



تأثير محددات خلق القيمة على القيمة الاقتصادية المضافة لحملة الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية

إعداد

أ.م.د/ علاء فرج حسن رضوان
أستاذ مساعد إدارة الأعمال
كلية التجارة – جامعة المنوفية

أ.د/ أحمد أحمد عبدالله اللحاج
أستاذ إدارة الأعمال المتفرغ
عميد كلية التجارة الأسبق – جامعة المنوفية

الباحث/ محمود عبد المرسى إبراهيم أبووفرو

معيد بقسم إدارة الأعمال – كلية التجارة – جامعة المنوفية

مجلة راية الدولية للعلوم التجارية

دورية علمية محكمة

المجلد (٤) - العدد (١٥) - أكتوبر ٢٠٢٥

<https://www.rijs.org/>

الناشر

معهد راية العالي للإدارة والتجارة الخارجية بدمياط الجديدة

المنشأ بقرار وزير التعليم العالي رقم ٤٨٩٠ بتاريخ ٢٢ أكتوبر ٢٠١٨ بجمهورية مصر العربية



The impact of value creation Determinants on Economic value Added to shareholders :An Applied Study on Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange

submitted by

Prof.Dr. Ahmed Ahmed Ellehleh

Prof. OF Business Administration, Former Dean of The

Faculty of Commerce Menoufia University

ahmedlh2@yahoo.com

Prof.Dr. Alaa Farag Hassan Radwan

Assistant Professor of Business Administration - Faculty

of Commerce - Menoufia University

alaaradwan2014@yahoo.com

Mahmoud abdelmordy ibrahim abufarw

.Demonstrator, Department of Business Administration - Faculty of Commerce - Menoufia University

abufarwmahmoud@gmail.com

Raya International Journal of Business Sciences

volume (4), issue (15), october 2025

<https://www.rijcs.org/>

Raya Higher Institute of Management and Foreign Trade in New Damietta

إستهدف البحث قياس مستوى الأداء المالي الفعلي
للشركات المدرجة في البورصة المصرية بإستخدام مؤشر
القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) ومعرفة واقع وحال
الشركات محل البحث وبيان ما إذا كانت تخلق القيمة أو
تؤدي لإضمحلال القيمة لحملة الأسهم،



كذلك بيان العوامل المؤثرة على القيمة الإقتصادية المضافة بإعتبارها متغير تابع والمتغيرات المستقلة والمتمثلة في (قيمة الملكية – قيمة المديونية- ربح التشغيل- معدل الفائدة بعد الضريبة- معدل العائد المطلوب على حق الملكية)، وإعتمد هذ البحث على منهجية تسمى (panel data)، والتي تتضمن كلاً من بعدي الزمن (time series data) والبيانات المقطعية (cross section data) وعليه تم إستخدام نموذج بيانات (panel data) وذلك لتفادي العيوب التي تعاني منها النماذج المعتمدة على البيانات القطاعية فقط، ويأتي هذا البحث بالتطبيق على ٣١ شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية موزعين على ١٢ قطاع، وتوصل الباحثون لوجود تأثير ذو دلالة إحصائية لربح التشغيل، قيمة المديونية، معدل العائد المطلوب على حق الملكية على القيمة الإقتصادية المضافة، بينما لا يوجد تأثير معنوي لكلاً من قيمة الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة على القيمة الإقتصادية المضافة، وأوصى الباحثون بضرورة الحذر في التوسع في إستخدام الديون في هيكل التمويل وكذلك توجيه المؤسسات المعنية مثل مجلس إدارة البورصة المصرية ومكاتب المحاسبة والمراجعة بتبني ثقافة تقييم الأداء المالي بإستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة ، خلق القيمة.

Abstract:

This research aimed to measure the actual financial performance of companies listed on the Egyptian Stock Exchange using the Economic Value Added (EVA) indicator, To know the reality and condition of the companies under research, and indicate whether they create value or lead to the loss of value for shareholders, It also shows the factors affecting the added economic value as a dependent variable and the independent variables, which are (property value - debt value - operating profit - interest rate after tax - required rate of return on equity). This research relied on a methodology called (panel data), Which includes both dimensions of time (time series data) and cross-section data. Accordingly, a data model

(panel data) was used in order to avoid the defects that suffer from models based on sectoral data only, This research comes by applying it on 31 companies listed on the stock market distributed over 12 sectors, The researchers found that there is a statistically significant effect of operating profit, the value of debt, and the required rate of return on property rights on the economic value added, while there is no significant effect for both the value of property and the interest rate after tax on the economic value added, The researchers recommended the need for caution in expanding the use of debt in the financing structure, as well as directing relevant institutions, such as the board of directors of the Egyptian Stock Exchange and accounting and auditing offices, to adopt a culture of evaluating financial performance using the economic value added index.

Keywords: economic value added, value creation.

١- مقدمة:

شهدت بيئة المال والأعمال العديد من حالات الإخفاق المالى نتيجة ضعف أنظمة تقييم الأداء لهذه الشركات، الأمر الذي إنعكس بدوره على إلحاق الضرر بحقوق حملة الأسهم بل إمتد الأمر لإلحاق الضرر بكافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة. ويشكل الأداء بشقيه المالى وغير المالى حجر الزاوية في جميع الشركات، إذ تسعى جميع الشركات جاهدة لتحقيق أفضل أداء من الناحيتين المالية وغير المالية ولكي تصل لتحقيق هذا الهدف؛ فإنها تبحث عن أدوات أو مؤشرات تكون بمثابة مرآة عاكسة لأدائها. تعاني المقاييس التقليدية وفي مقدمتها النسب المالية من عدم القدرة على الكشف عما إذا كانت جهود الإدارة قد ساهمت بالفعل في تعظيم ثروة الملاك أم لا، فنسب الربحية على سبيل المثال لا تأخذ في الحسبان بشكل واضح ومباشر تكلفة الأموال التي إستخدمت في تحقيق تلك الأرباح، هذا فضلاً عن أنها لا تأخذ في الحسبان ما تتعرض له تلك الربحية من مخاطر، أى لا تأخذ في الحسبان معدل العائد الذى يطلبه الملاك، وعلى النقيض من ذلك يراعى مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كل هذه الإعتبارات، فالمدخل المذكور يعترف بأن حقوق الملكية لها تكلفة شأنها في ذلك شأن الأموال المقترضة، وبناءً عليه فإن كفاءة الإدارة تتوقف على قدرتها على تحقيق عائد للملاك يفوق تكلفة كافة الأموال التى إعتمدت عليها المنشأة

لتحقيق هذا العائد، بل والأهم من ذلك أن المدخل المذكور يراعي عند تقدير تكلفة حقوق الملكية ملائمتها لمستوى المخاطر الذي يتعرض له العائد الذي يحققه حملة الأسهم^(١). لذلك يسعى هذا البحث إلى التعرف على مدى قدرة الشركات على خلق القيمة المضافة لحملة الأسهم ومن ثم مساعدة الأطراف المختلفة على إتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة، وقد تحقق ذلك من خلال إستخدام نموذج القيمة الإقتصادية المضافة وذلك بتطبيق البحث على عدد من الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال سلسلة زمنية محددة.

٢- مفاهيم ومصطلحات البحث:

❖ القيمة الإقتصادية المضافة

يرجع الفضل في ظهور مقياس القيمة الإقتصادية المضافة في الصورة التي هو عليها الآن (Economic Value Added (EVA) للباحثين جول سترن Joel Stern وزميله جى بنيت ستيوارت G.Bennett Stewart، اللذان كانا يعملان عام ١٩٨٢ لحساب شركة (Stern Stewart & co.) للإستشارات^(٢).

ويعرف Stern و Stewart القيمة الإقتصادية المضافة على أنها "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، وهي بذلك تمثل الفرق الناتج من طرح تكلفة رأس المال من صافي الربح التشغيلي"^(٣).

