

The Islamic University–Gaza
Research and Postgraduate Affairs
Faculty of Commerce
Master of Accounting & Finance



الجامعة الإسلامية - غزة
شئون البحث العلمي والدراسات العليا
كلية التجارة
ماجستير المحاسبة والتمويل

استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء
المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

Using the Economic Value Added Approach to Evaluate the Financial Performance of the Firms Listed in Palestine Exchange

إعدادُ الباحثِ

فضل عبد الكريم محمد برهوم

إشرافُ

الأستاذ الدكتور

حمدي شحدة زعرب

قُدِّمَ هَذَا البَحْثُ اسْتِكْمَالاً لِمَتَطَلِبَاتِ الحُصُولِ عَلَى دَرَجَةِ المَاجِسْتِيرِ
فِي بَرنامِجِ المَحاسِبَةِ وَالتَّموِيلِ بِكَلِيَةِ التِّجَارَةِ فِي الجامِعَةِ الإسلاميَّةِ بِغَزَّةِ

أغسطس/2016م - ذو القعدة/1437هـ

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

Using the Economic Value Added Approach to Evaluate the Financial Performance of the Firms Listed in Palestine Exchange

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وأن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل الآخرين لنيل درجة أو لقب علمي أو بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

Declaration

I understand the nature of plagiarism, and I am aware of the University's policy on this.

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted by others elsewhere for any other degree or qualification.

Student's name:	فضل عبد الكريم محمد برهوم	اسم الطالب:
Signature:		التوقيع:
Date:	10/08/2016	التاريخ:



نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ فضل عبد الكريم محمد برهوم لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:

استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

Using the Economic Value Added Approach to Evaluate the Financial Performance of the Firms Listed in Palestine Exchange

وبعد المناقشة العلنية التي تمت اليوم الأربعاء 07 ذو القعدة 1437هـ، الموافق 2016/08/10 الساعة

العاشرة صباحاً ، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

.....	مشرفاً و رئيساً	أ.د. حمدي شحده زعرب
.....	مناقشاً داخلياً	د. هشام كامل ماضي
.....	مناقشاً خارجياً	د. جهاد محمد شرف

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل.

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

نائب الرئيس لشئون البحث العلمي والدراسات العليا

أ.د. عبدالرؤوف علي المناعمة

ملخص الدراسة باللغة العربية

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى فعالية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمقياس حديث في تقييم الأداء المالي للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين، وكذلك فعاليته في خلق وتحسين قيمة الشركة ودوافع التحول في قياس أداء شركات الأعمال من المقاييس التقليدية إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة فقد استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي ثم أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) لتحليل فرضيات الدراسة التي شملت عدد (23) شركة تنطبق عليها معايير اختيار عينة الدراسة، واستخدم الباحث البرنامج الإحصائي القياسي (Eviews) لتطبيق كافة الأساليب الإحصائية والقياسية المكونة لأسلوب التحليل المقطعي، وكذلك تقدير النماذج القياسية بصيغتها النهائية.

وخلصت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط طردي قوي بين استخدام القيمة الاقتصادية المضافة وبين كلا من زيادة الحصة السوقية ونمو سعر السهم وكذلك العوائد المحاسبية، حيث بينت النتائج وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل على المتغيرات التابعة للدراسة.

وبناءً على هذه النتائج فقد أوصت الدراسة إلى ضرورة استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الفلسطينية في تقييم الفرص الاستثمارية وكذلك ربطه بأنظمة الحوافز مع ضرورة الإفصاح عن القيمة الاقتصادية المضافة في التقارير المالية السنوية للشركات الفلسطينية.

Abstract

This study aims at examining the efficiency of using the economic Value Added model as an index for evaluating the financial performance of the Palestinian companies listed on Palestine Stock Exchange. It also aims at identifying its efficiency in creating and improving the company value as well as identifying the reasons behind using the economic value added measure instead of the traditional methods of evaluation.

To achieve the objectives of the study, the researcher followed the descriptive analytic approach then the Panel Data Analysis to analyze the data and test the hypothesis of the study that covered 23 companies that meet the study sample selection criteria. The researcher used the standard statistics software (Eviews) to apply all standard statistical methods that form Panel Data Analysis and evaluate the standard finalized models.

The study concluded that there is a strong proportional relationship between using the economic value added and between both increasing the market share and the growth in the share price and accounting revenues. The findings showed a clear impact of the economic value added as an independent variable on the study's other dependent variables.

Based on the above findings, the study recommended the need to use economic value added index in Palestinian companies for the evaluation of investment opportunities. The study also recommended linking it to the incentives systems. It is also necessary to disclose the economic value added in the annual financial reports of the Palestinian companies.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَأَنْزَلَ اللَّهُ عَلَيْكَ الْكِتَابَ وَالْحِكْمَةَ وَعَلَّمَكَ
مَا لَمْ تَكُن تَعْلَمُ وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ
عَظِيمًا﴾

[النساء: 113]

الإهداء

إلى روح أمي تغمدها الله بواسع رحمته وأسكنها الفردوس الأعلى من الجنة.

إلى أبي الغالي أطل الله في عمره وختم له بكل خير.

إلى من سهرت على راحتي وشجعتني وساعدتني في انجاز هذا البحث، إلى زوجتي الحبيبة.

إلى ابني الحبيب عمر وإلى وردات حياتي بناتي الجميلات . تسنيم ومريم وتاله وشيماء.

إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء جميعاً.

إلى أصدقائي وزملائي.

أهدي هذا الجهد المتواضع، ، ،

الباحث

شكرٌ وتقديرٌ

﴿رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي ذُرِّيَّتِي إِنِّي تُبْتُ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ﴾

[الأحقاف:15]

الحمد والشكر لله تعالى العليم الخبير الذي وفقني وهداني لهذا العمل وما كنت لأهتدي لولا أن هداني ربي ووفقني إليه.

ثم إنني أتقدم بخالص الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور/ حمدي شحدة زعرب، الذي تفضل بالإشراف على هذه الدراسة، على ما بذله من جهد ومتابعة وصبر، فجزاه الله عني خير الجزاء. والشكر موصول كذلك إلى عضوي لجنة المناقشة، الدكتور/ هشام ماضي، والدكتور/ جهاد شرف، اللذان شرفاني بإثراء هذه الدراسة من خلال مناقشتهم وملاحظاتهم القيمة.

كما وأتقدم بالشكر والعرفان إلى زوجتي الغالية التي وقفت إلى جانبي ووفرت لي الظروف المناسبة لإتمام هذه الدراسة.

الباحث

فضل عبد الكريم برهوم

فهرس المحتويات

أ	إقــــرار
ب	نتيجة الحكم على الأطروحة
ت	ملخص الدراسة باللغة العربية
ث	Abstract
ح	الإهــــداء
خ	شكراً وتقديرٌ
د	فهرس المحتويات
ز	فهرس الجداول
س	فهرس الأشكال والرسومات التوضيحية
ش	فهرس الملاحق
1	الفصل الأول الإطار العام للدراسة
2	1.1 مقدمة
2	1.2 مشكلة الدراسة
3	1.3 أهداف الدراسة
4	1.4 فرضيات الدراسة
5	1.5 متغيرات الدراسة
6	1.6 أهمية الدراسة
6	1.7 منهجية الدراسة
6	1.8 مجتمع وعينة الدراسة والأساليب الإحصائية:
8	1.9 الدراسات السابقة:
17	1.10 التعقيب على الدراسات السابقة:
18	1.11 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:
19	الفصل الثاني تقييم الأداء ومقاييس الأداء المالي في الشركات
20	المبحث الأول تقييم الأداء
20	2.1.1 تمهيد:
20	2.1.2 مفهوم تقييم الأداء:
21	2.1.3 أهمية تقييم الأداء:
22	2.1.4 أهداف عملية تقييم الأداء:
22	2.1.5 أركان عملية تقييم الأداء:
23	2.1.6 خصائص عملية تقييم الأداء:
24	2.1.7 مفهوم الأداء المالي:

25.....	2.1.8 علاقة الأداء المالي بالقيمة:
25.....	2.1.9 الانتقادات الموجهة لمقاييس الأداء المالية التقليدية:
28.....	المبحث الثاني الاتجاهات الحديثة في قياس الأداء المالي
28.....	2.2.1 تمهيد:
28.....	2.2.2 أهمية القيمة بالنسبة للمساهمين:
30.....	2.2.3 علاقة الهيكل المالي بالقيمة والأداء:
30.....	2.2.4 الربح المتبقي RI:
32.....	2.2.5 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
32.....	2.2.6 القيمة السوقية المضافة (MVA):
34.....	2.2.7 القيمة النقدية المضافة (CVA):
35.....	2.2.8 بطاقة الأداء المتوازن (BSC) Balanced Scorecard:
39.....	المبحث الثالث القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
39.....	2.3.1 تمهيد:
39.....	2.3.2 نشأة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
40.....	2.3.3 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
41.....	2.3.4 أهمية القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
42.....	2.3.5 إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
43.....	2.3.6 طرق زيادة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
44.....	2.3.7 خصم القيمة الاقتصادية المضافة:
45.....	2.3.8 استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في اختيار الأسهم:
46.....	2.3.9 القيمة الاقتصادية المضافة وثقافة الشركة:
47.....	2.3.10 أفضلية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس المالية التقليدية:
48.....	2.3.11 علاقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بطاقة الأداء المتوازن (BSC):
48.....	2.3.12 احتساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA:
50.....	2.3.13 التسويات المطلوبة للوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة:
55.....	2.3.14 الانتقادات الموجهة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة:
57.....	2.3.15 الخلاصة:
58.....	الفصل الثالث المنهجية والإجراءات
59.....	3.1 مقدمة:
59.....	3.2 طرق جمع البيانات
59.....	3.3 متغيرات الدراسة:
60.....	3.4 مجتمع الدراسة:

60.....	3.5 عينة الدراسة:
62.....	3.6 قياس متغيرات الدراسة:
64.....	3.7 منهجية تحليل بيانات الدراسة :
65.....	3.8 منهجية الدراسة والنماذج المستخدمة:
69.....	3.9 البرامج الإحصائية المستخدمة في الدراسة:
70.....	الفصل الرابع الدراسة العملية واختبار الفرضيات
71.....	4.1 مقدمة:
71.....	4.2 اختبار فرضيات الدراسة:
83.....	الفصل الخامس النتائج والتوصيات
84.....	5.1 مقدمة:
84.....	5.2 النتائج:
85.....	5.3 التوصيات:
85.....	5.4 الدراسات المستقبلية المقترحة:
86.....	المصادر والمراجع
95.....	الملاحق

فهرس الجداول

- جدول (3.1): توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاع الاقتصادي 60
- جدول (3.2): أسماء الشركات التي شملتها عينة الدراسة 61
- جدول (4.1): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 71
- جدول (4.2): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 72
- جدول (4.3): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 72
- جدول (4.4): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 73
- جدول (4.5): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 74
- جدول (4.6): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 74
- جدول (4.7): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 75
- جدول (4.8): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 75
- جدول (4.9): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 77
- جدول (4.10): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 77
- جدول (4.11): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 78
- جدول (4.12): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 78
- جدول (4.13): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model 80
- جدول (4.14): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects 80
- جدول (4.15): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model 81
- جدول (4.16): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج 81

فهرس الأشكال والرسومات التوضيحية

- شكل (1.1): يوضح أنموذج الدراسة حسب المتغيرات المختلفة.....5
- شكل (2.1): يوضح كيفية احتساب القيمة السوقية المضافة (MVA)33
- شكل (2.2): يوضح آلية عمل بطاقة الأداء المتوازن38
- شكل (2.3): نظرة مقارنة بين مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA).....47
- شكل (2.4): مستويات القيمة الاقتصادية المضافة "EVA"54

فهرس الملاحق

- ملحق (1): القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات عينة الدراسة للفترة من 2012-2015 96
- ملحق (2): متوسط سعر السهم للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2012-2015 97
- ملحق (3): معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2015-2012 98
- ملحق (4): معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2015-2012 99
- ملحق (5): الحصة السوقية للشركات الفلسطينية عينة الدراسة بالنسبة للقطاع المنتمية إليه عن الفترة من 2012-2015 100
- ملحق (6) التغير في سعر السهم للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2012-2015 101

قائمة المصطلحات والاختصارات

الاختصار	المصطلح باللغة الانجليزية	المصطلح باللغة العربية
BSC	Balanced ScoreCard	بطاقة الأداء المتوازن
BE	Book Value for Equity	القيمة الدفترية لحقوق الملكية
CAPM	Capital Assets Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
CE	Capital Employed	رأس المال المستثمر
CVA	Cash Value Added	القيمة النقدية المضافة
DCF	Discounted Cash Flow	التدفقات النقدية المخصومة
EBIT	Earnings Before Interests and Tax	الأرباح قبل الفوائد والضرائب
EPS	Earnings Per Share	نصيب السهم من الأرباح
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
IC	Invested Capital	رأس المال المستثمر
FGV	Future Growth of Value	النمو المستقبلي للقيمة
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً
OCF	Operational Cash Flow	التدفق النقدي التشغيلي
OCFD	Operational Cash Flow Demand	الطلب على التدفق النقدي التشغيلي
PVEVA	Present Value for Economic Value Added	القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة
NOPAT	Net Operating Profit After Tax	صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة
NPV	Net Present Value	صافي القيمة الحالية

الاختصار	المصطلح باللغة الانجليزية	المصطلح باللغة العربية
MVA	Market Value added	القيمة السوقية المضافة
MVE	Market Value for Equity	القيمة السوقية لحقوق الملكية
RI	Residual Income	الربح الاقتصادي
ROA	Return On Assets	العائد على الأصول
ROE	Return On Equity	العائد على حقوق الملكية
ROI	Return On Investments	العائد على الاستثمار
ROIC	Return On Invested Capital	العائد على رأس المال المستثمر
ROS	Return On Sales	العائد على المبيعات
VBM	Value Based Management	الإدارة على أساس القيمة
VR	Value Ratio	نسبة القيمة
WACC	Weighted Average Cost of Capital	التكلفة المرجحة رأس المال

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

الفصل الأول الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة

شهد العالم ولا يزال يشهد تحولات وتطورات كبيرة على جميع المجالات خاصةً الجانب الاقتصادي منها، ومن أهمها تناقص أهمية عوامل الإنتاج المادية مقابل تزايد أهمية العوامل غير المادية، والتي تتمثل في التدريب والتطوير والمعرفة والتكنولوجيا وغيرها من العوامل، والتي تلعب أيضاً دوراً هاماً في تعزيز الميزة التنافسية للشركات. ولم يكن لهذه التحولات تأثيراً على أعمال الشركات فقط، بل امتدّ التأثير ليشمل تحديد عناصر الملكية والميزانية العمومية.

وفي ظل تلك التحولات والتطورات أصبحت نظم قياس الأداء المحاسبي المالي والتي تعتمد في أساسها على الربحية قاصرة عن القياس السليم للمنشأة، حيث شجع هذا القصور على ظهور العديد من المقاييس الحديثة لقياس الأداء المالي للشركات، والتي تعتمد في أساسها على خلق القيمة للمنشأة وحملتها أسهمها وليس على الربح المحاسبي الذي تعرض في الآونة الأخيرة إلى العديد من الانتقادات وأثير حوله الكثير من الجدل. ويعود ذلك إلى تأثير مصالح المستثمرين وتضاربها أيضاً مع مصالح الإدارة، ليس فقط بربحية الشركة وإنما أيضاً 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 متنامياً في كل من أمريكا والدول الأوروبية كمقياس فعال للأداء الداخلي والخارجي للإدارة (حال، 2014م، ص 11).

1.2 مشكلة الدراسة

في ضوء مقدمة الدراسة يتضح أن ارتكاز الفكر المحاسبي إلى اعتبار الربح في شكله التقليدي هو أهم المعايير لقياس وتقييم الأداء المالي، وكذلك حصر هدف التقارير المالية في تلبية احتياجات المستثمرين من المعلومات وتركيز جهود الشركة نحو تعظيم الربحية في الأجل القصير. كما أن مقاييس الأداء التقليدية أصبحت غير فعالة، لتركيزها على النتائج المحاسبية دون الأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال (علي، 2010م، ص 2).

ولذلك تعد عملية تقييم الأداء المالي في ظل التطورات الحديثة في بيئة الأعمال بصفة عامة، وفي ظل نظرية الوكالة بصفة خاصة عملية معقدة للغاية. فعلى الرغم من الأساليب والبدائل المحاسبية الموجودة لتقييم كفاءة أداء الوكلاء في إدارتهم للشركات، إلا أن جميعها

تعتمد على الربح المحاسبي في تقييم الأداء، وهنا برزت المقاييس الحديثة للأداء لتدارك عيوب المقاييس التقليدية والتي نقلت التركيز من تحقيق الربح إلى خلق القيمة، ومن أهم هذه المقاييس مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added.

وبالتالي فإن مشكلة الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيس التالي:

ما هو دور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات الفلسطينية؟

وتتفرع من السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

- (1) ما هو دور القيمة الاقتصادية المضافة في نمو وتطور الحصة السوقية للشركات الفلسطينية؟
- (2) ما هو دور القيمة الاقتصادية المضافة في تطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية؟
- (3) ما هو دور القيمة الاقتصادية المضافة في زيادة العوائد المحاسبية في الشركات الفلسطينية؟؟

1.3 أهداف الدراسة

بعد التطرق إلى طبيعة ومشكلة الدراسة فإن هدف الدراسة الأساس يتمحور في عرض مفهوم ومقومات وخصائص مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس حديث للأداء المالي للشركة وإمكانية استخدامه في قياس الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ويمكن تحقيق هذا الهدف العام من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- (1) معرفة دور القيمة الاقتصادية المضافة في نمو وتطور الحصة السوقية للشركات الفلسطينية.
- (2) اختبار ما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تؤثر في تطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية.
- (3) معرفة مدى تأثير العوائد المحاسبية بتطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الفلسطينية.

1.4 فرضيات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها، تم صياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

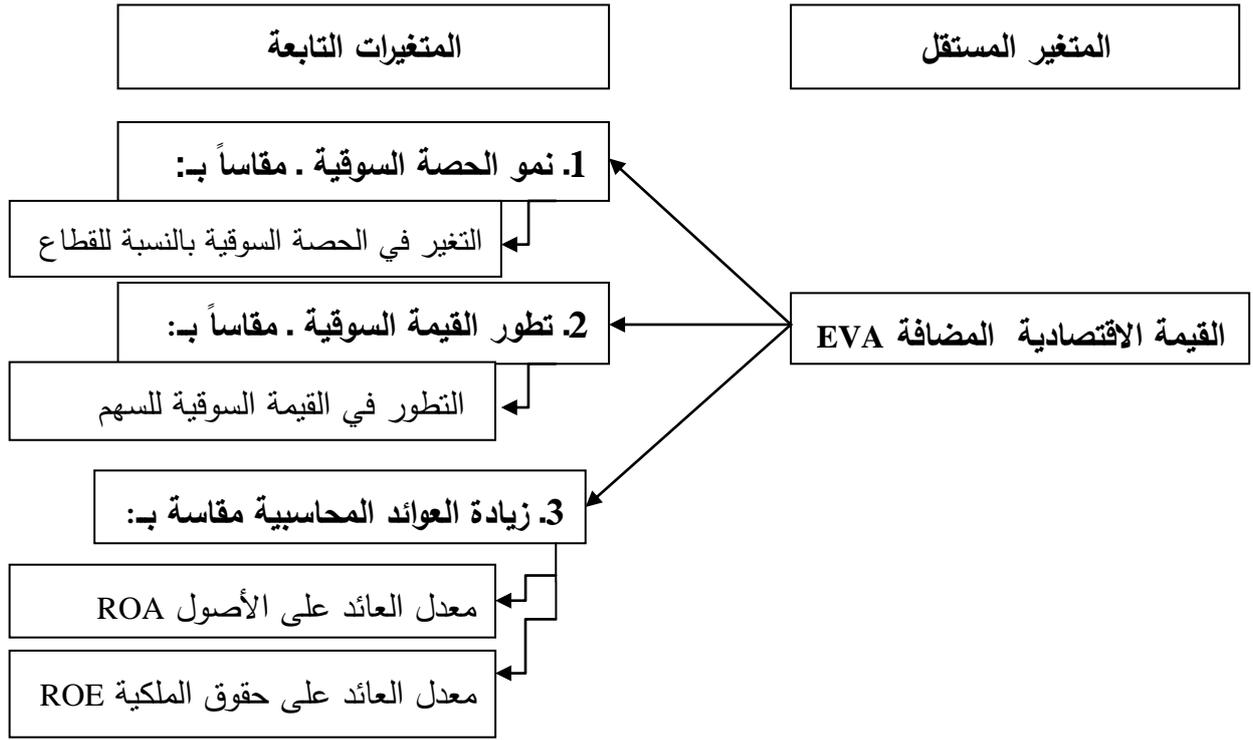
- الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين القيمة الاقتصادية المضافة ونمو الحصة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين القيمة الاقتصادية المضافة وتطور القيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين القيمة الاقتصادية المضافة وزيادة العوائد المحاسبية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وتتبع منها فرضيتان فرعيتان على النحو التالي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على الأصول (ROA) للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.5 متغيرات الدراسة

- المتغير المستقل: القيمة الاقتصادية المضافة
- المتغيرات التابعة:
 1. نمو الحصة السوقية - مقاساً بالتغير في الحصة السوقية للشركة بالنسبة للقطاع المنتمية إليه.
 2. تطور القيمة السوقية - مقاساً بالتغير في القيمة السوقية للسهم.
 3. زيادة العوائد المحاسبية - مقاساً بكل من:
 - معدل العائد على الأصول
 - معدل العائد على حقوق الملكية
- أنموذج الدراسة:



شكل (1.1): يوضح أنموذج الدراسة حسب المتغيرات المختلفة

المصدر: إعداد الباحث

1.6 أهمية الدراسة

تظهر أهمية هذه الدراسة في التعرف على مدى قدرة الشركة على خلق القيمة، وكذلك محاولة القياس العادل للأداء المالي للشركات المساهمة باستخدام أحد المقاييس الحديثة وهو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وتتحدد أهمية الدراسة بالإضافة إلى ما سبق، لتعلقه بدراسة النقاط التالية:

- (1) يعد مدخل القيمة الاقتصادية المضافة مقياساً عادلاً وملائماً لتقييم أداء الإدارة وحلاً لمشكلة الوكالة مع عدم تضارب مصالح جميع أطراف الشركة.
- (2) حاجة القطاع الاقتصادي الفلسطيني لتطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة كتجربة جديدة تلقى قبولاً متنامياً لدى العديد من المحللين والباحثين وتحاول النهوض ببيئة الأعمال الفلسطينية مما تعانيه بسبب الحصار والتضييق المفروض عليها.

1.7 منهجية الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم الحصول على البيانات الثانوية من خلال البحوث والدراسات والرسائل الجامعية التي تناولت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في البيئة العربية والأجنبية.

فيما تم الحصول على البيانات الأولية من خلال القوائم المالية السنوية الخاصة بالشركات الفلسطينية، كما تم الاعتماد على تحليل هذه البيانات للوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة.

1.8 مجتمع وعينة الدراسة والأساليب الإحصائية:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وعددها 49 شركة، أما عينة الدراسة فتمثل في (23) شركة من مجتمع الدراسة ككل والتي انطبقت عليها معايير اختيار عينة الدراسة التالية:

- (1) أن تكون مدرجة في بورصة فلسطين منذ العام 2012م.
- (2) أن تتوفر بياناتها المالية مدققة ومنشورة طيلة فترة الدراسة من سنة 2012م ولغاية 2015م.
- (3) أن يكون قد تم تداول أسهمها من سنة 2012م إلى 2015م.
- (4) أن يكون لديها حركة تداول لم تنقطع خلال الفترة 2012م إلى 2015م.

ولغرض الوصول لأهداف الدراسة فقد قام الباحث باتباع أسلوب تحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis)، وكذلك استخدم الباحث البرنامج الإحصائي القياسي (Eviews) لتطبيق كافة الأساليب الإحصائية والقياسية المكونة لأسلوب التحليل المقطعي، وكذلك تقدير النماذج القياسية بصيغتها النهائية.

1.9 الدراسات السابقة:

وفيما يلي عرض موجز لأهم الدراسات السابقة التي توضح أهمية هذا الموضوع:

أولاً : الدراسات التي أجريت في البيئة العربية:

1. دراسة: (لولو، 2016م):

هدفت هذه 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)، من جهة، وبين القيم السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين من جهة أخرى، واختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم. ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لاختبار تأثير المؤشرات على متوسط أسعار الأسهم السوقية لعدد (21) شركة مدرجة في بورصة فلسطين (التي ينطبق عليها شروط الدراسة) في الفترة الزمنية من عام 2010 حتى عام 2014.

