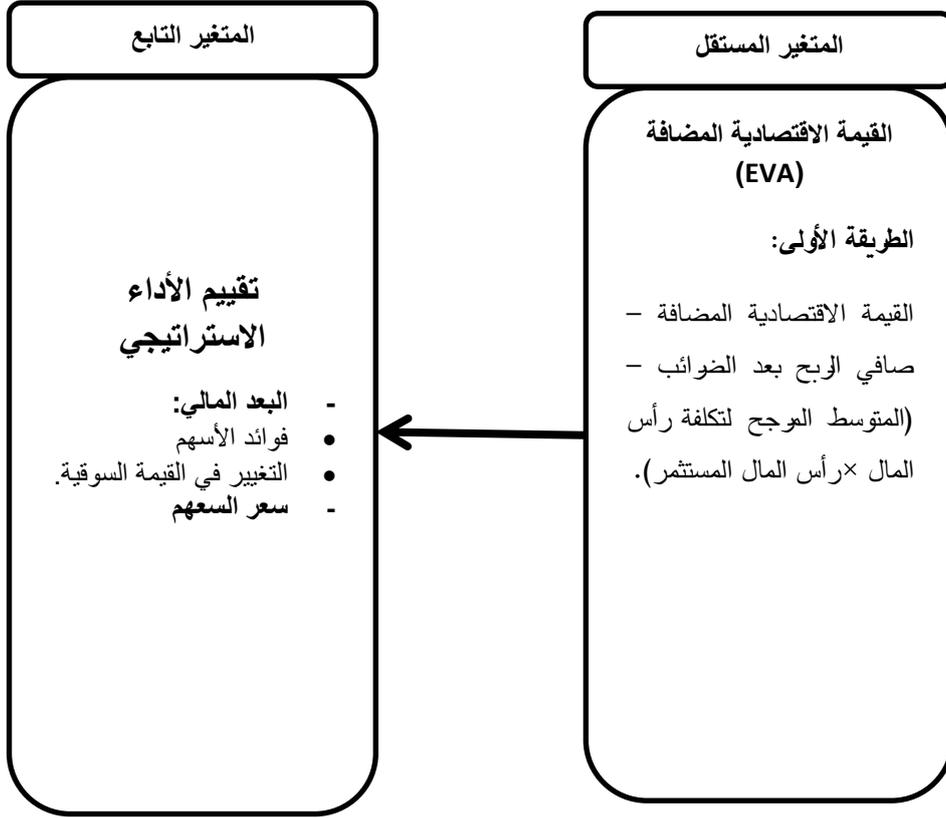
الفرض الثالث:

- توجد اختلافات ذات دلالة معنوية بين آراء المستقصى منهم بشأن محددات تطبيق أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة EVA لتقييم الأداء الاستراتيجي بشركات بسوق الأوراق المالية الكويتية.

الفرض الرابع:

- يوجد علاقة ذو دلالة معنوية بين دور القيمة الاقتصادية المضافة EVA وتقييم الأداء الاستراتيجي بالشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الكويتية.

نموذج الدراسة:



منهج الدراسة:

يستخدم الباحث المنهج ال علمي المعاصر القائم على المزج بين المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي وذلك على النحو التالي:

- **المنهج الاستقرائي:** وذلك باستقراء المراجع العلمية والدراسات المحاسبية السابقة والتي تناولت موضوع البحث بصورة أكاديمية، ودراسة وتحليل الكتابات العلمية التي احتوت عليها هذه المراجع من كتب ودوريات وبحوث عربية وأجنبية وذلك بهدف بلورة الجانب النظري لهذا البحث.
- **المنهج الاستنباطي:** وذلك من خلال ربط النظرية بالتطبيق، وعلى ضوء ذلك سوف يقوم الباحث باعداد دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الكويتي - قطاع الاستثمار.

مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الكويتية قطاع الاستثمار ويبلغ عددهم ١٥ شركة.

جدول رقم (١) مجتمع الدراسة

م	اسم الشركة	رأس المال (مليون دينار)
٣٦.	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي	٢٦٠
٣٧.	شركة الأمان للاستثمار	١٥٠
٣٨.	الشركة الأولى للاستثمار	٣٠
٣٩.	شركة المال للاستثمار	٧٠
٤٠.	شركة بيت الاستثمار الخليجي	١٢٠
٤١.	شركة أعيان للاجارة والاستثمار	٨٠
٤٢.	شركة أصول للاستثمار	٩٠
٤٣.	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار	١٨٠
٤٤.	شركة كامكو للاستثمار ش.م.ك	٥٠
٤٥.	الشركة الوطنية الدولية القابضة	٢٠
٤٦.	يونيكاب للاستثمار والتمويل	٣٥
٤٧.	شركة المدار للتمويل والاستثمار	٥٥
٤٨.	شركة الديرة القابضة	٧٠
٤٩.	شركة اكتتاب القباضة	١٦٠
٥٠.	شركة صكوك القباضة	١٠٠

المصدر: اعداد الباحث بالرجوع للموقع الرسمي لبورصة الكويت. www.boursakuwait.com.kw تاريخ الدخول ٢٠٢٠/١١/١٨

أما عينة الدراسة فقد اشتملت على ١٠ شركات في قطاع الاستثمار خلال الفترة من (٢٠١٧-٢٠٢١).

جدول رقم (٢) يوضح عينة الدراسة

م	اسم الشركة	رأس المال (مليون دينار)
٦.	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي	٢٦٠
٧.	الشركة الأولى للاستثمار	٣٠

م	اسم الشركة	رأس المال (مليون دينار)
٨.	شركة اصول للاستثمار	٩٠
٩.	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار	١٨٠
١٠.	شركة كامكو للاستثمار ش.م.ك	٥٠
١١.	الشركة الوطنية الدولية القابضة	٢٠
١٢.	يونيكاب للاستثمار والتمويل	٣٥
١٣.	شركة المدار للتمويل والاستثمار	٥٥
١٤.	شركة الديرة القابضة	٧٠
١٥.	شركة اكتتاب القباضة	١٦٠

المصدر: اعداد الباحث بالرجوع للموقع الرسمي لبورصة الكويت. www.boursakuwait.com.kw تاريخ الدخول ٢٠٢٠/١١/١٨

مبررات اختيار عينة البحث: تم اختيار قطاع الاستثمار في الكويت من القطاعات الدائرة في اقتصاد الدولة وضخامة حجم المعاملات المالية بهذا القطاع. وتم اختيار عينة الدراسة ليكون حجم رأس المال لهذه الشركات حيث وتعتبر هذه الشركات من الشركات الدائرة في سوق الأوراق المالية الكويتية وارتفاع مؤشرات اسهم هذه الشركات في بورصه الكويت.

ثانياً: الدراسة النظرية

مقاييس تقييم الأداء التقليدية (محمود ، ٢٠٠١)

تعد تلك المقاييس من أهم المؤشرات المالية التي اعتمد عليها المحللون ومستخدمي القوائم المالية في تقييم أداة المنشأة، وتسعى الوحدات الاقتصادية ذاتها إلى تحقيق أعلى معدل ممكن، في ضوء تحقيق الأهداف الأخرى مثل السيولة وغيرها اقتناعاً منها بأهمية تلك المؤشرات في تقييم الأداء. ومن أهمها ما يلي:

ربحية السهم العادي EPS:

تعتبر ربحية السهم الواحد أحد المؤشرات الهامة التي يستخدمها المستثمر الحالي والمرقب لتقييم ربحية الشركة المساهمة، والهدف من حساب هذا المؤشر هو الحكم على كفاءة الركة في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم العادية ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك كما يمكن الاعتماد على هذا المؤشر في تقييم أسعار الأسهم العادية وكذلك في تقييم قدرة الشركة على تغطية و سداد توزيعات الأرباح، إذ يهتم المستثمرون اهتماماً خاصاً بالربحية المتوقعة للمنشأة وعلى الأخص ربحية السهم، على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصاحبه زيادة فيما يحصل عليه حالم السهم من توزيعات أو في شكل مكاسب رأسمالية في حال تم بيع الأسهم ويمثل مقياس بحية السهم نسبة صافي الربح إلى عدد الأسهم المصدره، فهو يعتبر مقياس لأداء السهم في الشركة.

نتج طريقة حساب ربحية السهم العادي بقسمة صافي الربح النهائي على عدد الأسهم العادية:

$$\text{ربحية السهم العادي EPS} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

وبذلك يستخدم هذا المؤشر لقياس قيمة صافي الدخل المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية، حيث كلما كان نصيب السهم من الأرباح يزداد عام بعد عام كان ذلك مؤشرا جيدا، ولربحية السهم أثر كبير على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم لأنها تعبر بشكل مبسط عن عائد السهم بغض النظر عن توزيع الأرباح من عدمه.

بالرغم من أن مقياس ربحية السهم يمثل مقياسا نسبيا للأداء، حيث يأخذ في الاعتبار حجم رأس المال المستثمر في صورة عدد الأسهم المصدرة، إلا أنه يتجاهل تكلفة رأس المال المستثمر لتوليد هذه الأرباح، مما يدفع المديرين إلى قبول الاستثمارات ذات العوائد الموجبة بصرف النظر عما إذا كانت هذه العوائد تغطي تكلفة رأس المال أم لا.

يتضح مما سبق أهمية مؤشر ربحية السهم الواحد في المقاضلة بين البدائل، ولكن قد لا يعتبر هذا المؤشر ذا جدوى فعلية إذ لم يؤخذ في الاعتبار حجم التضحيات الواجب دفعها (سعر السهم) للحصول على هذا العائد، بغرض الوصول إلى مقارنة صحيحة.

معدل العائد على الأصول ROA: (Shil, 2009)

أو ما يطلق عليه البعض معدل العائد على الاستثمار ويصنفه آخرون أنه أحد نماذج العائد على الاستثمار وهو من أكثر مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي شيوعا، ويمثل مساهمة الأصول في خلق النتيجة الصافية وهو مؤشر على ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها ومقياس كفاءة المديرين في استخدام الأصول لتوليد الأرباح.

ويمكن احتساب معدل العائد على الأصول ROA بالمعادلة التالية:

معدل العائد على الأصول ROA = صافي الدخل / مجموع الأصول

ولقد نال هذا المؤشر أهمية كبيرة لعدة أسباب من أهمها:

- يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة.
 - يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمؤسسة.
 - يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة، وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها.
- وبالرغم من الأهمية والمزايا التي يحظى بها هذا المؤشر إلا أنه يكتنفه بعض الانتقادات التي قد تحد من مزاياه:

- تقييم الأصول على أساس مبدأ التكلفة التاريخية وليس السوقية قد يؤدي إلى مقارنة غير دقيقة في المقاضلة بين المشاريع.
- لا يؤخذ في الحسبان تكلفة الاستثمار (تكلفة تمويل الأصول)، مما لا يمكن معه المقارنة بين نوعين من الاستثمار لهما نفس معدل العائد إلا إذا كان لهما نفس تكلفة هذا الاستثمار.