ويمكن تعريف القيمة الإقتصادية المضافة على أنها "مقياس للأداء المالي للشركة ويتم حسابه عن طريق خصم تكلفة الأموال بنوعها (مملوكة ومقرضة) من صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب، بهدف معرفة ما إذا كانت الشركة تخلق قيمة مضافة لحملة الأسهم أو تدهور القيمة وذلك خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة مالية".

٣- الدراسات السابقة:

تعد البحوث والدراسات السابقة الإطار الفكري والمرجعي للدراسة، وخلال العقود الماضية ظهرت العديد من الدراسات التي تناولت تقييم الأداء المالي للشركات باستخدام الطرق

^(١) هندی، منیر إبراهيم، "حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء"، دار المعرفة الجامعية،

الإسكندرية، ص(٣٤٥)، ١٦، ٢٠١٦.

^(٢) هندی، منیر إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص(٣٤٦).

^(٣) Stern,j.,Stewart.G.&Chew,D,"The EVA Financial Management System", Journal Of Applied Corporate Finance", vol(8),NO(2),p(32),1995

التقليدية وتلاها مجموعة متنوعة من الدراسات تناولت تقييم أداء الشركات باستخدام المداخل الحديثة لتقييم الأداء وأبرز هذه المداخل هو مدخل الإدارة على أساس القيمة (VBM)، وسوف يقوم الباحث في هذا الجزء بعرض للدراسات السابقة التي تناولت مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع مراعاة عرض تلك الدراسات من الأقدم للأحدث وذلك كما يلي:

كانت بداية الإنطلاق في مجال القيمة الاقتصادية المضافة لدراسة Stern و Stewart حيث هدفت الدراسة إلى تحديد قوة الارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة، واشتملت عينة الدراسة على 613 شركة أمريكية مسجلة في سوق الأوراق المالية، وباستخدام بيانات السنتين ١٩٨٧ و ١٩٨٨، وبناءً على نتائج الدراسة قد تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين، الأولى تحتوى على منشآت الأعمال ذات القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة، والثانية تحتوى على منشآت الأعمال ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة، وقد أظهرت النتائج أنه بالنسبة للشركات التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة كان هناك مستوى عالي من الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، أما بالنسبة لمجموعة الشركات التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة سالبة فكان الارتباط ضعيفاً بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة⁽¹⁾.

وإستكمالاً لهذه الدراسة فقد جاءت دراسة (Stewart)² لتستكمل ماتوصلت إليه الدراسة السابقة وباستخدام نفس المنهج ولنفس الهدف ولكن كان الاختلاف الوحيد هو مقارنة النتائج لفترتين مختلفتين وتضمنت الفترة الأولى بيانات السنتين ١٩٨٤ و ١٩٨٥ وتضمنت الفترة الثانية بيانات السنتين المائيتين ١٩٨٧ و ١٩٨٨ وتوصلت الدراسة إلى نفس نتائج الدراسة السابقة

وعلى نفس المنهج جاءت دراسة (Uyemura) لتثبت ماتوصلت إليه الدراسة السابقة ولكن مع إختلاف الفترة الزمنية التي شملتها الدراسة وكانت هذه الفترة من عام (١٩٨٦-١٩٩٥) وسعى الباحثون من خلالها إلى تحديد قوة الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وذلك بالتطبيق على بيانات ١٠٠ شركة أمريكية، وقد أظهرت نتائج الدراسة

(1) Stern Stewart & Co, "Announcing the Stern Stewart Performance 1,000: A New Way Of Viewing Corporate America", Journal of Applied Corporate Finance, vol(3), No(2), P(12), 1989.

(2) Stewart, G.B "The Quest for Value :A Guide for Senior Managers", Journal Of Harper Business, New York, Vol(4), No(2), P(8), 1991

أن مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة هو الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً للقيمة السوقية المضافة.^(١)

ويرى الباحثون أن هذه النتيجة متوقعة نتيجة تقارب الفترات الزمنية وتشابه مجال التطبيق على نفس سوق الأوراق المالية الأمريكية.

وكما كان للباحثين (جول سترن Joel Stern) وزميله جي (بنيت ستيوارت G.Bennett Stewart) الفضل في ظهور مدخل القيمة الإقتصادية المضافة وفتح المجال أمام الباحثين والمهتمين، كان لجول سترن Joel Stern الفضل أيضاً في أن تأخذ الأبحاث شكلاً ومنهجاً مختلفاً وذلك من خلال دراسته التي سعى من خلالها إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية (صافي الأرباح، معدل العائد على حقوق الملكية) والقيمة السوقية المضافة، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين القيمة السوقية المضافة ومقاييس الأداء السابقة، وأوصت الدراسة بضرورة استخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة لتقييم أداء هذه الشركات.^(٢)

وفي نفس العام وأيضاً في سوق الأوراق الأمريكية قام (Tsuei Milunovich) بدراسة عينة مكونة من ١٤ شركة من شركات الكمبيوتر وذلك من أجل تحديد قوة الارتباط بين القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وتحديد القوة التفسيرية للقيمة الإقتصادية المضافة مقارنة مع المؤشرات التقليدية (معدل العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم الواحد)، وأظهرت نتائج الدراسة أن الارتباط بين مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة أقوى إذا ماتمت مقارنته مع المؤشرات التقليدية الأخرى.^(٣)

وسعت دراسة (Makhija Lehn) إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء (القيمة الإقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات) وكل من عوائد الأسهم ومعدل دوران المدراء، وتم اختيار عينة تضم ٢٤١ شركة أمريكية خلال الفترة الممتدة من 1985 حتى 1994، وأظهرت

^(١) Uyemura, D.G. and others, "Eva for banks : value creation, risk management, and profitability measurement", Journal Of Applied Corporate Finance, Vol(9), No(2), p (95), 1996

^(٢) Stern, J.M., "Eva: An Integrated Financial Management System", Journal Of European . Financial Management, Vol(2), No(2), p(223), 1996

^(٣) Milunovich, S., & Tsuei, A., "Eva in the computer industry", Journal Of Applied Corporate Finance, Vol(9), No(1), p(110), 1996.

نتائج الدراسة أن القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة أكثر المقاييس السابقة ارتباطاً بعوائد الأسهم، كما أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين مقاييس الأداء (القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة) ومعدل دوران المدراء، وأن السوق الأمريكي يعطي أهمية لتقييم المدراء على أساس مقاييس القيمة أكثر من مقاييس الأداء التقليدية الأخرى.^(١)

وجاءت دراسة (Ben-Hsien و Da-Hsien) من أجل اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء (القيمة الاقتصادية المضافة، الأرباح المحاسبية، العوائد غير العادية) كمتغيرات مستقلة وكلاً من القيمة السوقية للشركة، وسعر الإغلاق السنوي للسهم، وعوائد الأسهم كمتغيرات تابعة، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على ١٦٦ شركة أمريكية باستخدام بيانات السنتين الماليتين ١٩٩٢ و ١٩٩٣، وتوصلت النتائج إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة هي أكثر المقاييس تفسيراً للمتغيرات التابعة وبشكل أكبر من الأرباح المحاسبية والعوائد غير العادية.^(٢)

وقد أكدت دراسة (Lefkowitz) على أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر من أهم مقاييس الأداء، وأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتضمن تسويات لتقليل التشوهات التي تكون ناتجة عن الممارسات المحاسبية، وأيضاً كان من نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يرتبط بشكل أفضل مع عوائد الأسهم بالمقارنة مع مقاييس الأداء التقليدية، كما توصلت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة قيمة موثوق بها إلى حد معقول لفهم قيمة الشركة.^(٣)

وجاء الباحثان (West و Worthington) بورقة بحثية نظرية من واقع بيئة الأعمال في أستراليا حيث أوضحت هذه الورقة أنه مع تزايد الضغوط على الشركات لتقديم القيمة المضافة للمساهمين، كان هناك تركيز متجدد على وضع مقاييس ملائمة لتقييم الأداء المالي للشركات وتقييم نظام للحوافز والمكافآت التي من شأنها تشجيع المدراء على زيادة ثروة المساهمين من خلال تقديم قيمة مضافة أعلى، ومن أشهر المقاييس الحديثة في مجال تقييم

(1) Lehn, K., Makhija, A. K., "Eva, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination, 1985-1994", Journal Of applied corporate finance, Vol(10), No(2), p(90), 1997

(2) Bao, B. H., Bao, D. H., "Use fullness of value added and abnormal economic earnings : an empirical examination" Journal Of Business Finance and Accounting, Vol(25), No(2), p(251), 1999.