وكان من أهم نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير 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 يليه معدل العائد على الأصول ثم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وأن مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة تكون أفضل نموذج لتفسير التغير في القيمة السوقية لأسعار الأسهم.

وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والإفصاح عنه ضمن التقارير المالية أسوةً بالمؤشرات التقليدية، والعمل على عقد ورشات عمل وتوعية للمحللين والمدراء الماليين في الشركات بأهمية هذا المؤشر ودوره في خلق القيمة، إلى جانب الاعتماد على مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة عند تقييم الأداء لغرض تفسير التغيرات في القيم السوقية لأسعار الأسهم.

2. دراسة (صيفي وبن عمارة، 2015م):

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف

الدراسة تم اختيار عينة تضم الشركات المدرجة بمؤشر (CAC40) والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنة 2008 و2013.

ولقد أظهرت نتائج الدراسة تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الأداء 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 الأسهم 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. كذلك أظهرت النتائج أن درجة الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية المضافة والعائد على الأسهم أعلى من درجة الارتباط بين هذا الأخير ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كما أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يتفوق على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم كما أظهرت النتائج تفوق مؤشر العائد على حقوق الملكية على مؤشرات الأداء في ذلك.

3. دراسة (المهتدي، 2014م):

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية (ربحية السهم والعائد على الاستثمار والتدفق النقدي التشغيلي و العائد على حق الملكية) والوقوف على دلالاتها الفنية. وكذلك الوقوف على دلالات مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشرات لتقييم الأداء واستخدامها في قياس التغير في القيمة السوقية لأسعار أسهم بنك فلسطين. ولتحقيق ذلك استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي والعديد من الأساليب الإحصائية اللازمة لاختبار تأثير هذه المؤشرات على متوسط أسعار السهم لبنك فلسطين للفترة المالية من 2004م إلى 2012م.

وخلصت الدراسة إلى أن القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين كانت ذات ارتباط قوي بمقاييس تقييم الأداء التقليدية المالية مجتمعة وبشكل أفضل مما لو كانت منفردة في قياس التغير في القيمة السوقية للسهم، وكذلك كانت مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ذات قدرة تفسيرية عالية في قياس هذا التغير، وتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على باقي المؤشرات في قدرته على قياس التغير في القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين.

وقد أوصت الدراسة إلى ضرورة الاعتماد على مقاييس تقييم الأداء المالية والاقتصادية معاً عند اتخاذ القرارات. وضرورة إجراء التحليلات المالية اللازمة لتقييم سعر السهم باستخدام

مؤشرات تقييم الأداء بصورة منفردة ثم مجتمعة للحصول على نتائج تفسيرية أفضل. كما أوصت الدراسة بضرورة التأكيد على تدريب وزيادة ثقافة العاملين على تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

4. دراسة (الجعيدي، 2014م):

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين العائد على الأصول (ROA) كمقياس أداء تقليدي والعوائد غير العادية للأسهم (AR) من جهة، ودراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمقياس حديث للأداء والعوائد غير العادية للأسهم من جهة أخرى. وهدفت الدراسة إلى معرفة ما إذا كان هناك أثر لمتغيري نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وحجم الشركة على العلاقات السابقة.

وطبقت الدراسة على 60 شركة أردنية مساهمة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية من قطاعي الصناعة والخدمات اختيرت مناصفة بشكل عشوائي خلال الفترة من 2008م إلى 2012م، واستخدمت الدراسة أسلوب الانحدار البسيط في اختبار الفرضيات بعد التأكد من صلاحية البيانات للتحليل حيث إن بيانات الدراسة عبارة عن (Pooled Data Regression).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (EVA) والعوائد غير العادية للأسهم للشركات عينة الدراسة وللشركات الكبيرة والشركات الصغيرة الحجم والشركات الصناعية ولم تكن ذات دلالة إحصائية للشركات الخدمية. وتوصلت الدراسة أيضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (ROA) والعوائد غير العادية للأسهم لجميع النماذج لكنها كانت أقرب للمعنوية للشركات الخدمية حيث كانت قيمة $\text{sig} = 0.08$ تقريبا.

وأوصت الدراسة إلى الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر لقياس الأداء في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. والاعتماد على المؤشرات التقليدية كمؤشرات لقياس الأداء للشركات الخدمية في بورصة عمان.

5. دراسة (بن مراد، 2014م):

هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص، دراسة حالة مؤسسة (NCA Rouiba) للعصائر والمشروبات بالمقارنة مع باقي المؤشرات التقليدية ممثلة في العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، حيث تم قياس الأداء المالي لهذه المؤسسة باستخدام مختلف هذه المؤشرات، وتم تقديم مجموعة من النماذج

لقياس الارتباط بينهم وبين القيمة السوقية المضافة. وقد استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي وبرنامج Eviews في تحليل البيانات المالية وتقييم أداء الشركة محل الدراسة.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين مؤشر العائد على المبيعات (ROS) وبين القيمة السوقية المضافة (MVA) عند مستوى معنوية 5 %، كما كشفت الدراسة عن وجود ارتباط قوي بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) بقدرة تفسيرية تقدر بـ 99%.

وأوصت هذه الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف مدى فعالية استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسات القطاع الخاص، كما أوصت بالعمل على تقويم المؤشرات المحاسبية التقليدية، واستبعاد تلك التي لا توفر معلومات ملائمة لمتخذي القرارات.

6. دراسة (حال، 2014م):

هدفت هذه الدراسة إلى عرض مقومات وخصائص مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، حيث تم التركيز على تحقيق هدف أساس وهو التأسيس العلمي لمفهوم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس جديد وحديث للأداء المحاسبي المالي للمنشأة، بدلاً من المقاييس التقليدية الحالية والتي تعتمد على الربحية. وقد استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة التي تناولت قطاع تكنولوجيا المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية خلال السلسلة الزمنية 2008م إلى 2011م.

وخلصت الدراسة إلى قصور مقاييس تقييم الأداء التقليدية في قياس وتقييم أداء الشركات، مما انعكس سلباً على استمرارية ونمو الشركات وتزايد الاهتمام بمدخل القيمة الاقتصادية المضافة، خاصة بعد سلسلة الانهيارات المالية التي حدثت في كثير من شركات دول العالم خلال العقدين الماضيين. كما أدت التغيرات والتطورات التي لحقت ببيئة الأعمال المعاصرة إلى تزايد أهمية البحث في مجال تقييم الأداء المحاسبي المالي للشركات، وخاصة المرتبطة بخلق وتحسين قيمة الشركة ومساهمتها.

وأوصت الدراسة إلى تحويل الثقافة داخل الشركة بما يتلاءم وثقافة الفكر الجديد وخاصة لفئة أصحاب المصالح، وخلق بيئة داخلية وخارجية تمتلك الرؤية والأدوات بما يتناسب مع المدخل الجديد، وربط خطط الحوافز والعلاوات بالتغير السنوي لنتائج القيمة الاقتصادية المضافة، وكذلك أوصت الدراسة إلى ضرورة إعداد ملاحق سنوية ترفق بالقوائم المالية المنشورة

تظهر ناتج قياس القيمة الاقتصادية المضافة وكيفية المعالجة لبعض البنود لهذا الغرض، مع إظهار التغير السنوي لها.

7. دراسة (الضرب وعباد، 2012م):

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل بعض الدراسات الحديثة في موضوع تكلفة رأس المال والتطرق لأهم النماذج المقترحة لقياسه وافترضاته بالتركيز على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وعلاقة ذلك بإنشاء القيمة وتقييم الأداء المالي ومناقشة مدى إمكانية تطبيق نموذج (CAPM) في البورصات الناشئة لاسيما البورصات العربية وقد تناولت الدراسة بورصة الدار البيضاء حيث استخدم الباحثان الأسلوب الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة.

خلصت الدراسة إلى أن افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير محققة ببورصة الدار البيضاء لاسيما وأن معظم متخذي القرار يستخدمونه بصفة كبيرة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية غير صائبة مما يجعل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) غير صحيح في تقييم الأداء المالي كونه يعتمد على تكلفة رأس المال.

وقد أوصت الدراسة بتقدير تكلفة رأس المال باستخدام نماذج CAPM-GARCH، وكذلك أوصت بتقدير تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في البورصات العربية مع التمييز بين الشركات صغيرة وكبيرة الرسملة والعمل على إرشاد المديرين والمستثمرين في المنطقة العربية من خلال تزويدهم بنماذج قياسية وبرامج مثبتة على الحاسوب تسمح بتقليل التكاليف وترشيد القرارات لاسيما التمويلية منها، ومحاولة بناء قواعد معلومات تساهم في توفير المعلومات المالية و تخفيض تكلفتها مما يحسن من كفاءة الأسواق المالية العربية.

8. دراسة (علي، 2010م):

هدفت الدراسة إلى بيان مفهوم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل أساس جديد للقياس المالي ودوره في تحقيق القيمة لحملة الأسهم وتحسينها وتحقيق الانسجام بين مصالح إدارة الشركة، فضلاً عن مزايا ومحددات استخدامه كمقياس للأداء وخطوات احتسابه في الشركات الصناعية. وقد اعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق هدف الدراسة التي تناولت إحدى الشركات الصناعية الالكترونية من 2007م إلى 2008م.

وقد خلصت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية تشكل المدخل الأساس للمقياس المالي وليس القيمة المحاسبية، حيث أن هنالك علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وارتفاع

أسعار الأسهم وان الشركات ذات عوائد القيمة الاقتصادية المضافة العالية يميل أداؤها إلى التفوق على أداء قطاعاتها السوقية. كما أن هذا المقياس يستند إلى مفهوم الأرباح الاقتصادية والذي يشير إلى أنه حتى يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية للمساهمين، يجب على إدارة الشركة استخدام الموارد المتاحة لديها بصورة تقود إلى تحقيق عائد على الأموال المستثمرة أكبر من تكلفة الحصول على هذه الأموال.

وأوصت الدراسة إلى إعادة النظر في القيود والحدود التي ينطوي عليها القياس المالي التقليدي في ضوء ظروف العمل المتغيرة أو يعاد التفكير فيها بالكامل. كما أوصت الدراسة إلى ضرورة اتجاه شركات الأعمال نحو استخدام أساليب ومقاييس تعتمد على القيمة ومنها القيمة الاقتصادية المضافة بعد التطورات التي حدثت في الأسواق التنافسية وأوجه القصور التي وجهت إلى مقاييس الأداء التقليدية.

ثانياً: الدراسات التي أجريت في البيئة الأجنبية:

1. دراسة (Aslam et al., 2015):

هدفت هذه الدراسة لقياس الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة كراتشي في باكستان باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA). ولقياس الأداء في قطاعات الصناعة السبعة في باكستان، تم استخدام القيمة الاقتصادية المضافة مع كل من التدفقات النقدية التشغيلية وصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وصافي الربح والعائد على حقوق الملكية. وقد طبقت نماذج الانحدار المتعدد لتحليل بيانات 35 شركة في 7 قطاعات في باكستان في العامين 2013م، 2012م.

وقد خلصت نتائج التحليل إلى وصف الصورة الواقعية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، في باكستان مشيرة إلى أن قابلية تفسير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، للقيمة السوقية المضافة (MVA) غير جوهريّة، غير أن القيمة الاقتصادية المضافة لها دورها في مساعدة وتوجيه الإدارة نحو هدف تحقيق القيمة للمساهمين.

لكن هناك من العوامل التي تلعب دوراً مهماً في التأثير على تحقيق القيمة للمساهمين مثل خبرة الإدارة وعامل التكنولوجيا وإدارة الموارد البشرية المتقدمة وسلوك المنتج. وقد أوصت الدراسة بأخذ هذه العوامل في الاعتبار في أبحاث مستقبلية.

2. دراسة (Barbullushi, 2015):

هدفت هذه الدراسة إلى خلق إطار عمل حول الطريقة التي يمكن فيها تقدير القيمة الاقتصادية المضافة في المنظومة البنكية في ألبانيا حيث تناولت الدراسة قطاع البنوك للفترة من 2006م إلى 2013م. وقد استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق هدف الدراسة وذلك بتحليل فلسفة القيمة الاقتصادية المضافة مع العقبات التي تواجهها أثناء التطبيق، وكذلك من خلال تعريف المشاكل التي تعاني منها أدوات القياس التقليدية مع تقديم الفرص التي لدى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في مواجهة تلك المقاييس.

وقد خلصت 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 سالبة. وهذا قد يقود إلى وجهة نظر أخرى لتقييم الأداء المالي للبنك من خلال اتجاهين، من خلال المساهمين كما هي العادة وأيضاً من خلال الإدارة.

وقد أوصت الدراسة إلى استخدام النظريات المتبناه في هذه الدراسة واحتسابات القيمة الاقتصادية المضافة للمساعدة في أبحاث مستقبلية لتقييم الفعالية في البنوك التجارية.

3. دراسة (Hundal, 2015):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وبين اتخاذ القرار وأداء الشركات في فنلندا، والتفاعل بين القيمة الاقتصادية المضافة والتغيرات المختلفة لتكاليف الوكالة، وذلك من خلال مراجعة الباحث لعدد من المقالات الأكاديمية (40) والكتب (10) والمجلات المهنية (5) والتقارير (2) ذات العلاقة. وأبرزت الدراسة مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، كواحد من بين مقاييس الإدارة القائمة على القيمة (VBM)، والتي تمكّن المدراء والمستثمرين والمحللين لتبني مقياس مستقبلي، وتساعدتهم على عمل تقييم شامل لشركات الأعمال واتخاذ القرارات الموضوعية.

وقد خلصت الدراسة إلى أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مفيد جداً في الشركات التي لا تتبنى تعظيم القيمة لحملة الأسهم، بل في المقابل إتباع منهج يهتم بالفئة الأوسع - المجتمع ككل - من المستفيدين من الشركة، هذه الشركات هي التي تهتم بالأمر العامة مثل الصحة والتعليم والكهرباء. رغم ذلك فالعديد من العوامل المؤسسية تمنع من تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

وقد أوصت الدراسة بعمل دراسات مستقبلية تتناول الأسئلة التي من الممكن أن تعمل إضافة للدراسات العملية، مثل: كيفية اكتشاف التغييرات المتعددة لحوافز المدراء القائمة على الأداء وبين الإطار العام للمقاييس القائمة على القيمة؟ إلى أي مدى ممكن أن يتم ربط المكافآت بالقيمة الاقتصادية المضافة والتي تدفع نقداً أو بخيارات الأسهم؟ ما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مخصصة بحجم الشركة، من الممكن أن تستخدم كمقياس للأداء للمقارنة فيما بين الشركات والأقسام؟

4. دراسة (Joibary & Haydary, 2015):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)، والعائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على السهم (EPS)، وقد كانت المتغيرات المستقلة هي العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على السهم (EPS)، أما المتغير التابع فقد كان القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وكانت عينة الدراسة هي عدد 180 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية. وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي والانحدار الخطي المتعدد لتحقيق أهداف الدراسة.

وقد خلصت الدراسة إلى الإشارة بأن هناك علاقة مهمة بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين كل من القيمة السوقية المضافة (MVA)، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS). 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 على النحو التالي: $MVA 49.7\%$, $ROA 15\%$, $ROE 10.2\%$, $ROS 15.6\%$.

5. دراسة (Kulišauskas & Galinien, 2015):

هدفت هذه الدراسة لمناقشة وضع السوق المالي في ليتوانيا، وطرق تقييم الأسهم وقابليتها للتطبيق في السوق المالي. حيث تظهر بيانات سوق الأسهم في ليتوانيا أنها لا زالت في مرحلة التطور والتي تظهر كذلك وجود قليل من طرق تقييم الأسهم الممكن تطبيقها في هذا البلد. وأخذاً بالاعتبار الوضع الحالي لسوق رأس المال، فقد تقرر استخدام طريقة تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، لاحتساب معدل الخصم.

وأظهرت البيانات الإحصائية أن طرق التقييم المناسبة بناءً على ظروف السوق الحالية هي طريقة خصم التدفقات النقدية وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة. وهاتان الطريقتان ومتغيراتها قد تم تحليلهما بعمق من أجل التأكد من صحة وموضوعية ودقة التقييم والمشاركة في التطور المستدام لممارسة التقييم في ليتوانيا.

وبناءً على النتائج السابقة يعتقد الباحثان أن الطرق التي تم تناولها في الدراسة يمكن أن تساهم في تطور مستدام لنظام التقييم في ليتوانيا وأن طريقة الاحتساب الصحيحة والقابلة للتطبيق يمكن أن يتم إيجادها في السوق المالي في ليتوانيا بمزيد من البحث في دراسات مستقبلية.

6. دراسة (Thilakerathne, 2015):

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى الإفصاح عن القيمة الاقتصادية المضافة في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة سريلانكا. حيث شملت الدراسة تحليل التقارير المالية لعدد 85 شركة هي الأكبر في السوق المالي في سريلانكا خلال فترة 5 سنوات من 2009 إلى 2013. وأشارت النتائج إلى أن عدد 15 شركة بمعدل 17.65% من مجموع الشركات تفصح عن القيمة الاقتصادية المضافة في تقاريرها السنوية. كذلك استكشفت الدراسة توليفة الصناعات المنتمية لها هذه الشركات وحالة المواطنة لكل شركة ومتوسط الإفصاح والجزئيات التي تطبق فيها الاحتسابات المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة المعدة والمفصح عنها من قبل هذه الشركات.

واستكشفت الجزء الثاني من هذه الدراسة أيضاً السمات المالية مثل الخلفية المعلوماتية ومؤشرات الأداء المالي للشركات المتأثرة بخيار الإفصاح عن القيمة الاقتصادية المضافة. وبالتالي فقد أجرت الدراسة مقارنة للفوارق بين كل من الشركات التي تفصح والشركات التي لا تفصح عن القيمة الاقتصادية المضافة على أساس مؤشرات الخلفية المعلوماتية ومقاييس الأداء المالي.

وقد خلصت 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 الاقتصادية المضافة كمتطلب إلزامي للشركات المدرجة في بورصة سريلانكا.

7. دراسة (Wang et al., 2015):

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين إدارة الأرباح والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الصين مع التحقق مما إذا كانت إدارة الأرباح تؤثر في القيمة الاقتصادية المضافة للشركة فيما يخص تكلفة رأس المال مزودة المستثمرين بطريقة تقدير القيمة الفعلية للمشاريع. وقد استخدم تحليل إدارة الأرباح حسب البيانات من العام 2003م إلى العام 2013م (باستثناء العام 2008م). وقد استخدم الباحثون المنهج الوصفي التحليلي مع نموذج الانحدار لتحقيق أهداف الدراسة.

وخلصت النتائج إلى وجود علاقة ايجابية 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 المعدلة (Adjusted EVA)، وكانت هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح من خلال (الاستحقاقات التقديرية الجارية) والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (Adjusted EVA) (البنود المشتركة المعدلة وبنود الاهتلاك الاقتصادية المعدلة)، كما كانت هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح من خلال (الاستحقاقات التقديرية الجارية، نموذج جونز، الاستحقاقات التقديرية لرأس المال العامل) وبين القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (Adjusted EVA) (البنود المشتركة المعدلة وبنود الاهتلاك الاقتصادية المعدلة).

وأوصت الدراسة المستثمرين باستغلال تلك النتائج لتحليل القيمة الحقيقية للمشاريع، وكذلك أوصت القائمين على سن التشريعات بتصميم مقاييس أمان أكثر صرامة وقوانين وقواعد للشركات المدرجة في البورصة وتشجيع الشركات للتقرير عن القيمة الحقيقية. كما أوصت الدراسة بعمل دراسات مستقبلية تأخذ بالاعتبار تنقية قياس نموذج إدارة الأرباح حيث أن الأرباح غير متساوية، ونتائج استخدام إدارة الأرباح أيضاً غير متساوية في جميع أسواق رأس المال.

1.10 التعقيب على الدراسات السابقة:

تناولت جميع الدراسات السابقة مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بشكل مباشر أو غير مباشر، فمنها ما قارن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية، ومنها ما درس تأثير عوامل محددة مثل إدارة الأرباح على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة

وكذلك تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على بعض العوامل مثل اتخاذ القرار وتكاليف الوكالة، ومنها ما تناول احتساب التكلفة المتوسطة لرأس المال وهو أهم مكون من مكونات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومنها ما تناول دور القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في زيادة القيمة لحملة الأسهم، وتتشابه الدراسة الحالية مع بعض الدراسات من ناحية الهدف ومنهجية ومجتمع الدراسة. وقد اختلفت الدراسات كذلك فيما بينها من ناحية مجتمع الدراسة أما فيما يخص النتائج فقد تشابهت بعض الدراسات مع بعضها البعض من حيث تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية، فيما تشابهت بعض الدراسات السابقة من حيث تفوق المؤشرات التقليدية بالمقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

1.11 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تحاول الدراسة الحالية تقديم شكل تطبيقي ممنهج يعكس وبشكل أكبر الواقع الاقتصادي للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً لمدخل القيمة الاقتصادية المضافة، لاسيما وأن الباحث قد لاحظ ندرة الدراسات التي تناولت مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات في فلسطين. مع تحليل مقارن باستخدام البيانات المسجلة بالقوائم المالية والبيانات المعدلة لإظهار أثر تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

وكذلك تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة باختلاف مجتمع الدراسة في تطبيقها داخل بيئة الأعمال الفلسطينية وذلك لحاجة القطاع الاقتصادي الفلسطيني لتطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة كتجربة جديدة تلقى قبولاً متنامياً لدى العديد من المحللين والباحثين وتحاول النهوض ببيئة الأعمال الفلسطينية مما تعانيه بسبب الحصار والتضييق المفروض عليها.

وما يميز الدراسة الحالية أيضاً عن أغلب الدراسات السابقة هو استخدام أسلوب إحصائي أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من البيانات وهو أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis)، وكذلك استخدام برنامج التحليل الإحصائي القياسي (Eviews) لتطبيق كافة الأساليب الإحصائية والقياسية المكونة لأسلوب تحليل البيانات.

الفصل الثاني

تقييم الأداء ومقاييس الأداء

المالي في الشركات

المبحث الأول تقييم الأداء

2.1.1 تمهيد:

لكي تقف أي إدارة على نقاط القوة والضعف وعلى الفرص المتاحة والمعوقات التي يمكن أن تواجهها، لا بد لها من تقييم أداؤها وخاصة الأداء المالي باعتباره يزود الإدارة بمعلومات ومفاهيم تساعد على باتخاذ القرارات الاستثمارية وعلى سد الثغرات والمعوقات التي قد تظهر مستقبلاً. ويكتسب موضوع تقييم الأداء أهمية كبيرة بالنسبة لأي شركة، خاصة في الفترة الحالية والتي أعقبت انهيار الكثير من الشركات الأمريكية والأوروبية والتي كان من بين أسباب انهيارها التناقض والاختلاف بين البيانات المحاسبية الصادرة عن هذه الشركات وبين أداؤها الحقيقي.

فقد احتلت عملية قياس وتقييم الأداء مساحة واسعة من الاهتمام لفترة طويلة من العقود، هذا لكونها محوراً رئيساً يتناول كيفية تقدير نجاح أو فشل الشركات في تحقيق أهدافها الإستراتيجية. وتهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها إلى تعظيم قيمتها لفائدة المساهمين أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة من جهة، وبالنظر لتطور هدف الشركة من جهة أخرى. ولعل ما يبرر ويدعم ذلك، هو أن استمرارية الشركة مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق القيمة. لذلك يتعين على مدراء الشركات توجيه مختلف القرارات نحو ذلك الهدف.

2.1.2 مفهوم تقييم الأداء:

يعتبر تحديد مفهوم دقيق للأداء من أهم المسائل التي طرحت في الساحة العلمية قديماً وحديثاً وذلك بغرض وضع تعريف يمكن اعتباره مرجعاً أساسياً لأي عمل علمي في مجال الإدارة إلا أن الصفات المتغيرة التي يكتسبها الأداء حال دون تحقيق هذه الغاية، فتارة يظهر الأداء على أنه قدرة المنظمة على تخصيص مواردها واستخدامها بالشكل الأمثل، وتارة يرتبط بإنتاجية العمال و العنصر البشري، و تارة يظهر على أنه قرين الإنتاجية وصورتها(عبد الحليم، 2012م، ص19).

ويُنظر إلى عملية تقييم الأداء على أنها عملية لاحقة لعملية اتخاذ القرارات، الغرض منها فحص المركز المالي والاقتصادي للشركة في تاريخ معين، أي أنها عملية تقترب من

الهدف الخاص باستخدام أسلوب التحليل المالي والمراجعة الإدارية (سلطان، 1996م، ص29).