معدل العائد على حقوق الملكية ROE:

يشير هذا المؤشر ROE إلى الأرباح التي تجنيها المنشأة من الأموال المستثمرة لديها بواسطة الملاك، ويعتبر هذا المقياس من مؤشرات الأداء المالي الشائعة الاستخدام إذ يعبر هذا المقياس عن العلاقة بين الأرباح الصافية بعد الضرائب وحجم الاستثمارات من جانب الملاك، وبذلك فهو يقيس العائد بالمعدل لكل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم، ويعتبر العائد على حقوق الملكية مقياس شامل لأداء الشركة لأنه يعطي مؤشر عن كيفية استخدام المدراء الأموال المالكين في سبيل توليد الربحية.

ويمكن احتساب مؤشر ROE كما يلي:

العائد على حقوق المساهمين ROE = صافي الدخل / حقوق المساهمين

وفي نفس السياق هناك نموذج مطور لاحتساب العائد على حقوق الملكية ويعتبر أحد المؤشرات المهمة لوصف وقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة وبالتالي يقيس أداء الشركات فيما يتعلق بمحاولة إدارات

تلك الشركات تحقيق أقصى عوائد ممكنة بأقل مخاطر ممكنة من أجل تحقيق أقصى ربحية والتي تنعكس بالتأكيد على ثروة أصحاب المشروع.

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = (\text{صافي الربح} / \text{الإيرادات}) \times (\text{الإيرادات} / \text{الموجودات}) \times (\text{الموجودات} / \text{حقوق الملكية})$$

ويلاحظ من النموذج أنه مكون من ثلاث مؤشرات أداء مهمة وهي كالتالي:

- ١- مؤشر تقييم الربحية: وهي نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات، والتي تمثل مدى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح ومراقبة التكاليف.
- ٢- مؤشر تقييم كفاءة إدارة الأصول: وهي نسبة إجمالي الإيرادات إلى إجمالي الموجودات، والتي تمثل مدى كفاءة الإدارة في تحقيق المنفعة من الموجودات في تحقيق الإيرادات.
- ٣- مؤشر مضاعف حق الملكية: أو الرفع المالي وهي نسبة إجمالي الموجودات إلى حقوق الملكية والتي تقيس المخاطر المتعلقة باستخدام أموال الملكية ضمن هيكل رأسمال الشركة. ورغم ما يتميز به هذا المؤشر من أهمية في تقييم الأداء وقدرته على تحليل نقاط القوة والضعف ورغم ما لحقه من تطوير إلا أنه من المأخذ عليه أنه لم يؤخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال المتمثلة في حقوق الملكية.

ب- مقاييس تقييم الأداء المبنية على القيمة:

ظهرت مداخل تقييم الأداء المبنية على القيمة كمحاولة للتغلب على قصور التقارير المالية المداخل التقليدية لتقييم الأداء، وبالتالي فهو يعد نظام يقوم الإدارة إلى قياس وحث ودعم عملية خلق صافي القيمة، وبالتالي فهو أكثر من نظام لتقييم الأداء، ولكي يأتي بثماره يجب أن يتم تطويره لربط الأداء بالحوافز والعلوات، فمبدأ الاستدلال من ضمن مبادئ الإدارة على أساس القيمة الذي يقيس ويعزز الأنشطة التي تخلق ثروة للمساهمين، أي قياس وتعزيز الأنشطة التي تسعى لخلق وتعظيم قيمة المساهمين (محمد، ٢٠٠٥).

وبناء عليه فمدخل خلق القيمة هو مدخل لإدارة المنشأة يرتكز على الإطار العام للنظرية الحديثة للتمويل والإدارة المالية، ويجع لمفهوم القيمة الاقتصادية هي المعيار الأساسي الذي يحكم جميع القرارات بالمنشأة وبحيث يتم الحكم على أي قرار من خلال مدى مساهمته في تعظيم ثروة المساهمين ومن أهم المداخل المبنية على القيمة:

(١) نموذج الدخل المتبقي:

ظهر مفهوم الدخل المتبقي في الستينات من القرن السابق، وتم التعبير عنه بالفرق بين قيمة صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وقيمة التكلفة المتوسطة لرأس المال المستثمر بالمنشأة. فعلى عكس مفهوم الربح المحاسبي الذي يأخذ في الحسبان صافي الربح بعد خصم تكلفة المصادر المقترضة فقط والتي تتمثل في الفوائد، فإن الدخل المتبقي يأخذ في اعتباره إجمالي تكلفة مصادر التمويل سواء كانت مملوكة أم مقترحة، وبالتالي يعتمد هذا النموذج على مبدأ أنه لا يمكن اعتبار أي مشروع يضيف قيمة للملاك، إلا إذا كان الربح المحقق أعلى من تكلفة رأس المال المستخدم في تحقيق هذا الربح، وبمعنى آخر، أن الهدف ليس هو تحقيق ارتفاع في معدل العائد على الاستثمار، وإنما ضمان ربح يغطي تكلفة رأس المال الموظف.

ألا أن النقد الرئيسي الموجه لهذا المقياس هو اعتماده أيضا على الربح التشغيلي الناتج عن القوائم المالية لحسابه، وهو ما قد سبق ذكره سابقا أن الربح التشغيلي لا يعبر عن الواقع الحقيقي للشركة ضمن أصولها والتزاماتها (أشرف، ٢٠٠٧)

والانتقادات الموجهة إلى مقاييس تقييم الأداء:

تعددت الدراسات والبحوث العلمية التي أشارت إلى أن مقاييس الأداء المالية التقليدية غير كافية في ظل بيئة الأعمال الحديثة التي تتصف بالديناميكية والتغير السريع، لذا أن أوجه القصور والانتقادات الموجهة إلى المقاييس المالية التقليدية تتمثل فيما يلي (Patel, 2012)

- ١- تعتمد المقاييس المالية التقليدية على التقدير الشخصي لبعض المفردات التي تؤثر على قائمة الداخل لمنظمت الأعمال.
- ٢- تهدف المقاييس المالية التقليدية في المقام الأول إلى تقييم الربحية المالية للمنشأة، وهذا في حد ذاته غير ملائم لتحقيق الأهداف المتطورة التي تحقق النجاح والنمو في بيئة الأعمال الحديثة.
- ٣- عدم مقدرة المقاييس المالية على تقديم المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات التي تهدف مواجهة متطلبات التقييم في حالة المشروعات المتقدمة تكنولوجياً.
- ٤- أن المقاييس المالية التقليدية غير كافية في ظل الاتجاهات الحديثة لامداد الإدارة بالمعلومات لاتخاذ القرارات اللازمة لإدارة الأنشطة والتنبؤ بالأداء المالي في المستقبل.
- ٥- عدم ملائمة المقاييس المالية بمفردها لتقييم الأداء، وبصفة خاصة في بيئة الأعمال الحديثة والتي تتميز بمجموعة من السمات والعناصر التي لم تكن ظاهرة في البيئة التقليدية مثل التخطيط الاستراتيجي طويل الأجل، المرونة، الجودة وإرضاء العملاء.
- ٦- تهتم المقاييس المالية التقليدية بالانتاجية وتتجاهل معدل الإنجاز الذي يساعد الإدارة في الوصول إلى تقييم سليم للأداء التشغيلي.
- ٧- لا تساعد المقاييس المالية الحالية على التنبؤ بالأداء المستقبلي، حيث أنها تعبر عن الأداء المالي الذي لا يتلائم مع مستجدات البيئة المحيطة التي تتصف بالتطورات الحديثة من حيث حدة المنافسة.
- ٨- إن المقاييس المالية التقليدية لا ترتبط بعملية التحسين المستمر أو الابتكار ولا تهتم بمقاييس أخرى مثل معدلات العيوب في الإنتاج أو زمن دورة التشغيل.
- ٩- المقاييس المالية التقليدية لتقييم الأداء تركز على الجوانب المالية فقط وأغفل الجوانب غير المالية التشغيلية والتي قد تعكس نقاط ضعف منظمات الأعمال.
- ١٠- تهتم المقاييس التقليدية بتقييم الأداء في الأجل القصير في ظل ظروف بيئية معينة بينما تتجاهل عملية تقييم الأداء في الأجل الطويل.

مفهوم تقييم الأداء الاستراتيجي

على أنه (مرحلة من مراحل الإدارة الإستراتيجية ويهدف إلى قياس فاعلية وكفاءة الوحدات الاقتصادية في تحقيق أهدافها وذلك من خلال التحسين المستمر والانسجام والتفاعل مع التغيرات الحاصلة في البيئة الداخلية والخارجية ويتم ذلك من خلال الاعتماد على مجموعة من المقاييس المالية والمقاييس غير المالية لبيان مدى تحقيق الأهداف الموضوعية) (منال، ٢٠١٣)

كما عرفه بأنه (تقييم كافة أوجه النشاط الداخلي والخارجي للمنشأة بغرض تحدد مدى نجاح المنشأة في تحقيق إستراتيجيتها ومدى نجاح هذه الإستراتيجية في تحقيق الأهداف المرسومة وملاءمتها لظروف المنشأة الداخلية والخارجية) (عبدالحميد ، ٢٠٠٦)

نماذج تقييم الأداء الاستراتيجي:

هناك ضرورة ملحة لتطوير وتحديث نظم قياس وتقييم الأداء الاستراتيجي لتتماشي مع الأهداف الحديثة لمنظمات الأعمال، ولتلاقي نواحي القصور نشير هنا إلى بعض التوجهات الحديثة لتطوير نظم قياس وتقييم الأداء لجعلها متماشية مع مواصفات بيئة الأعمال السائدة حالياً من خلال:

أ- المؤشرات غير المالية:

قد أشار العديد من الباحثين التركيز على المؤشرات غير المالية في قياس وتقييم الأداء الخاص بالمنظمة، من أجل أن تشمل جميع جوانب الأداء في المنظمة وعدم الاعتماد على الجانب المالي فقط، ومن

هؤلاء الباحثين Whit & Whit وقد صمماً نموذجاً يتم التركيز فيه على مؤشرات غير مالية تشتمل على أربع مؤشرات لأداء المنظمة وهي: الإنتاج، التسويق، العاملين، العملاء (عادل، ٢٠٠٢) ب- نموذج القياس المقارن Benchmarking:

قد عرف هذا النموذج المقارن منذ تصميمه بالنشاط التسويقي القائم على جميع المعلومات والبيانات عن المنافسين.