(3) Lefkowitz, S. D., "The correlation between EVA and MVA Of companies, MBA Dissertation, California State University(9). 1999.

الأداء مقياس القيمة الإقتصادية المضافة حيث سعت هذه الورقة لتقديم تأصيل نظري حول المقياس وكذلك الأدلة التطبيقية والتجريبية المتاحة من الدراسات السابقة حول هذا المقياس^(١)

ويرى الباحثون أن هذه من أوائل الدراسات التي سعت لتقديم تأصيل نظري لمفاهيم خلق القيمة وكذلك المنافع التي تعود على الشركات من وراء استخدام هذا المقياس. وعلى نفس المنهج ولنفس الهدف وهو التأصيل النظري لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة جاءت دراسة (الخولى) من أجل التأصيل العلى لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة وإبراز أهميتها في قياس وتقييم الأداء المالي في منشآت الأعمال، كما تعرض البحث لتفصيل عناصر مقياس القيمة الإقتصادية المضافة وأهم المشاكل التي تواجه تحويل الربح المحاسبي المقدر وفقاً للمبادئ المحاسبية إلى أرباح إقتصادية، وتوصلت الدراسة إلى أن مقياس القيمة الإقتصادية المضافة هو أحد الأدوات الإدارية التي يمكن أن تساعد الإدارة في اتخاذ القرارات التشغيلية والاستثمارية لأغراض التخطيط الإستراتيجي^(٢)

وجاءت دراسة (عبد الناصرو علاء الدين) مختلفة عن الدراسات الأجنبية السابقة في النتيجة التي توصلت إليها وذلك من خلال عدم وجود أثر معنوي يمكن قياسه إحصائياً لمؤشر القيمة الإقتصادية المضافة على أسعار الأسهم مقارنة بالمؤشرات التقليدية، وتم تطبيق هذه الدراسة على عينة مكونة من ٢١ شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان في فترة زمنية ٣ سنوات من عام ١٩٩٧ وحتى عام ١٩٩٩^(٣).

وقد توصلت دراسة (الرواشدة) إلى نفس النتيجة التي توصلت لها الدراسة السابقة وهي أن مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً وتفسيراً للاختلاف في عوائد الأسهم، وتم ذلك من خلال اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الإقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة، وبين عوائد الأسهم كمتغير تابع، وذلك بالتطبيق على عينة من ٤٧ شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان خلال فترة زمنية من عام ١٩٩٨ وحتى عام ٢٠٠٤، وتوصل

(1) Worthington, A.C. & West, T., "Economic value added: A review of the theoretical and empirical literature. Asian review of Accounting, Vol(9), No(1), p(67), 2001

(2) الخولى، هاله عبد الله، "دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة كأحد الإنجازات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٥٧)، ص (١٠٠)، ٢٠٠٠.

(3) نور، عبد الناصرو السبتي، علاء الدين، "مدى ملائمة القيمة الإقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد (٣٠)، العدد (٢)، ص (٣٣٥)، ٢٠٠٣.

الباحث إلى أن مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً وتفسيراً للإختلاف في عوائد الأسهم، وأن القيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على مقاييس الأداء التقليدية في تفسير الإختلافات في عوائد الأسهم^(١)

وفي سوق بريطانيا للأوراق المالية جاءت دراسة (Ismail) التي سعى من خلالها إلى تحديد قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغير في عوائد الأسهم وذلك مقارنة بالمؤشرات التقليدية، وقد إشمطت عينة الدراسة على ٢٢٥٢ مشاهدة عن شركات بريطانية مسجلة في سوق الأوراق المالية، وتوصلت الدراسة إلى أن كل من صافي ربح التشغيل بعد الضرائب صافي الربح يتفوقان على كل من مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي في تفسير عوائد الأسهم، ويمكن القول أن هذا الإختلاف في النتائج يرجع إلى إختلاف مجال التطبيق من سوق أوراق ماله لسوق آخر، وكذلك إختلاف عدد المشاهدات.^(٢)

وجاءت دراسة (Athanassakos) بهدف إجراء مقارنة بين أداء أسعار أسهم الشركات الكندية التي تبنت استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، وتلك التي لم تعتمد استخدام هذا المقياس، حيث تم القيام بالمسح الميداني لأكثر من ٣٠٠ شركة كندية، وأشار التحليل الإحصائي لنتائج الإستطلاع أن الشركات التي تبنت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كان لديها أداء أفضل في أسعار أسهمها من تلك التي لا تستخدمه.^(٣)

وكما هو معروف تختلف النتائج مع إختلاف مجال سوق الأوراق المالية الذي يتم تطبيق الدراسة عليه وكان هذا واضحاً في دراسة (إكرام) التي تم تطبيقها على السوق السعودي على عينة مكونة من ٩٦ شركة في الفترة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠٠٩ وذلك من أجل إختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم، وكذلك تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة من جهة والمؤشرات التقليدية من جهة أخرى، وأياً منهما أكثر قدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم، وتوصلت الدراسة إلى أن

^(١) الرواشدة، سمير، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، ص(٧)، ٢٠٠٦.

^(٢) Ismail, a. "Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings?" The UK evidence, International journal of managerial finance, Vol(4), No(2), p(343), 2006.

^(٣) Athanassakos, G. "Value based management, eva and stock price performance in canada, Journal Of management, Vol(45), No(9), p(1397), 2007.

جميع المؤشرات بنوعها التقليدية والإقتصادية لديها قدرة على التنبؤ بعوائد الأسهم وأن المؤشرات الإقتصادية تتفوق على المؤشرات التقليدية في قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم.^(١)

وجاءت دراسة (القيسي) للربط بين الأدوات الداخلية للحكومة ورأس المال العامل وإنعكاسهما على القيمة الإقتصادية المضافة، نظراً للدور الهام الذي تمارسه هذه الأدوات في حوكمة القرارات الإستثمارية بشكل عام والإستثمار في رأس المال العامل بشكل خاص، وقد تم جمع البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية السنوية للشركات الصناعية الأردنية المساهمة وعددها ٢٧ شركة في الفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٩)، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي للأدوات الداخلية للحكومة على صافي رأس المال العامل وكذلك وجود أثر معنوي لصافي رأس المال العامل على القيمة الإقتصادية المضافة وارتباطهما بعلاقة عكسية.^(٢)

على خلاف نتائج الدراسة السابقة جاءت دراسة (الشيخ) والتي تم تطبيقها على بورصة عمان، على عينة مكونة من ٤٣ شركة مدرجة في بورصة عمان في الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠٠٩، وجاءت النتائج مختلفة تماماً لنتائج الدراسة السابقة، حيث أظهرت الدراسة أن مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة أكثر تأثيراً على الأسعار السوقية للأسهم من المقاييس الأخرى.^(٣)

وإستهدفت دراسة (المهتدي) تحليل العلاقة بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين، وتحديد أيهما أكثر قدرة في تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار أسهم بنك فلسطين القيمة الإقتصادية المضافة أم القيمة السوقية المضافة، وتمت هذه الدراسة بإستخدام بيانات السنوات من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٢، وخلصت الدراسة إلى أن القيمة السوقية لأسهم بنك فلسطين كانت ذات إرتباط قوى بمقاييس الأداء التقليدية، وأن مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة له قدرة تفسيرية عالية ويتفوق على باقي المؤشرات في تفسير التغير في القيم السوقية لأسهم بنك فلسطين.^(٤)

(١) فلاتة، إكرام، "قياس العلاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة"، رسالة

ماجستير منشورة، كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ص(٩)، ٢٠١٠.