وعملية تقييم الأداء هي جزء من الرقابة، فتقييم الأداء هو استقراء دلالات ومؤشرات المعلومات الرقابية لكي يتم اتخاذ القرارات الجديدة لتصحيح مسارات الأنشطة في حالة انحرافها أو لتأكيد مساراتها(السلمي، 1996م، ص41). أي أن تقييم الأداء هو عملية اتخاذ قرارات بناءً على معلومات رقابية لإعادة توجيه مسارات الأنشطة بما يحقق الأهداف المحددة من قبل.

وتقييم الأداء هو عملية تحليل انتقادي شامل للخطط والأهداف واستغلال الموارد البشرية والمادية أحسن استغلال وأعلى كفاءة بحيث يؤدي ذلك إلى تحقيق الأهداف والخطط المرسومة، وتقود عملية تقييم الأداء في المؤسسة إلى تحديد الانحرافات الناشئة ليتمكن المديرون من اتخاذ قرارات صحيحة وتقادياً لانحرافات في المستقبل (المهتدي، 2014م، ص17).

ويعرف التقييم المالي والإداري بأنه عبارة عن دراسة جوانب القوة والضعف التي تكتنف إنجاز الأنشطة وتحليلها سواء على مستوى الفرد أو المنظمة أو أي جزء من أجزائها(حنفي وأبو قحف، 1993م، ص567).

2.1.3 أهمية تقييم الأداء:

إن تقييم الأداء هو أحد المقومات الرئيسية للعملية الرقابية، والتي تستند على مقارنة الأداء الفعلي لكل نشاط من أنشطة الشركة، وكذلك الأداء الكلي لها بمؤشرات محددة مسبقاً لتحديد الانحرافات عن الأهداف. وتكمن أهمية تقييم الأداء في الشركة فيما يلي (المهتدي، 2014م، ص19):

1. تساعد على توجيه الإدارة العليا لمراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الإشراف.
2. تقوم على ترشيد الطاقة البشرية في الشركة في المستقبل حيث يتم إبراز العناصر الناجحة وتتميتها.
3. إبراز العناصر غير المنتجة التي يتطلب الأمر الاستغناء عنها.
4. يمكن من متابعة ومعرفة نشاط الشركة وطبيعته.
5. يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة.
6. يساعد في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية.
7. يعتبر أهم الركائز التي تُبنى عليها عملية الرقابة والضبط.

ويمكن القول إن تقييم الأداء يعد أداة مهمة يتم الحكم فيها على أداء الشركة المالي والاقتصادي ويساهم في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة ويساعد الشركة في تدارك أي مشاكل أو معوقات قد تحدث مستقبلاً.

2.1.4 أهداف عملية تقييم الأداء:

تهدف عملية تقييم الأداء إلى الكشف عن مدى تحقق القدرة الإيرادية والقدرة الكسبية في الشركة (عبد الغني، 2006م، ص41) حيث أن الأولى تعني قدرة الشركة على توليد إيرادات سواءً من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما تعني الثانية قدرة الشركة على تحقيق فائض من هذه الأنشطة من أجل مكافأة عوامل الإنتاج. بالإضافة إلى هذه الأهداف فهناك بعض الأهداف الأخرى لتقييم الأداء يمكن إيجازها في النقاط التالية (إدريس والمرسي، 2006م، ص17):

1. ترشيد التكلفة.
2. المساعدة في التخطيط وإعادة التخطيط.
3. تخفيض معدل ومخاطر الأخطاء عند وضع الخطط.
4. تحديد مراحل التنفيذ ومتابعة التقدم في الخطط والاستراتيجيات.
5. تحقيق التعاون بين الوحدات والأقسام التي تشارك في التنفيذ.
6. توجيه الجهود اللازمة لتنفيذ الخطط.

2.1.5 أركان عملية تقييم الأداء:

ترتكز عملية تقييم الأداء على الأركان الأساسية التالية (عاصي، 2009، ص76):

1. وجود أهداف محددة مسبقاً (المعايير):

من المؤكد أن عملية تقييم الأداء لا توجد إلا حيث توجد أهداف محددة مسبقاً، وقد تكون في صورة خطة أو سياسة أو معيار أو نمط أو قرار حاكم. فاللوائح المالية وقوانين ربط الموازنة وما تتضمنه من قواعد وضوابط وكذلك التكاليف النمطية ومعدلات الأداء المعيارية، أهداف محددة مسبقاً تتم على أساسها عملية تقييم الأداء.

2. قياس الأداء الفعلي:

يتم قياس أو تقدير الأداء الفعلي عادةً بالاعتماد على ما توفره النظم المحاسبية والأساليب الإحصائية من بيانات ومعلومات، ويجب توفر عاملين مدرين للقيام بهذه الأعمال،

مع استخدام الآلات المستحدثة متى كان ذلك مناسباً، لسرعة عرض نتائج القياس أو التقدير، واتخاذ القرارات الخاصة بها.

3. مقارنة الأداء الفعلي بالمعايير:

يتم مقارنة الأداء المحقق بالمعايير لتحديد الانحرافات سواءً أكانت إيجابية أم سلبية، ولتتمكن الإدارة من التنبؤ بالنتائج المستقبلية.

4. اتخاذ القرارات المناسبة لتصحيح الانحرافات:

إن اتخاذ القرار لتصحيح انحراف ما يتوقف على البيانات والمعلومات المتاحة عن الأهداف المحددة مسبقاً وقياس الأداء الفعلي، ومقارنة ذلك الأداء المحقق بالهدف المخطط. لذلك فإن تحليل الانحراف وبيان أسبابه يساعدان على تقدير الموقف واتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب، ومحدداً بوضوح نوع التصحيح المطلوب، آخذاً في الاعتبار جميع الظروف المحيطة بالقرار.

2.1.6 خصائص عملية تقييم الأداء:

تتصف عملية تقييم الأداء بمجموعة من الخصائص أهمها (المهتدي، 2014م، ص21):

1. تكون مرتبطة بأهداف الشركة ويتم استخدامها بصورة منتظمة ومستمرة.
2. عملية تقييم الأداء تتعلق بالمستقبل.
3. الوضوح والعدالة في تقييم الأداء.
4. تعتبر وظيفة من الوظائف الإدارية حيث لا يمكن مباشرتها بصفة منفردة بذاتها لأن وجودها مرهون بوجود وظائف الإدارة الأخرى مثل التخطيط والرقابة.
5. مراعاة مبدأ التكلفة والعائد حيث لا بد أن يحقق نظام تقييم الأداء عائداً أكبر من التكلفة.
6. تتصف عملية تقييم الأداء بالمرونة بمعنى أن تكون المؤشرات المستخدمة مناسبة لنشاط الشركة.
7. تعتبر عملية مستمرة وشاملة بحيث تشمل كل مراكز المسؤولية في الشركة وتشمل كل أوجه النشاط.

2.1.7 مفهوم الأداء المالي:

باعتبار أن الأداء المالي هو أحد أنواع الأداء، فقد تعددت المفاهيم المقدمة للأداء المالي، كون أن كل باحث ينظر إلى مفهوم الأداء المالي حسب الزاوية التي ينظر إليها، حيث إن كل طرف يفسر الأداء المالي بما يخدم مصالحه، فالمساهم يسعى لتعظيم ثروته، والشركة تسعى نحو الاستمرار والبقاء، والموظف يتطلع إلى رفع الأجور والحوافز، والجهاز الحكومي يهدف إلى إنماء حصيلة الضرائب، والمجتمع يودّ وينتظر الرخاء الاقتصادي ورفاهية الأفراد وتحقيق العدالة الاجتماعية. فكل طرف يفسر الأداء المالي بالشكل الذي يروق له (عبد الغني، 2006م، ص41). ونتيجة لذلك قُدمت العديد من التعريفات للأداء المالي منها:

فقد عرّف (عبد الغني والأمين، 2005م، ص304) الأداء المالي على أنه "مدى قدرة الشركة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل وذات الأجل القصير من أجل تشكيل ثروة"

ويقول (فهد، 2009م، ص27) "إن تقييم الأداء المالي هو نظام متكامل يعمل على مقارنة النتائج الفعلية للمؤشرات المختارة أو المنتخبة بما يقابلها من مؤشرات مستهدفة، أو بتلك التي تعكس نتائج الأداء خلال مدد سابقة، أو نتائج الأداء في الوحدات الاقتصادية المماثلة مع مراعاة الظروف التاريخية والهيكلية، أو بالمؤشرات المستتبط معدلاتها وفقاً لمتوسط نتائج مجموعة من الوحدات الاقتصادية مع مراعاة تقارب أحجام هذه الوحدات".

أما (جمعة، 2000م، ص38) فيرى أن الأداء المالي هو "مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية". ويرى (عبد الغني، 2006م، ص38) أن الأداء المالي هو "تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة الشركة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة".

ويُعرّف الأداء المالي من خلال تسليط الضوء على العوامل التالية (دادن وحفصي، 2014م، ص24):

-العوامل المؤثرة في الأرباح.

-أثر السياسات المالية المتبناة من طرف الإدارة على ربحية الأموال الخاصة.

-مدى مساهمة معدل نمو الشركة في إنجاح السياسة المالية من خلال تحقيق الفوائض المالية.

- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.

في ضوء ما سبق يرى الباحث أن الأداء المالي لا يكون فعالاً إلا من خلال تشخيص القدرة المالية للشركة، وذلك من خلال الوقوف على نقاط القوة والضعف فيها، ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف الكلية للشركة وعلى رأس هذه الأهداف اكتساب الثروة أو خلق القيمة مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بالشركة.

2.1.8 علاقة الأداء المالي بالقيمة:

لا يزال مفهوم قيمة الشركة محل اهتمام العديد من الباحثين والأكاديميين كون أن أغلب القرارات المالية ذات الأجل الطويل أو القصير تُبنى على أساس قيمة الشركة لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشئون الشركة.

وتهدف نظرية المالية الحديثة إلى تعظيم قيمة الشركة من أجل استفادة الأطراف المتفاعلة في التنظيم وبالدرجة الأولى المساهمين (عبد الغني، 2006م، ص43). ونظراً لأهمية الموضوع، فقد بُذلت مجهودات من قبل مجلس Stern Stewart & Co بتحديد المؤشرات المندرجة في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والتي هي ذاتها تعتبر مقياساً للأداء والنجاحة المالية الفعلية لأرباح وعوائد الشركة. وهذا التوجه من شأنه أن يقلص من هوة النزاع بين ملاك الشركة وإدارتها.

2.1.9 الانتقادات الموجهة لمقاييس الأداء المالية التقليدية:

على الرغم من وجود العديد من المقاييس المالية التقليدية التي كانت لعقود طويلة تعبر عن مدى تحقيق الشركات لأهدافها، إلا أن هذه المقاييس قد تعرضت للكثير من الانتقادات من قبل الباحثين والمهنيين، وأصبحت مقاييس متقادمة وعاجزة عن تقييم أداء الإدارة بصورة دقيقة وذلك بسبب تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، أي أن القوائم المالية التقليدية لم تستطع أن توفق بين متطلبات المساهمين والإدارة، فضلاً عن ذلك، فإن القوائم المالية التقليدية ينظر إليها البعض على أنها قوائم مشوشة بسبب ارتكازها على قيم محاسبية يغلب عليها التحفظ والقيم التاريخية والتقديرية الشخصية. ولذلك فقد ساهمت المقاييس المحاسبية التقليدية في تعميق الفجوة وزيادة حدة التعارض بين الإدارة والمساهمين (شبلي، 2009م، ص144). فمثلاً، معدل

العائد على حقوق الملكية (ROE) غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة حيث يؤدي ذلك إلى تحجيم الوعاء الضريبي وينعكس ذلك على مصداقية معدل العائد على حقوق الملكية (الزبيدي، 2011م، ص220).

ويعتمد معدل العائد على الأصول (ROA) على مفهوم صافي الأرباح وليس على مفهوم التدفقات النقدية الذي تهتم به الإدارة المالية عند تقييم المشروعات الاستثمارية وهذا قد يؤدي إلى قبول اقتراحات تسهم بدرجة أقل في تعظيم ثروة المساهمين أو رفض اقتراحات قد تسهم في تعظيمها (الجعدي، 2014م، ص215). وكذلك فإنه من خلال مؤشر العائد على الاستثمار (ROI)، فإن القياس السنوي للربح يدفع بالمدراء تفضيل المشاريع ذات فترات الاسترداد القصيرة (سويسي، 2010م، ص57)، وعليه، يعتبر ذلك إجحافاً لكثير من الاستثمارات، والتي في أغلبها تدر عائداً في فترة تفوق السنة، الأمر الذي يعطي عائداً على الاستثمار أقل من عائده الحقيقي. حيث سيؤدي هذا التوجه إلى ضياع فرص استثمارية جيدة عدة (بن مراد، 2014م، ص4).

كذلك، ربما لم يكن معدل العائد على السهم (EPS) هو المقياس الأفضل بالنسبة للمستثمرين عند رغبتهم في اتخاذ قرار بالاستثمار في الأسهم، حيث أن العائد على السهم مقياس يحمل مخاطر كونه مضللاً حيث يحتسب على ربح الشركة والذي يحمل مخاطر كونه موجهاً من قبل المدراء (Mackenzie, et al., 2012, p789).

ومن جوانب الخلل والقصور في المقاييس المالية التقليدية عموماً ما يلي (شبلي، 2009م، ص144):

1. عدم المقدرة على تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية لثروة المساهمين والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة.
2. تجاهل تكلفة التمويل عن طريق الملكية أو الأسهم في احتساب الربح المحاسبي. إذ أنه من المتعارف عليه أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان تكلفة التمويل فقط عن طريق القروض والسندات ويتجاهل تكلفة التمويل بالملكية تماماً مما يعطي الانطباع في كثير من الأحيان بأن أداء الشركة مرضياً، مع العلم بأنه لو تم أخذ هذه التكلفة في الحسبان لتغيرت نتيجة التقييم.
3. الاعتماد بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على المبادئ المحاسبية، إذ قد تصبح هذه المعلومات قديمة وغير ذات قيمة في حالة التضخم، وأنها تعتمد على

قياس الأرباح وليس التدفقات النقدية الأهم بالنسبة لبقاء الشركة ونجاحها والاستمرار في أعمالها وتحقيق أهدافها الإستراتيجية.

4. عدم فاعليتها في كشف حالات التعثر والإفلاس التي تتعرض لها الشركة، فضلاً عن عدم مقدرتها على مساعدة المستثمرين الحاليين والمرقبين في تحديد قراراتهم الاستثمارية السليمة.

المبحث الثاني الاتجاهات الحديثة في قياس الأداء المالي

2.2.1 تمهيد:

إن أي من المقاييس المالية يجب في قياسها لأداء الشركة المالي أن تكون مرتبطة بشكل أساس مع ثروة المساهمين. ولقد أنتقدت المقاييس التقليدية مثل (NOPAT, EPS, ROA, ROI, ROE) لعدم قدرتها على الأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وعليه فإن الربح المحاسبي ليس مؤشراً ثابتاً لقيمة الشركة ولا يجب استخدامه منفرداً في قياس الأداء المالي لها. ولذلك ظهرت الحاجة إلى استخدام مقاييس أداء جديدة لتقدم معلومات مباشرة حول كيفية قيام الشركة بالمساهمة في تعظيم ثروة المساهمين، حيث إن المستثمر الرشيد يقوم بتقييم سهم الشركة التي يريد الاستثمار بها، بناءً على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن أن يحصل عليها من هذا السهم، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بالمقاييس الاقتصادية كأدوات مباشرة تركز على الجانب الاقتصادي والقيمة طويلة الأجل بدلاً من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل. وبالتالي فإن هذه المقاييس توجه الجهود نحو إحداث تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق، مما ينعكس على تحقيق هدف تعظيم الثروة وخلق القيمة.

2.2.2 أهمية القيمة بالنسبة للمساهمين:

على الرغم من أن شركات الأعمال وجدت لخلق القيمة لصالح المساهمين، فإن المدراء عادة لا يتصرفون لتعظيم القيمة للمساهمين، وذلك بسبب التضارب الظاهر مع الأهداف الأخرى (Young & O'Byrne, 2003, p2). والقيمة بالنسبة للمساهمين لا تعني بالضرورة التضارب مع أهداف الموظفين والزبائن والموردين والمجتمع المحيط بالشركة. فالشركات التي تحترم هذه الفئات تميل إلى التفوق على الآخرين من خلال نقل القيمة لتلك الفئات قبل نقلها للمساهمين.

وتتص نظرية القيمة الاقتصادية على أن "قيمة الأصل بالنسبة لحملة الأسهم هي القيمة المخصصة من جميع التدفقات النقدية المستقبلية والتي يتوقع المساهم تحصيلها كنتيجة لحيازة الأصل والقرارات المتعلقة باستخدامه"، وعند أخذ هذه النظرية في الحسبان، فإن الافتراض وراء قياس ملائمة القيمة هي المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في القوائم المالية والمرتبطة بقيمة الشركة، وذلك بالحصول على المعلومات التي تؤثر في سعر السهم. وهذا بالأساس يشير إلى متغيرات اقتصادية وأوضاع البيئة الاقتصادية. ومفهوم القيمة الاقتصادية متنسق مع نموذج

التدفقات النقدية المخصومة، والتي تنص على أن قيمة الأصل تساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية من ذلك الأصل (Ongeri, 2014, p.185).

والشركات التي تجعل من القيمة المحرك والهدف الذي تركز عليه العملية الإدارية، يحتم عليها ضرورة إجراء عملية التقييم الدوري سواء للشركة ككل أو لفروعها أو لوحداتها الإستراتيجية بما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، ومن ثم ليتسنى لها اتخاذ التدابير والقرارات المناسبة. وهذا يتجاوز الجانب الاستراتيجي والمالي، حيث يمتد لكافة مستويات الشركة، وعليه نجد أن الجوانب التشغيلية اليومية والمتكررة هي الأخرى توجه لخدمة هدف خلق القيمة، ومن ثم فكل مدراء الشركة عند جميع المستويات وحتى عمالها يمكن ربطهم وتسخيرهم في خدمة ذلك الهدف (قياس أدائهم بواسطة القيمة، ربط المكافآت بخلق القيمة... إلخ). (سويسي، 2010، ص55).

ومع التغيير الجذري في بيئة الأعمال خاصة في دور الإدارة المالية التي أصبح هدفها تعظيم ثروة المساهمين أولاً، حدث تغيير جذري في أساليب تقييم الأداء المالي حيث تم تجاوز التقييم المحاسبي إلى التقييم الاقتصادي (دبابش وقدوري، 2013، ص8). فقد ظهرت مداخل تقييم الأداء المبنية على القيمة كمحاولة للتغلب على قصور التقارير المالية والمداخل التقليدية لتقييم الأداء، وبالتالي فهو يعد نظاماً يقود الإدارة إلى قياس وحث ودعم عملية خلق صافي القيمة.

ولقد كان للكثير من التغييرات الأثر الكبير على أداء وأنشطة الشركات (التطور على الأسواق المالية والقيود عليها، التقدم في تكنولوجيا المعلومات،.. إلخ) (Pic, 2010, p.96). هذه التغييرات ساهمت في تقلبات مهمة لرؤوس الأموال في فترة قصيرة جداً من الوقت. حيث أصبح واضحاً أنه لم يعد كافياً إنجاز درجة عالية من التنافسية فقط من خلال أسواق السلع ولكن أيضاً من خلال أسواق رأس المال. في هذه البيئة، يتضح أن المطلب الرئيس هو تحقيق توقعات المساهمين عبر تعظيم القيمة السوقية لرأس المال المملوك.

فالهدف الأساس للإدارة هو زيادة ثروة المساهمين بالعمل على ربط أهداف ومنافع الإدارة مع أهداف ومنافع المساهمين (Lovata and Costigan, 2002, p.215).

وحيث تعتبر مسألة خلق القيمة من أهم المواضيع المطروحة على الساحة المالية، لذلك من الأهمية الوقوف على بعض المفاهيم في هذا الإطار.

2.2.3 علاقة الهيكل المالي بالقيمة والأداء:

يُعتبر الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يعمل على تدنية تكلفة رأس المال ويعظم قيمة الشركة، وتعكس تكلفة رأس المال مجموع موارد التمويل التي حصلت عليها الشركة بهدف تمويل استخداماتها. وعليه تعرف تكلفة رأس المال بأنها الوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلف المصادر التمويلية، وتعرف تكلفة الأموال الخاصة بمعدل الدخل الذي يرضى به المساهمون في رأسمال الشركة.

وتتوقف درجة تجانس وتقارب الدخل الاقتصادي ودخل الأموال الخاصة على الهيكلة المالية للشركة، لذا يعرف أثر الرافعة المالية بالفرق بين الدخل الاقتصادي ودخل الأموال الخاصة. ويتوقف كذلك لجوء أو إحجام الشركة عن الاستدانة بمدى تغطية الدخل الاقتصادي لتكلفة الاستدانة، فكلما كان الفارق إيجابياً كلما أتيحت الفرصة أمام الشركة في اللجوء إلى الاستدانة (عبد الغني، 2006، ص44).

2.2.4 الربح المتبقي RI:

الربح المتبقي هو مقياس لما يحققه القسم من ربح يفوق أدنى عائد مرغوب فيه من قبل الشركة. ويتم تحديد أدنى عائد مرغوب فيه من قبل المستوى الإداري الأعلى. حيث يتم تحديد تكلفة رأس المال على أساس مستوى الوحدة الاقتصادية ككل وعادة ما يكون أدنى عائد مرغوب فيه مساوياً أو أكبر من تكلفة رأس المال.

ويتم احتساب الربح المتبقي كما في المعادلة التالية (أبو حويلة، 2012، ص31):

$$\text{الربح المتبقي} = \text{الربح} - (\text{الاستثمارات} \times \text{معدل العائد المرغوب فيه})$$

ولقد تم استعمال مؤشر "الربح المتبقي" لأول مرة في الميدان في سنوات العشرينيات من القرن الماضي حيث أكد (Slaon) في كتابه "سنواتي مع جنرال موتورز" أن الشركة قد استعملت في تلك الفترة، مؤشراً جديداً يتمثل في الربح المتبقي، بحيث تم استعماله مع المؤشر المحاسبي الأكثر استعمالاً وشيوعاً في تلك الفترة والمتمثل في العائد على الاستثمار (ROI). وسبب استعمال هذا المؤشر الجديد، أن هدف التشغيل ليس فقط تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار، بل ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة (سويسي، 2010م، ص58). أما على المستوى النظري، فإن مفهوم الربح المتبقي قديم في النظرية الاقتصادية، حيث أكد الاقتصاديون منذ "آدم سميث" على أن المهمة الاجتماعية للشركة هي تعظيم القيمة لمساهميها،

وبالتالي يجب أن تحقق الشركة أرباحاً تفوق تكلفة القروض ورأس المال المملوك. غير أن أول من اهتم بهذا المؤشر - تحت اسم الربح المتبقي وكوسيلة لقياس الأداء - هو "برينرايش" (1930م) حيث بيّن أن القيمة الحالية لتدفقات الربح المتبقي لاستثمار ما تساوي قيمته الحالية الصافية، والتي تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتاحة مطروحاً منها قيمة الاستثمار.

لكن حتى العام 1970م، فإن الربح المتبقي لم يحظ بالشهرة الواسعة ولم يكن هو المقياس الرئيس لأداء الشركات (Geysler & Liebenberg, 2003, p.108)، أما في تسعينيات القرن الماضي، فإن خلق القيمة للمساهمين أصبحت معروفة كهدف اقتصادي مطلق لشركات الأعمال. فالشركات تركز على بناء، وتشغيل، وحصاد نتائج المشاريع أو المنتجات الجديدة التي تعطي عائداً أعلى من تكلفة رأس مال الشركة، وعليه ضمان تعظيم القيمة لحملة الأسهم.

ويقدّم "الربح المتبقي" إطاراً عاماً يربط المعلومات المحاسبية مع قيمة الشركة، وقد استخدم في تقدير قيمة الشركة وتكلفة الأموال المملوكة (Cheng, 2005, p.85). وقد قُدّم مؤشر "الربح المتبقي" للتغلب على عيوب العائد على الاستثمار، بحيث أنه يتضمن تحميلاً على الربح يمثل تكلفة رأس المال، في شكلها البدائي، والمتمثلة في تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في معدل فائدة داخلي. إضافة لذلك، نجده يعطي رقماً مطلقاً للربح بعد استبعاد تلك التكلفة المحملة على الربح، وليس نسبة مئوية كما هو الحال لمؤشر العائد على الاستثمار (الخولي، 2000م، ص143).