ارتبط مصطلح القياس المقارن منذ البداية بجمع المعلومات عن المنظمات المنافسة، ويشير Czarniecki إلى أن القياس المقارن يعد وسيلة لقياس الأداء يعمل على المقارنة بين الأداء التشغيلي للمنظمات وذلك بغرض تحديد أفضل الأداء.

مما سبق يمكن القول: أن القياس المقارن أداء فعالة لدفع المنظمة للوصول إلى مستوى المنظمات المنافسة لها في نفس الصناعة، أو حتى التقدم على هذه المنظمات، وذلك عن طريق تنمية القدرة التنافسية للمنظمة.

ج- نموذج لجنة معايير المحاسبة الإدارية الأمريكية:

يشار إلى أن لجنة معايير المحاسبة الإدارية الأمريكية حددت معياراً للقياس يعرف بـ (4U) والذي يحتوي على نموذج شامل لقياس وتقويم الأداء المؤسسي، والذي فيه أنه على كل منظمة أن تقوم باختيار مؤشرات قياس الأداء التي تتناسب مع ظروفها واحتياجاتها وطبيعة عملها والإستراتيجية التي تتبناها وصولاً لأهدافها.

ويتكون النموذج من ست مجموعات رئيسية لمؤشرات قياس وتقييم الأداء وهي:

- المؤشرات البيئية.
- مؤشرات السوق والمستهلك.
- مؤشرات التشغيل الداخلية.
- مؤشرات أداء الموارد البشرية.
- المؤشرات التنافسية.
- المؤشرات المالية.

١- نظام تقييم الأداء حسب الأنشطة:

تعد المنظمة في ظل هذا النظام مجموعة كبيرة من الأنشطة المترابطة الأساسية منها والمساعدة،

ويتم قياس مستوى أداء كل واحدة منها وذلك من خلال دراسة كل من:

- تكلفة النشاط.
- جودة القيام بالنشاط.
- الوقت اللازم لأداء النشاط.
- المرونة.

وإستخدام المؤشرات الخاصة بكل الجوانب السابقة بغرض تحليل كل نشاط يوفر صورة واضحة عن مستوى فاعلية وكفاءة النشاط في تحقيق أهداف المنظمة.

٢- لوحة القياس:

إن إستخدام أسلوب لوحة القياس ظهر في فرنسا كأسلوب لقياس وتقييم الأداء، ويعتمد هذا الأسلوب على مؤشرات أداء تمكن الإدارة من الرقابة على العمليات التشغيلية لجميع مستويات المنظمة ثم مقارنتها بالأهداف التي تم تحديدها مسبقاً بغية إتخاذ الإجراءات المناسبة.

٣- أسلوب بطاقة الأداء المتوازن:

ظهر هذا الأسلوب كحسيلة للأنظمة السابقة له في هذه المجموعة، وهو من أحدث النظم حيث قدمه Kaplan & Norton في عام ١٩٩٢م وهو أحد الطرق الحديثة في تقويم الأداء المؤسسي الإستراتيجي وظهرت هذه الطريقة كنتيجة لتلاقي المشكلات والقصور الواضح في الطرق التقليدية ولاسيما الافتقار إلى الأداء الإستراتيجي في تقويم الأداء المؤسسي.

دور مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في رقابة الأداء المحاسبي:

عززت الإدارة الحديثة على الاعتداد بالقوائم المالية كأساس لتقييم أداء الإدارة، حيث يعتمد على نتائجها قرار المالكن (المساهمين) في استمرارية إسناد أو عدم إسناد الوكالة إلى الإدارة، فهي تعبر عن مدى كفاءة الإدارة في استخدام موارد الشركة وإدارة أموالها لتحقيق أهدافها. ومن المنطقي أن تقييم أداء الإدارة يتوقف على أهداف من يقوم على هذا التقييم، حيث ينصب اهتمام المالكن على التدفقات النقدية الداخلة مقابل استثماراتهم في الشركة، ويتوقف تحقيق هذا الهدف على قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية مرضية، وبمعنى آخر يعتمد المساهمين على المعلومات المتعلقة بأداء الشركة في تقييم أداء الإدارة. ويرجع السبب في ذلك إلى أن المحاسبة المالية والقوائم المالية لا تستطيع أن تفصل بين أداء الإدارة وأداء الشركة، فمن المؤكد أن أداء الإدارة يعد من العوامل التي تساهم في أداء الشركة، غير أن هناك عوامل أخرى تؤثر على الأداء دون أن تخضع لسيطرة الإدارة، وبالتالي فإن القوائم المالية وحدها لا تستطيع أن تقدم معلومات كافية لتقييم أداء الإدارة تقيماً شاملاً منفصلاً عن أداء الشركة (رجب، ٢٠١٣)

١) الأداء المحاسبي ذو البعد الإستراتيجي:

يعتمد الأداء المحاسبي ذو البعد الإستراتيجي على ثماني أبعاد أساسية، تتمثل في:

- زيادة هامش الربح التشغيلي: وهو الربح التشغيلي لفترة معينة مقسوماً على إيرادات تلك الفترة. ويشير هامش الربح التشغيلي إلى مدى فاعلية المنشأة في مراقبة التكاليف والنفقات المرتبطة بعملياتها التشغيلية العادية. فالهامش التشغيلي هو عبارة عن نسبة تستخدم لقياس الكفاءة التشغيلية وإستراتيجية التسعير الخاصة بها، وتتضمن العناصر التالية (الأرباح غير العادية، الأرباح المحققة زيادة عن المستوى العادي، وتحديد مصادر تحسين وتطوير الهامش).
- التحسين والاستمرارية: التركيز على العمليات اليومية لتلبية احتياجات الشركة والعمل بشكل أكثر فاعلية لتحقيق أهدافها. ولذلك اتسمت العديد من مداخل تقييم الأداء على مراقبة الأداء المحاسبي للشركات على أن تكون أداة تحفيز وبناء، وليست أداة عقاب وجزاء، وبالتالي تلقى الضوء على التحسين على عملية الإنتاج والمنتج. وقد أثبت العديد من الدراسات والأبحاث على عدد من الشركات الناجحة على المدى الطويل أنها تعمل بشكل متواصل نحو التحسين في قطاعات عديدة ومختلفة، خاصة في مجال تخفيض التكلفة ورفع مستوى قيمة الشركة لزيادة القيمة السوقية للأسهم (عبد ، ٢٠٠٩)
- الاستخدام الأمثل للأصول: من أجل تحسين استخدام الأصول تحاول الإدارة تخفيض مستويات رأس المال العامل المطلوب لدعم النشاط، ولتعزيز استغلال الأصول الثابتة الموجودة من خلال استغلال الأصول الحالية غير مستخدمة بكامل طاقتها بشكل جيد وبفاعلية أكثر، مع استبعاد الأصول التي تقدم عوائد غير كافية حسب قيمتها. مما يمكن وحدة النشاط من زيادة العوائد المحققة على موجوداتها المالية والمادية.
- الاستثمار في تعزيز الفاعلية/ الكفاءة: الفاعلية مقياس يعبر عن مستوى القيمة التي تتولد عن المواد المتاحة. وتقييم الفاعلية يرتبط بشكل أو بآخر بكيفية مقابلة الشركة لمنتجاتها وخدماتها باحتياجات العملاء، والتي تحفز تلك الفاعلية وتساعد على الاستثمار (محمد، ٢٠١١)
- التغيير في سياسة الدين، سياسة هيكل رأس المال: السعي إلى هيكل رأس المال الأمثل وهو ذلك الهيكل الذي يعظم سعر سهم الشركة ليصبح حجم القروض أقل ما يمكن داخل تكوين رأس المال المستثمر.
- زيادة التدفق النقدي المستقبلي الحر: على اختلاف طرق حساب التدفق النقدي الحر إلا أن حسابها يعتمد على الأساس المنسوبة إليه، فإن كانت منسوبة للملكية فقط فتعبر عن صافي الدخل بعد خصم الزيادة في رأس المال التشغيلي وصافي الأصول طويلة الأجل، ثم يضاف

إليه صافي القروض، أما إذا نسبت إلى القروض والملكية معا فتعبر عن صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة بعد خصم الزيادة في رأس المال التشغيلي وصافي الأصول طويلة الأجل.

- الموازنة بين العائد المالي المستقبلي والمخاطرة: وفقاً للسياسات المالية يجب أن تزداد قيمة العوائد مقابل زيادة الخطر المحتمل على الاستثمار. وبالتالي يجب دراسة المشروعات والفرص الاستثمارية من منظور الخطر والعائد.
- تحقيق الميزة التنافسية واستمرارها: لكسب ميزة تنافسية يتطلب ذلك آليات جديدة للنجاح التنافسي والتحسين من قدرة الشركة على حشد واستثمار أصولها غير الملموسة في توليد وإدامة الميزة التنافسية (ماهر، ٢٠٠٩)

بعد عرض ما سبق، يرى الباحث وجوب تبني مقاييس أداء تأخذ بعين الاعتبار الجوانب المالية والغير مالية بما يتناسب مع طبيعة عصر المعلوماتية الذي نعيشه، والحفاظ على المكانة التنافسية هو هدف يمكن للشركة أن تصل إليه أو قد لا تصل إليه في ظل بيئتها التنافسية (Bhasin, 2013)

٢) صياغة رؤية إستراتيجية واضحة ومحددة:

في ضوء رسالة ورؤية الشركة يتم صياغة الإستراتيجية واختيار مقاييس الأداء الذي يهدف إلى توصيل الإستراتيجية من الإدارة العليا التي صاغتها إلى المستويات الدنيا التي تقوم بالتنفيذ، ومن ثم تأتي المرحلة التالية وهي التغذية العكسية باستغلال مقاييس الأداء لعكس مدى التقدم في إنجاز الأهداف الإستراتيجية. وحتى تستطيع الشركة ترجمة الإستراتيجية إلى إجراءات، يتم اشتقاق المقاييس- وسيلة الترجمة- من الإستراتيجية- وهي الشيء المراد ترجمته- حتى يمكن التعبير عنها في صورة برامج وأنشطة واضحة ومحددة، وتتبلور العلاقة بين الإستراتيجية وتصميم نظم قياس وتقييم الأداء على ركيزتين هما:-

- تركيز النظام على قياس عوامل ومحددات النجاح طويلة الأجل دون الاقتصار على قياس النتائج قصيرة الأجل.
- التركيز على أن تشتق عوامل النجاح طويلة الأجل من الأولويات الإستراتيجية للإدارة العليا وأن تترجم بوضوح وعناية إلى إجراءات تشغيلية عند المستويات الدنيا في التنظيم، من خلال مقاييس تحكم عملية التنفيذ (Johannes, 2012).