(٢) القيسي، أحمد فارس احمد، "أثر الأدوات الداخلية لحكومة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الإقتصادية

المضافة"، رسالة دكتوراة منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن، ص(١٣)، ٢٠١١.

(٣) الشيخ، عماد، "دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الإقتصادية المضافة على أسعار

الأسهم"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، الكويت، المجلد (١٩)، العدد (٢)، ص(٢١٠)، ٢٠١٢.

(٤) المهتدي، غدير، "استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الإقتصادية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية

للأسهم - دراسة حالة بنك فلسطين"، رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، ص(٩)، ٢٠١٤.

و هدفت دراسة (صيفى وابن عماره) إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرته على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات التقليدية للأداء المالي (معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، ربحية السهم الواحد، التدفق النقدي من التشغيل)، إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم ٣٦ شركة من الشركات المدرجة بمؤشر CAC40 والتي تنشط في سوق باريس للأوراق المالية، وذلك باستخدام بيانات السنوات من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٣، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات التقليدية للأداء في تفسير عوائد الأسهم، كذلك أظهرت الدراسة أن مؤشر القيمة السوقية المضافة يتغلب على كافة المؤشرات بما فيها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم.^(١)

وفي سوق سوق كراتشي في الهند سعت دراسة (Altaf) إلى اختبار مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، وذلك مقارنة بالمؤشرات التقليدية، وتحديد أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف هذه الدراسة تم اختيار عينة تضم ٣٢٥ شركة هندية خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٥، وقد قام الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين: المجموعة الأولى إشمئت على ١٧٠ شركة تابعة للقطاع الصناعي، في حين إشمئت المجموعة الثانية على ١٥٥ شركة تابعة للقطاع الخدمي، وكشفت نتائج الدراسة أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً للقيمة السوقية المضافة في كلاً من القطاعين.^(٢)

وتوصلت دراسة (شعبان) إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتفوق على معدل العائد على حق الملكية في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، وكان ذلك بالتطبيق على

^(١) صيفى، حسنية و ابن عماره، نوال، "قياس الأداء المالي بإستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40"، مجلة الباحث، كلية العلوم الإقتصادة وعلوم التيسير، الجزائر، العدد (١٥)، ص (١٨٠)، ٢٠١٥.

^(٢) Altaf, N, "Economic value added or earnings: what explains market value in india firms ?", Future Business journal, Vol(2), No(2), P(152), 2016.

عينة مكونة من ٢١ شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام البيانات المالية للفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٤.^(١)

وهدفت دراسة (عصام وعيمر) إلى بحث أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة، وتم تطبيق البحث على قطاع الخدمات للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وتم اختيار ١٥ شركة بمواصفات معينة، وباستخدام البيانات المالية من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٥، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة.^(٢)

وهدفت دراسة (أيمن ونضال) إلى تقييم مدى ملائمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، وأجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٧ شركة والتي إنطبقت عليها الشروط وذلك من أصل ٦٠ شركة خدمية مساهمة، وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٦، وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات المالية التقليدية متمثلة في معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأسهم أكثر ملائمة من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.^(٣)

وهدفت دراسة (محمود) إلى بيان أثر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم وذلك بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية، وأخذت الدراسة في الاعتبار بعض المتغيرات الرقابية مثل ربحية السهم الواحد، ومعدل نمو إجمالي الأصول، متغير عدم الاستقرار السياسي والأمني، متغير تخفيض قيمة الجنيه المصري، وقد إشتملت عينة الدراسة على ٥٢ شركة مساهمة مسجلة تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر، وخلال الفترة الممتدة من

(١) لولو، شعبان، "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 منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، ص (١١)، ٢٠١٥.

(٢) بوزيد، عصام وعيمر، أحمد يقين، "أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة قطاع الخدمات خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٥"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص (١٥)، ٢٠١٧.

(٣) المصاروة، أيمن حامد خليل و زلوم، نضال عمر عبد العاطي "مدى ملائمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية: دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان"، المجلة العربية للمحاسبة، جامعات دول مجلس التعاون الخليجي، المجلد (٢٠)، العدد (٢)، ص (٦٥)، ٢٠١٧.

٢٠٠٩ وحتى ٢٠١٧، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات داخل عينة الدراسة.^(١) وأخيراً سعت دراسة (أبو الخير) لقياس الأداء المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ من خلال استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، كذلك قياس العلاقة بين المتغيرات كمعدل صافي الديون ونسبة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية إلى الديون، وعدد مرات تغطية الديون كمقياس للمرونة المالية ودراسة أثرها على القيمة الاقتصادية المضافة، وتحليل أثر أنماط هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة، وفيما يخص التصميم والمنهجية تعتمد هذه الدراسة على استخدام منهجية السلاسل الزمنية المقطعية من خلال استخدام نموذج الإنحدار المجمع، نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية ولتحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات البحث تم الاعتماد على الإختبارين: الإختبار الأول: للإختيار بين نموذج الإنحدار المجمع ونموذج التأثيرات الثابتة، الإختبار الثاني: والمتمثل في إختبار هوسمان (Housman) للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية، وتوصلت إلى أنه عند دراسة تأثير هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة وجد أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة^(٢).

➤ التعقيب على الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية

- تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوعات تتعلق بتحليل مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة وتأثيراتها علي القيمة السوقية للأسهم وعوائدها مقارنة مع المؤشرات التقليدية وتحديد أيهما أكثر قدرة علي خلق القيمة لحملة الأسهم، وكذلك تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم ويتشابه البحث الحالي مع مع الدراسات السابقة في تناول مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

(١) محمد، محمود سيد سليم، "تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم : دراسة تطبيقية على سوق الأوراق

المالية المصرية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص(٥)، ٢٠١٩.

(٢) أبو الخير، أحمد سمير محمد محمد، " أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية

المضافة"، رسالة دكتوراة منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا، ص(٥)، ٢٠٢٢.

- إختلاف هذه الدراسات فيما بينها حول النتائج التي توصلت إليها نتيجة لإختلاف الأزمنة والأماكن التي تمت فيها بالإضافة إلى إختلاف طبيعة القطاعات التي أجريت عليها هذه الدراسات.
 - إختلفت هذا البحث عن الدراسات السابقة في النقاط التالية:
 - ✓ إختلاف المتغيرات المستخدمة في البحث حيث تركز هذه الدراسة على محددات القيمة الإقتصادية المضافة وتأثيرها على خلق القيمة وهو ما لم تتناوله الدراسات السابقة التي ركزت على توضيح دور المؤشرات التقليدية والحديثة في تفسير التغير في أسعار الأسهم.
 - ✓ إختلاف طبيعة عينة البحث حيث أن العينة المستخدمة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية وتم إختيارها من قطاعات مختلفة.
 - ✓ إختلاف الطرق المستخدمة في حساب القيمة الإقتصادية المضافة ومكوناتها، حيث تعدد طرق حساب القيمة الإقتصادية المضافة مابين تقدير تكلفة السهم بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو الإعتماد على معدل العائد المطلوب على حق الملكية.
 - ✓ إستخدام برنامج إحصائي مختلف مثل برنامج (Eviews- Stata) بعكس معظم الدراسات السابقة التي كانت تستخدم برنامج (Spss).
 - ✓ إستخدام سلسلة زمنية أطول نسبياً وصلت لـ ٩ سنوات بحيث تعطى مشاهدات أكثر وتعزز من دقة التحليل الإحصائي، بعكس معظم الدراسات السابقة التي إعتمدت على سلسلة زمنية تتراوح مابين (٣-٥) سنوات.
 - ✓ من خلال عرض الدراسات السابقة أمكن للباحث تحديد الفجوة البحثية والمتمثلة في عدم وجود دراسات سابقة تناولت محددات قدرة الشركات على خلق القيمة وإنعكاسها على القيمة الإقتصادية المضافة.
- ٤- الدراسة الاستطلاعية

- تعتبر الدراسة الإستطلاعية خطوة أساسية يمكن الإعتماد عليها في تحديد مشكلة البحث، وبمعنى آخر تعتبر الدراسة الإستطلاعية الخطوة الأولى في الإعداد والتجهيز للبحث، ولذلك تم إجراء دراسة إستطلاعية وتوصلت إلى النتائج التالية:
- ✓ ضعف إلمام المسؤولين بهذه الشركات بمفهوم خلق القيمة الإقتصادية لحملة الأسهم.