ونموذج "الربح المتبقي" يقيس القيمة الجوهرية للسهم بناءً على قدرته على الاستمرار في "خلق" الثروة بشكل مغاير لنماذج توزيعات الأرباح التي تركز على "توزيع" الثروة (Herzberg, 1998, p.45). ولقد كان الهدف من استعمال "الربح المتبقي" هو تنشيط وتفعيل مراكز المسؤولية داخل الشركة. لذلك فهو يمثل تغيير حقيقي في لغة الاتصال داخل الشركة، إذ سمح بالمرور من لغة محاسبية إلى لغة أكثر اقتصادية، بحيث نجد أن اللغة الأولى تركز على النتيجة المحاسبية وتستهمل بشكل عام في الشركات المعتمدة على فكرة المركزية، بينما اللغة الثانية تركز على الربح المتبقي والذي ساهم في تغيير الشكل التنظيمي للشركات كونه يستعمل في الشركات التي تعتمد على استقلالية أكبر لوحداتها وتعتمد على لامركزية أكثر في الإدارة. وعليه، نجد أن هذا المؤشر يسمح بالمرور من قياس أداء إجمالي للشركة إلى قياس أداء بالوحدات، أي لكل مركز مسؤولية (سويسي، 2010م، ص60).

2.2.5 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هي التغير في صافي الدخل من الأنشطة التشغيلية بعد الضرائب بعد استبعاد تكلفة رأس المال المستخدم في إنتاج هذا الدخل (المهتدي، 2014م، ص44). وهي معيار فعال يدل على نوعية السياسات الإدارية ومؤشر موثوق به فيما يتعلق بتحديد طريقة نمو القيمة، لكونها تعتمد على مبادئ أساسيين في صنع القرار وهما (صيفي وبن عمارة، 2015م، ص181):

- يجب أن يكون الهدف الأساس لكل شركة هو تعظيم الثروة للمساهمين والقيمة.

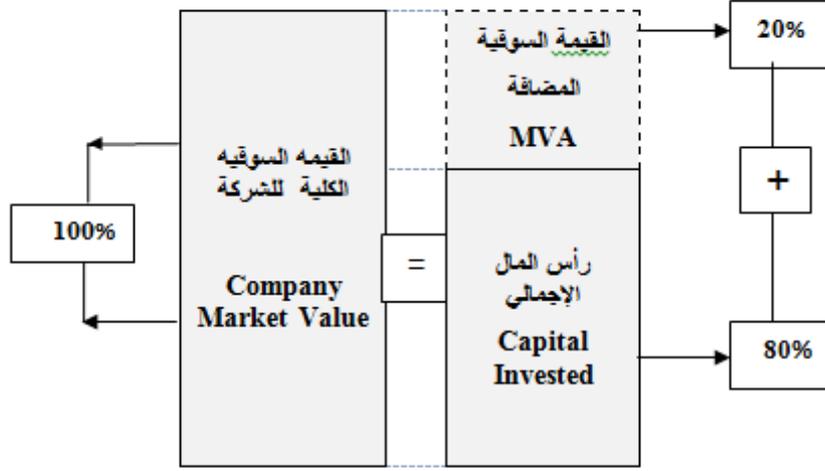
- قيمة كل شركة تعتمد على حقيقة أن الأرباح المتوقعة في المستقبل ستكون أكبر من تكلفة رأس المال.

ومن خلال مبدأي القيمة الاقتصادية المضافة (الكفاءة، وزيادة الثروة)، يمكن لمفهومها أن ينتقل للآخرين بسهولة، بما فيهم الموظفين، حيث تضع أمامهم الهدف الرئيس الذي من الممكن أن يشاركوا في تحقيقه بسهولة ويتم تقديرهم على ذلك (Makelinen & Roztoki, 1998, p.6). وسيتناول الباحث هذا المقياس بشئ من التفصيل في المبحث الثالث حيث هو محور الدراسة.

2.2.6 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 القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة (عبد الغني، 2006م، ص55).

وهدف العملية الإدارية القائمة على أساس القيمة في الشركة (قيمة حملة الأسهم) هو التأكد من ثراء المساهمين بقدر الإمكان، لكن كيف يتم قياس ذلك؟ قدّم Bennet Stewart وشركته Stern & Stewart، مقياساً سمي بالقيمة السوقية المضافة (MVA)، ويقول Stewart: "إن زيادة ثروة الملاك تكون فقط بزيادة الفرق بين القيمة الكلية للشركة وبين إجمالي رأس المال الذي تعهد به المستثمرون لها، حيث نسمي ذلك الفرق بالقيمة السوقية المضافة" (Weissenrieder, 1998, p.33):



شكل (2.1): يوضح كيفية احتساب القيمة السوقية المضافة (MVA)

المصدر: (من عمل الباحث بافتراض أن رأس المال الإجمالي هو 80% 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 بناءً على مبدأ القيمة الاقتصادية المضافة.

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 والتي 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 (Wood, 2012, p.47):

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

ولذلك فإن معيار قياس الأداء الجيد للشركات الناجحة يكمن في تحقيق قيمة سوقية مضافة موجبة، كونها مقياس جوهري يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للشركة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين (النعمي والتيمي، 2008م، ص144).

وهناك عدة عوامل رئيسة تؤثر على القيمة السوقية المضافة، ويمكننا تلخيصها في النقاط التالية (بن مالك، 2011م، ص103):

1. معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر، ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لابد أن تكون معدلات النمو هذه تفوق تكلفة رأس المال المستثمر.
2. إنتاجية الدينار المستثمر، حيث كلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال المستثمر أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية المضافة، خاصة في ظل انخفاض أو ثبات تكلفة رأس المال.
3. الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب لخلق ثروة إضافية للمساهمين.

2.2.7 القيمة النقدية المضافة (CVA):

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 (مثل منتج جديد أو الاستثمار في سوق جديدة) تُتبع بالعديد من الاستثمارات غير الإستراتيجية (Weissenrieder, 1998, p.5) (حال، 2014م، ص45). 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 (Otto & Weissenrieder, 1996, p.23). (OCFD)

حيث تخلق الاستثمارات الإستراتيجية القيمة إذا تخطى التدفق النقدي التشغيلي (OCF)،
الطلب على التدفق النقدي التشغيلي (OCFD)، كما يلي (Weissenrieder, 1998, p5):

المبيعات	+
التكاليف	-
الفائض التشغيلي	=
حركة رأس المال العامل	-/+
الاستثمارات غير الإستراتيجية	-
التدفق النقدي التشغيلي (OCF)	=
الطلب على التدفق النقدي التشغيلي (OCFD)	-
القيمة النقدية المضافة (CVA)	=

2.2.8 بطاقة الأداء المتوازن (Balanced Scorecard (BSC):

في بداية التسعينيات من القرن الماضي، انتشر مقياس بطاقة الأداء المتوازن بسرعة عبر الشركات، بداية من الولايات المتحدة الأمريكية وبسرعة وصولاً إلى بقية العالم. حيث صنفت الأداة الإدارية الأكثر تأثيراً خلال القرن العشرين وذلك في بداية العام 1997م، ووفق دراسة (Rigby(2005، فقد كان ما نسبته 57% من مدراء الشركات عبر العالم يستخدمون بطاقة الأداء المتوازن، زادت هذه النسبة في العام 2007 إلى 66% (Geuser et al, 2009, p.94)

وتعتبر بطاقة الأداء المتوازن مدخلاً جديداً في تحليل الأداء الاستراتيجي، حيث تعود فكرة تطوير هذه البطاقة إلى المحللين الاقتصاديين (R. Kaplan & D. Norton)، إذ صممت من أجل تجاوز مختلف العيوب التي تصادف عملية تقييم الأداء المحاسبي، حيث تضم مختلف المقاييس المالية وغير المالية التي تكون قابلة للقياس والتعامل معها على أساس وحدة أو نظام متكامل لتقييم الأداء الكلي للشركة (بن مالك، 2011م، ص106).

ووفق هذا المقياس فقد تم تحديد خمسة عناصر تساهم في إدارة الأداء، هذه العناصر هي (عبد الحليم، 2012م، ص38):

1. الأهداف الإستراتيجية التي تحقق المهمة الأساسية أو الرؤية الإستراتيجية التي يتبناها تنظيم الأعمال.
2. المقاييس التي تعكس مدى التقدم نحو تحقيق الهدف الإستراتيجي المحدد.
3. القيم المستهدفة للأداء التي تحدد القيم المطلوب الوصول إليها لكل مقياس.
4. الخطوات الإجرائية التمهيديّة الواجب القيام بها لتسهيل الوصول إلى القيم المستهدفة للأداء.
5. القيم الفعلية للأداء والتي سوف يتم مقارنتها بالقيم المستهدفة كإجراء أساس تمهيداً لتقويم وإدارة الأداء.

وبطاقة الأداء المتوازن أكبر من كونها تقنية، بل تعتبر كمدخل جديد لتحليل أداء الشركات المعاصرة، والتي تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين والبقاء في ظل بيئة مالية غير مستقرة. وبطاقة الأداء المتوازن هي عبارة عن مجموعة شاملة من المقاييس التي تم تطويرها حول أربعة أبعاد أساسية هي الأداء المالي، العلاقات مع العملاء، العمليات التشغيلية الداخلية، والجوانب المتعلقة بالتعلم والنمو (بن مالك، 2011، ص106):

- منظور الأداء المالي Financial Perspective:

تعكس مقاييس الأداء المالي الأهداف طويلة الأجل للشركة، ويشير المنظور المالي في بطاقة الأداء المتوازن إلى مدى إسهام تنفيذ إستراتيجية المنشأة في التحسين المستمر لأهدافها ونشاطاتها من وجهة النظر المالية وذلك بتحديد الجوانب الخاصة بالموقف المالي للمنشأة فيما يخص المساهمين من حيث العائد على الاستثمار (Return of Investment)، والدخل الناتج من التشغيل (Operating Income)، والقيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)، والتدفقات النقدية المخصومة (Discounted Cash Flow)، ونصيب السهم من الأرباح (Earnings Per Share) وغير ذلك من المقاييس المالية. ويتم تقويم الأداء هنا بالمقارنة مع نتائج الأداء المالية للمنشآت المنافسة ومع معايير تاريخية للمنشأة نفسها (عوض، 2009، ص97).

- منظور العلاقات مع العملاء Customer Perspective:

يتوجب على الشركة أن تظهر بصورة حسنة أمام العملاء، حتى تكسب ثقته بحيث يتطلب منها الإجابة على السؤال المطروح والمتمثل في كيفية الظهور أمام عملائها، كما أن فلسفة الإدارة الحديثة صارت تبدي أهمية كبيرة لعملية إرضاء الزبائن خاصة وأنهم أصبحوا

يملكون أكثر من بديل من أجل إشباع حاجياتهم، وذلك في ظل توفر مجموعة من المنافسين داخل نفس القطاع، لذا تسعى الشركة إلى كسب أكبر عدد منهم من أجل الرفع من قيمة مبيعاتها وبالتالي ستزيد أرباحها، وكنتيجة لذلك ترتفع القيمة السوقية لأسهمها (بن مالك، 2011، ص109).

– منظور العمليات الداخلية Business Process Perspective:

يتضمن منظور العمليات الداخلية كافة أنشطة تنظيم الأعمال التي تشكل القيمة الخاصة به، اعتباراً من البحوث والتطوير وحتى خدمات ما بعد البيع(عبد الحليم، 2012، ص39)، وهذا المنظور مرتبط بالمنظور المالي للأداء من حيث تركيزه على تحسين كفاءة العمليات التشغيلية، و أيضاً مرتبط بمنظور العلاقات مع العملاء من حيث اهتمامه بخلق القيمة للزبون، كما أنه مرتبط بمنظور التعلم والنمو من خلال العلاقة بين السبب والنتيجة. حيث يعد العاملون الذين يقومون بأداء العمل المصدر الأساسي لأفكار تطوير العمل وزيادة إنتاجيته وكفاءته.

ويرى (Horngren et al, 2001, p.60) أن عمليات التشغيل الداخلية لشركة الأعمال تتشكل من ثلاث عمليات فرعية هي:

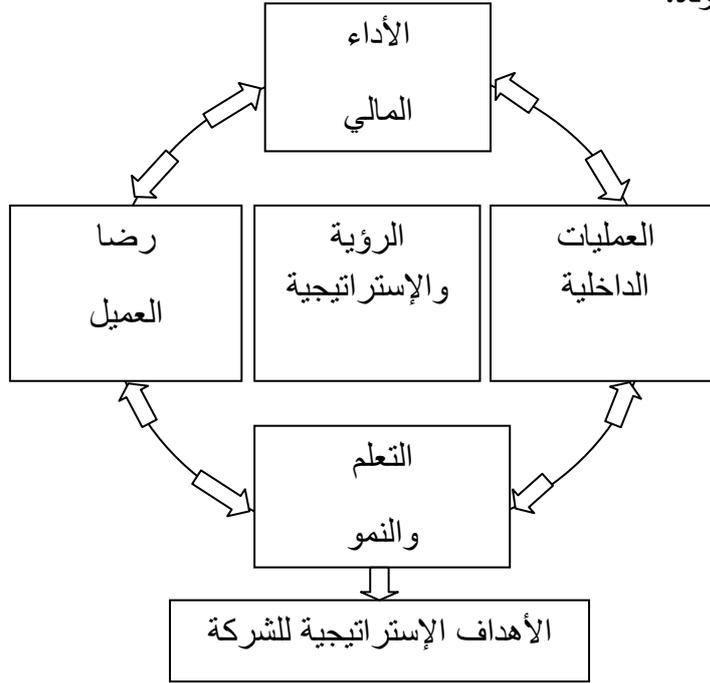
- أ. عمليات الابتكار Innovation Process: وتتمثل في العمليات المتعلقة بتصميم وتطوير السلع والخدمات، والعمليات الخاصة بمقابلة حاجات العملاء، و تحسين تقنية العمليات الإنتاجية والمعلومات.
- ب. عمليات التشغيل Operation Process: وتتمثل في العمليات المتعلقة بإنتاج وتوصيل السلع والخدمات الموجودة فعلا لمقابلة حاجات العملاء، وتحسين جودة العمليات الإنتاجية، وتخفيض الزمن اللازم لتوصيل السلعة أو أداء الخدمة إلى العميل.
- ج. خدمات ما بعد البيع Post Sales Service: و تتمثل في العمليات المتعلقة بأداء خدمات ما بعد البيع بالسرعة والدقة فور طلبها من جانب العملاء.

– منظور التعلم و النمو Learning and Growth Perspective:

يعتبر جانب التعلم والنمو هو أحد محددات نجاح الشركة واستمرارها في المنافسة، حيث يقوم هذا الجانب بتطوير قدرات ومهارات العاملين على الإبداع والنمو، بالإضافة إلى اقتناء تقنيات إنتاج مستحدثة وتكنولوجيا متطورة ذات كفاءة مرتفعة بهدف التوصل إلى ابتكارات متجددة لتحسين الجودة وزيادة الإنتاجية وتقصير زمن الإنتاج، وتخفيض معدلات العيوب،

ويتكون جانب النمو والتعلم من ثلاثة عناصر رئيسة هي: الأفراد، النظم، الإجراءات التنظيمية (عبد العظيم، 2005م، ص29).

ويعد هذا المنظور هو أساس تنشئة وتعزيز المنظورات الثلاثة السابقة (عبد الحليم، 2012م، ص39)، حيث يعكس البنية التحتية التي تدعم قدرة تنظيم الأعمال على الاستمرار في خلق القيمة لجميع أصحاب المصلحة في تنظيم الأعمال، وكيفية التكيف مع ديناميكية بيئة الأعمال، ويتم استخدام مقاييس الفعالية التشغيلية والتنظيمية لقياس الإمكانات والمهارات الداخلية للأفراد والنظم والعمليات والإجراءات، ذلك لتحديد الفجوة بين وضع الشركة الحالي وبين أفضل الممارسات في الشركات الأخرى سعياً إلى معايير أفضل أداء، و يقوم هذا المنظور لمقياس الأداء المتوازن على أساس مقاييس تركز على القوة البشرية مثل رضا العاملين والاحتفاظ بهم وإنتاجيتهم وتدريبهم، و مقاييس أخرى تركز على جوانب التعلم مثل مستوى مهارة العاملين وعدد المقترحات الجديدة المقدمة من كل فرد وعدد المشروعات الجديدة وعدد المنتجات الجديدة ومنحنى التعلم الوظيفي الذي يعكس الزمن اللازم للوصول إلى مستوى معقول من المخرجات أو الجودة.



شكل (2.2): يوضح آلية عمل بطاقة الأداء المتوازن

المصدر: (Kaplan, Norton, 1996, p76)

المبحث الثالث القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

2.3.1 تمهيد:

يهدف الأسلوب الحديث في الإدارة إلى تحقيق القيمة للمساهمين بدلاً من التركيز فقط على تحقيق الربحية، ويرجع ذلك لعدد من الأسباب منها: التغيرات التي تحدث في بيئة الأعمال والتقدم في مجال التكنولوجيا والاتصالات والمنافسة على الصعيدين المحلي والعالمي، وحيث أن المقاييس التقليدية التي تركز على الربحية كمؤشر وحيد لتقييم أداء الشركات أثبتت عدم نجاحها في ظل التغيرات المهمة في بيئة الأعمال والأسواق المالية، فقد انهارت العديد من الشركات الاقتصادية والمالية في السنوات الأخيرة نتيجة إعطاء التقييم السنوي نتائج غير حقيقية عن وضع هذه الشركات. وعليه فقد برزت الحاجة لاستخدام مقاييس أكثر موضوعية وتناسب مع هذه التطورات ومع حاجة المستثمرين ومتخذي القرارات لمؤشرات تساهم وتعكس تحقيق القيمة بدلاً من تحقيق الأرباح، حيث يعتمد نجاح وحدات الأعمال الحقيقي على تحقيقها للقيمة. ومن بين أهم المؤشرات التي تتدرج تحت الإدارة القائمة على القيمة (VBM)، مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والذي يلمس بشكل مباشر موضوع خلق القيمة ويفوق غيره من المقاييس في هذا الجانب وفي جوانب أخرى عديدة سيتم التطرق لها في هذا المبحث.

2.3.2 نشأة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

عُرف مفهوم القيمة المضافة منذ القرن الثامن عشر حيث يرجع لكل من Hamilton (1777) والذي ألف كتاب "مقدمة في المبيعات" و Marshall (1890) الذي قدم كتاب "مبادئ الاقتصاد" أنه يجب على عوائد شركة الأعمال أن تتخطى تكلفة رأس المال المملوك والمقترض لزيادة الثروة. (Sharma & Kumar, 2010, p201).

ويعرّف Marshal (1920)، الربح الاقتصادي بأنه صافي الأرباح مخصوماً منها الفائدة على رأس المال المستثمر بالمعدل الجاري (Ray, 2012, p.261). وكان تركيز Marshal على تسويات الأرباح المحاسبية لتعكس تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، وذلك لأن المقياس بدون هذه التسويات يمكن أن يكون مؤشراً مضللاً للأداء في كل من النظرية والتطبيق. وفي كتابه "مبادئ الاقتصاد"، يبين Marshal، تلك النظرية بقوله: "إجمالي الأرباح من الأعمال التي يتلقاها أحدهم من الممكن أن تحصل فقط بعد الأخذ في الاعتبار الربح الحقيقي من أعماله، وخصم الفوائد على رأس المال".

إلا أن الاهتمام الحالي بهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern
Stewart وهي شركة استشارية أمريكية، أسسها كل من Joel Stern, Bennett Stewart وذلك
لخدمة الإدارة المالية ولتطوير قياس الأداء. وقد قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم و تسجيل
طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في أواخر
الثمانينات من القرن الماضي (علي، 2010م، ص4)

ولقد أجريت العديد من الدراسات حول العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وتطور قيمة
الشركة في البورصة (عبد الغني، 2006م، ص43)، وأهمها دراسة (Stewart 1990)، والتي
ارتكزت على عينة مشكلة من 698 شركة أمريكية وخلص في النهاية إلى وجود علاقة موجبة
باستثناء الشركات ذات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)
سلبية النتائج والتي هي في حالة تصفية أو عسر التحصيل أو في حالة إعادة الرسملة.

2.3.3 مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

تُعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة
والعائد المنتظر أخذاً في الحسبان الخطر المصاحب له، وهي تعتبر أحد المقاييس المستعملة
لمعرفة مدى قدرة الشركة على إنشاء القيمة (دادن وحفصي، 2014م، ص26).

ويقول (Ramana, 2004, p.3) و (Ahmed, 2015, p.4) 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 مضافاً إليها الفرق بين عوائد رأس المال وتكلفته.
والقيمة الاقتصادية المضافة كما يراها (Amarvathi & Raja, 2014, p556)، هي مقدار القيمة
المضافة للمساهمين من خلال الإدارة. والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تساوي بالضبط
المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة (Discounted Cash Flow) أو صافي القيمة الحالية (NPV) (Hasani and Fathi, 2012, p408).

كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق الثروة للمساهمين وتساعد المديرين على اتخاذ
قرارات الاستثمار وتحديد الفرص المتاحة، وبعبارة أخرى القيمة الاقتصادية المضافة هي معيار
فعال يدل على نوعية السياسات الإدارية ومؤشر موثوق به فيما يتعلق بتحديد طريقة نمو القيمة
(صيفي وبن عمارة، 2015م، ص181).

ويرى الباحث أنه قد أصبحت الثقة في الإدارة اليوم تركز على قدرتها على إيجاد
أدوات تحقق القيمة للمساهمين. فالعديد من النماذج التقليدية الموجودة ربما لا تقيس القيمة

الفعلية المحققة للمساهمين. وعليه فإنه من الضروري استخدام أداة قياس حديثة لتقدير ما إذا تحققت ثروة للمساهمين أم لا. وإنه من المثبت الآن أن الربح المحاسبي لم يعد بأي حال يعبر عن القيمة الفعلية المحققة للملاك، ولكن من الممكن أن يكون أصلاً لاحتساب تلك القيمة.

2.3.4 أهمية القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

من خلال المقاييس التقليدية، تُظهر أغلب الشركات أرباحاً بينما الحقيقة غير ذلك، وكما يقول (Drucker, 1995, p.59)، تبقى الشركة تحقق خسائر ما لم تغطي إيراداتها تكلفة رأس المال، بغض النظر أنها تدفع الضرائب وكأنها قد حققت أرباحاً حقيقية. فالمشروع لا زال يحقق إيرادات اقتصادية أقل من الموارد التي يلتهمها. فحتى ذلك الحين، فالشركة لا تخلق قيمة، بل تضيّع قيمة. بينما مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يأخذ جميع التكلفة بما فيها تكلفة رأس المال بالحسبان ويؤكد بأنه يجب على المدراء أن يدفعوا مقابل رأس المال الذي يوظفونه.

ويقول (Stewart (1994) إن القيمة الاقتصادية المضافة هي أفضل مقاييس خلق الثروة في الوقت المعاصر، وهي تتفوق بنسبة 50% عن المقاييس المحاسبية المعروفة مثل (العائد على السهم EPS، والعائد على حقوق الملكية ROE، والعائد على الاستثمار ROI)، وذلك في تفسير التغيرات في ثروة المساهمين. (Sharma & (Almamun & Abu Mansor, 2012, p.312), Kumar, 2010, p.200,201).

ويقول (Drucker, 1995, p.58) إن الأموال تُقدّم للمشاريع لخلق الثروة وليس لإدارة التكاليف. لكن هذه الحقيقة غير معكوسة في طرق القياس التقليدية. وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة أداة رقابة على التشغيل على مستوى الشركة ككل، وكذلك تضمن القيمة الاقتصادية المضافة الهيكل التمويلي الأمثل بجعل الشركة تستخدم الرفع المالي المناسب، ولأن القيمة الاقتصادية المضافة هي أداة قياس قائمة على القيمة، فيجب أن تكون الأساس لأي نظام للإدارة المالية يستخدم لوضع الاستراتيجيات المالية وتقييم القرارات الاستثمارية المتوقعة والاستحواذ وكذلك تقييم الأداء (Ray, 2012, p.264).

ويرى الباحث أن أهمية القيمة الاقتصادية المضافة، لا تتبع فقط من كونها عالية الدقة بسبب تضمنها لتكلفة التمويل بالاقتراض وتكلفة التمويل بالأسهم، وليس فقط بسبب إمكانية احتسابها للشركات الخاصة أو حتى للأقسام في الشركات الكبيرة، وليس فقط بسبب كونها

تضمن الهيكل التمويلي الأمثل باستخدامها الرفح المالي المناسب والذي يعطي أقل تكلفة تمويل ممكنة، بل بالإضافة لذلك كله لكونها أداة تحفيز جوهريّة داخل الشركة.