ويرى الباحث أن فعالية أي شركة ترتبط بشكل أو بآخر بكفاءة عنصرها البشري، حيث تحرص كافة المنظمات والمؤسسات على تطبيق نظم تقييم الأداء الفعال لقياس وتقييم وتقويم الأداء الوظيفي للعاملين، فمخرجات تلك النظم مدخلات للنظم الإدارية التي يعد على أساسها تقارير الحوافز والتعويضات، كما تمثل قاعدة لصياغة الأهداف المستقبلية والتوقعات بأرباح السنوات القادمة. ويعمل هذا المقياس على أربعة محاور لتقييم أداء المديرين:

- الاستثمار في الأقسام التي تدر عائداً أعلى من تكلفة رأس المال.
 - زيادة الأداء التشغيلي للأقسام الحالية ومن ثم زيادة لصافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب دون زيادة تكلفة التمويل.
 - تتيح للشركة زيادة ناتج الأصول، بإغلاق الوحدات ذات عائد يقل عن تكلفة رأس المال، وإعادة استثمار الدخل في أقسام أخرى، أو تسليمه للمساهمين.
 - تتيح للشركة زيادة نسبة الدين لحملة الأسهم العادية، ومن ثم يقل متوسط تكلفة رأس المال الموزون (على سبيل المثال تكلفة القروض تقل عن تكلفة حقوق الملكية) (عبدة، ٢٠٠٩).
- ويخلص الباحث إلى أن أهمية الرقابة المالية تتمثل في أنها أداء هامة لعملية الرقابة الكلية على الشركة، حيث يمكن الاعتماد على النتائج المالية في مساعدة الشركات على تقدير حيوية الشركة على المدى**

الطويل، وتعيين العمليات التي بحاجة إلى تحسين وتطوير، فهي أداة تقوم على الدعم من خلال استخدام أدوات أخرى تقوم على تلخيص الأداء. فلا تعد الرقابة المالية وسيلة لقياس الأداء والذي هو محل أنظار المساهمين، وليست وسيلة لقياس حيوية نجاح الشركة، ولكنها يمكن أن تكون أداة مساعدة للتقييم الكلي للشركة سواء الخاصة باستراتيجيات الشركة، أو الخاصة بقرارات تحسين العوائد المالية. فهي تمكن الإدارة من مقارنة نتائج الوحدة بأخرى، حيث تشير نتائج تلك النوعية من المقارنات المالية المرجعية سواء لأنظمة الرقابة التشغيلية أي التي تبحث عن رقابة، أو الخاصة بتقييم وتحسين عوامل النجاح المركزية للأداء، والتي تعمل بشكل جيد وكافي لإبصال النتائج المالية المطلوبة، ولذلك يجب التنويه على الخطوات والإجراءات التطبيقية لمدخل القيمة الاقتصادية المضافة.

مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

عرف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بأنه مقياس للأداء المالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروة المالكين لفترة محاسبية ويحتسب عن طريق طرح تكلفة رأس المال المملوك والمفترض من صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة، وأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هو امتداد لمفهوم الربح المتبقي تم تطويره بإدراج فكرة تكلفة رأس المال المملوك.

يعرف مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على أنه " مقياس محاسبي لأداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في الوحدة الاقتصادية، كما أنه يعرف بالفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الوحدة الاقتصادية كما أنه يعرف بالفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الوحدة الاقتصادية وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية (مدح، ٢٠١٣)

فإن القيمة الاقتصادية المضافة هي: " صافي ربح العمليات بعد الضريبة ناقصا الثمن المناسب لتكلفة الفرصة البديلة لكل الأموال المستثمرة، أو هي تقدير للربح الاقتصادي الحقيقي، أو المبلغ الذي تزيد أو تقل به الأرباح عن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب والذي يحصل عليه المساهمون والمقرضون من خلال الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى (Sekyere, 2016) .

إن القيمة الاقتصادية المضافة هي الفرق بين الربح بعد الضريبة على رأس مال الشركة وبين تكلفته، وبمعنى آخر، هي القيمة الدفترية الاقتصادية لرأس المال في بداية العام مضافا إليها الفرق بين عوائد رأس المال وتكلفته (محمد، ٢٠٠٦)

والقيمة الاقتصادية المضافة هي مقدار القيمة المضافة للمساهمين من خلال الإدارة والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة (DCF) أو صافي القيمة الحالية (NPV).

قامت منشأة Stem & Stewart Co الأمريكية للخدمات الاستشارية (التي أسسها كل من Joel stem G. Bennett stewart) بتقديم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لخدمة الإدارة المالية وتطوير مقياس الأداء، كذلك وضع خطط الحوافز والمكافآت داخل المنشأة وذلك عام ١٩٨٢ إلا أنه بدأ الاستخدام الفعلي للمقياس في عام ١٩٩٣، عندما ذكر Tully في العدد الخاص بمجلة Fortune في ٢٧ سبتمبر ١٩٩٣ أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يعتبر من أشهر المقاييس وما زالت هذه الشهرة في الارتفاع والصعود، وقد لاقى المقياس منافسة شديدة في الصحافة المالية في الأونة الأخيرة، وهو ما أطلق عليه "حرب المقاييس" (أحمد، ٢٠١٣)

ويرى الباحث أن جميع التعريفات السابقة تركز على تحقيق القيمة لثروة المساهمين خلال فترة زمنية معينة، باستثناء التعريف الوارد والذي يتسم بالغموض، وعلى ذلك يمكن اعتبار عناصر احتساب القيمة الاقتصادية عبارة عن:

أولاً: صافي الربح الناتج عن التشغيل بعد الضرائب NOPAT

ثانياً: المتوسط المرجح لتكلفة الأموال:

- ١- متوسط تكلفة حقوق الملكية.
- ٢- متوسط تكلفة الديون.
- ٣- رأس المال المملوك.
- ٤- رأس المال المقترض.

النماذج المستخدمة لقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (Shil,2009):

على الرغم من وضوح المفهوم النظري لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA إلا أن حساب هذا المقياس أكثر جدلاً وخلافاً على الأقل في أدبيات المحاسبة الإدارية، حيث أقرت الدراسات (من واقع استنقصاء قامت به على عملاء شركة (Sern Stewart) أنه لا يوجد عميل من المستجيبين للمقياس يقوم بحساب المقياس بطريقة مثيلة على الرغم من الاتفاق على المعنى.

ويتمثل النموذج الأساسي لحساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في طرح تكلفة رأس المال المستثمر من صافي ربح التشغيل المعدل بعد الضرائب، ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية :

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب + التسويات على أرباح التشغيل - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر + التسويات على عناصر المركز المالي)، وفي ظل المعادلة السابقة يتبين أن أساس حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA تحده البنود التالية (Teker, 2011)

- (١) صافي الربح المعدل الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب.
- (٢) رأس المال المستثمر المعدل.
- (٣) المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

أولاً: حساب المقياس من خلال إدارة رأس المال:

مقياس القيمة الاقتصادية لمضافة EVA = (معدل العائد على الاستثمار - المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) × إجمالي رأس المال المستثمر.

حساب المقياس من خلال إدارة الأرباح:

مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA = صافي الربح الناتج عن التشغيل بعد الضرائب - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال × إجمالي رأس المال المستثمر).

وإذا زادت القيمة الاقتصادية المضافة عن صفر فيعني ذلك زيادة في القيمة، وإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناتجة من إحدى المعادلتين السابقتين أقل من صفر، فمعنى ذلك أن هناك انخفاض وتدهور في القيمة، فإنه يجب على البنك أن يحقق معدل عائد على الاستثمار أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر، وذلك من أجل تحقيق زيادة في القيمة.

كما أن يوجد ثلاث طرق يمكن من خلالها حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA في المؤسسات المالية وهي كالتالي:

الطريقة الأولى:

يتم حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA وفقاً لهذه الطريقة بناءً على معدل العائد على الاستثمار (ROI) حيث أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA عبارة عن حاصل ضرب (معدل العائد على الاستثمار ROI مخصوماً منه المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في رأس المال المستثمر ، لذا تصبح المعادلة كالتالي:

مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA

= (معدل العائد على الاستثمار - المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) × رأس المال المستثمر

وفي ظل المعادلة السابقة يتبين أن أساس احتساب المقياس EVA تحده البنود التالية:

- (١) معدل العائد على الاستثمار ROI
 - (٢) المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر WACC
 - (٣) رأس المال المستثمر Capital Employed
- وسيقوم الباحث بتناول هذه البنود في الجزء التالي من الفصل مع العلم بأن معدل العائد على الاستثمار

:ROI

هو عبارة عن صافي الربح المعدل الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب مقسوماً على رأس المال المستثمر المعدل، والذي يشمل كلا من حقوق الملكية، الديون لتصبح المعادلة كالتالي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح المعدل الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب}}{\text{رأس المال المستثمر المعدل}}$$

على أنه يجب أن يتم الأخذ في الاعتبار تعديل رقم صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب (NOPAT)، كذلك رقم رأس المال المستثمر المستخرج من القوائم المالية من خلال عدد كبير من التسويات المحاسبية لتحويل الأرباح المحاسبية ورأس المال المحاسبي إلى أرباح اقتصادية ورأس مال اقتصادي لإمكانية حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

الطريقة الثانية:

في ضوء هذه الطريقة يتم حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بناءً على الدخل المتبقي حيث يتم حساب المقياس عن طريق الفرق بين صافي الربح المعدل الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب وحاصل ضرب رأس المال المستثمر × المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وعلى ذلك تصبح المعادلة كالتالي:

$$\text{مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA} = \text{صافي الربح المعدل الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب}$$

(-)

(رأس المال المستثمر × المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)

الطريقة الثالثة:

في ضوء هذه الطريقة يتم حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA عن طريق الفرق بين صافي الربح بعد الفوائد والضرائب (NPAIT) والتمويل الذاتي (حقوق الملكية) مضروباً في تكلفة حقوق الملكية، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يتم خصم الفوائد والضرائب من صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل لإيجاد (NPAIT)، ويمكن حساب تكلفة حقوق الملكية من خلال نموذج تسعير الأصول والذي سيتم تناوله بشيء من التفصيل فيما بعد.