✓ الإهتمام فقط بالمؤشرات التقليدية في تقييم أداء الشركات محل الدراسة وإغفال تطبيق الأساليب الحديثة في تقييم الأداء وعدم ظهورها في التقارير والقوائم المالية

٥- مشكلة وتساؤلات البحث

بناءً على الدراسات السابقة وكذلك الدراسة الإستطلاعية فإنه يمكن تحديد مشكلة وتساؤلات البحث على النحو التالي:

تعاني معايير قياس الأداء المالي وفي مقدمتها النسب المالية من عدم القدرة على الكشف عما إذا كانت جهود الإدارة قد ساهمت بالفعل في تعظيم ثروة الملاك أم لا، فنسب الربحية لا تأخذ بشكل واضح ومباشر تكلفة الأموال التي إستخدمت في تحقيق تلك الأرباح، فضلاً عن أنها لا تأخذ في الحسبان ما تتعرض له تلك الربحية من مخاطر، أى لا تأخذ في الحسبان معدل العائد الذى يطلبه الملاك، الأمر الذى شكل قوة ضغط دفعت الشركات إلى البحث عن مقياس فعال للأداء الداخلى والخارجي للإدارة، وتبنى مقاييس ملائمة تمكنهم من قياس وتحديد القيمة المحققة الفعلية، والتي تعتمد في أساسها على خلق القيمة للمنشأة وحملة الأسهم.

وفي ضوء ماتقدم وبالنظر إلى أهمية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأداة تقييم يتم من خلالها التخلص إلى حد كبير من العوار والتشوه في الأساليب التقليدية في تقييم الاداء وقياساً للربح من منظور أوسع وأشمل من الربح المحاسبي، وأيضاً في ضوء أوجه القصور التى تعاني منها مقاييس الأداء التقليدية والتي يمكن عرضها كما يلي:

(١/٥) لا تأخذ في الاعتبار التكلفة الكلية لرأس المال (مقترض ومملوك).

(٢/٥) تأخذ فقط في الحسبان تكلفة المديونية (الأموال المقرضة) وتهمل تكلفة حقوق الملكية وهي جزء كبير من هيكل التمويل الأمر الذى ينتج عنه تقييماً غير عادلاً لأداء هذه الشركات .

(٣/٥) لا تراعي عنصر المخاطرة التي تتعرض له منشآت الأعمال وهو ما يمكن إيجاده في الأساليب الحديثة في تقييم الأداء عند حساب تكلفة لاسهم بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

(٤/٥) الطرق التقليدية في التقييم تركز على الربح المحاسبي في الأجل القصير وهذه نظره ضيقه للأمور في ظل المفاهيم الحديثه في عالم الاعمال اليوم مثل مفهوم الإستدامه التي تحاول العديد من الشركات تطبيقه.

وبالتالى يمكن القول أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يأخذ في الحسبان كل هذه الإنتقادات ويتغلب عليها ويقدم تقييماً عادلاً لأداء هذه الشركات.

وعليه فإن يمكن صياغة مشكلة البحث حول السؤال الرئيس التالي:
 ■ إلى أي مدى تؤثر محددات خلق القيمة على القيمة الاقتصادية المضافة؟

٦- أهداف البحث

سعى هذا البحث بصفة عامة إلى تحسين قدرة الشركات على خلق القيمة المضافة لحملة الأسهم من خلال استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وفيما يلي أهداف البحث:
 (١/٦) إبراز أوجه القصور في المفاهيم التقليدية في تقييم الأداء المالي.

(٢/٦) بيان مدى قدرة مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على خلق القيمة لحملة الأسهم وتحديد أسس وخطوات قياسه وبيان محددهات كمؤشر مستخدم لقياس الأداء المالي.

(٣/٦) قياس الأداء المالي الفعلي للشركات المدرجة في البورصة باستخدام مؤشر (EVA) ومعرفة واقع وحال الشركات محل البحث وبيان ما إذا كانت تخلق القيمة أو تدهور القيمة لحملة الأسهم.

(٤/٦) مساعدة المستثمرين في المفاضلة بين الأسهم المختلفه للشركات عند إتخاذ قرار الإستثمار في إحدى هذه الشركات.

(٥/٦) توعية المدراء الماليين في الشركات محل الدراسة بخطوره الربح المحاسبي كمقياس لتقييم الأداء.

٧- أهمية البحث

يمكن تحديد أهمية البحث فيما يلي:

(١/٧) الأهمية الأكاديمية : التأصيل النظري لموضوع خلق القيمة المضافة لحملة الأسهم وعرض النماذج المختلفة لقياس الاداء المالي بإستخدام مؤشرات خلق القيمة والتأكيد على أهمية هذا المدخل الحديث في قياس وتقييم أداء الشركات.

(٢/٧) الأهمية التطبيقية: يمكن توضيح أهمية هذه الدراسة نتيجة تعرضها بالتطبيق على قطاعات حيوية في البورصة المصرية وتمس الكثير من المستثمرين وبالتالي تخدم قراراتهم الإستثمارية.

٨- متغيرات البحث

يمكن تحديد متغيرات البحث في الجدول التالي:

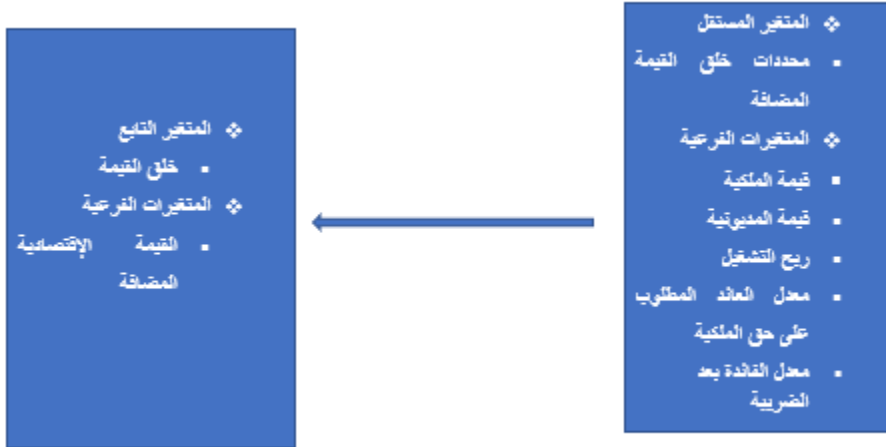
جدول رقم (١/١)

متغيرات البحث

نوع المتغيرات	المتغيرات الرئيسية	المتغيرات الفرعية	المقياس
المتغير المستقل	محددات خلق القيمة	- قيمة الملكية. - قيمة المديونية. - ربح التشغيل. - معدل العائد المطلوب - على حق الملكية. - معدل الفائدة بعد الضريبة.	Neculai Tabara & Andreea Vasiliu, "Determinants Of Economic Value Added. Empirical Evidence From Romanian Market," EuroEconomica, Danubius University of Galati, issue 1(32), pages(5-15), 2013.
المتغير التابع	خلق القيمة	القيمة الاقتصادية المضافة.	أبو الخير، أحمد سمير محمد محمد، "أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة"، رسالة دكتوراة منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٢٠٢٢.