2.3.5 إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

تظهر لنا القيمة الاقتصادية المضافة ما الذي نحن بحاجة إليه لكي نكتشف ما إذا كان علينا أن نقوم بإجراء علاجي معين نحو سلعة معينة أو خدمة معينة لا تضيف قيمة للشركة. والقيمة الاقتصادية المضافة يجب أن تستخدم أيضاً لتكتشف ما الذي يعمل بفاعلية من المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة، حيث إنها تظهر أي سلعة، أو خدمة، أو عملية، أو نشاط لها إنتاجية عالية وبالتالي تضيف قيمة عالية (Drucker, 1995, p.59).

وإن مصادر القوة الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة تتمثل فيما يلي (السويسي، 2010م، ص63):

1. تقيس العوائد الاقتصادية لإجمالي رأس المال المستثمر.
2. تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.
3. تربط بشكل وثيق القيمة بثروة المساهمين وتوجه إدارة الشركة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد للمساهمين.
4. تؤدي إلى تطابق أهداف المديرين مع أهداف المساهمين والشركة ككل حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة بما يحقق مصلحة القسم الشركة أيضاً.
5. تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المديرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك الشركة.

وتجيب نتائج استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، على التساؤل حول كفاءة توظيف التمويل والتغيير في قيمة الشركة (Alexie, 2012, p.35)

وهذا تحليل للعلاقة بين نتائج قياس القيمة الاقتصادية المضافة وسلوك المستثمرين:

1. إذا كانت $EVA > 0$ ، فإن الشركة أو إحدى وحداتها تكسب أكبر من قيمة متوسط تكلفة رأس المال، وبالتالي فإن القيمة تحققت للمساهمين. حيث أن القيمة الإيجابية للقيمة الاقتصادية المضافة تظهر كفاءة في استخدام التمويل وتعكس إشارة بأن قيمة الشركة في ازدياد.
2. إذا كانت $EVA = 0$ ، فإن الشركة أو إحدى وحداتها تكسب بشكل مساوٍ تماماً لقيمة متوسط تكلفة رأس المال، وبالتالي فإن الشركة بقيت على نفس قيمتها عند بداية الاستثمار. وهذا

يعتبر عمل جيد، حيث أن المساهمين قد قاموا بتغطية استثماراتهم وكذلك عوضوا المخاطر المفترضة.

3. إذا كانت $EVA < 0$ ، فإن الشركة أو إحدى وحداتها لا تغطي متوسط تكلفة رأس المال، وبالتالي فإن المستثمرين ربما كان من الممكن أن يحصلوا على أرباح أفضل في استثمارات أخرى بنفس درجة المخاطرة. حيث سلبية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تُظهر عدم الكفاءة في استخدام التمويل وتشير لنقصان قيمة الشركة.

2.3.6 طرق زيادة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

يمثل مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القوة المولدة للقيمة في الشركة (Rakshit, 2006, p.47)، وهناك ثلاثة عوامل تدخل في احتسابها وهي، صافي الأرباح المعدلة بعد الضريبة وقبل الفوائد، والمتوسط المرجح لتكلفة التمويل، ورأس المال المستثمر. والتغير في أي من هذه العوامل يؤدي إلى تغير مباشر في القيمة الاقتصادية المضافة. حيث تساعد هذه العوامل الإدارة العليا في شركة الأعمال على اتخاذ القرار المناسب لخلق القيمة بإحدى الطرق التالية (Ramana, 2004, p.3)، (Rakshit, 2006, p.47):

1. توظيف المزيد من الأموال في تلك الأنشطة التي يكون فيها صافي الربح بعد الضرائب (NOPAT) أعلى من تكلفة رأس المال (WACC).
2. سحب الأموال من تلك الأنشطة التي يكون فيها صافي الربح بعد الضرائب (NOPAT) أقل من تكلفة رأس المال (WACC)، ما لم يكن هناك قرار استراتيجي لدى الشركة بقبول الخسارة في نشاط معين من أجل تحقيق ربح أعلى في نشاط آخر.
3. تحسين الكفاءة التشغيلية في الشركة للحفاظ على نفس قيمة صافي الربح بعد الضرائب (NOPAT)، وذلك بتخفيض التمويل الحالي ما أمكن أو/والاستمرار في زيادة صافي الربح بعد الضرائب (NOPAT) مع الإبقاء على حجم التمويل كما هو وذلك بتخفيض التكاليف أو زيادة المبيعات.
4. تحسين الهيكل التمويلي من خلال الوصول إلى المزيج الأمثل من الديون وحقوق الملكية في سبيل الحصول على أقل متوسط مرجح ممكن لتكلفة التمويل (WACC).

2.3.7 خصم القيمة الاقتصادية المضافة:

تحقق الشركة زيادة في ثروة المساهمين عندما يكون معدل العائد المتوقع أكبر من تكلفة رأس المال (النعيمة والتميمي، 2008م، ص145)، حيث إن الشركة التي يباع سهمها في السوق بريح يكون لها قيمة سوقية مضافة (MVA) موجبة، والعكس صحيح لما تباع الأسهم بخسارة حيث إن القيمة السوقية المضافة (MVA) تكون سالبة. والشركة التي لها قيمة اقتصادية مضافة موجبة، يكون له قيمة سوقية مضافة موجبة والعكس صحيح (بن مالك، 2011م، ص105)، لذلك فالقيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة بمعدل خصم مساوي لمتوسط القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمتوقعة مستقبلاً، حيث يتم خصم التدفق النقدي المتوقع من الأوزان لتكلفة رأس المال، وذلك وفقاً للمعادلة التالية:

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1 + WACC)} + \frac{EVA_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{EVA_3}{(1 + WACC)^3} + \dots$$

حيث إن:

MVA: القيمة السوقية المضافة.

EVA1: القيمة الاقتصادية المضافة للسنة الأولى.

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

وكنتيجة للعلاقة السابقة تم وضع علاقة أخرى تجمع ما بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)، تقوم بإعادة ترتيب معادلة صافي حقوق الملكية مع طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة، بحيث تكون القيمة السوقية لحقوق الملكية تعتمد بشكل أساس على القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة، مما يجعل المستثمرين يدفعون سعر أسهم الشركة وفقاً للعلاوة أو للخصم الذي تحققه القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وذلك وفقاً للمعادلة التالية (النعيمة والتميمي، 2008م، ص147):

$$MVE = BVE + PVEVA$$

حيث إن:

MVE = القيمة السوقية لحقوق الملكية

BVE = القيمة الدفترية لحقوق الملكية

PVEVA = القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة

2.3.8 استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في اختيار الأسهم:

بناءً على (Topkins (1996، فإن الكثير من سماسة بورصة Wall Street مثل، (C.S. First Boston and Goldman Sachs يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الحكم على أداء السهم واتخاذ قرارات اختيار الأسهم. ويعبر (Arthur Thompson (1998 رئيس شركة "E.W. Balderson" للسمسة عن كيفية أن القيمة الاقتصادية المضافة تعطينا المعلومات التي تساعد في اتخاذ قرارات اختيار الأسهم وذلك بتبني المنهج القائم على نسبة القيمة "Value Ratio" بالتوازي مع الهامش "Spread" لاختيار وتصنيف الشركات في البورصة مما يساعد المستثمرين في قرارات شراء وبيع الأسهم. ويعبر عن "نسبة القيمة" بالعلاقة التالية (Wood, 2012, p.48):

$$VR = \frac{PV \text{ of Forecast EVAs} + \text{Economic Net Asset Value}}{\text{Current Share Price}}$$

حيث إن:

VR: نسبة القيمة

PV of Forecast EVAs: القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المتوقعة.

Economic net Asset Value: صافي القيمة الاقتصادية للأصل.

Current Share Price: سعر السهم السوقي.

وعليه فإن نسبة القيمة تقارن التقييم الفعلي للسهم (البسط) مع القيمة السوقية الجارية (المقام) لتقدير ما إذا كان السهم مسعر أقل أو أعلى من سعره الحقيقي. فالنسبة التي تتخطى (1) تشير بأن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، والنسبة التي تقل عن (1) تشير إلى أن السهم مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية. فكلما كانت النسبة أعلى فإن السهم يكون أكثر جاذبية.

و"الهامش" هو عبارة عن الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) وبين التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC)، عن فترة معينة، مع إعطاء وزن أكبر للسنوات الأخيرة الأكثر قرباً. فالشركات التي لها مؤشر إيجابي يكون لها قيمة اقتصادية مضافة ايجابية، في إشارة إلى أنها تخلق ثروة لمساهميها. حيث كلما كان "الهامش" أكبر كلما كانت جودة الشركة أفضل (Wood, 2012, p.48).

$$\text{Spread} = \text{ROIC} - \text{WACC}$$

وعند اتخاذ قرارات اختيار الأسهم، فإن "نسبة القيمة" يجب أن تؤخذ في الاعتبار أولاً في تقدير ما إذا كان السهم حالياً مسعر بأعلى أو أقل من سعره الحقيقي. وبالتالي فإن "الهامش"، يقترح ما إذا كان السهم يجب أن يصنف كاستثمار طويل الأجل أم أنها مجرد

مضاربة قصيرة الأجل. فعلى سبيل المثال، إذا كانت "نسبة القيمة" تتخطى (1)، وكان "الهامش" إيجابياً، فهذا يدل على أن السهم مسعر بأقل من قيمته وبالتالي خلق قيمة للمساهمين. وهذا السهم جدير بأن يمتلك ويصنف كاستثمار طويل الأجل. في المقابل، فإن السهم الذي تكون "نسبة القيمة" فيه تتخطى (1)، ولكن "الهامش" فيه سلبي، ربما من الأفضل تصنيفه على أنه مضاربة قصيرة الأجل.

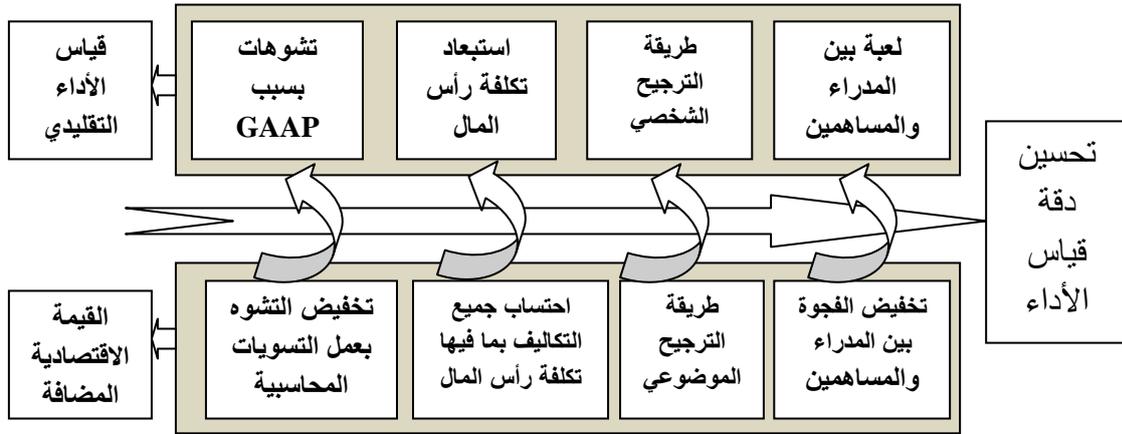
2.3.9 القيمة الاقتصادية المضافة وثقافة الشركة:

تعتبر طريقة دفع رواتب المدراء على أدائهم السابق هي ممارسة النظرة للخلف، بينما الأسواق المالية تحدد القيمة على أساس النظرة للأمام. وبالتالي، الشركات التي تدفع عن الأداء السابق ربما تدفع للمدراء (بدون قصد) لتقويض خلق القيمة. فإذا أرادت الشركة تطبيق قياس الأداء وفق القيمة الاقتصادية المضافة، فإن جميع الموظفين المتأثرين بهذا القياس يحتاجون لفهم الهدف من التقييم وكذلك كيف أن دورهم سيساهم في إتمامه. وفي هذا الجانب، فإن رواج القيمة الاقتصادية المضافة يوازي النزعة التي كانت في ثمانينيات القرن الماضي "إدارة الجودة الشاملة". ويشكل مشابه للجودة، فإن خلق القيمة هي مسئولية كل الموظفين. ولذلك فإن برامج تدريب الإدارة والموظف هي مكون جوهري في أي خطة لتطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وتطبيق القيمة الاقتصادية المضافة هي عملية مرتبطة بكل شركة على حدة، فالشركات تكون أكثر توجهاً للاستفادة من القيمة الاقتصادية المضافة إذا توفرت لديها هذه الخصائص (Young & O'Byrne, 2003, p.3):

- أن تكون هيكلية الشركة تحتوي على وحدات مستقلة نوعاً ما بدلاً من وحدة واحدة كبيرة الحجم أو مصفوفة من الوحدات لها مواردها البديلة المشتركة.
- أن يكون لدى الشركة حوافز قوية مربوطة بأداء الوحدة، بدلاً من ربطها بأهداف الشركة ككل أو بتقدير لجنة التعويضات بالشركة.
- أن تكون الإدارة العليا هي المدافعة بحماسة عن هذا المقياس، فتطبيق القيمة الاقتصادية المضافة يجب أن يبدأ من القمة.
- أن يكون رؤساء الوحدات لديهم ثبات في المنصب لفترة طويلة حتى يتم تحفيزهم بالحوافز طويلة الأجل.

2.3.10 أفضلية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس المالية التقليدية:

- يعتبر مقياس القيمة الاقتصادية المضافة هو المقياس الأفضل من بين المقاييس، حيث لم تسلم المقاييس الأخرى من الانتقاد لوجود العيوب التالية (Young & O'Byrne, 2003, p2):
- مقاييس الربح التقليدية: بما فيها صافي الربح وحصة السهم من الأرباح، من الممكن توجيهها وتوظيفها بسهولة من قبل المدراء، وكذلك لا تأخذ تكلفة الأموال المقدمة من المساهمين بالاعتبار.
 - مقاييس القيمة السوقية: بما فيها القيمة السوقية المضافة (MVA)، النمو المستقبلي للقيمة (FGV)، فقط ممكن أن يتم احتسابها للشركات المساهمة العامة.
 - مقاييس التدفقات النقدية: بما فيها التدفقات النقدية من العمليات (CFO)، لا تتضمن أيًا من تكاليف التمويل سواءً تكلفة الاقتراض أو تكلفة الأموال المملوكة.
- والشكل (2.3) يوضح أفضلية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في تحسين دقة قياس الأداء:



شكل (2.3): نظرة مقارنة بين مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

المصدر: (Haldar et al., 2015, p.49)

من خلال الشكل السابق يتضح لنا كيف تغلب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية في قياس الأداء المالي للشركات وذلك بتقديم الحلول لأهم نقاط الضعف في تلك المقاييس للوصول إلى قياس للأداء المالي هو أقرب ما يكون للنتائج الفعلية المحققة. كذلك يقلل هذا المقياس من عدم الاتساق الناتج عن استخدام الشركات للعديد من مقاييس الأداء تلبية للأغراض المختلفة، فشرركات الأعمال تلجأ إلى أرباح التشغيل لتقويم خطوط الإنتاج، وإلى

معدل العائد على رأس المال المستثمر لتقويم أداء أقسامها المختلفة، كما يتم الاعتماد على أسلوب خصم التدفقات النقدية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويتم الاستعانة كذلك بكل من مقياس ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية للتحقق من الوصول إلى أهداف المساهمين، ويؤدي هذا التعدد في المقاييس إلى عدم الاتساق في العملية الإدارية، لذلك فإن استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة يساعد الشركة في توحيد الرؤية وشموليتها والتغلب على تنوع واختلاف أدوات القياس.

2.3.11 علاقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ببطاقة الأداء المتوازن (BSC):

من خلال ما سبق عرضه لكل من هذين المقياسين، ولأنهما من أحدث مقاييس التقييم، يحاول الباحث هنا أن يعكس إمكانية استخدام المقياسين معاً في إطار علاقة تكاملية شاملة. فحسب فلسفة كل من بطاقة الأداء المتوازن والقيمة الاقتصادية المضافة، يمكن أن تكمل كل منهما الأخرى، حيث إن كلاً منهما توفر نوعاً من التناسق والتكامل، وكذلك كل من المقياسين يمكن أن يُربط بعمليات إعداد الموازنة والتخطيط، ويمكن لكل منهما أن يتوالى من أعلى الهرم الإداري إلى وحدات التشغيل أو حتى لمستوى العاملين في كل قسم.

فبطاقة الأداء المتوازن لها أفضلية في كونها كلية ونظامية ويستطيع الأفراد فهمها بدون أن يكون لديهم خلفية مالية. بينما تتفوق القيمة الاقتصادية المضافة في دقتها الحسابية وترابطها القوي. فبمزج قوة كل من المقياسين، سوف ينتج إطار عمل أقوى وأكثر متانة مع قوة تنبؤية أعلى (Ampuero et al., 1999, p.49).

وخلاصة القول هنا أن بطاقة الأداء المتوازن يمكنها أن تستخدم بكفاءة عالية كآلية تكاملية لتفعيل إستراتيجية الشركة، مع كون القيمة الاقتصادية المضافة المقياس المالي القوي والذي يتميز بدقته الحسابية والذي يناسب تماماً إطار عمل مقياس بطاقة الأداء المتوازن.

2.3.12 احتساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

القيمة الاقتصادية المضافة هي الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) وبين تكلفة رأس المال. ويتم احتسابها وفق المعادلة التالية (Stewart, 1991, p.136)

$$EVA = NOPAT - WACC\% * IC$$

حيث إن:

EVA = القيمة الاقتصادية المضافة.

NOPAT = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.

IC = رأس المال المستثمر.

WACC% = التكلفة المرجحة لرأس المال.

2.3.12.1 تكلفة رأس المال المستثمر:

تُعدّ تكلفة رأس المال المستثمر هي المكوّن الأكثر أهمية في مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (Sharma & Kumar, 2010, p.201). ويتم احتساب تكلفة رأس المال من خلال الوصول إلى معدل التكلفة المرجحة المتوسطة لرأس المال (Weighted Average of Cost of Capital (WACC)، وهي تتطلب احتساب شفاف وموثوق لأن هناك طرقاً مختلفة لقياس تكلفة رأس المال وتحديدًا التمويل بالأسهم. وهي ليست تكلفة وليست عائداً مطلوباً، وإنما هي متوسط مرجح للتكلفة وللعائد المطلوب. ويتم احتساب المعدل الموزون لتكلفة رأس المال WACC من خلال المعادلة التالية (Fernandez, 2011, p.9):

$$WACC = K_e * W_{equity} + K_d * W_{debt}$$

حيث إن:

K_e : معدل العائد المطلوب للأسهم في الشركة.

W_{equity} : الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل.

K_d : معدل تكلفة الديون طويلة الأجل.

W_{debt} : الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

ولحساب معدل العائد المطلوب للأسهم K_e ، سيتم الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model (CAPM):

ويتم الوصول لمعدل العائد المطلوب حسب هذا النموذج وفق العلاقة التالية (Vance, 2003, p.85):

$$K_e = R_{fr} + b (K_m - R_{fr})$$

حيث إن:

Rfr: معدل الفائدة على أدونات الخزينة.

b: معامل الانحدار بين العوائد اليومية للسهم والعائد اليومي للبورصة.

Km: متوسط عائد البورصة.

ويستخدم هذا النموذج لاحتساب معدل العائد المطلوب على الأسهم بالاعتماد على بيتا السهم التي تعبر عن مخاطر الشركة النظامية بفرض أن علاوة المخاطر Risk Premium للسوق ككل هي الحد الأدنى الذي يجب دفعه أو الحصول عليه لإغراء المستثمرين في الاستثمار في سوق الأسهم كبديل عن قبول معدل العائد الخالي من المخاطر Risk Free (الحلو، 2010م، ص45).

ولتطبيق هذا النموذج فإن هناك عدة فروض يجب مراعاتها، وتكمن الفكرة الأساسية في هذه الفروض في أن المستثمرين متشابهين قدر الإمكان في تفكيرهم وأسلوبهم في المحافظة على ثرواتهم وعدم حبهم للمخاطرة، والفروض هي (Bodie et al., 2004, p.43):

1. لا يستطيع المستثمر التأثير في السوق بمفرده.
 2. جميع المستثمرين يقومون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون نفس وجهة النظر الاقتصادية.
 3. جميع المستثمرين عقلانيين في تكوين أفضل المحافظ المالية.
 4. المستثمرون يكونون محافظ مالية مكونة من أصول مالية من جميع الأسواق العالمية ويتحملون مخاطر غير محدودة.
 5. لا يدفعون ضرائب على العوائد أو عمولات عند تبادل الأسهم.
 6. جميع المستثمرين يخططون للاستثمار في الأسهم لنفس الفترة الزمنية.
- وتقوم هذه الافتراضات بتجاهل التعقيد الموجود في الحياة الواقعية ولكنها تقودنا بشكل واضح إلى طبيعة التوازن في سوق الأوراق المالية (Vance, 2003, p.84).

2.3.13 التسويات المطلوبة للوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة:

من الممكن التغلب على التشوهات المحاسبية من خلال تطبيق التسويات عند احتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وبالتحديد صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT)، ورأس المال المستثمر (CE) (Stewart, 2013, p.52). ويتطلب احتساب مقياس

القيمة الاقتصادية المضافة استخلاص المعلومات المحاسبية من القوائم المالية للشركة. وبما أن القوائم يتم إعدادها وفقاً للمعايير المحاسبية، وهي تعكس القيم المحاسبية، فإن القيم المحاسبية مشوهة نتيجة تطبيق المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً (GAAP). (Burksaitiene, 2009, p.711).

والقيم المحاسبية تحتاج للتسوية لتعكس القيمة الاقتصادية لغرض احتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (Naicker, 2014, p.22). فعلى سبيل المثال، ربح الفترة، المعكوس في قائمة الدخل، ورأس المال كما يظهر في قائمة المركز المالي، هي قيم محاسبية، هذه القيم المحاسبية تحتاج لأن تتحول إلى قيم اقتصادية. حيث أن المصطلح هو "القيمة الاقتصادية المضافة". ووفقاً ل (Stewart, 1991, p.112)، فإنه يجب تسوية القيمة الاقتصادية المضافة للعمليات المحاسبية الأخرى التي تحدث خلال العام. تلك العمليات تشمل مصاريف البحث والتطوير عقود الإيجار التشغيلية، الإهلاكات، والضرائب المؤجلة. وبما أن (NOPAT) و (CE) هما مكوني (EVA)، فالتسويات عليهما هي مرادف للتسويات على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

2.3.13.1 أهداف التسويات المطلوبة:

1. تقدير رأس المال إلى أقرب رقم للقيمة الجارية.
2. تضمين جميع الاستثمارات التي تعالج كتكلفة فترة من خلال المحاسبين (مثل مصاريف البحث والتطوير).
3. للحصول على القيمة الاقتصادية المضافة قريبة من التدفق النقدي الفعلي للشركة، وخاضعة بشكل أقل لتشوهات أساس الاستحقاق المحاسبي.

وتنتهي هذه التسويات التمييز المتعسف بين الأصول الملموسة والتي يتم رسملتها وبين الأصول غير الملموسة والتي يتم إطفائها، حيث تم تكبد قيمتها ولتفادي نفادها أو إطفائها، ناقلة الديون من خارج الميزانية العمومية إلى داخلها وتحاول تدارك التحيز الذي يسببه الإهلاك المحاسبي (Ray, 2012, p.262).

2.3.13.2 أهم المحاور التي هي بحاجة للتسويات:

- صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT): هو ببساطة نسخة من الأرباح التشغيلية (EBIT) لكنها خضعت للضريبة، وعليه فمن الجدير الأخذ بالاعتبار دفعات الفوائد غير المخصومة قبل احتساب (NOPAT). فتكلفة التمويل بالقروض والقيمة

الناتجة عن الوفر الضريبي (interest-tax shields) تُعكس في تكلفة الديون ما بعد الضريبة.

- تكلفة التمويل (Cost of Capital): التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC)، تقيس العوائد المركبة المتوقعة من جميع المستثمرين في الشركة. العوائد المتوقعة المحددة من المقرضين والمساهمين تقدر باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، بينما من المفترض أن أوزان كل من الديون وحقوق الملكية تقيّم حسب قيمها السوقية.