وعلى ذلك تصبح المعادلة كالتالي:

مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA

$$= \text{صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الفوائد والضرائب}$$

(-)

تمويل حاملي الأسهم × ت. حقوق الملكية

وقد تم تطبيق الطريقة الثالثة في دراسة (Jahur and Riadh, 2002) عند التطبيق على البنوك التجارية البنجلاديشية، حيث أنها الطريقة الأفضل عند التطبيق على البنوك من وجهة نظر الباحثان، وذلك بسبب طبيعة عمل البنوك بشأن الوساطة المالية.

ويرى باحث آخر أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA يستخدم لتقييم أداء المنشأة في فترة معينة، لذا فإن صافي الربح الناتج عن التشغيل قبل الضرائب NOPAT ورأس المال المستثمر يجب حسابهما عن

نفس الفترة ، حيث أن المستثمر يتوقع الحصول على عوائد من الاستثمار القائم في بداية الفترة وليس الاستثمار المجمع في نهاية الفترة لذا فإن الملاك يقوموا بمقارنة العوائد المحققة خلال فترة معينة مع رأس المال المستثمر في بداية الفترة لذا فإن حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يصبح كالتالي:

$$ص = ن - أ - (ث \times ج)$$

حيث أن:

(ص) تمثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA

(أ) تمثل صافي الربح الناتج عن التشغيل بعد الضرائب NOPAT

(ن) تمثل الفترة المحسوب عنها المقياس.

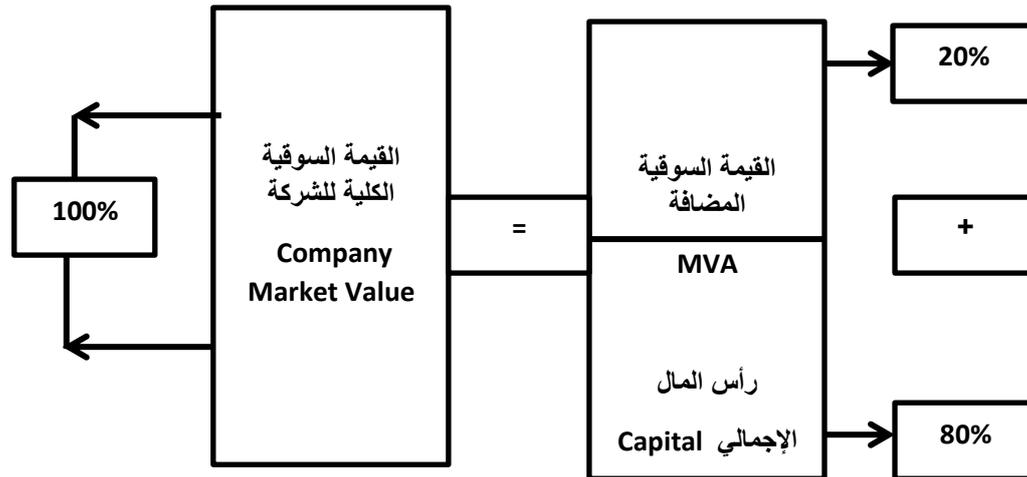
(ث) تمثل رأس المال المستثمر.

(ج) تمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

ويتفق الباحث مع دراسة (Fiordelisi, 2007) و (Resti and Sirani, 2008) عند حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من حيث احتساب رأس المال المستثمر عند بداية الفترة.

القيمة السوقية المضافة (MVA):

تتمثل هذه القيمة في الفرق بين القيمة الاقتصادية للشركة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة، من خلال الربط بين قيمة الشركة في البورصة والقيمة المحاسبية لها، حيث تحسب لمجموعة من السنوات، وهي تمثل السلسلة التاريخية لمجموع القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة. وهدف العملية الإدارية القائمة على أساس القيمة في الشركة (قيمة حملة الأسهم) هو التأكد من ثراء المساهمين بقدر الإمكان، لكن كيف يتم قياس ذلك؟ قدم Bennet Sewart وشركته مقياساً سمي بالقيمة السوقية المضافة (MVA) ويقول Stewart إن الزيادة ثروة الملاك تكون فقط بزيادة الفرق بين القيمة الكلية للشركة وبين إجمالي رأس المال الذي تعهد به المستثمرون لها، حيث نسمى ذلك الفرق بالقيمة السوقية المضافة (سميحة، ٢٠١٣)



شكل (٢) يوضح كيفية احتساب القيمة السوقية المضافة (MVA)

المصدر: (من عمل الباحث بافتراض أن رأس المال الإجمالي هو ٨٠٪ من القيمة السوقية الإجمالية للشركة) والقيمة الكلية للشركة هي مجموع القيم السوقية لكل من الديون وحقوق الملكية، أما القيمة الكلية لرأس المال فهي إجمالي الأصول المعدل من الميزانية العمومية، ويتم تسويته بناء على مبدأ القيمة الاقتصادية المضافة (Jakub, 2015)

وبينما القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تعتبر مقياساً سنوياً للأداء المالي، فإن القيمة السوقية المضافة (MVA) هي قيمة سوقية محققة. حيث أن القيمة السوقية المضافة هي مقياس تراكمي للقيمة التي حققتها الإدارة التي تفوق رأس المال الأصلي المستثمر، وبالتالي فإن هناك ارتباط قوي بين كل من التغير في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة. ويمكن احتساب القيمة السوقية المضافة بالمعادلة التالية (سلطان، ٢٠١٥)

$MVA = (\text{الأسهم العادية المتبقية} \times \text{سعر السهم السوقية}) + (\text{القيمة السوقية للأسهم الممتازة}) + (\text{القيمة السوقية للديون}) - (\text{القيمة الدفترية لرأس المال الإجمالي})$.

القيمة النقدية المضافة (CVA) (شعبان، ٢٠١٦)

وهي نموذج لصافي القيمة الحالية والذي يقسم احتساب صافي القيمة الحالية إلى فترات، وتصنف الاستثمارات طبقاً لهذا المدخل لاستثمارات إستراتيجية واستثمارات غير إستراتيجية، فالاستثمارات الإستراتيجية تلك التي تهدف في أساسها إلى خلق قيمة جديدة للمساهمين مثل التوسعات، أما الاستثمارات غير الإستراتيجية هي التي تحافظ على القيمة التي تخلقها الاستثمارات الإستراتيجية، والاستثمارات الإستراتيجية وهو مفهوم مشابه للقيمة الاقتصادية المضافة باستثناء أنه يتضمن البنود النقدية فقط، بالإضافة لذلك، فهو يحافظ على تكلفة رأس مال ثابتة خلال فترات الاستثمار، والقيمة النقدية المضافة (CVA) هي عبارة عن الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي (OCF) وبين الطلب على التدفق النقدي التشغيلي (OCFD). (Poornima, 2015)

ثالثاً: الدراسة التطبيقية

اختبار الفروض

- نتائج إختبار الفروقات الإحصائية للعينه الواحدة غير المستقلة T-test والذي يستخدم لإيجاد دلالة الفروق و قيمة معامل الارتباط R بيرسون لتشير الى مستوى الارتباط بين المتغيرات ، و قيمة معامل التحديد R2 تشير الى القوة التفسيرية للمتغيرات و معامل التحديد المعدل Adj-R2 يشير الى القوة التفسيرية للتباين بين المتغيرات وهو المعامل الأكثر دقة في تحديد القوة التاثيرية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع ، وقيمة معامل التباين F والتي تعبر عن مدى تحسن النموذج، والأمر المهم أننا نستطيع معرفة مدى دقة significance لقيمة F test كما كنا نعرف تأثير أي متغير عن طريق sig، فإذا كان F test Significance أقل من أو يساوي ٥٪ فإن هذا يعني أن النموذج مقبول إحصائياً وأما إذا زاد عند ذلك فإن النموذج يكون غير مقبول.

- حيث تم صياغة معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$e + (MVA * \beta 2) + EVA * \beta 1 a + = \text{التغير في اسعار الاسهم}$$

ويوضح جدول رقم (٣) الاحصاء الوصفي لقيم متغيرات الدراسة.

الجدول رقم (٣)

الإحصاء الوصفي لقيم متغيرات الدراسة

	القيمة الاقتصادية المضافة EVA	القيمة السوقية المضافة MVA	التغير في سعر سهم الشركة Y
Mean المتوسط الحسابي	1508729804	1847643628	0.1565799
Median الوسيط	594333309	594333309	0.1298858
Maximum أعلى قيمة	8451147263	1285205737	1.8581788
Minimum أقل قيمة	-426897366	-622378921	-0.5022589
Std. Dev الانحراف المعياري	5159127	85925512	0.3580274
Skewness التفرطح	3.939832	3904.414	1.5238986
Kurtosis الالتواء	21.23041	3900.574	2.2887737
Jarque- Bera جارك بيرا	26.843	19.0205	40.4656
Probability المعنوية	0.2569	0.3698	0.18669
Observations العينة	180	180	180

ويشير الجدول رقم (٤) إلى الإحصاء لقيم البيانات التي اعتمد عليها البحث في حساب القيمة السوقية المضافة.

الجدول رقم (٤)

الإحصاء الوصفي للقيم التي اعتمد عليها البحث في حساب القيمة السوقية المضافة

	اجمالي حقوق الملكية BE	القيمة السوقية لحقوق الملكية MVE
Mean المتوسط الحسابي	3150769592	5014756401
Median الوسيط	913221378	1746800000
Maximum أعلى قيمة	34669999000	47522049737
Minimum أقل قيمة	120636694	123599384
Std. Dev الانحراف المعياري	55009578	12580510
Skewness التفرطح	3068.64	2984.362
Kurtosis الالتواء	4453.21	3055.87
Jarque- Bera جارك بيرا	34.896	23.3572
Probability المعنوية	0.1255	0.25366
Observations العينة	180	180

بينما يشير الجدول رقم (٥) إلى الإحصاء الوصفي للبيانات التي اعتمدت عليها الدراسة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

الجدول رقم (٥)

الإحصاء الوصفي للبيانات التي اعتمد عليها البحث في حساب القيمة الاقتصادية المضافة

	العائد علي رأس المال المستثمر ROIC	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT	رأس المال المستثمر IC
Mean المتوسط الحسابي	0.246741	382469689	1683832478
Median الوسيط	0.049	38513689	550700458
Maximum أعلى قيمة	3.3689	5648945789	3.618266689
Minimum أقل قيمة	-0.8285	-256687945	105000000
Std. Dev الانحراف المعياري	0.580274	8942.0512	2457.5569
Skewness التفرطح	3.180666	3.669257	2.266532
Kurtosis الالتواء	14.51061	6.55821	7.529569
Jarque- Bera جارك بيرا	26.6699	18.5599	18.9988