(المصدر: من إعداد الباحثون)

ويمكن توضيح متغيرات البحث من خلال الشكل التالي:



(المصدر: من إعداد الباحثون)

شكل رقم (١/١)

متغيرات البحث

٩- فروض البحث

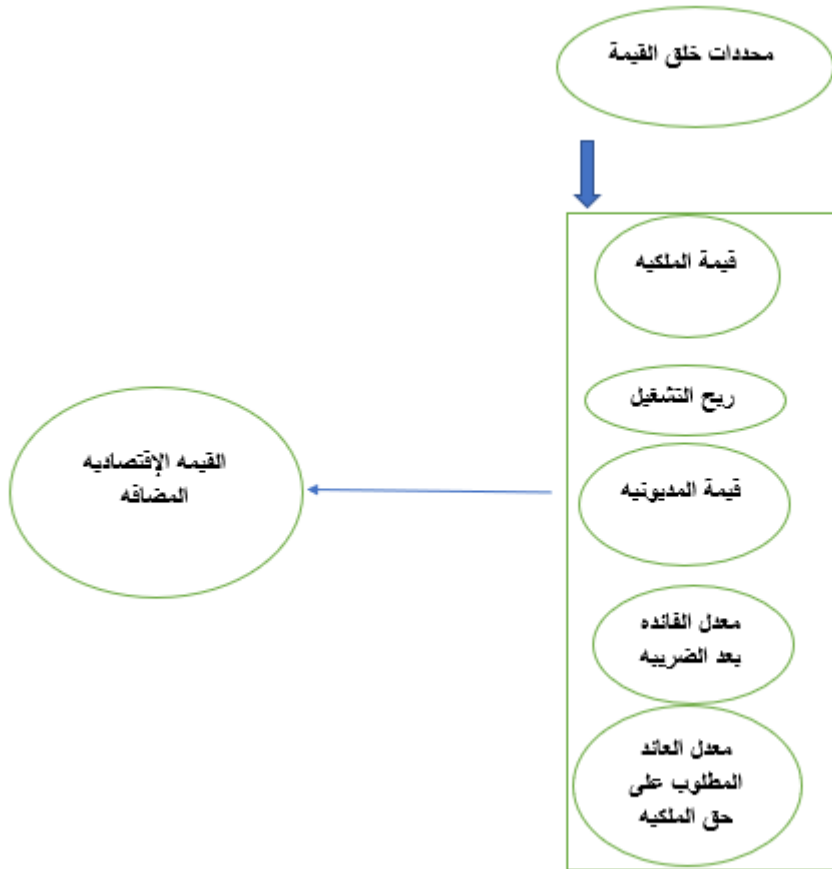
يمكن توضيح فروض البحث من خلال الإجابة على السؤال المحوري الرئيسي للبحث

"إلى أى مدى تؤثر محددات خلق القيمة على القيمة الاقتصادية المضافة؟"

وللإجابة على هذا السؤال تم وضع الفرض التالي:

لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات خلق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) على خلق القيمة الاقتصادية المضافة لحملة الأسهم بالشركات محل الدراسة المقيدة في البورصة المصرية.

ويمكن توضيح نموذج البحث المقترح من خلال الشكل التالي:



رقم الشكل (٢/١)

نموذج البحث المقترح

(المصدر: إعداد الباحثون)

١٠- حدود البحث

تم تقسيم حدود هذا البحث إلى الحدود التالية:

(١/١٠) الحدود الزمنية: تم إجراء البحث وفقا للبيانات المالية المنشورة للشركات محل الدراسة خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨ وهي فترة تسمح بإجراء تحليل البيانات المدمجة (panel data analysis).

(٢/١٠) الحدود الموضوعية: يقتصر البحث على احتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ويرجع ذلك لشهرة هذا المؤشر وشيوع استخدامه.

١١- أساليب القياس

إعتمد الباحثون في قياس القيمة الاقتصادية المضافة في هذا البحث من خلال مقياس " نموذج

ستيرن وستيوارت" الشهير والذي يتم التعبير عنه من خلال المعادلة الآتية :

$$EVA = NOPAT - (IC * Wacc)$$

حيث أن:-

NOPAT صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب

IC إجمالي مصادر التمويل سواء كانت مملوكة أو أموال مديونية .

Wacc التكلفة المرجحة لرأس المال وتم حسابها من خلال المعادلة الآتية :

$$Wacc = k_e * W_{equity} + K_d * w_{debt}$$

حيث أن

k_e معدل تكلفة الأسهم

W_{equity} الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل

K_d معدل تكلفة الديون

w_{debt} الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل

ولحساب معدل تكلفة الاسهم (k_e) تم الإعتماد معدل العائد المطلوب على حق الملكية كتكلفة لحقوق الملكية.

١٢- مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة من عام 2010 الى عام ٢٠١٨، وإعتمد الباحثون على أسلوب العينة التحكمية المستهدفة من هذه الشركات تتمثل في عدد (٣١) شركة لإثنى عشر قطاع مختلف (عقارات، خدمات مالية غير مصرفية، موارد أساسية، مواد البناء،

منسوجات وسلع معمرة، مرافق، سياحة وترفيه، رعاية صحية وأدوية، خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، خدمات النقل والشحن، أغذية ومشروبات وتبغ وإتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات) خلال الفترة الزمنية ، بالإعتماد على المعلومات والتقارير التي أتاحت للباحث، ويوضح الجدول التالي عينة الدراسة:

جدول رقم (٢/١)

أسماء الشركات المدرجة في عينة hgfe

م	اسم الشركة	القطاع
١	بالم هيلز	عقارات
٢	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك	عقارات
٣	الشمس للإسكان والتعمير	عقارات
٤	المتحدة للإسكان والتعمير	عقارات
٥	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	عقارات
٦	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	عقارات
٧	دلتا للإنشاء والتعمير	عقارات
٨	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	عقارات
٩	مدينة نصر للإسكان والتعمير	عقارات
١٠	القلعة للاستشارات المالية - أسهم عادية	خدمات مالية غير مصرفية
١١	المجموعة المالية ميرمس القابضة	خدمات مالية غير مصرفية
١٢	الملتقى العربي للاستثمارات	خدمات مالية غير مصرفية
١٣	أودن للاستثمارات المالية	خدمات مالية غير مصرفية
١٤	بلتون المالية القابضة	خدمات مالية غير مصرفية
١٥	حديد عز	موارد أساسية
١٦	مصر الوطنية للصلب - عتاقة	موارد أساسية
١٧.	العربية للخزف - سيراميك ريماس	مواد البناء
١٨	جنوب الوادي للأسمنت	مواد البناء
١٩	مصريني سويف للأسمنت	مواد البناء
٢٠	مصر للأسمنت - قنا	مواد البناء
٢١	الإسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)	منسوجات وسلع معمرة
٢٢	غاز مصر	مرافق
٢٣	رمكو لإنشاء القرى السياحية	سياحة وترفيه
٢٤	شارم دريمز للاستثمار السياحي	سياحة وترفيه
٢٥	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - إبيكو	رعاية صحية وأدوية

م	اسم الشركة	القطاع
٢٦	الكابلات الكهربائية المصرية	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٧	جي بي أوتو	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٨	المصرية لخدمات النقل (إيجيترانس)	خدمات النقل والشحن
٢٩	الإسماعيلية مصر للدواجن	أغذية ومشروبات وتبغ
٣٠	القاهرة للدواجن	أغذية ومشروبات وتبغ
٣١	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	إتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات

(المصدر: من إعداد الباحثون)

١٣- ترميز متغيرات البحث

يستهدف الباحثون في هذه الجزئية توضيح متغيرات البحث بنوعيه المستقلة والتابعة وأيضاً ترميزها تمهيداً لإستخدام هذه الرموز في تجهيز البيانات قبل إجراء عملية التحليل الإحصائي وأيضاً تكوين معادلة الإنحدار ويمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

رقم الجدول (٣/١)

ترميز متغيرات الدراسة

المتغير التابع	المتغير	رمز المتغير
المتغيرات المستقلة	القيمة الاقتصادية المضافة	EVA
	قيمة الملكية	X1
	قيمة المديونية	X2
	ربح التشغيل	X3
	معدل العائد المطلوب على حق الملكية	X4
	معدل الفائدة بعد الضريبة	X5

(المصدر: من إعداد الباحثون)

١٤- نتائج اختبار الفروض

يعتمد البحث على أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد لتحديد تأثير محددات خلق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد لمطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) على القيمة الاقتصادية المضافة بالشركات محل الدراسة المقيدة في البورصة المصرية ، وتحديد أهم الخصائص المؤثرة على قيمة المنشأة، وصياغة نموذج الإنحدار