- رأس المال المستثمر (Capital Employed): يحتسب مقدار رأس المال المستثمر بطريقتين متكافئتين تتوصلان لنفس القيمة (Stewart, 1991, p.94)، طريقة تركز على الجانب الأيسر من الميزانية العمومية وتُعرّف رأس المال المستثمر على أنه مجموع حقوق الملكية وأي قروض تحمل الفوائد (قروض طويلة الأجل، قروض قصيرة الأجل، والتزامات أخرى طويلة الأجل)، هذه الطريقة - تعرف أيضاً بالمدخل التمويلي (Financing Approach) - تعبّر تعبيراً مباشراً عن حجم الأموال التي التزم بها المستثمرون تجاه الشركة. أما الطريقة الثانية فهي تركز على الجانب الأيمن من الميزانية العمومية وتُعرّف رأس المال المستثمر بأنه الفرق بين إجمالي الأصول وبين التزامات قصيرة الأجل والتي لا تحمل الفوائد، وتُعرف أيضاً هذه الطريقة بالمدخل التشغيلي (Operating Approach).

وعند تقدير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، يجب الاعتراف بأنها مقياس سنوي للأداء من منظور تاريخي. واستخدام هذا المؤشر يمثل مسعى لقياس ما إذا كانت إدارة الشركة استخدمت المال المتاح من أجل "خلق" أم "ضياع" القيمة. ولذلك لزم عمل هذه التسويات لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة (Ray, 2012, p.262):

التسويات على صافي الربح:

يضاف: صافي الأصول الرأسمالية غير الملموسة (مثل مصاريف البحث والتطوير ومصاريف تطوير برامج الحاسوب.. إلخ).

يضاف: إطفاء الشهرة والاهتلاك المحاسبي المتراكم.

يضاف: الزيادات في المخصصات مثل تلك المتعلقة بالديون المشكوك فيها والضرائب

المؤجلة.

ورأس المال المستخدم في احتساب (EVA) ليس هو رأس المال الدفترى، فرأس المال هنا هو تقريب للقيمة الاقتصادية الدفترية لجميع النقد المستثمر في أنشطة المشروع المستمرة، فهو أساساً صافي أصول الشركة (إجمالي الأصول مطروح منه الالتزامات قصيرة الأجل التي لا تحمل فوائد)، لكن بعد عمل التسويات التالية:

التسويات على رأس المال المستثمر:

يطرح: الأوراق المالية والإنشاءات قيد العمل.

يضاف: صافي القيمة الدفترية للأصول غير الملموسة، ويحتسب كالتالي (التكلفة التاريخية - الإطفاء المتراكم - خسائر الانخفاض المتراكمة).

يضاف: القيمة الحالية لعقود الإيجار التي لم تتم رسملتها لصافي العقار، المصنع، والآلات.

يضاف: إجمالي إطفاء الشهرة المتراكمة.

يضاف: المخصصات.

يضاف: مصاريف البحث والتطوير التي تم رسملتها، لتصبح أصلاً طويل الأجل.

يضاف: الفوائد المسددة عن الديون الرأسمالية.

يضاف: الديون لصافي الأصول مثل تلك التي تصنف كجزء من رأس المال المستثمر.

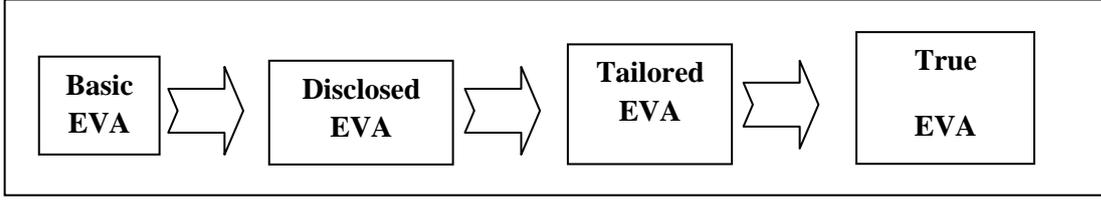
يضاف: الخسائر (الأرباح) غير العادية المتراكمة بعد الضريبة، لتكون استثمارات طويلة الأجل.

2.3.13.3 مستويات القيمة الاقتصادية المضافة EVA في الحياة العملية:

في أغلب الحالات، ليست كل التسويات التي أشار لها Stewart (150-160) تسوية، ذات صلة، بل هناك عدد قليل منها يتم إجراؤها بالفعل. حيث في الشركة العادية، فإن حوالي 25 تسوية تؤخذ بالحسبان، بينما في العادة لا يُطبق إلا القليل (5-10) تسوية (Stern et al., 1995, p.37).

والشكل التالي يوضح مستويات تطبيق تسويات القيمة الاقتصادية المضافة في الحياة

العملية:



شكل (2.4): مستويات القيمة الاقتصادية المضافة "EVA"

المصدر: (Haldar et al., 2015, p51)

ويوضح الشكل أعلاه، أربعة مستويات من (EVA)، حيث في أقصى اليسار توجد الطريقة الأسهل لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة (Young & O'Byrne, 2003, p.3) وهو المستوى "الأساسي" "Basic" EVA وهي القيمة الاقتصادية المضافة غير الخاضعة للتسويات والمأخوذة من الأرباح التشغيلية ومن الميزانية العمومية المعدّة وفق المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً. أما القيمة الاقتصادية المضافة "المفصح عنها" "Disclosed" EVA، فهي التي تحتسب بعد إجراء العديد من التسويات على البيانات المحاسبية المنشورة. أما القيمة الاقتصادية المضافة "الحقيقية" "True" EVA، والتي تقع على أقصى يمين الرسم عاليه، هي القيمة الاقتصادية المضافة الدقيقة بعد الأخذ في الاعتبار جميع التسويات ذات العلاقة للبيانات المحاسبية وبعد استخدام تكلفة رأس المال بشكل دقيق لكل قسم من أقسام الشركة. أما القيمة الاقتصادية المضافة "الملائمة" "Tailored" EVA فهي القيمة الاقتصادية المضافة التي تعدّها كل شركة بما يتناسب مع الهيكل التنظيمي، ومزيج الأنشطة، والإستراتيجيات والسياسات التي تتبعها الشركة (Haldar et al., 2015, p.51).

2.3.13.4 صعوبات تطبيق التسويات المطلوبة:

يقول (Young, 1997, p.338)، إن الشركات قررت أن تجري فقط عشرة تسويات أو أقل من أجل الحيلولة دون تعقيد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. مشيراً في الوقت نفسه أن الشركات تفضل عدم إجراء أي تسوية، حتى يكون المقياس أسهل في فهمه وإدارته. بالإضافة إلى ذلك، فقد خلص كل من (Sharma & Kumar, 2010, p.205)، إلى أن الشركات تعاني من مصاعب فهم وتطبيق هذه التسويات.

وقد تم عمل دراسات عديدة على القيمة الاقتصادية المضافة. لكن القليل جداً من هذه الدراسات جرت على القيمة الاقتصادية المضافة والتسويات المحاسبية (Latha, 2009, p.53). وتظهر القاعدة البحثية بأنه كانت هناك دراسة واحدة فقط اختبرت تأثير التسويات على القيمة الاقتصادية المضافة (Naicker, 2014, p.6). واختبرت هذه الدراسة تأثير التسويات المحاسبية على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. فقد قارنت هذه الدراسة بين نتائج مقياس (EVA) قبل التسويات المحاسبية ونتائج بعدها، وقد حددت نتائج الدراسة أثر التسويات المحاسبية على القيمة الاقتصادية المضافة لكنها لم تستطع تحديد الدلالة الإحصائية للعلاقة بينهما. وعليه، فإن النتائج الإجمالية للدراسة لم تستطع تحديد تأثير جوهري للتسويات المحاسبية على القيمة الاقتصادية المضافة (Anderson, et al., 2004, p.16).

2.3.14 الانتقادات الموجهة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة:

رغم ما تقدم بخصوص قوّة وأهمية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وقدرتها أفضل من غيرها على إعطاء الصورة الحقيقية لخلق القيمة ونمو ثروة المساهمين، إلا أن هناك العديد من الباحثين أشار إلى وجود نقاط ضعف وانتقادات مهمة لهذا المقياس (الشرقاوي، 2004، ص8). وسيتعرض الباحث في هذا الجزء من البحث لأهم ما قيل في هذا الخصوص، مع وضع ردود عن كل انتقاد منها:

1. كباقي مقاييس الأداء المالية، مثل معدل العائد على الاستثمار أو صافي أرباح الأقسام، فإن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، بحد ذاتها غير دقيقة في تقييم تقدم الشركة في انجاز أهدافها الإستراتيجية.

رد الباحث: يجب في مثل هذه الحالات أن يتم استخدام مقاييس أكثر شمولاً وهي في الغالب ليست ذات طبيعة مالية فقط لإعطاء إشارات مبكرة عن المناطق التي تواجه المشاكل. فقد قدّم Kaplan & Norton (1996) مقياس بطاقة الأداء المتوازن "Balanced Scorecard" كأداة أكثر فاعلية في الرقابة على أنشطة الشركة (Wood, 2012, p.49). وحيث يمكن لكلا المقياسين أن يعملوا سوياً في علاقة تكاملية في تقييم أداء المنظمة.

2. التحديّ الأهم في الشركة ذات الأقسام المتعددة هو تصميم مقاييس أداء تشجع السلوك الإداري السليم وفي نفس الوقت تعمل على انسجام الأهداف، فإن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، بتركيزها على خلق القيمة، تنجز ذلك الهدف لكن ليست بأفضل أو أسوأ من بقية المقاييس المالية في عكس الترابط بين الأقسام (Zimmennan, 1997, p.104).

رد الباحث: إن تحقيق القيمة لحملة الأسهم لا يعني بالضرورة التضارب مع مصالح الموظفين والزبائن والموردين والبيئة والمجتمع المحليين، فالشركات التي تحترم هذه الفئات ترغب في التفوق على الآخرين مقترحة نقل القيمة المحققة للمساهمين فقط بعد أن تنتقل لهذه الفئات (Young & O'Byrne, 2003, p.2) وللتغلب على ذلك المأخذ إجرائياً، فيجب تصميم مقياس قيمة اقتصادية مضافة متكامل قائم على نظام المكافآت ومربوط بأدوات أخرى لمنع المدراء من الانخراط في أي سلوكيات مختلفة. فعلى سبيل المثال، ممكن انجاز ذلك من خلال ربط جزء من الحوافز مع مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على مستوى الشركة ككل مع تأسيس نظام حوافز قائم على قيمة السهم.

3. يتطلب احتساب القيمة الاقتصادية المضافة العديد من التعديلات على الأرقام الظاهرة بالقوائم المالية، وتحتاج هذه التعديلات لمجموعة من البيانات التي لا تظهر في صلب القوائم المالية الدورية وذلك على العكس من الدخل المتبقي الذي يمكن حسابه بصورة مباشرة. وتشير نتائج العديد من الدراسات، إلى أنه لا توجد فروق جوهرية ذات تأثير معنوي بين قيمة كل من الدخل المتبقي والقيمة الاقتصادية المضافة. ولذلك لا توجد جدوى نظرية لإجراء التعديلات التي اقترحتها Stern Stewart & Co. على الأرقام المحاسبية للوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة.

رد الباحث: وقد قام (Stewart) بالرد على هذا الانتقاد من خلال توضيح أن معظم الشركات لا تقوم بتنفيذ كل التعديلات، حيث يبلغ عدد التسويات التي يتم إجراؤها في الحياة العملية من خمسة إلى عشرة تعديلات (Young, 1997, p.338)، ومن الصور العديدة التي تأخذها القيمة الاقتصادية المضافة هي القيمة الاقتصادية المضافة الملائمة للشركة Tailored (EVA)، وتحسب عن طريق إجراء التعديلات التي تراها هذه الشركة ملائمة لظروفها على البيانات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية.

4. وبالإضافة إلى الانتقادات النظرية لمدى صلاحية استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات أسعار الأسهم وعوائدها، فإن هناك العديد من الدراسات العملية التي أظهرت نتائج تتعارض مع المزاعم النظرية لمؤيدي مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. رد الباحث: في المقابل هناك من الدراسات ما أكدت مساهمة القيمة الاقتصادية

المضافة على الصعيدين النظري والعملي مثل دراسات (Lehn and Tully (1993; 1997), Makhija (1996; 1997), Zafirris and Bayldon (1999), Young and O'Byrne (2000), Haldar et al., (2004), Grant (2003) Worthington and West (2004), and Feltham et al., (2004). (al., 2015, p.52

5. في دراسته التي قام بها عام (1997)، يشير De Villiers إلى كيفية أن التضخم يشوّه القيمة الاقتصادية المضافة ويظهر أنها لا يمكن استخدامها في أوقات التضخم لتقدير الربحية الفعلية. رد الباحث: على الرغم من عدم وجود شك أن القيمة الاقتصادية المضافة المبنية على التكلفة المحاسبية التاريخية، قد شوّهت بالتضخم، فإن هذا الانتقاد يوجّه أيضاً لكل الأدوات المحاسبية غير الخاضعة للتعديل من أجل التضخم. وقد قام الباحث نفسه (De Villiers, 1997) باستنباط طريقة قياسية تسمى بالقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة Adjusted EVA، للتغلب على مشكلة التضخم. (Wood, 2012, p.49).

2.3.15 الخلاصة:

وجهت انتقادات لاذعة للمقاييس التقليدية للأداء المالي وأصبحت مقاييس متقدمة وعاجزة عن تقييم أداء الإدارة بصورة دقيقة وذلك بسبب تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة. حيث أن المقاييس المالية يجب في قياسها للأداء المالي للشركة أن تكون مرتبطة بشكل أساس مع ثروة الملاك. ولقد أصبح واضحاً أنه لم يعد كافياً إنجاز درجة عالية من التنافسية فقط من خلال أسواق السلع ولكن أيضاً من خلال أسواق رأس المال. وقد نمت الحاجة إلى اعتماد المقاييس المالية القائمة على القيمة في تقييم الأداء المالي لشركات الأعمال، ومن خلال ما سبق يتبين أن القيمة الاقتصادية المضافة تلعب دوراً كبيراً في قياس أداء الشركات وتحديد مدى قدرتها على خلق قيمة للمساهمين، فهي مؤشر مناسب لتحديد مدى كفاءة المديرين وقدرتهم على تعظيم ثروة المساهمين، كما أنها مؤشر أداء يرتبط بالمؤشرات الأخرى مثل القيمة النقدية المضافة على الاستثمار والتدفقات النقدية، والقيمة الحالية الصافية، بالإضافة إلى القيمة السوقية المضافة وهو ما يجعلها أكثر فعالية، فارتباط القيمة الاقتصادية المضافة بالقيمة السوقية التي ستحققها الأسهم في السوق يجعل المديرين أكثر استجابة نحو الخطط الاستثمارية التي هم بصدد إنجازها نظراً للرقابة التي ستكون مفروضة عليهم، ولقد أثبتت تفوقها على المقاييس المحاسبية التقليدية وذلك لأنها تعتمد على الأرباح التشغيلية الصافية وتكلفة رأس المال في تقدير القيمة المضافة، كما أنها تعكس الربح الحقيقي نظراً لكونها تقوم بإدخال العديد من التعديلات في عملية حسابها وهو ما يسمح بالتخلص من التشوهات التي من الممكن أن تتعرض لها البيانات المحاسبية.

الفصل الثالث

المنهجية والإجراءات

3.1 مقدمة:

في هذا المبحث نستعرض منهجية الدراسة والأساليب القياسية التي تم الاعتماد عليها في عملية تقدير نموذج الدراسة، الذي يدرس اختبار قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل نمو الحصة السوقية (التغير في الحصة السوقية بالنسبة للقطاع)، تطور القيمة السوقية للسهم (تغير القيمة السوقية للسهم)، ومقاييس العوائد المحاسبية (معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية). حيث تم الاستعانة بأساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis)، من خلال تقدير النماذج المتجمعة (Pooled Model) ونماذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)، ونماذج التأثيرات العشوائية (Random Effects).

3.2 طرق جمع البيانات

تمت مراجعة الكتب والدوريات والمنشورات الخاصة أو المتعلقة بالموضوع قيد الدراسة، والتي تتعلق بدراسة مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ودورها في تقييم الأداء المالي للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين، وأية مراجع قد تسهم في إثراء الدراسة بشكل علمي، وذلك بغرض التعرف على الأسس والطرق العلمية السليمة في كتابة الدراسات، وكذلك أخذ تصور عام عن آخر المستجدات التي حدثت وتحديث في مجال الدراسة.

كما تم الاستعانة بالقوائم المالية المنشورة للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين للوصول للنسب اللازمة لقياس متغيرات الدراسة، ومن ثم تم استخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بهدف الوصول لدلالات ذات قيمة ومؤشرات تدعم موضوع الدراسة.

3.3 متغيرات الدراسة:

المتغير المستقل: القيمة الاقتصادية المضافة ويرمز له (EVA).

المتغيرات التابعة:

- نمو الحصة السوقية : هي عبارة عن التغير في الحصة السوقية للشركة بالنسبة للقطاع المنتمية إليه.
- تطور القيمة السوقية : هي عبارة عن التغير في القيمة السوقية للسهم.
- زيادة العوائد المحاسبية : مقاسة بكل من :
 1. معدل العائد على الأصول ويرمز له (ROA).
 2. معدل العائد على حقوق الملكية ويرمز له (ROE).

3.4 مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين والتي يبلغ عددها 49 شركة حسب الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين. والتي بدورها تتوزع على خمس قطاعات وهي قطاع الاستثمار، قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، وقد تم الحصول على كافة القوائم المالية الخاصة بهذه الشركات عن الفترة (2012-2015) من خلال الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين، والجدول رقم (3.1) يبين توزيع مجتمع الدراسة على القطاعات الاقتصادية المختلفة.

جدول (3.1): توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

النسبة المئوية	التكرار	القطاع الاقتصادي
24.49	12	قطاع الخدمات
26.53	13	قطاع الصناعة
14.29	7	قطاع التأمين
18.37	9	قطاع الاستثمار
16.33	8	قطاع البنوك
100.00	49	المجموع

3.5 عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من جميع الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين والتي تنطبق عليها الشروط التالية:

1. مدرجة في بورصة فلسطين منذ العام 2012م.
2. توفر بياناتها المالية مدققة ومنشورة طيلة فترة الدراسة من سنة 2012م ولغاية 2015م.
3. يتم تداول أسهمها من سنة 2012م إلى 2015م.
4. لديها حركة تداول لم تتقطع خلال الفترة 2012م إلى 2015م.
5. كما تم استثناء قطاع البنوك لأن طبيعة موارده المالية تختلف بشكل كبير عن الموارد المالية لباقي القطاعات الأخرى، على اعتبار أن الجزء الأكبر من موارد البنوك تتمركز في الودائع التي تشكل أضعاف الموارد المتأتمية من الأسهم، وهذا ما أخذت به دراسة كل من لولو (2016)، وصيفي وبن عمارة (2015)، وقدمي وآخرون (2012)، والشيخ (2012).

وبالتالي كانت العينة النهائية التي تم إجراء الدراسة عليها تتكون من (23) شركة، والجدول رقم (3.2) يبين أسماء الشركات التي شملتها عينة الدراسة.

جدول (3.2): أسماء الشركات التي شملتها عينة الدراسة

القطاع	رمز الشركة	اسم الشركة	الرقم
قطاع الصناعة	APC	العربية لصناعة الدهانات	1
	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2
	NCI	الوطني لصناعة الكرتون	3
	NAPCO	الوطني لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	4
	BPC	بيرزيت للاذوية	5
	JCC	سجاير القدس	6
	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	7
	ELECTRODE	مصنع الشرق للاكترود	8
	GMC	مطاحن القمح الذهبي	9
قطاع الخدمات	ABRAJ	ابراج الوطنية	10
	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	11
	PEC	الفلسطينية للكهرباء	12
	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	13
	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	14
	ARE	المؤسسه العقاريه العربيه	15
	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	16
قطاع التأمين	NIC	التأمين الوطنية	17
	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين	18
	GUI	العالمية المتحدة للتأمين	19
	TRUST	ترست العالميه للتأمين	20
قطاع الاستثمار	UCI	الاتحاد للاعمار والاستثمار	21
	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	22
	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	23

3.6 قياس متغيرات الدراسة:

قياس المتغير المستقل:

يتمثل المتغير المستقل لهذه الدراسة بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وقد تم حساب قيمة المتغير المستقل (X_{EVA}) وهو القيمة الاقتصادية المضافة للشركات عينة الدراسة من خلال المعادلة التالية:

$$EVA = NOPAT - IC * WACC$$

حيث إن:

IC: إجمالي رأس المال المستثمر (المملوك والمقترض)

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وقبل الفوائد

WACC: وهي التكلفة المرجحة لرأس المال والتي يتم احتسابها من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

حيث إن:

Ke: معدل تكلفة الأسهم للشركات

W Equity: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل

Kd: معدل تكلفة الديون في الشركات

W Debt: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل

ولحساب معدل تكلفة التمويل بالدين فقد تم إيجاد متوسط أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية لفترة الدراسة بالاعتماد على التقارير السنوية لسلطة النقد الفلسطينية الذي بلغ (0.0688).

ولحساب معدل تكلفة الأسهم (Ke) للشركات عينة الدراسة اعتمد الباحث على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM التالي:

$$Ke = Rfr + b (Km - Rfr)$$

حيث إن:

Rfr: العائد الخالي من المخاطر، ولعدم توفر أدونات خزينة في فلسطين فقد اعتمد الباحث معدل الفائدة الأمريكية المعتمدة من قبل البنوك (1.17%) (بنك فلسطين) إضافة إلى أقل زيادة يضيفها بنك فلسطين لهذه الفائدة وهي حسب معلومات البنك (2%) ليصبح العائد الخالي من المخاطر لهذه الدراسة (3.17%).

b : معامل الانحدار بين العوائد الشهرية للأسهم و العائد الشهري لبورصة فلسطين.
K_m: متوسط عائد بورصة فلسطين لفترة الدراسة.

هذا وقد تم حساب قيمة بيتا (*b*) لكل شركة من شركات عينة الدراسة و لنفس فترة الدراسة (2012 – 2015) وذلك عن طريق حساب معدل العائد الشهري ومن ثم المتوسط السنوي لكل سهم (*K_s*) من أسهم عينة الدراسة باستخدام المعادلة التالية:

$$K_s = (P_1 - P_0) / P_0$$

أما بالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار في بورصة فلسطين (*K_m*) فقد تم احتساب المتوسط الشهري للعائد أولاً ومن ثم المتوسط السنوي للفترة (2012 – 2015) باستخدام المعادلة التالية:

$$K_m = (MI_1 - MI_0) / MI_0$$

قياس المتغيرات التابعة

ويتمثل المتغير التابع لهذه الدراسة بالمتغيرات التالية:

■ **نمو الحصة السوقية**: مقياساً بالتغير في الحصة السوقية للشركة بالنسبة للقطاع المنتمية إليه

■ **تطور القيمة السوقية**: مقياساً بالتغير في القيمة السوقية للسهم.

العوائد المحاسبية مقاسة بـ:

■ **العائد على إجمالي الأصول (ROA)**: ويمثل صافي الربح بعد الضريبة مقسوماً على متوسط القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، ويستخدم هذا المتغير لقياس ربحية الشركة أيضاً
 = صافي الربح بعد الضريبة ÷ متوسط القيمة الدفترية لأصول الشركة

▪ **العائد على حقوق الملكية (ROE):** ويمثل صافي الربح بعد الضريبة مقسوماً على القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ويستخدم هذا المتغير لقياس نصيب الدينار من حقوق الملكية من الربح = صافي الربح بعد الضريبة ÷ متوسط القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

3.7 منهجية تحليل بيانات الدراسة :

لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات (Panel Data Analysis)، وهو مزيج من بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، حيث يتم فيه جمع بيانات ظاهرة معينة لمجموعة من الشركات لفترة زمنية معينة، ويكتسب هذا الأسلوب أهميته نظراً لأنه يأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن أو أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء، وقد أخذ بهذا الأسلوب كل من لولو (2016م) وصيفي وبن عمارة (2015م) و Worthington and West (2004) ويتفوق التحليل المقطعي للبيانات على تحليل البيانات الزمنية أو البيانات المقطعية منفردة بالعديد من الإيجابيات يمكن إجمالها بالتالي:

1. التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات الزمنية أو المقطعية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.
2. تتضمن بيانات التحليل المقطعي محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في البيانات المقطعية أو الزمنية، مما يعني الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى. كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات التحليل المقطعي عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكفاءة أفضل.
3. تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي عادة إلى تقديرات متحيزة في الانحدارات المفردة.
4. كذلك تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ والخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية. حيث يضع نموذج التحليل المقطعي في الاعتبار الاختلافات أو الآثار الفردية الخاصة بكل شركة أو بعد مقطعي. ولكنها تكون ثابتة في الأجل القصير أو على الأقل خلال فترة الدراسة. كما يمكن الأخذ بالحسبان الآثار الزمنية المشتركة بين الشركات والتي تتغير عبر الزمن.