المعنوية Probability	0.11255	0.25994	0.45889
العينة Observations	180	180	180

يشير الجدول رقم (٦) لقيم الوصفية للبيانات التي تم الاعتماد عليها لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال WACC

الجدول (٦)

القيم الوصفية لبيانات التكلفة المرجحة لرأس المال WACC

	معدل كلفة الأسهم للشركات Ke	الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل W Equity	معدل كلفة الديون في الشركات Kd	الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل W Debt	التكلفة المرجحة لرأس المال WACC
Mean الحسابي المتوسط	-1.5206	0.4085	0.1525	0.2536	-0.6965
Median الوسيط	-2.0363	0.3448	0.1098	0.2524	-0.1874
Maximum أعلى قيمة	0.1512	1.16978	3.1321	1.2876	1.0636
Minimum أقل قيمة	-4.0924	-0.4896	0.1058	-0.0178	-8.9569
Std. Dev الانحراف المعياري	1.6958	0.2869	0.2878	0.2369	1.1278
Skewness التفرطح	-0.3456	1.3896	8.8547	1.1778	-3.1468
Kurtosis الالتواء	1.4578	6.8968	5.2674	5.2058	3.599
Jarque- Bera جارك بيرا	21.2860	56.6925	12.6625	27.0891	17.6900
Probability المعنوية	0.2660	0.1290	0.5400	0.1867	0.4220
Observations العينة	180	180	180	180	180

ولإجراء اختبار الانحدار المتعدد لقياس أثر كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة علي التغير في أسعار الأسهم، فإنه لابد إجراء اختبار الانحدار وأن البيانات مستقرة في الفرق الأول وذلك بالاعتماد علي اختبارات الاستقرار (Phillips – Perron , Dickey, Fuller) حيث تستخدم للكشف عن استقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبارات جذر الوحدة وذلك لأهمية تحديد مدي وجود فجوة زمنية في اختبارات جذر الوحدة، حيث يقوم اختبار جذر الوحدة (Unit Root test) علي تحديد الخصائص غير الساكنة للبيانات الأصلية أو في الفرق الأول لكلا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والتغير في أسعار الأسهم، وبعد التأكد من أن البيانات مستقرة في الفرق الأول فإنه سوف يتم إجراء اختبار الانحدار

حيث يشير الجدول رقم (٧) إلى نتائج جذر الوحدة (الاستقرارية) باستخدام نموذج ADF&PP لبيانات القيمة الاقتصادية المضافة.

الجدول رقم (٧)

اختبار جذر الوحدة لـ ADF & PP للقيمة الاقتصادية المضافة EVA

Null Hypothesis: D (EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 2 (Automatic – based on SIC, maxlag =13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey – Fuller test statistic			-10.54329	0.0000
Test critical values	1% level		-2.578555	
	5% level		-1.942699	
	10%level		-1.615467	
*Mackinnon (1996) one- sided p- values				

Null Hypothesis: D (EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 60 (Newey- West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips- Perron test statistic			-46.99442	0.0001
Test critical values	1% level		-2.578243	
	5% level		-1.942655	
	10%level		-1.615495	
*Mackinnon (1996) one- sided p- values				

حيث يتضح من الجدول رقم (٧) أن قيم بيانات القيمة الاقتصادية المضافة EVA مستقرة في الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ٥٪ وأن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة وذلك وفقاً لاختبار ADF&PP ، وبالتالي فإن بيانات السلسلة الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة لا يوجد بها مشكلة جذر وحدوة.

ويشير الجدول رقم (٨) إلى نتائج اختبار جذر الوحدة (الاستقرارية) لبيانات القيمة السوقية المضافة باستخدام نموذج ADF & PP للاستقرارية.

الجدول رقم (٨)

Null Hypothesis: D (EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag =13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey – Fuller test statistic			-16.90014	0.0000
Test critical values	1% level		-2.578018	
	5% level		-1.942624	
	10%level		-1.615515	
*Mackinnon (1996) one- sided p- values				

Null Hypothesis: D (EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 16 (Newey- West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips- Perron test statistic			-22.12968	0.0000
Test critical values	1% level		-2.578018	
	5% level		-1.942624	
	10%level		-1.615515	
*Mackinnon (1996) one- sided p- values				

حيث يتضح من الجدول رقم (٨) أن قيم بيانات القيمة السوقية المضافة EVA مستقرة في الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ٥٪ وأن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة وذلك وفقاً لاختبار ADF&PP ، وبالتالي ، فإن بيانات السلسلة الزمنية للقيمة السوقية المضافة لا يوجد بها مشكلة جذر وحدة.

ويشير الجدول رقم (٩) إلى نتائج اختبار جذر الوحدة (الاستقرارية) باستخدام نموذج ADF&PP لبيانات التغير في أسعار الأسهم.

الجدول رقم (٩)

اختبار جذر الوحدة لـ PP& ADF للتغير في أسعار الأسهم Y

Null Hypothesis: D (EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 5 (Automatic – based on SIC, maxlag =13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey – Fuller test statistic			-10.46171	0.0000
Test critical values	1% level		-2.578397	
	5% level		-1.942677	
	10%level		-1.615481	
*Mackinnon (1996) one- sided p- values				

Null Hypothesis: D (EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 17 (Newey- West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips- Perron test statistic			-47.18903	0.0001
Test critical values	1% level		-2.578018	
	5% level		-1.942624	
	10%level		-1.615515	
*Mackinnon (1996) one- sided p- values				

حيث يتضح من الجدول رقم (٩) أن البيانات التي تعبر عن التغير في أسعار الأسهم مستقرة في الفرق الأول عند مستوى معنوية أقل من ٥٪ وأن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة وذلك وفقاً لاختبار PP&ADF وبالتالي فإن بيانات السلسلة الزمنية للتغير في أسعار الأسهم لا يوجد بها مشكلة جذر وحدة ، ويوضح الجدول رقم (١٠) نتائج اختبار الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال اختبار Multicollinearity والذي من خلال يمكن التأكد من أنه لا يوجد مشكلة تعدد خطي بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

الفافول رقم (١٠)

فنافف اففبار الافرفاف الففطف للفففراف المسففلة (EVA & MVA)

Variance inflation Factors			
Date: 05/25/19 Time: 18:42			
Sample: 1 180			
Included observations: 179			
	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
C	0.003856	1.197571	NA
EVA	0.008998	5.272503	4.459879
MVA	0.004789	5.206822	4.402697

ففث فوفف الفافول رقم (١٠) أفه لا فوفف مسففلة ففف ففف ففف الففف الففف المسففلة، فففرف فففة افصاففة الف (Centered VIF) لكلا من الفففة الاففصاففة المضاففة والفففة السوففة المضاففة أفل من فففة (١٠)، ففث فم الفافف أفه لا فوفف فرفة افرفاف الففطف مرففف ففف ففف افففب اسفبفاف اففف المفففران ووففا لمنهففة الففث وبعف الفافف من أف الفففاناف فففف للففرفع الففففف وأف الفففاناف مسففرة فف فرق الأفول ووفقا لاففباراف (ADF&PP) وأفه لا فوفف مسففلة ففف ففف (Multicollinearity) فففه ففف افراء مصفوفة الافرفاف والانفارف الففطف

ففث فففرف الفافول رقم (١١) إلف فنافف مصفوفة الافرفاف الففطف.

الفافول رقم (١١) مصفوفة افرفاف مفل بفرسون

Covariance Analysis: Ordinary			
Date: 05/25/19 Time: 19:50			
Sample: 1 180			
Included observations: 179			
	MVA	EVA	Y
	الفففة السوففة المضاففة	الفففة الاففصاففة المضاففة	فففر فف أسعار الأسهم
MVA	1.000000		

EVA	0.049726	1.000000	
	0.1256	-----	
Y	0.358941	0.303745	1.000000
	0.0266	0.0395	-----

حيث تظهر نتائج مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (١١) إلى وجود ارتباط إيجابي بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير في أعار الاسهم قدرها ٣٧,٣٠٪ عند مستوى معنوية اقل من ٥٪، ويستدل من ذلك أن ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة يعبر تحسن مستوى ادارة الشركات والذي بدوره يعمل على زيادة قيمة الشركة، بجانب إن استخدام معلومات القيمة الاقتصادية المضافة اعطى مؤشرا جيدا لحجم واهمية الشركات المكونة لمؤشر EGX30 مما ساهم في زيادة معدل التغير في اسعار الاسهم بشكل ايجابي، فارتفاع EVA شجع المستثمرين على شراء الأسهم مما ساهم في زيادة مستوى التغير في اسعار الاسهم، وبذلك فان القيمة الاقتصادية المضافة ساهمت في زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي ارتفاع اسعار الاسهم.

وقد أظهرت نتائج مصفوفة الارتباط ان هناك علاقة ارتباط ايجابية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية المضافة قدرها ٣٥,٨٩ % عند مستوى معنوية اقل من ٥٪، حيث أن ارتفاع القيمة السوقية المضافة والتي تعبر عن ارتفاع القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية مما ساعد على ارتفاع اسعار الأسهم، حيث زيادة الفارق بين قيمة الشركة في السوق وقيمتها الدفترية هو ناتج عن زيادة الرغبة لدى المستثمرين في التوسع بشراء الأسهم، فالعلاقة الموجبة بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم تشير الى الزيادة المحتملة في قيمة الشركة مستقبلا مما يساهم في تعظيم حقوق حملة الأسهم، فمن خلال تعظيم الفرق بين النقد الذي يدفعه المستثمرون من أموال لشراء الأسهم منذ بدء أعمال الشركة وبين القيمة السوقية الحالية للشركة يؤدي ذلك الى جذب المزيد من الاستثمارات غير المباشرة وتحفيز المستثمرين على شراء المزيد من اسهم الشركة مما يزيد الطلب على الاسهم ويرتفع مستوى التغير في اسعار الاسهم.

وبالتالي يمكن صياغة نموذج انحدار على شكل معادلة تنبؤ يمكن استخدامها في توقع التغير في اسعار الاسهم.