تم إجراء تحليل الإنحدار المتعدد لإختبار فروض البحث من خلال برنامج (STATA15) وتستخدم النموذج التجميعي (Pooled Regression Model) ونموذج إنحدار التأثير الثابت (Fixed Effect Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model) لتقدير المعلمات. كما أن نتائج إختبار (Hausman) هي لتحديد كفاءة الطرق، وتوضح الإختبارات الثلاثة للتمييز بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. حيث يستخدم إختبار (Wald' test) للتمييز بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، حيث إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار -p value أكبر من قيمة مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ كان نموذج التجميعي هو الأفضل لتمثيل البيانات، أما إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار -p value أقل من قيمة مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ دل ذلك على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأفضل لتمثيل البيانات. ويستخدم إختبار (Breusch-Pagan LM Lagrange Multiplier) للتمييز بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار -p value أكبر من قيمة مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ كان نموذج التجميعي هو الأفضل لتمثيل البيانات، أما إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار -p value أقل من قيمة مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ دل ذلك على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأفضل لتمثيل البيانات. وأخيراً (Hausman' test) للتمييز بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار -p value أكبر من قيمة مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ كان نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل لتمثيل البيانات، أما إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار -p value أقل من قيمة مستوى المعنوية $\alpha=0.05$ دل ذلك على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأفضل لتمثيل البيانات. وبالتالي يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأفضل لتمثيل البيانات. وفيما يلي يتم عرض نتائج النماذج الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية) كما يلي:

جدول رقم (٤/١)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لإختبار مدي تأثير محددات خلق القيمة على خلق القيمة الاقتصادية المضافة (النموذج التجميعي)

المتغيرات	الترميز	B	Std. Error	T	P-value	VIF	Tol
قيمة الملكية	X1	-.006	.032	-0.18	.855	1.454	.688
قيمة المديونية	X2	-.211	.065	-3.26	.001	2.88	.347
ربح التشغيل	X3	.662	.192	3.45	.001	1.01	.99
معدل العائد المطلوب على حق الملكية	X4	-140521.62	1947.293	-72.16	0.000	2.229	.449
معدل الفائدة بعد الضريبة	X5	644622.26	6812203.5	0.09	.925	1.026	.974
(Constant)		1323973.3					
معامل الارتباط المتعدد R		0.988					
معامل التحديد R ²		0.976					
قيمة F		2155.034					
P-value		0.000					

** () المتغيرات المؤثرة معنوياً

(المصدر: إعداد الباحثون بالإعتماد على نتائج التحليل الإحصائي لبيانات البحث)

يعتمد النموذج التجميعي على مزج أو تجميع المفردات كلها في تجميعية واحدة ومن ثم استخدام طرق التقدير المعتادة لتقدير معالم نموذج الانحدار، مثل طريقة المربعات الصغرى العادية، إلا أن هذه الطريقة تغفل التأثيرات الفردية المحددة غير المشاهدة المختلفة للمفردات المقطعية، تلك الطريقة هي الأبسط ولكنها تعتبر غير واقعية حيث لا تأخذ في الاعتبار اختلاف أو اختلاف الزمن للبيانات المجمعة.

تلك الطريقة قد يشوبها خطأ في التوصيف حيث يفترض أن الجزء المقطوع من المحور الصادي متساوي لجميع المفردات المقطعية بالعينة كما يفترض أن معاملات الميل لكل متغير تفسيري متساوية تماماً لكل المفردات المقطعية وهذا الفرض عادة ما يكون غير واقعي وشديد التعقيد، ويتم الاستدلال على وجود ذلك الخطأ في التوصيف من خلال قيمة احصاء Durbin watson-

المنخفضة عادة مع تقدير ذلك النموذج بهذه الطريقة , بالإضافة إلى أن التقدير بهذا الأسلوب يفقد إمكانية دراسة ديناميكية التغير في النماذج السلوكية.

جدول رقم (٥/١)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لإختبار مدي تأثير محددات خلق القيمة على خلق القيمة الاقتصادية المضافة (نموذج التأثيرات الثابتة)

المتغيرات	الترميز	B	Std. Error	T	P- .value	VIF	Tol
قيمة الملكية	X1	.009	.037	0.26	.797	1.454	.688
قيمة المديونية	X2	-.271	.075	-3.60	0.000	2.88	.347
ربح التشغيل	X3	.756	.199	3.80	0.000	1.01	.99
معدل العائد المطلوب على حق الملكية	X4	-141991.26	2088.109	-68.00	0.000	2.229	.449
معدل الفائدة بعد الضريبة	X5	2509512.6	6751346.6	0.37	.71	1.026	.974
(Constant)				1172648.3			
معامل الارتباط المتعدد R				0.988			
معامل التحديد R ²				0.976			
قيمة F				1894.941			
.P-value				0.00 .			

** (المتغيرات المؤثرة معنوياً)

(المصدر: إعداد الباحثون بالإعتماد على نتائج التحليل الإحصائي لبيانات البحث)
يسمي بنموذج انحدار المربعات الصغرى باستخدام المتغيرات الوهمية "LSDV" حيث يفترض ثبات معاملات الميل ولكن الجزء المقطوع من المحور الصادي يختلف بإختلاف المشاهدات المقطعية , حيث أن إختلاف الجزء المقطوع في المحور الصادي بإختلاف المفردات يجعلنا نضع في الإعتبار الإختلافات الفردية لكل وحدة في البيانات المقطعية.

جدول رقم (٦/١)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لإختبار مدى تأثير محددات خلق القيمة على خلق القيمة

الإقتصادية المضافة (نموذج التأثيرات العشوائية)

المتغيرات	الترميز	B	Std. Error	T	P- .value	VIF	Tol
قيمة الملكية	X1	.001	.033	0.02	.984	1.454	.688
قيمة المديونية	X2	-.234	.067	-3.50	0.000	2.88	.347
ربح التشغيل	X3	.705	.19	3.71	0.000	1.01	.99
معدل العائد المطلوب على حق الملكية	X4	-141209.53	1951.015	-72.38	0.000	2.229	.449
معدل الفائدة بعد الضريبة	X5	1377159.2	6577985.3	0.21	.834	1.026	.974
(Constant)				844618.512			
معامل الارتباط المتعدد R				0.988			
معامل التحديد R ²				0.976			
قيمة Wald test				11058.253			
.P-value				0.00.			

**) (المتغيرات المؤثرة معنوياً

(المصدر: إعداد الباحثون بالإعتماد على نتائج التحليل الإحصائي لبيانات البحث)

إن طريقة التأثيرات الثابتة LSDV يتبعها خسارة كبيرة في درجات الحرية بسبب اللجوء إلى المتغيرات الوهمية , والذي يعكس الفشل في إيجاد متغيرات مفسره مناسبة للنموذج لا تتغير مع الزمن، فإذا كان اللجوء للمتغيرات الوهمية ما هو إلا تمثيل لعدم المعرفة بالنموذج الحقيقي ، فقد يكون التعبير عن ذلك من خلال مقدار الخطأ العشوائي Uit هو الأسهل والأنسب , ويتم ذلك في الإقتراح المسعى بنموذج عناصر الخطأ (ECM) أو نموذج التأثيرات العشوائي (REM).

جدول رقم (٧/١)

المقارنة بين النماذج الثلاثة والوصول للنموذج الأفضل

Hausman Test		Lagrange Multiplier Test		Wald Test	
χ^2	P-value	Breusch & pagan	p-value	Test statistic	p-value
1.311	0.519	55.22	0.000	65.12	0.000
نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل	القرار	ونموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل	القرار	نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل	القرار
القرار النهائي : نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل					

(المصدر: إعداد الباحثون بالإعتماد على نتائج التحليل الإحصائي لبيانات البحث)

وفقا لإختبار (Wald Test) المقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة كان نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل حيث أن ($P\text{-Value} < 0.05$)، وفقا لإختبار (Lagane Multiplier) للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية كان نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل حيث أن ($P\text{-Value} < 0.05$). ونظراً لأنه تبين من الإختبارات السابقة أن كل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي تم تطبيق إختبار (Hausman Test) للمقارنة بين النموذجين، ووفقاً لذلك فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات حيث كانت ($P\text{-Value} > 0.05$). وفي ضوء ماسبق فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل للإعتماد عليه في إختبار بيانات الفرض الثالث للبحث.