ولذلك جمع الباحث متغيرات الدراسة عن 23 شركة وهي هنا **البعد المقطعي**، خلال

فترة الزمنية (2012م-2015م) وهي **البعد الزمني**.

3.8 منهجية الدراسة والنماذج المستخدمة:

تستخدم العديد من الدراسات الاقتصادية المناهج البحثية الحديثة التي تعتمد على الأساليب الكمية المتطورة وذلك بغرض الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العالية، ومن بين الأساليب الإحصائية المستخدمة اقتصادياً بشكل واسع، هي أساليب تحليل الانحدار لقياس العلاقة والتأثير بين المتغيرات الاقتصادية، ولكن لكل نوع من البيانات الأساليب الخاصة التي تناسبها وربما يكون هناك أكثر من أسلوب إحصائي لتقدير نموذج اقتصادي أو قياس علاقة اقتصادية بين بعض المتغيرات، ولكن يجب اختيار الأسلوب الأكثر ملائمة ودقة لوصف وتحليل البيانات المطلوبة.

وفي هذه الدراسة، كما سبق الإشارة، فإن الباحث اعتمد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، والتي تمثل بيانات عن مجموعة من الشركات خلال فترة زمنية معينة، وقياس العلاقة والتأثير بين متغيرات الدراسة اتبع الباحث أساليب التقدير الخاصة بنماذج التحليل المقطعي والتي تتمثل فيما يلي (لولو، 2016م، ص68):

النموذج التجميعي: Pooled Model

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث تكون فيه معاملات الانحدار المقدرة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج، وتصاغ معادلة الانحدار للنموذج التجميعي على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

y_{it} : المتغير التابع.

i : تمثل الشركة.

t : يمثل الفترة الزمنية.

α : تمثل المقطع الثابت.

β : معامل الانحدار.

ε : الخطأ المعياري.

ويفترض في هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الشركات التي يتم دراستها، بالإضافة إلى أن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، وأيضاً عدم الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي بمعنى أن التباين يجب أن يساوي صفراً، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى (OLS) في تقدير معاملات النموذج.

نموذج التأثيرات الثابتة: Fixed Effects

يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل شركة على حدة)، وذلك بجعل معلمة الحد الثابت في النموذج تختلف من شركة لأخرى مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة ثابتة لكل شركة، ويرجع السبب في إدخال الآثار الثابتة للشركات في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن حيث يفترض عدم حدوث تغير في هذه المتغيرات على الأقل خلال الفترة الزمنية للدراسة، وتتمثل الآثار الثابتة في كافة العوامل الثابتة غير الملاحظة والتي تختلف من شركة إلى أخرى في شركات العينة محل الدراسة، ومن ثم فإن النموذج يعكس الفروق أو الاختلافات بين الشركات المكونة لعينة الدراسة ويصاغ نموذج التأثيرات الثابتة على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \sum_{i=1}^n \alpha_i D_i + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

D_i متغير وهمي للشركة i يأخذ القيمة 1 إذا كان المراد معرفة الحد الثابت للشركة المقصودة والقيمة صفر إذا كان المراد معرفة قيمة الحد الثابت لشركة أخرى، مع الانتباه لأن حد الخطأ العشوائي يجب أن يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least square With Dummy Variables Models - LSDV) حيث يتم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

نموذج التأثيرات العشوائية: Random Effects

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائماً للتقدير في حالة وجود اختراق في شروط نموذج التأثيرات الثابتة السابق ذكرها، وتقوم فكرة نموذج التأثيرات العشوائية على معاملة الحد الثابت في النموذج كمتغير عشوائي بمعدل مقداره μ بمعنى أن :

$$\alpha_i = \mu + V_i$$

حيث إن:

V_i : يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية للشركة i

μ : يمثل المتغير العشوائي.

وبالتعويض عند الحد الثابت في النموذج التجميعي العام، نتوصل للشكل التالي للمعادلة:

$$y_{it} = \mu + V_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$w_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$$

ومن خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن النموذج يحتوي على مركبتين للخطأ العشوائي هما ε_{it} , V_i حيث w_{it} الخطأ المركب والتي تساوي حاصل جمع مكونات الخطأ العشوائي، لذلك يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحياناً نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) ولهذا النموذج خواص رياضية تتمثل في مساواة متوسطات مكونات الخطأ للصفر، وثبات تبايناتها ولتقدير نموذج التأثيرات العشوائية يستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Square -GLS) حيث أن طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) تفشل في تقدير معاملات النموذج وتعطي مقدرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة.

أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data

من خلال العرض المنهجي السابق لنماذج التحليل المقطعي، تبين لنا وجود ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها تتدرج تحت منهجية تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وبناءً عليه يمكن للباحث تقدير النماذج الثلاثة ولكن الأهم من ذلك هو تحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة. ولتحديد النموذج الأكثر ملائمة تجرى اختبارات إحصائية تشخيصية على مرحلتين، المرحلة الأولى: تتمثل في التفضيل بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، فإذا أشارت النتائج لأفضلية وملائمة النموذج التجميعي للبيانات نتوقف عند هذه المرحلة ونعتبر النموذج التجميعي هو الأكثر ملائمة، بينما إذا أشارت النتائج لأفضلية وملائمة نموذج التأثيرات

الثابتة على النموذج التجميعي، ننتقل للمرحلة الثانية وهي التفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. ويتم تطبيق المرحلة الأولى من التقييم بين النماذج باستخدام اختبار (F) المقيد الذي يأخذ الصيغة الرياضية الموضحة فيما يلي:

$$F = \frac{(SSR_{Pooled} - SSR_{ISDV}) / (n - 1)}{SSR_{ISDV} / (nT - n - k)} \approx F_{(n-1, n(t-1)-k)}$$

حيث إن:

K : عدد المعلمات المقدرة.

SSR_{Pooled} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج الانحدار التجميعي.

SSR_{ISDV} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج التأثيرات الثابتة.

ويتم الحكم على نتيجة الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار (P_value) فإذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 يكون النموذج التجميعي هو الأكثر ملائمة للبيانات، بينما إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل أو تساوي 0.05 فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة. كذلك يتم تطبيق المرحلة الثانية للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار (Hausman) المقترح عام 1978، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة، وتكون صيغة الاختبار على النحو الآتي:

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})' [Var(\hat{\beta}_{FE}) - Var(\hat{\beta}_{RE})]^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})$$

حيث إن:

$Var(\hat{\beta}_{FE})$: هو التباين لمعاملات نموذج التأثيرات الثابتة.

$Var(\hat{\beta}_{RE})$: متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات العشوائية.

حيث تقترب دالة (Hausman) من توزيع مربع كاي بدرجات حرية مقدارها (K) ويكون نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من نموذج التأثيرات العشوائية إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي 0.05 بينما إذا كانت أكبر من 0.05 فإن نموذج التأثيرات العشوائية سيكون هو الأكثر ملائمة.

3.9 البرامج الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

اعتمدت الدراسة بشكل أساسي على استخدام برنامج التحليل الإحصائي القياسي (Eviews) لتطبيق كافة الأساليب الإحصائية والقياسية التي تم ذكرها، وكذلك تقدير النماذج القياسية بصيغتها النهائية .

الفصل الرابع

الدراسة العملية واختبار

الفرضيات

4.1 مقدمة:

مما لا شك فيه أن الجانب التطبيقي لأي دراسة يعتبر هو الجانب الأكثر أهمية، لأنه يختبر صحة فرضيات الدراسة ويمدنا بالنتائج حول مشكلة الدراسة وأهدافها وأهميتها، وفي الدراسات الاقتصادية فإن الجانب التطبيقي القياسي يلعب دوراً هاماً في اختبار صحة النظريات الاقتصادية ودراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية بعضها على بعض، حيث إنه من خلال استخدام الأساليب الإحصائية يتم بناء النماذج الاقتصادية المطلوبة، ومما لا شك فيه أيضاً أن نوع البيانات المستخدمة في الدراسة يلعب دوراً كبيراً في الأسلوب الإحصائي المستخدم، وفي هذه الدراسة خرج الباحث عن المألوف استخدامه في البحوث الاقتصادية التي تستخدم أساليب السلاسل الزمنية والتكامل المشترك في تقدير العلاقات بين المتغيرات، ولجأ لاستخدام أسلوب آخر وهو أسلوب نماذج تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis)، وذلك بغرض دراسة العلاقات بين متغيرات الدراسة.

4.2 اختبار فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ونمو الحصة السوقية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار التحليل المقطعي بأنواعه الثلاثة لمتغير نمو الحصة السوقية في الشركات الفلسطينية على متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4.1) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونمو الحصة السوقية في الشركات الفلسطينية.

جدول (4.1): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t -Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.022	0.009	2.444	0.000
EVA	0.067	0.012	5.583	0.000
R = 0.582 - R-Square = 0.338				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4.2) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونمو الحصة السوقية في الشركات الفلسطينية.

جدول (4.2): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.063	0.019	3.315	0.000
EVA	0.061	0.007	8.714	0.000
R = 0.871 - R-Square = 0.758				

3. نموذج التأثيرات العشوائية

النتائج الموضحة في الجدول (4.3) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونمو الحصة السوقية في الشركات الفلسطينية.

جدول (4.3): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.938	0.214	4.383	0.000
EVA	0.051	0.010	5.100	0.000
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.743	التأثيرات العشوائية المقطعية	
Idiosyncratic random		0.257	التأثير العشوائية الغير محددة	
R = 0.686 - R-Square = 0.470				

4. اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة:

جرت العادة الاعتماد على معامل التحديد كمؤشر رئيسي للمقارنة بين عدة نماذج قياسية من ناحية الملائمة للبيانات التي تجرى عليها الدراسة، إلا أنه في نماذج التحليل المقطعي لا يمكن الاعتماد على معامل التحديد في اختيار نموذج البيانات الملائم وذلك لأن معامل التحديد يعتمد على مقاييس مختلفة في حسابه من نموذج لآخر لذا يتم الاعتماد على قيمة اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية،

واختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ويوضح الجدول (4.4) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملائمة.

جدول(4.4): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	15.271	0.000
اختبار Hausman	9.331	0.000

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 أي أن نتائج الاختبار غير دالة إحصائياً مما يدل على أن نموذج الآثار الثابتة أكثر ملائمة لبيانات الدراسة لغرض دراسة العلاقة بين متغير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونمو الحصة السوقية في الشركات الفلسطينية.

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملائمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة كما في الجدول(4.4) يتبين أن النموذج الأكثر ملائمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4.2)، حيث بلغ معامل الارتباط $R=0.871$ مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين الحصة السوقية في الشركات الفلسطينية، وحيث أن القيمة الاحتمالية $P\text{-Value}=0.000$ وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0.05، فإن العلاقة هي دالة إحصائياً وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة. أما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R^2) فهو 0.758 ويعني ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، تفسر ما نسبته 76% تقريباً من التغير الحاصل في الحصة السوقية للشركات الفلسطينية محل الدراسة.

ويرجع الباحث ذلك إلى أن الحصة السوقية تعتمد بشكل أساسي على حجم المبيعات، والتي تعد من أهم المؤشرات على نجاح الشركة، حيث أن قدرة الشركة على زيادة حصتها السوقية تزيد من إيراداتها، كما يخفض من متوسط تكلفة وحدة الإنتاج، مما يزيد الفرق بين عوائد الشركة وتكاليفها، وحيث تقيس القيمة الاقتصادية المضافة الأداء من خلال المقارنة بين عوائد الأصول وتكلفتها، فإن ذلك يعطي سبباً واضحاً للعلاقة بين هذين المتغيرين. وتتشابه هذه النتيجة مع ما توصلت له دراسة حال (2014م).

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة وتطور القيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار التحليل المقطعي بأنواعه الثلاثة لمتغير وتطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية على تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4.5) هي عبارة عن نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية

جدول (4.5): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.157	0.021	7.300	0.000
EVA	0.005	0.001	5.086	0.000
R = 0.642 - R-Square = 0.432				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4.6) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية

جدول (4.6): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.171	0.004	39.181	0.000
EVA	0.009	0.001	9.000	0.000
R = 0.902 - R-Square = 0.813				

3. نموذج التأثيرات العشوائية:

النتائج الواردة في الجدول (4.7) توضح نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية

جدول (4.7): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.169	0.043	3.860	0.000
EVA	0.017	0.004	4.250	0.000
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.654		التأثيرات العشوائية المقطعية
Idiosyncratic random		0.346		التأثير العشوائية الغير محددة
R = 0.425 - R-Square = 0.180				

4. اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (4.8) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملائمة:
جدول (4.8): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	13.662	0.000
اختبار Hausman	6.34	0.000

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 أي أن نتائج الاختبار غير دالة إحصائياً مما يدل على أن نموذج الآثار الثابتة أكثر ملائمة لبيانات الدراسة لغرض دراسة العلاقة بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتطور القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية .

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملائمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة كما في (4.8) يتبين أن النموذج الأكثر ملائمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4.6)، حيث بلغ معامل الارتباط $R=0.902$ مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين نمو القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية، وحيث أن القيمة الاحتمالية $P\text{-Value}=0.000$ وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0.05، فإن العلاقة هي دالة إحصائياً وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة. أما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج ككل (R^2) فهو 0.81 ويعني ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، تفسر ما نسبته 81% من التغير الحاصل في القيمة السوقية للسهم في الشركات الفلسطينية محل الدراسة.

نستنتج مما سبق وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة على تطور القيمة السوقية للسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من لولو (2016) والمهتدي (2014) والشيخ (2012م) و Chen and Dodd (1997) و Lehn and Makhija (1997)، والتي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة، وتطور القيمة السوقية للسهم. ويرجع الباحث ذلك إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة للشركة تعطي طمأنينة للمستثمر حول أدائها المالي مما يخلق لديه حافز لامتلاك أسهمها، وبالتالي تزداد القيمة السوقية للسهم نتيجة زيادة الطلب عليه.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة وزيادة العوائد المحاسبية في الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

وينبثق عنها الفرضيات التالية:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على الأصول (ROA) في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار التحليل المقطعي بأنواعه الثلاثة لمتغير معدل العائد على الأصول (ROA) على تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4.9) هي عبارة عن نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على الأصول (ROA).

جدول (4.9): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.037	0.007	5.322	0.000
EVA	0.017	0.003	8.500	0.000
R = 0.625 - R-Square = 0.390				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4.10) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على الأصول (ROA)

جدول (4.10): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.034	0.004	7.781	0.000
EVA	0.002	0.001	2.052	0.000
R-Square = 0.910 - R-Square = 0.828				

3. نموذج التأثيرات العشوائية:

النتائج الموضحة في الجدول (4.11) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على الأصول (ROA).

جدول (4.11): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t-Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.036	0.013	2.782	0.006
EVA	0.013	0.005	2.600	0.020
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.776	التأثيرات العشوائية المقطعية	
Idiosyncratic random		0.224	التأثير العشوائية الغير محددة	
R = 0.547 - R-Square = 0.299				

4. اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (4.12) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملائمة:

جدول (4.12): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	15.27	0.000
اختبار Hausman	8.24	0.000

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 أي أن نتائج الاختبار غير دالة إحصائياً مما يدل على أن نموذج الآثار الثابتة أكثر ملائمة لبيانات الدراسة لغرض دراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على الأصول (ROA).

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملائمة (نموذج التأثيرات الثابتة)

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (4.12) يتبين أن النموذج الأكثر ملائمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4.10)، حيث بلغ معامل الارتباط $R=0.91$ مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين العائد على الأصول (ROA) في الشركات الفلسطينية، وحيث أن القيمة الاحتمالية $P\text{-Value}=0.000$ وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0.05 ، فإن العلاقة هي دالة إحصائياً وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة. أما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R^2) ككل فهو 0.828 ويعني ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، تفسر ما نسبته 83% تقريباً من التغير الحاصل في العائد على الأصول (ROA) للشركات الفلسطينية محل الدراسة.

نستنتج مما سبق وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة على العائد على الأصول لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من الجعدي (2014م) وبن مراد (2014) و Joibary & Haydary (2015) و Garvey and Milbourn (2000) و Chen and Dodd (1997) والتي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأصول، ويرجع الباحث ذلك إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة هي القيمة المتبقية للشركة من ربحها التشغيلي بعد خصم تكلفة الاستثمار، وبالتالي فهي مرتبطة بالعوائد مما يخلق علاقة تفسيرية بينها وبين العائد على الأصول.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

تم تقدير نماذج انحدار التحليل المقطعي بأنواعه الثلاثة لمتغير معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) على تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وجاءت نتائج التقدير كما يلي:

1. النموذج التجميعي:

النتائج الموضحة في الجدول (4.13) عبارة عن نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الانحدار التجميعي لدراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE).

جدول (4.13): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t -Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.047	0.014	3.350	0.000
EVA	0.015	0.007	2.142	0.046
R = 0.524 - R-Square = 0.274				

2. نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول (4.14) تظهر نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE).

جدول (4.14): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t -Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.041	0.012	3.303	0.001
EVA	0.037	0.015	2.466	0.000
R-Square = 0.857 - R-Square = 0.734				

3. نموذج التأثيرات العشوائية:

النتائج الموضحة في الجدول (4.15) يوضح نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لدراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE).

جدول (4.15): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

المتغيرات Variables	المعاملات Coefficients	الخطأ المعياري Std Error	القيمة الإحصائية المحسوبة t -Statistic	القيمة الاحتمالية P-value
Constant	0.046	0.023	2.024	0.045
ROE	0.017	0.005	3.400	0.000
التأثيرات العشوائية (Random Effects)				
Cross-section random		0.544		التأثيرات العشوائية المقطعية
Idiosyncratic random		0.456		التأثير العشوائية الغير محددة
R = 0.673 - R-Square = 0.452				

4. اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة:

يوضح الجدول (4.16) نتائج الاختبارين لاختيار النموذج الأكثر ملائمة:

جدول (4.16): نتائج اختبارات اختيار أفضل نموذج

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P - value)
اختبار (F) المقيد	22.21	0.000
اختبار Hausman	13.23	0.000

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.000) وهذا يدل على أن نماذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من النموذج التجميعي للبيانات، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 أي أن نتائج الاختبار غير دالة إحصائياً مما يدل على أن نموذج الآثار الثابتة أكثر ملائمة لبيانات الدراسة لغرض دراسة العلاقة بين متغير تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE).

5. تفسير نتائج النموذج الأكثر ملائمة (نموذج التأثيرات الثابتة):

من خلال نتائج اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة كما في الجدول (4-16) يتبين أن النموذج الأكثر ملائمة هو (نموذج التأثيرات الثابتة) جدول (4-14)، حيث بلغ

معامل الارتباط $(R)=0.857$ مما يشير إلى وجود علاقة طردية قوية بين تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين العائد على الأصول (ROA) في الشركات الفلسطينية، وحيث أن القيمة الاحتمالية $P\text{-Value}=0.000$ وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0.05 ، فإن العلاقة هي دالة إحصائياً وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة. أما بالنسبة لمعامل التحديد للنموذج (R^2) ككل فهو 0.734 ويعني ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، تفسر ما نسبته 73% تقريباً من التغير الحاصل في العائد على الأصول (ROA) للشركات الفلسطينية محل الدراسة.

نستنتج مما سبق وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة على العائد على حقوق الملكية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويؤكد ذلك ارتباط القيمة الاقتصادية المضافة بالعوائد مما يخلق علاقة تفسيرية بينها وبين العائد على حقوق الملكية. وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من بن مراد (2014) Joibary & Haydary (2015) و (2000) Garvey and Milbourn و (1997) Chen and Dodd، ويرجع الباحث ذلك إلى أن زيادة القيمة الاقتصادية المضافة يعني تعظيم قيمة المنشأة، وبالتالي زيادة ثروة الملاك، مما يتوافق مع الزيادة في حقوق الملكية.

الفصل الخامس النتائج والتوصيات

5.1 مقدمة:

تعد نتائج الدراسة هي المنتج الذي أجريت الدراسة من أجله، ولذلك وبعد استعراض الإطار النظري لكل من متغيرات الدراسة، تم إجراء الدراسة العملية، واختبار فرضيات الدراسة، وبالتالي فقد تم التوصل إلى النتائج والتوصيات التالية:

5.2 النتائج:

بناء على ما تم بيانه في الفصل الرابع من تحليل لبيانات الدراسة واختبار الفرضيات فإنه يمكن الخروج بالنتائج التالية:

1. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة، ونمو الحصة السوقية، حيث إن قدرة الشركة على زيادة حصتها السوقية تزيد من إيراداتها، كما تخفض من متوسط تكلفة وحدة الإنتاج. مما يزيد الفرق بين عوائد الشركة وتكاليفها، وحيث تقيس القيمة الاقتصادية المضافة الأداء من خلال المقارنة بين عوائد الأصول وتكلفتها، فإن ذلك يعطي سبباً واضحاً للعلاقة بين هذين المتغيرين مما يدل على وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة على الحصة السوقية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.
2. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة، وتطور القيمة السوقية للسهم. حيث إن القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة للشركة تعطي طمأنينة للمستثمر حول أدائها المالي مما يخلق لديه حافزاً لامتلاك أسهمها، وبالتالي تزداد القيمة السوقية للسهم نتيجة زيادة الطلب عليه، مما يدل على وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة على تطور القيمة السوقية للسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.
3. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة، والعائد على الأصول. حيث إن القيمة الاقتصادية المضافة هي القيمة المتبقية للشركة من ربحها التشغيلي بعد خصم تكلفة الاستثمار، وبالتالي فهي مرتبطة بالعوائد مما يخلق علاقة تفسيرية بينها وبين العائد على الأصول. مما يدل على وجود أثر واضح للقيمة الاقتصادية المضافة على العائد على الأصول لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.
4. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة، والعائد على حقوق الملكية. ويؤكد ذلك ارتباط القيمة الاقتصادية المضافة بالعوائد حيث إن زيادة القيمة الاقتصادية المضافة يعني تعظيم قيمة المنشأة وبالتالي زيادة ثروة المساهمين. مما يتوافق مع الزيادة في حقوق الملكية.

5.3 التوصيات:

1. ضرورة الأخذ بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المساهمة في بورصة فلسطين ليعكس حقيقة الموقف المالي للشركة وتقديم تقارير سنوية جنباً إلى جنب مع التقارير المالية الإلزامية.
2. ضرورة استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قبول أو رفض الفرص الاستثمارية المختلفة لما ثبت له من أفضلية في هذا الجانب على المؤشرات الأخرى وذلك عند المفاضلة بين الفرص الاستثمارية في الشركات الفلسطينية.
3. التأكيد على ربط مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع أنظمة الحوافز وتقارير الأداء بالشركات الفلسطينية لتقليل الفجوة وتضارب المصالح بين كل من المدراء والملاك من جانب وكذلك لتحفيز العاملين وربط أهدافهم مع أهداف الشركة من جانب آخر.
4. ضرورة تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بشكل تدريجي وتدريب الموظفين على فهمه والعمل به من أعلى الهيكل التنظيمي في الشركة نزولاً عبر المستويات الإدارية المختلفة ووصولاً إلى العاملين في المستويات الدنيا في الشركة.

5.4 الدراسات المستقبلية المقترحة:

1. عمل دراسة حول علاقة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مع بطاقة الأداء المتوازن (BSC) كعلاقة تكاملية يبرز فيها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس مالي قوي ضمن أداة بطاقة الأداء المتوازن كمقياس شامل للأداء.
2. عمل دراسة حالة حول قطاع معين أو شركة معينة من بورصة فلسطين يتم فيها تطبيق التسويات المقترحة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.
3. عمل دراسة تشمل كلاً من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمتغيرات مستقلة والمؤشرات التقليدية التي لم يتم تناولها في هذه الدراسة مثل العائد على المبيعات والعائد على السهم كمتغيرات تابعة، وذلك لمعرفة أي من المتغيرات المستقلة لها أثر أكبر في المتغيرات التابعة.

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع

القرآن الكريم.

أولاً: المراجع العربية:

إدريس، ثابت عبد الرحمن والمرسي، جمال الدين محمد. (2006م). الإدارة الإستراتيجية: مفاهيم ونماذج تطبيقية. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

بن مالك، عمار. (2011م). المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء . دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006 - 2010 (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.

بن مراد، زينب. (2014م). مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة قاصدي مرياح، الجزائر.

الجعيدي، عمر. (2014م). مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثير العلاقة بنوع القطاع والحجم. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 1(23)، 208-232.

جمعة، السعيد فرحات. (2000م). الأداء المالي لمنظمات الأعمال. الرياض، السعودية: دار المريخ للنشر.

حال، نيفين. (2014م). استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة بورسعيد، مصر.