الجدول رقم (١٢)

نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين المتغيرات

Covariance Analysis: Y				
Method: Least Squares				
Date: 05/25/19 Time: 19:50				
Sample: 1 180				
Included observations: 179				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0138258	0.029254	4.727107	0.0000
EVA	0.298595	0.048799	2.502964	0.0356
MVA	0.325669	0.062548	2.294940	0.0234
R- squared	0.233286	0.062548	2.294940	0.0234
Adjusted R- squared	0.233286	Mean dependent var		00.156576
S.E of regression	0.007647	S.D dependent var		0.358018
Sum squared resid	11.51240	Schwarz criterion		0.851497
Log likelihood	20.42792	Hannan- Quinn criter		0.819739

F- statistic	11.84951	Durbin – Watson stat	1.899139
Prob (F- statistic)	0.018188		

ويوضح الجدول رقم (١٢) نتائج نموذج الانحدار والتي تشير إلى أن هناك مستوى معنوية للنموذج وهو مقبول احصائيا ، حيث ظهرت معنوية النموذج ٠,٠١٨١٨٨ وهو أقل من ٥٪ وبالتالي يمكن قبول النتائج، بجانب أن اختبار دراين واطسون أظهر قيمة احصائية ١,٨٩٩٣١٩ وهي في حدود مستوي ٢,٠٠ وبالتالي لا يوجد مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة ، ويبين النموذج أن هناك علاقة ايجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير في أسعار الاسهم عند درجة معامل ميل الانحدار (بيتا) قدرها ٠,٢٩٨٥٩٥ ، حيث أن ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع مستوى التغير في أسعار الأسهم بمقدار ٠,٢٩٨٥٩٥

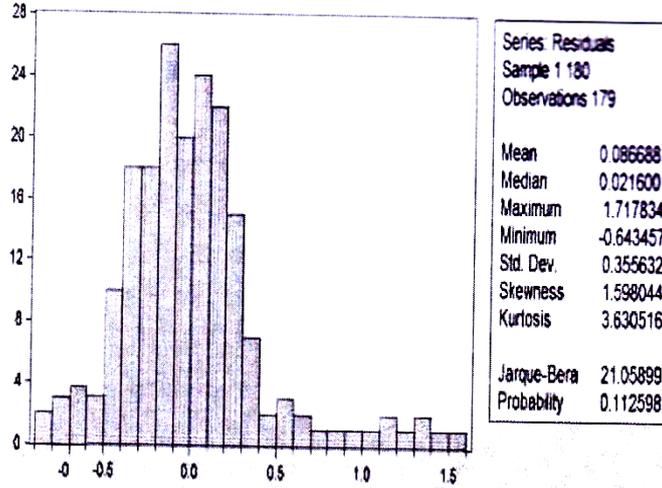
وهذا يوضح ان اداة القيمة الاقتصادية المضافة يمكن الاعتماد عليه في تفسير التغير في في اسعار الاسهم وهو مايساعد المستثمرين على عملية اتخاذ القرار، حيث أظهرت النتائج أن هناك مستوى للفروقات الإحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم قدرها ٤ ٥٠٢٩٩.٢ عند مستوى معنوية ٠.٠٣٥٦ وهو مقبول احصائيا لتأكيد العلاقة الايجابية بين المتغير المستقل والمتغير التابع عند مستوى اقل من ٥٪.

وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة ايجابية عند مستوى معنوية اقل من ٥٪ بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار الأسهم، حيث أن نتائج نموذج الانحدار تشير الى قيمة معامل ميل (بيتا) بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم قدرها ٠.٣٢٥٦٦٩. توضح ان كل ارتفاع في القيمة السوقية المضافة بوحدة واحدة يقابله ارتفاع في مستوى التغير في اسعار الاسم بمقدار ٠,٣٢٥٦٦٩ عند مستوى فروقات احصائية قدرها ٢,٢٩٤٩٤٠ ومستوى معنوية ٠.٠٢٣٤ مقبول احصائيا طالما اقل من ٥٪. وتشير نتائج النموذج الى قيمة معامل التحديد R2 والتي توضح القوة التاثيرية للمتغيرات المستقلة التي اعتمد عليه البحث (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على المتغير التابع، حيث أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة ٣٢,٣ % من التغير في اسعار الأسهم المكونة لمؤشر EGX30، ايضا يشير معامل التحديد المعدل Adj-R2 أن القوة التفسيرية للتباين بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مقدارها ٢٢,٢ % وهو المؤشر الأكثر دقة لقياس كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير التغير الحاصل في اسعار الاسهم، وذلك عند مستوى تباين قدره ١١.٨٤٩٥١، وبالتالي فإنه يمكن صياغة معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$\text{التغير في اسعار الاسهم} = ٠.١٣٨٢٨٥ + (٠,٢٩٨٥٩٥ * \text{القيمة الاقتصادية المضافة}) + (٠,٣٢٥٦٦٩ * \text{القيمة السوقية المضافة}) + ٠,٠٠٧٦٤٧$$

وبالتالي فان ووفقا لنتائج معادلة الانحدار فان القيمة السوقية المضافة هي الأكثر قوة في تفسير التغير في اسعار الاسهم ليلبيها القيمة الاقتصادية المضافة، حيث انه التاكد من صحة بيانات نموذج الانحدار المتعدد فإنه قد تم اجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بأسلوب جارك بيررا كما هو موضح بالشكل رقم (٣).

الشكل رقم (٣) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



حيث يتضح من الشكل السابق أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك من خلال قيمة احصائية جارك بيرا والتي تشير إلى مستوى معنوية للتوزيع الطبيعي للبواقي اكبر من ٥٪ عند مستوى احصائية جارك بيرا قدرها ٢١,٠٥٨٩٩ ومستوى معنوية قدرها ٠,١١٢٥، وهو اكبر من ٥٪ وبالتالي فإن قيم نموذج الانحدار مقبولة احصائياً ويمكن الأخذ بنتائج العلاقة وبمعادلة الانحدار، حيث تمثل الفرق بين القيمة التي تم حسابها من خلال نموذج الانحدار والقيمة الحقيقية وهي منخفضة ويظهر ذلك من خلال قيمة الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار، وبالتالي فإن وجود هذا الفرق أو الخطأ هو اعتيادي في تحليل الانحدار ويتبع التوزيع الطبيعي وفقاً لاختبار توزيع البواقي.

والتعرف على اتجاه العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فإنه تم اجراء اختبار السينية (جرانجر - كوز التي) حيث يشير الجدول رقم (١٣) الى نتائج الاختبار والتي يوضح أن هناك علاقة سببية بين المتغيرات.

الجدول رقم (١٣) اختبار بيان اتجاه السببية بين المتغيرات

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/25/19 Time: 20:27			
Sample: 1 180			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob
Y does not Granger Cause MVA	178	5.45807	0.0003
MVA does not Granger Cause Y		4.07749	0.0055
Y does not Granger Cause EVA	175	0.95044	0.1531
EVA does not Granger Cause Y		3.23284	0.0095

حيث يتضح من نتائج اختبار السببية أن المتغيرات المستقلة ممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم، حيث يشير الجدول رقم (١٤-٥) الى ان هناك علاقة سببية

من اتجاهين بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم، بجانب أن هناك علاقة سببية من اتجاه واحد من القيمة الاقتصادية المضافة الى التغير في اسعار الاسهم، وتؤكد نتيجة اختبار السببية الى أن القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة يؤثران على التغير في اسعار الاسهم وفقا لنتائج نموذج الانحدار واختبار السببية

رابعاً: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

1. تعبر القيمة الاقتصادية المضافة عن مدي نجاح المنشأة في إمداد المجتمع كجزء من الثروة كما تعبر عن مدي إيجابية المنشآت ونجاحها في زيادة رفاهية المجتمع الذي وجدت من أجله فنجاح المنشأة يعني مزيداً من الإمداد والثروة لأفراد المجتمع من عمالة وحكومة ومالكين وحمله الأسهم.
2. تسعى الشركات والمنشآت إلي تحقيق ميزة تنافسية تسمح لها بالاستمرار في بيئة التصنيع الحديثة، واصبح توجهها الأساسي نحو إرضاء العميل، وعليه تحتاج باستمرار إلي معلومات محاسبية ملائمة، كما تحتاج إلي أسلوب لتقويم الأداء يتسم بالمرونة والشمول.
3. لم تعد الأساليب التقليدية لقياس وتقويم الأداء تتسق مع بيئة التصنيع الحديثة، ولم يعد يعتمد قط علي المقاييس المالية في تقويم الأداء بل أصبح الاعتماد عليها بالإضافة إلي نتائج المقاييس غير المالية أيضاً.
4. توصلت نتائج البحث إلي أن أداة القيمة الاقتصادية المضافة تساعد المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري والتعرف علي قوة الشركة ومدي تحسن أدائها المالي والاقتصادي، حيث اعتماد المستثمرين علي القيمة الاقتصادية المضافة كأداة من أدوات اتخاذ القرار هو نتائج عن قدرة الأداة في تفسير التغير في سعر السهم وهو يعود لارتفاع القدرة التفسيرية للأداة.
5. أن التغير في القيمة السوقية المضافة يمكن أن يفسر التغير الحاصل في أسعار الأسهم حيث يساعد استخدام مؤشر القيمة السوقية المضافة في التنبؤ بأسعار الأسهم فكلما ارتفعت القيمة السوقية المضافة كلما استدل من ذلك علي أن هناك رغبة من المستثمرين في التوسع في شراء اسهم للشركة وبالتالي تزداد قيمة الأسهم نتيجة لزيادة الطلب.

ثانياً: التوصيات

1. الاهتمام بقياس كفاءة الأصول غير الملموسة ومدي مساهمة كل مكون من مكوناتها في توليد قيمة اقتصادية مضافة للمنشأة.
2. في ظل عدم ملاءمة الأساليب التقليدية لتقويم الأداء لمتغيرات بيئة التصنيع الحديثة، يوصي الباحث الشركات بالاعتماد علي أساليب تقويم الأداء التي تعتمد علي وتوازن بين المقاييس المالية وغير المالية ومنها أسلوب بطاقة الأداء المتوازن.
3. الاستفادة من درجة أثر القيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بأسعار الأسهم وذلك من خلال الاعتماد علي بيانات معادلة الانحدار التي توصلت إليها البحث والتي اظهرت علاقة ايجابية توضح وجود قوة تفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بالتغير في أسعار الأسهم، حيث توصي البحث أن يستفيد المستثمرين بالعلاقة الإيجابية بين القيمة الاقتصادية في توقع أسعار الأسهم في السوق مما يحقق عائد ايجابي للمستثمر.
4. من خلال ما تم التوصل إليه من نتائج فإن البحث أوصي المستثمرين بالأخذ بنتائج الأثر الناتج من القيمة السوقية المضافة في التنبؤ بالتغير في أسعار الأسهم والاستفادة من نتائج معادلة الانحدار في تحقيق عائد من الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث أوصي البحث أن يعمل المستثمرين علي الاعتماد علي أداة القيمة السوقية المضافة في قرار الشراء للأسهم حيث يحقق ذلك مكاسب للمستثمر عن طريق التنبؤ بمقدار التغير في أسعار الأسهم.
5. ضرورة أن تعمل شركات الأوراق المالية والاستشارات المالية علي تطوير تقاريرها لتتضمن بيان بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة الاستفادة بنتائج العلاقة بين التغير في أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية لتحقيق أفضل معدلات الربحية

المراجع

١. شعبان محمد عقيل لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، ٢٠١٦.
٢. عماد يوسف الشيخ، دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم، المجلة العربية للعلوم الإدارية بالكويت، المجلد ١٩، العدد ٢، ٢٠١٢.
٣. مصطفى، محمود مصطفى محمود، (٢٠٢٠)، "تقييم أثر المؤشرات المالية والمحاسبية والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار أسهم البنوك"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ١-٦٥.
٤. محمد، محمود سيد سليم، (٢٠١٩)، "تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ١
٥. المصراتي، عبدالحكيم محمد محمد، (٢٠١٨)، "تحليل أثر تطبيق مبادئ الحوكمة والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة بالتطبيق على القطاع المصرفي"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ص ٨٧٩ - ٩٠٢.
٦. محمد علوان فؤاد، التكامل بين أسلوب تكلفة النشاط والقيمة الاقتصادية المضافة لتحسين جودة المعلومات المحاسبية بغرض تقييم الأداء، أطروحة ماجستير، جامعة الزقازيق، كلية التجارة قسم المحاسبة، ٢٠١٥.
٧. آلاء ميزان حسين، مدخل مقترح للتكامل بين مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة وأسلوب التكلفة المستهدفة بغرض تطوير التخطيط الاستراتيجي لمنظمات الأعمال، دراسة تطبيقية على المنشآت الصناعية، أطروحة ماجستير، جامعة المنصورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة، ٢٠١٦.
٨. منى محمد عوض، أثر التكامل بين محاسبة الأنشطة على أساس الوقت والقيمة الاقتصادية المضافة إلى قرار تسعير تداول الحاويات، أطروحة ماجستير جامعة الاسكندرية، كلية التجارة، قسم المحاسبة، ٢٠١٦.
٩. أشرف السعيد أحمد، أثر استخدام نظام التكلفة على أساس النشاط وبطاقة الأداء المتوازن على القيمة الاقتصادية المضافة، أطروحة دكتوراه، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، قسم المحاسبة، ٢٠١٧.
١٠. جلال إبراهيم العبد، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم السوقي: بالتطبيق على الشركات الصناعية السعودية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مصر، العدد الثالث، ٢٠١٥.
١١. نجوى محمود أبو جبل، أثر استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة لتطوير دور المراجعة البيئية الداخلية في الالتزام باتفاقيات الحد من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري دراسة تحليلية وتجريبية، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، مصر، العدد ٢، ٢٠١٥.
١٢. قيس راشد صالح، تحليل العلاقة بين بطاقة الأداء المتوازن والقيمة المضافة لقياس كفاءة رأس المال الفكري بهدف تحقيق التميز في صناعة الخدمات المالية: دراسة ميدانية بالتطبيق على القطاع المصرفي، المجلة العلمية لدراسات التجارية والبيئية، مصر، المجلد ٨، العدد ٣، ٢٠١٧.
١٣. علاء على أحمد حسين، قياس العلاقة بين التطبيق الإلزامي لقواعد حوكمة البنوك ومستويات مخاطر الائتمان المصرفي وإنعكاساتها على القيمة الاقتصادية المضافة للبنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري: دراسة، تطبيقية، الفكري المحاسبي، مصر، المجلد ٢٠، العدد ٤، ٢٠١٦.
١٤. محمود عبد الحليم الخليلية، العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء السوقية (عوائد الأسهم)، دراسات العلوم الإدارية، المجلد (٥)، العدد (١)، ٢٠٠١.

١٥. محمد على محمد على، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية، مدخل لتعظيم القيمة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٢٢.
١٦. أشرف الشراوي، دراسة تحليلية بين أسعار الأسهم والقيمة المحسوبة وفقا لنموذج خصم الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد الخامس والستون، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٣-١٨.
١٧. منال جبار سرور، وصبيحة صالح عمر، " استعمال تكاليف الجودة في تقويم الأداء الإستراتيجي " مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، كلية الرافدين الجامعة للعلوم، ٢٠١٣، ص ١٠٩.
١٨. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، ورمضان فهيم غربية " التخطيط الإستراتيجي بقياس الأداء المتوازن " المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، ٢٠٠٦، ص ١٣٠.
١٩. عادل عشى وعلى رحال، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، قياس وتقييم، دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل بسكرة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خضير، بسكرة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، ٢٠٠٢.
٢٠. رجب محمد عمران احمد البغدادي، " القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل مقترح لقياس رأس المال فكري ودوره في تعظيم قيمة المنشأة- دراسة تطبيقية " رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة السويس، ٢٠١٣.
٢١. محمد خلف الفايز، " استخدام مدخل التقييم الإستراتيجي لقياس الأداء: باستخدام بطاقة القياس المتوازن- دراسة تطبيقية في وزارة الداخلية الأردنية " رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط يناير ٢٠١١م.
٢٢. ماهر موسى درغام ود. مروان أبو فضه، " أثر تطبيق نموذج الأداء المتوازن في تعزيز الأداء المالي الإستراتيجي للمصارف الوطنية الفلسطينية العاملة في قطاع غزة، دراسة ميدانية "، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد السابع عشر، العدد الثاني، غزة، فلسطين، يونيو، ٢٠٠٩، ص ٧٤٦-٧٤٨.
٢٣. محمد مطر، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة (MVA) مجلة آفاق اقتصادية، ٢٧، ١٠٦، ٢٠٠٦، ص ١٥-٤٥.
٢٤. أحمد فتحي عبد الله عبد الرازق، تقييم الأداء القطاعي باستخدام القياس المحاسبي للقيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتحسين درجة توافق الأهداف، مع دراسة إمكانية التطبيق في مصر، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠١٣، ص ١٠٢-١٠٤.
٢٥. سميحة بو حفص، دور نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل، فرع جنرال كابل، بسكرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير قسم علوم التسيير، جامعة محمد خضير، الجزائر، ٢٠١٣.
26. Abas, Mohsem, Saeid, false claims about economic value added, <http://ssrn.com>, 2010.
27. Ismail, I. "Economic Value Added (EVA) versus traditional Tools in Predicting Corporate Performance in Malaysia, African Journal of Business Management, Vol. (7), No. (18), 2013.
28. Fraker, Gregory T., Using Economic value Aded (EVA) to Mesure and Improve Bank Performance, RMA- Arizona Chapter, 2006.

29. Barbullushi, E. Implications and Application of Economics Value Added in Banking sector, in Albania. International Journal of Economics, Commerce and Management III(2), 2015.
30. Joibary, R., & Heydary M. The survey of Relationship Between Economic Value added (EVA) and Market Value Added (MVA) and Profitblity ratios in Tehran Stock Exchange VISI J Akademik, 9, 2015.
31. Thilakerathne, P. Economics value added (EVA) Disclosure PRctices of sri Lankan Listed companies, Journal of Finance and Finance Research, 4 (3) 2015.
32. Wang, Y., Jiang, X., Liu, Z., & wang, W. Effect of Earnings Management on Economic value added: A China Study. Accounting and Fiance research, 4 (3), 2015.
33. Melikaoui, Mouloud, (2018), "The Impact Economic Value Added and The Market Value Added on Earning Per share: Case Study of the Industrial Companies Listed in Kuwait Stock Exchange During the Period 2012 – 2016", ElBahith Review, Issn 18(1), p. 599-611.
34. Cherif Guermat and Ismail U. Misirlioglu, (2018), "The Long - Term Effect Economic Value Added Adoption on the Firm's Business Decision, The Current Issue and Full Text Tar chive of This Journal Is available on Emerald in sight at: www.emeraldinsight.com/1030-96.htm.
35. Al-Awawdeh, Hanan Ali & Al-Sakini, Sa'ad Abdul Kareem, (2018), "The Impact of Economic Value Added, Market Value Added and Traditional Accounting Measureson Shareholders Value: Evidence From Jordanian Commerical Banks, International Journal of Economic and Finance, Vol.10, No.10, Isn 1916-971X EISSn 1916-9728.
36. Mosaed, Alosaimi Hjar, (2019), "The Importance of Economic Value Added (EVA) and Studies Related to it in Kuwait", Journal of Financial and Business Research, Port Said University, Faculty of Commerce, (1), p. 259 – 272.
37. Amer Alshishany, Ahmed Al-Omush and Cherif Guermat, (2020), "The Impact of Economic Value Added (EVA) Adoption on Stock Performance, Accounting Home Page: [www.grawingscience.com/ac/ac.html\(6\)](http://www.grawingscience.com/ac/ac.html(6)), p.687-704.
38. Gakpo, M., Agyei, C., Asante, V., (2021), "Analysis of Shareholder Value Using Economic Value Added and Conventional Accounting Measures: Evidence from Ghana", Global Journal of Finance and Management, 1(113), p.1-13.
39. Aslam, I., Khan, A., Hussain, I., & Ali, A. Comparision of Traditional and Modern Performance Istruments on Selected companies form Pakistan, International Review of Management and Marketing, 5 (4), 2015.
40. Hundal, S. Economic Value added (EVA), Agency Costs and frim performance: Theoretical Insights through the value Based Management (VBM) Frameowrk. Finnish Business Review on May 21, 2015.

41. Bhasin, Madan Lal, Economic Value added and Shareholders, (15 wealth creation: Evidence from a Developing Country, International Journal of Finance and Accounting, 2013.
42. Teker, D., S. Teker and M, Sonmez, Economic Value Added Performances of Publiely Owned Banks: Evidence from Turkey, 2011.
43. Khan, U.A, Aleemi, A.R., & Qureshi, M.A, Is Economic Value Added More Associated with Stock Price than Accounting Earnings? Evidence from Pakistan. City University Research Journal, 6 (2): 2016, p. 204-216
44. Fiordelist, F., Shareholder Value Efficiency in European Banking Journal of Banking and Finance, Vol, 31: 2007.
45. Resti, A and A Sironi, Risk Management and Shareholders Value in Banking John Wiley & Sons, Ltd, 2007.
46. Jakub, S., Viera, B., & EVA, K. Economic Value added as a Measurement Tool
47. Sekyere, G. O, Empirical Forecasting of Returns During the Great Recession Through Economic Value Added (Coctoral Dissertation). Walden University, London, 2016.
48. Shil, N., "Performance Measures: An Application of Economic Value Added", International Journal of business and Management , Vol. (4), No. (3), 2009.