الحو، محمد نعيم. (2010م). دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية . دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة من 2004 - 2008 (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

حنفي، عبد الغفار وأبو قحف، عبد السلام. (1993م). تنظيم وإدارة الأعمال. الإسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.

أبوحويلة، أمل بدر. (2012م). مدى استخدام مقاييس الأداء المالية وغير المالية في ظل بيئة التصنيع الحديثة دراسة ميدانية على الشركات الصناعية العاملة في قطاع غزة (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

الخولي، هالة عبد الله. (2000م). دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال. مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، ع(56)، 87-133.

دادن، عبد الوهاب وحفصي، رشيد. (2014م). تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD) خلال الفترة 2006-2011. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، 7(2)، 22-42.

دبابش، محمد نجيب وقُدوري، طارق. (2013م، 5-6 مايو). دور النظام المحاسبي المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة. ورقة مقدمة إلى مؤتمر واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الجزائر: جامعة الوادي.

الزبيدي، حمزة محمود. (2011م). التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل. ط2. عمان: الوراق للنشر والتوزيع.

سلطان، تركي. (1996م). هندسة التغيير - التغيير الجذري لقيمة الإدارة. القاهرة: عالم الكتب.

سويسي، هوارى. (2010م). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث، ع(7)، 55-70.

السلمي، علي، (1976م). تقييم الأداء في إطار نظام متكامل للمعلومات. مجلة الإدارة، 9(1)، 42-59.

شبلي، عبد الحسين توفيق. (2009م). استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في المؤسسات الاقتصادية. مجلة العلوم الاقتصادية، 6(23)، 135-158.

الشرقاوي، أشرف. (2004م). *العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم . دراسة عملية لاختبار المزاعم النظرية*. بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الإمارات العربية المتحدة: كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

الشيخ، عماد يوسف. (2012م). *دراسة مقارنة لأثر استخدام مؤشرات الأداء التقليدية ومؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة مع أسعار الأسهم*. *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، 19(2)، 207-238.

صيفي، حسنية وبن عمارة، نوال. (2015م). *قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة*. *دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008 إلى 2013)*. *مجلة الباحث*، ع(15)، 179-190.

الضب، علي وعياد، سيدي امحمد. (2012م). *تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة*. *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية*، ع(2)، 76-92.

عاصي، أمارة محمد يحيى. (2009م). *تقييم الأداء المالي للمصارف الإسلامية - دراسة تطبيقية على البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار* (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة حلب، سوريا.

عبد الحليم، مزغيش. (2012م). *تحسين أداء المؤسسة في ظل إدارة الجودة الشاملة* (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة الجزائر، الجزائر.

عبد العظيم، محمد حسن محمد. (2005م). *دور المعلومات المحاسبية في تفعيل الإدارة الإستراتيجية في المنظمات*. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، 21(1)، 76-90.

عبد الغني، دادن والأمين، محمد كمامسي. (2005م. 8-9 مارس). *الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية*. ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، الجزائر: جامعة ورقلة.

عبد الغني، دادن. (2006م). *قياس وتقويم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية* (أطروحة دكتوراه غير منشورة). جامعة الجزائر، الجزائر.

علي، مقبل علي أحمد. (2010م). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها-دراسة تطبيقية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة حلب، سوريا.

عوض، فاطمة رشدي. (2009م). تأثير الربط والتكامل بين مقياس الأداء المتوازن BSC ونظام التكاليف على أساس الأنشطة ABC في تطوير أداء المصارف الفلسطينية "دراسة تطبيقية على بنك فلسطين" (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة.

فهد، نصر حمود. (2009م). أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

قدومي، نائر وكيلاي، قيس والعمارنة، أسماء. (2012م). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير تقييم الأداء التقليدية "دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الأردنية". المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، 14(1).

لولو، شعبان محمد عقيل. (2016م). قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم. "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

المهتدي، غدير محمود. (2014م). استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة بنك فلسطين" (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة.

موقع بورصة فلسطين. (2016م). ميزانيات الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين عن السنوات من 2012-2015. تاريخ الاطلاع: 8 فبراير 2016م، الموقع: www.p-s-e.com

النعيمي، عدنان تايه والتميمي، أرشد فؤاد. (2008م). التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Ahmed, H. (2015). Impact of Firmsa Earnings and Economic Value Added on the Market Share Value: An Empirical Study on the Islamic Banks in Bangladesh. *Global Journal of Management and Business Research: D, Accounting and Auditing*, 15(2), 1-5.
- Al Mamun, A., & Abu Mansor, S. (2012). EVA as Superior Performance Measurement Tool. *scientific Research, Modern Economy*, 2, 310-318.
- Amarvathi, M., & Raja, S. (2014). Optimum Capital Structure Strategies and Usage of Economic Value Added For Shareholders' Value Creation with Special Reference to Infosys. *Indian Journal of Applied Research*, 4(12), 556-558.
- Ampuero, M., Goranson, J., & Scott, J., (1999). Solving the Measurement Puzzle - How EVA and the Balanced Scorecard Fit Together. *Ernst & Young Centre for Business Innovation(ed), Measuring Business Performance, Perspectives on Business Innovation*, Cambridge 2, 45-52.
- Anderson, A. M., Bey, R. P. & Weaver, S. C., (2004, March 18-20). "Economic value added adjustments: much to do about nothing", Paper Presented at the Midwest Finance Association Meeting, USA: University of Tulsa.
- Aslam, I., Khan, A., Hussain, I., & Ali, A. (2015). Comparison of Traditional and Modern Performance Instruments on Selected Companies from Pakistan. *International Review of Management and Marketing*, 5(4), 242-245.
- Barbullushi, E. (2015). Implications And Application Of Economic Value Added In Banking Sector In Albania. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, III(2), 1-15.
- Bodie, Kane & Marcus. (2004). *Essentials of Investments*. USA: McGraw Hill.
- Burksaitiene, D. (2009). Measurement of Value Creation: Economic Value Added and Net Present Value. *Economics & Management*, 14, 709-714.
- Cheng Q. (2005). What Determines Residual Income?. *The Accounting Review*, 80(1), 85-112.
- Chen, S. & Dod L. (1997). Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318-333.
- Drucker, F. (1995). The Information Executives Truly Need. *Harvard Business Review*, January-February, 54-62.
- Fernandez, P. (2011). *WACC: Definition, Misconceptions and Errors*. Working Paper, WP-914, Spain: University of Navarra.

- Garvey, T. & Milbourn, T. (2000). EVA versus earnings: Does it matter which is more highly correlated with stock returns?. *Journal of Accounting Research*, 209-245.
- Geuser, F., Mooraj S., & Oyon, D. (2009). Does the Balanced Scorecard Add Value? Empirical Evidence on its Effect on Performance. *European Accounting Review*, 18(1), 93-122.
- Geyser, M., & Liebenberg, E. (2003). Creating A New Valuation Tool For South African Agricultural Co-Operatives. *Agrekon*, 42(2), 106-115.
- Haldar, A., S.,V.,D., Rao, N., & Shah, R. (2015). Economic Value Added: Corporate Performance Measurement Tool. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 11(1), 47-58.
- Hasani, M., & Fathi, Z. (2012). Relationship The Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute*, 4(3), 406-415.
- Herzberg, M. (1998). Implementing EBO/EVA Analysis in Stock Selection. *Journal of Investing*, 7(1), Spring, 45-53.
- Hornngren, T., Datar, M., & Foster, G. (2001). *Cost Accounting: Managerial Emphasis*. New Jersey: Pearson education.
- Hundal, S. (2015). Economic Value Added (EVA), Agency Costs and Firm Performance: Theoretical Insights through the Value Based Management (VBM) Framework. *Finnish Business Review*, Retrieved on May 21, 2016 from: <http://urn.fi/urn:nbn:fi:jamk-issn-2341-9938-5>
- Ilic, M. (2010). Economic Value Added As A Modern Performance Indicator. Perspectives of Innovations. *Economics & Business*, 6(3), 94-97.
- Joibary, R., & Heydary M. (2015). The survey of Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) and Profitability Ratios in Tehran stock exchange. *VISI J Akademik*, 9, 17-24.
- Kaplan, R., Norton, D. (1996). *Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System*. Boston, Massachussettes: Harvard Business School Press.
- Kulišauskas, D., & Galinienė, B. (2015). Stock evaluation methods and their applicability in Lithuania ensuring sustainable capital market development. *Journal of Security and Sustainability*, 5(1), 73-86.
- Latha, C. (2009). Measuring Value Enhancement Through Economic Value Added: Evidence from literature. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(9), 46-62.
- Lehn, K., & Makhija A. (1996). EVA and MVA as Performance Measures and Signals for Strategic Change. *Strategy and Leadership*, 24(3), 34-38.

- Lovata, M., & Costigan, L. (2002). Empirical analysis of adopters of economic value added. *Management Accounting Research*, 13(2), 215-228.
- Mäkeläinen, E., & Roztock, N. (1998). *Economic Value Added (EVA) for small business*. Retrieved on Jun. 18, 2016 from: www.evanomics.com/presenta/evaspres.pdf.
- Mackenzie, B., Coetsee, D., Njikizana, T., Chamboko, R., Colyvas, B. & Hanekom, B. (2012). *Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. (9th ed.). New Jersey: Wiley IFRS.
- Hasani, M., Fathi, Z. (2012) "Relationship The Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute*, 4(3), 406-415.
- Naicker, M. (2014). *The Impact of Deferred Tax Adjustment on The EVA Measure for JSE-listed Food Producers and Retailers in South Africa*. (Unpublished Master Thesis). Durban University of Technology: South Africa.
- Ongeri, B. (2014). Economic Value - Accounting Value Nexus: –The Effect of Accounting Measures on Economic Value Added Amongst the Kenyan Commercial Banks. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics*, 1(3), 182-200.
- Ottoson, E., & Weissenrieder, F. (1996). Cash Value Added—A New Method for Measuring Financial Performance. *Gothenburg Studies in Financial Economics*, 1. Retrieved on Jun. 7, 2016 from: http://www.fwc.se/1/1_2.html.
- Ramana, D. (2004). *Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences*. Bhubaneswar: Xavier Institute of Management.
- Rakshit, D. (2006). EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 11, 40-59.
- Ray, S. (2012). Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement. *Advances in Information Technology and Management*, 2(2), 260-267.
- Sharma, A., & Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA)-Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200-220.
- Alexei, S. (2012). Economic Value Added (EVA) – Main Indicator In Measuring The Value Creation Of The Target Corporation Inc. *IJRRAS*, 12(1), 34-37.
- Stern, J., Stewart III, B., & Chew, Jr. (1995). The EVA Financial System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.
- Stewart, B. (2013). *Best Practice EVA: The Ultimate Solution for Value-Based Corporate*. New York, USA: John Wiley & Sons.

- Stewart, B. (1991). *The Quest for Value: A Guide For Senior Managers*. (1st ed.). New York: Harper Business.
- Thilakerathne, P. (2015). Economic Value Added (EVA) Disclosure Practices of Sri Lankan Listed Companies. *Journal of Finance and Accounting*, 3(5), 117-127.
- Vance, D. (2003). *Financial Analysis & Decision Making*. USA: McGraw Hill.
- Wang, Y., Jiang, X., Liu, Z., & Wang, W. (2015). Effect of Earnings Management on Economic Value Added: A China Study. *Accounting and Finance Research*, 4(3), 9-19.
- Weissenrieder, F. (1998). *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?* (Unpublished Study). Gothenburg University, Sweden.
- Wood, N. (2012). Economic value added (EVA): Uses, Benefits and Limitations – A South African Perspective. *Southern African Business Review*, 4(1), 46-53.
- Worthington, A., & West, T. (2004). Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added. *Australian Journal of Management*, 29(2), 67-86.
- Young, S., O'Byrne, S. (2003). *EVA and Value-Based Management-A Practical Guide to Implementation*. Compressed Knowledge. USA: McGraw-Hill.
- Young, D. (1997). Economic value added: A Primer for European Managers. *European Management Journal*, 15(4), 7-19.
- Zimmerman, J.L. (1997). EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 98-109.

الملاحق

ملحق (1): القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات عينة الدراسة للفترة من 2012-2015

EVA				رمز الشركة	اسم الشركة	القطاع	#
2015	2014	2013	2012				
508394	620222	477063	1155264	APC	العربية لصناعة الدهانات	قطاع الصناعة	1
-449436	1030890	675171	1386074	JPH	القدس للمستحضرات الطبية		2
-27333	231297	350074	279871	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون		3
-196233	297806	288220	-493741	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات		4
3324736	2826796	2880981	4351058	BPC	بييرزيت للأدوية		5
935628	-1344703	-3667296	-1747489	JCC	سجاير القدس		6
-354838	-367557	-570930	-845384	VOIC	مصانع الزيوت النباتية		7
-187391	-217529	-189468	-244026	ELECTRODE	مصنع الشرق للالكترود		8
-105394	-677578	127611	-1552289	GMC	مطاحن القمح الذهبي		9
-81699	-142776	-119531	-191874	ABRAJ	أبراج الوطنية	قطاع الخدمات	10
96122535	101341724	79979648	64423260	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية		11
8193490	1205962	3070512	8175299	PEC	الفلسطينية للكهرباء		12
-1013091	-814307	-1928995	-1200515	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية		13
2999935	-1880222	-1158826	-1620552	AHC	المؤسسة العربية للفنادق		14
-177807	-513097	-332201	-229021	ARE	المؤسسة العقارية العربية		15
346679	548116	243852	-318258	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	قطاع التأمين	16
4456028	-2004735	250871	-3296762	NIC	التأمين الوطنية		17
21958	-933665	186048	-555585	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين		18
1243529	-1553796	-9194	-1363926	GUI	العالمية المتحدة للتأمين		19
-2889434	-2203063	-1113244	-4947789	TRUST	ترست العالمية للتأمين	قطاع الاستثمار	20
253662	-52135	-91581	-342358	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار		21
-1036269	1445229	1384976	1909601	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي		22
-24550048	-26048525	-24780673	-22380449	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار		23

ملحق (2): متوسط سعر السهم للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2012-2015

#	القطاع	الشركة	الرمز	متوسط سعر السهم			
				2015	2014	2013	2012
1	قطاع الصناعة	العربية لصناعة الدهانات	APC	2.488	3.357	3.653	4.443
2		القدس للمستحضرات الطبية	JPH	3.958	2.100	1.700	1.990
3		الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.550	0.910	1.010	1.010
4		الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	NAPCO	0.770	0.681	0.740	0.750
5		بيرزيت للأدوية	BPC	3.186	3.028	3.300	3.500
6		سجاير القدس	JCC	1.027	1.086	0.889	0.721
7		مصانع الزيوت النباتية	VOIC	5.035	6.467	7.819	9.379
8		مصنع الشرق للالكتروود	ELECTRODE	1.925	1.975	1.984	2.024
9		مطاحن القمح الذهبي	GMC	0.681	0.889	0.721	0.671
10	قطاع الخدمات	أبراج الوطنية	ABRAJ	1.020	1.030	1.020	1.150
11		الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	5.085	5.726	5.628	5.480
12		الفلسطينية للكهرباء	PEC	1.380	1.420	1.030	1.180
13		الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	0.595	0.850	1.100	1.000
14		المؤسسة العربية للفنادق	AHC	0.602	0.849	0.721	0.750
15		المؤسسة العقارية العربية	ARE	0.425	0.375	0.286	0.267
16	قطاع التأمين	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	1.116	1.086	1.718	1.047
17		التأمين الوطنية	NIC	3.870	3.600	3.300	2.900
18		التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	1.030	1.080	1.360	2.300
19		العالمية المتحدة للتأمين	GUI	1.200	1.460	1.880	1.650
20	قطاع الاستثمار	ترست العالمية للتأمين	TRUST	2.600	2.500	2.500	2.670
21		الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	0.610	0.440	0.400	0.340
22		فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	1.175	2.034	1.896	1.975
23		فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.900	1.350	1.360	1.210

ملحق (3): معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2012-2015

ROA				الرمز	الشركة	القطاع	#
2015	2014	2013	2012				
0.1294	0.1838	0.1411	0.2187	APC	العربية لصناعة الدهانات	قطاع الصناعة	1
0.0040	0.0311	0.0266	0.0434	JPH	القدس للمستحضرات الطبية		2
0.0174	0.0704	0.0493	0.0705	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون		3
0.0081	0.0345	0.0343	0.0031	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات		4
0.0830	0.0846	0.0603	0.0714	BPC	بييرزيت للأدوية		5
0.0389	0.0135	-0.0655	0.0005	JCC	سجاير القدس		6
0.1846	0.2611	0.2252	0.2153	VOIC	مصانع الزيوت النباتية		7
0.0286	0.0276	0.0277	0.0273	ELECTRODE	مصنع الشرق للالكترود		8
0.0232	0.0115	0.0090	-0.0596	GMC	مطاحن القمح الذهبي		9
0.0167	0.0267	0.0080	0.0163	ABRAJ	أبراج الوطنية	قطاع الخدمات	10
0.1332	0.1378	0.1133	0.1113	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية		11
0.0748	0.0387	0.0182	0.1277	PEC	الفلسطينية للكهرباء		12
-	0.0307	-0.0073	-0.1943	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية		13
-	0.0309	-0.0320	-0.0200	AHC	المؤسسة العربية للفنادق		14
0.0055	-0.1116	-0.0658	-0.0653	ARE	المؤسسة العقارية العربية		15
0.0665	0.0837	0.0002	-0.0050	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	قطاع التأمين	16
0.0631	0.0618	0.0361	0.0208	NIC	التأمين الوطنية		17
0.0484	0.0315	0.0908	0.0449	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين		18
0.0817	0.0218	0.0167	0.0152	GUI	العالمية المتحدة للتأمين		19
0.0215	0.0347	0.0251	0.0133	TRUST	ترست العالمية للتأمين	قطاع الاستثمار	20
0.0146	0.0086	0.0111	0.0039	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار		21
0.0168	0.0865	0.0647	0.0820	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي		22
0.0237	0.0315	0.0231	0.0304	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار		23

ملحق (4): معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2012-2015

ROE				الرمز	الشركة	القطاع	#
2015	2014	2013	2012				
0.2039	0.2667	0.2049	0.3176	APC	العربية لصناعة الدهانات	قطاع الصناعة	1
0.0058	0.0453	0.0408	0.0614	JPH	القدس للمستحضرات الطبية		2
0.0192	0.0797	0.0559	0.0843	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون		3
0.0175	0.0757	0.0759	0.0073	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات		4
0.1032	0.1055	0.0790	0.0873	BPC	بييرزيت للأدوية		5
0.0820	0.0305	-0.1467	0.0008	JCC	سجاير القدس		6
0.1960	0.2780	0.2413	0.2305	VOIC	مصانع الزيوت النباتية		7
0.0309	0.0300	0.0296	0.0295	ELECTRODE	مصنع الشرق للالكترود		8
0.0276	0.0134	0.0101	-0.0817	GMC	مطاحن القمح الذهبي		9
0.0185	0.0285	0.0084	0.0176	ABRAJ	أبراج الوطنية	قطاع الخدمات	10
0.1791	0.1827	0.1629	0.1530	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية		11
0.1045	0.0577	0.0242	0.1489	PEC	الفلسطينية للكهرباء		12
-0.0837	-0.0206	-0.6831	-0.0572	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية		13
-0.0512	-0.0554	-0.0343	-0.0528	AHC	المؤسسة العربية للفنادق		14
0.0152	-0.4529	-0.2984	-0.1185	ARE	المؤسسة العقارية العربية		15
0.1129	0.1653	0.0005	-0.0091	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	قطاع التأمين	16
0.1939	0.1804	0.0952	0.0574	NIC	التأمين الوطنية		17
0.1020	0.0723	0.2350	0.1398	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين		18
0.2768	0.0821	0.0632	0.0563	GUI	العالمية المتحدة للتأمين		19
0.0641	0.1064	0.0658	0.0345	TRUST	ترست العالمية للتأمين	قطاع الاستثمار	20
0.0152	0.0089	0.0118	0.0041	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار		21
0.0238	0.1138	0.0858	0.1061	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي		22
0.0369	0.0487	0.0359	0.0458	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار		23

ملحق (5): الحصة السوقية للشركات الفلسطينية عينة الدراسة بالنسبة للقطاع المنتمة إليه عن الفترة من 2012-2015

#	القطاع	الشركة	الرمز	الحصة السوقية			
				2015	2014	2013	2012
1	قطاع الصناعة	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0189	0.0199	0.0275	0.0382
2		القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.1072	0.1200	0.1632	0.2008
3		الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0274	0.0314	0.0447	0.0528
4		الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	NAPCO	0.0844	0.0822	0.1049	0.1144
5		بيرزيت للأدوية	BPC	0.1361	0.1369	0.1716	0.2058
6		سجاير القدس	JCC	0.5469	0.5337	0.3748	0.2924
7		مصانع الزيوت النباتية	VOIC	0.0222	0.0224	0.0360	0.0399
8		مصنع الشرق للالكترود	ELECTRODE	0.0096	0.0077	0.0080	0.0070
9		مطاحن القمح الذهبي	GMC	0.0474	0.0459	0.0692	0.0486
10	قطاع الخدمات	أبراج الوطنية	ABRAJ	0.0023	0.0023	0.0023	0.0023
11		الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.8727	0.8800	0.8927	0.8766
12		الفلسطينية للكهرباء	PEC	0.0720	0.0644	0.0563	0.0741
13		الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	0.0280	0.0295	0.0256	0.0263
14		المؤسسة العربية للفنادق	AHC	0.0112	0.0107	0.0117	0.0117
15		المؤسسة العقارية العربية	ARE	0.0058	0.0037	0.0006	0.0005
16	قطاع التأمين	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	0.0081	0.0095	0.0108	0.0085
17		التأمين الوطنية	NIC	0.1258	0.1020	0.1106	0.0673
18		التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	0.1409	0.1503	0.1792	0.2256
19		العالمية المتحدة للتأمين	GUI	0.3121	0.3367	0.3060	0.3097
20	قطاع الاستثمار	ترست العالمية للتأمين	TRUST	0.4212	0.4111	0.4042	0.3974
21		الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	0.0454	0.0261	0.0549	0.0139
22		فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.2340	0.2848	0.2924	0.2822
23		فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.7206	0.6890	0.6527	0.7039

ملحق (6) التغيير في سعر السهم للشركات الفلسطينية عينة الدراسة عن الفترة من 2012-2015

#	القطاع	الشركة	الرمز	التغيير في سعر السهم			
				2015	2014	2013	2012
1	قطاع الصناعة	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0286	0.3492	0.0882	0.2162
2		القدس للمستحضرات الطبية	JPH	-0.1840	-0.4737	-0.1905	0.1706
3		الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	-0.2029	0.6545	0.1099	0.0000
4		الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	NAPCO	-0.1789	-0.1154	0.0870	0.0133
5		بيبرزيت للأدوية	BPC	0.0000	-0.0502	0.0891	0.0606
6		سجاير القدس	JCC	-0.1875	0.0577	-0.1818	-0.1889
7		مصانع الزيوت النباتية	VOIC	0.2289	0.2843	0.2092	0.1995
8		مصنع الشرق للإلكترونيات	ELECTRODE	-0.0250	0.0256	0.0050	0.0199
9		مطاحن القمح الذهبي	GMC	-0.3168	0.3043	-0.1889	-0.0685
10	قطاع الخدمات	أبراج الوطنية	ABRAJ	-0.1282	0.0098	-0.0097	0.1275
11		الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	-0.0265	0.1262	-0.0172	-0.0263
12		الفلسطينية للكهرباء	PEC	0.1597	0.0290	-0.2746	0.1456
13		الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	0.0000	0.0000	0.2941	-0.0909
14		المؤسسة العربية للفنادق	AHC	-0.1644	0.4098	-0.1512	0.0411
15		المؤسسة العقارية العربية	ARE	-0.0851	-0.1163	-0.2368	-0.0690
16	قطاع التأمين	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	0.0273	-0.0265	0.5818	-0.3908
17		التأمين الوطنية	NIC	0.0078	-0.0698	-0.0833	-0.1212
18		التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	0.0619	0.0485	0.2593	0.6912
19		العالمية المتحدة للتأمين	GUI	0.0435	0.2167	0.2877	-0.1223
20	قطاع الاستثمار	ترست العالمية للتأمين	TRUST	-0.1156	-0.0385	0.0000	0.0680
21		الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	-0.1286	-0.2787	-0.0909	-0.1500
22		فلسطين للاستثمار الصناعي	PHIC	-0.2323	0.7311	-0.0680	0.0417
23		فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	-0.1000	0.5000	0.0074	-0.1103