ويظهر النموذج (نموذج التأثيرات العشوائية) تأثير محددات خلق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) على خلق القيمة الاقتصادية المضافة بالشركات محل البحث المقيدة في البورصة المصرية، ووفقا لذلك يتضح ما يلي :

✓ معنوية النموذج المستخدم ككل في إختبار أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر على كفاءة العمليات ، حيث بلغت قيمة Wald- test (11058.253) بمستوى معنوية (0.000) وهى أقل من ٥ %، وبالتالي فإن النموذج صالح للتنبؤ بقيمة (القيمة الاقتصادية المضافة) والنتائج لها دلالة مما يساعدنا في إتخاذ القرار، أما فيما يتعلق بالقوة التفسيرية فإنه من الملاحظ أن قيمة معامل الارتباط المتعدد (R) بين المتغيرات

المستقلة والتابعة بلغ (0.988)، والمساهمة النسبية لها والتي يعكسها معامل التحديد (R^2) بلغت (0.976)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة محددات خلق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) (تفسر ما مقداره 97.6% من المتغير التابع (القيمة الإقتصادية المضافة).

✓ أوضحت نتائج تحليل الإنحدار المتعدد تأثير قيمة المديونية بمعامل إنحدار 234-. وذلك بمستوى معنوية أقل من ٥٪، أيضاً يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لربح التشغيل على القيمة الإقتصادية المضافة بمعامل انحدار 0.705 وذلك بمستوى معنوية أقل من ٥٪. وأيضاً يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمعدل العائد المطلوب على حق الملكية بمعامل إنحدار 141209.53- وذلك بمستوى معنوية أقل من ٥٪، إلا أنه لا يوجد تأثير معنوي لكلاً من قيمة الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة على القيمة الإقتصادية المضافة حيث أن مستوى معنوية أكبر من ٥٪ وتكون معادلة إنحدار محددات خلق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) على القيمة الإقتصادية المضافة بالشركات محل الدرا البحث سة المقيدة في البورصة المصرية كما يلي:

$$Y = 844618.512 + 0.001X_1 - 234X_2 + 0.705X_3 - 141209.53X_4 + 1377159.2X_5$$

✓ ومما سبق فإننا نرفض جزئياً الفرض القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات خلق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) على خلق القيمة الإقتصادية المضافة بالشركات محل البحث المقيدة في البورصة المصرية"

✓ يمكن تفسير نتائج نموذج الإنحدار المتعدد كما يلي:

١- قيمة الحد الثابت وقدره (844618.512) تمثل قيمة المتغير التابع (القيمة الإقتصادية المضافة) في المتوسط عندما تكون كل المتغيرات المستقلة (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) مساوية للصفر.

٢- معامل X_2 وهو (-234-) وهو معامل قيمة المديونية يعني أنه عندما تزداد قيمة المديونية بمقدار ١ ج فإن القيمة الإقتصادية المضافة سوف تنخفض بمقدار (-234-) في المتوسط مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

٣- معامل X_3 (705) وهو معامل ربح التشغيل يعني أنه عندما يزداد ربح التشغيل بمقدار ١ جنيه فإن القيمة الإقتصادية المضافة سوف تزيد بمقدار (705). مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

١٥- المشكلات القياسية

أشار الباحثون فيما سبق إلى أنه لا بد من توافر مجموعة من الافتراضات أو الشروط حتى يمكن الإعتماد على نتائج تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، بمعنى آخر إذا لم تتوافر بعض هذه الافتراضات فإن هذا يترتب عليه ظهور بعض المشاكل القياسية التي تجعل من هذا الأسلوب أسلوباً غير ملائم لتقدير العلاقات الاقتصادية. وحتى نختبر مدى توافر هذه الافتراضات يتعين علينا إجراء بعض الاختبارات مستخدمين بعض المعايير القياسية. وسوف نعرض في هذا الجزء لمشكلتين قياسيتين هما:

❖ مشكلة التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity).

يشير مصطلح الارتباط الخطي المتعدد إلى وجود ارتباط خطي بين أى متغيرين مستقلين في نموذج الإنحدار، وفي نموذج الإنحدار المراد تقديره، في حالة الإعتماد على قيمة أحد المتغيرات المستقلة على قيمة واحدة أو أكثر من المتغيرات المستقلة في النموذج، وفي هذه الحالة تظهر مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity)، ويجب التنويه إلى أن الارتباط الخطي بين متغيرين مستقلين لا يشكل مشكلة إلا إذا تجاوزت شدته حداً معيناً يساوي (+ أو - ٧٠٪ أو أكثر)، وفي هذه الحالة سوف يتعذر تحديد تأثير أى منهما على المتغير التابع بشكل منفصل^(١)

تم إجراء اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity) لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير أثر المتغيرات المستقلة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) على المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة)، وتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس (Collinearity Diagnostics) حيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين (Variance Inflation Factor - VIF) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance)، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (10)، وقيمة التباين المسموح به أكبر من (0.01) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة ويمكن توضيح مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة، حيث تم الكشف عن قيمة معامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من (٠,١) لكل متغير، مما يعني أنه لا توجد علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التوضيحية بحيث يمكن للباحث الإعتماد على نتائج هذا النموذج.

(١) عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، " الإقتصاد القياسى بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية - الإسكندرية، الطبعة

الرابعة. ص ٤٩٦.

❖ مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation).

يشير مصطلح الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المتتالية للخطأ العشوائي، وفي هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للخطأ العشوائي غير مساوية للصفر، ووجود مشكلة الارتباط الذاتي يخل بأحد الافتراضات التي يقوم عليها أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد، وهي تعني أن خطأ ما حدث في فترة ما ثم أخذ يؤثر في الأخطاء الخاصة بالفترات التالية بطريقة تؤدي لتكرار نفس الخطأ أكثر من مرة، أي أنه قد يوجد خطأ واحد ولكنه يتكرر في كل الفترات التالية بما يؤدي لظهور قيم الحد العشوائي عند مستوى يختلف عن قيمته الحقيقية.

والارتباط الذاتي قد يكون من الرتبة الأولى أو من رتبة أعلى، وفي حالة الارتباط الذاتي من الرتبة الأولى نجد أن كل قيمة من قيم الحد العشوائي مرتبطة بالقيمة التي تسبقها، أما في حالة الارتباط الذاتي من الرتبة الثانية فإن كل قيمة من قيم الحد العشوائي تكون مرتبطة بالقيمتين السابقتين^(١) وقد تم فحص مدى وجود هذه المشكلة أم لا وتبين أيضاً عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء من خلال أن مستوى المعنوية (0.0551) لإختبار الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى (٣,٩٨٢ = Wooldridge's test) بمستوى معنوية 0.0551 أكثر من ٥٪ وهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، وهذا يعني عدم وجود ارتباط بين القيم المتتالية للخطأ العشوائي، أي أنه لو حدث خطأ في فترة ما لن يؤثر على باقي الفترات التالية.

١٦- نتائج البحث

هدف هذا البحث إلى التحقق مما إذا كانت هذه الشركات تخلق قيمة لحملة الأسهم أم لا، وقد تم ذلك بتطبيق نموذج القيمة الاقتصادية المضافة على الشركات المقيدة في البورصة المصرية من خلال عينة مكونة من ٣١ شركة مأخوذة من ١٢ قطاع من قطاعات البورصة المصرية. وقد توصل البحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- معامل التحديد (R^2) بلغت قيمته (0.976)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة والتي تعنى محددات حق القيمة ممثلة في (قيمة الملكية، قيمة المديونية، ربح التشغيل، معدل العائد المطلوب على حق الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة) تفسر ما مقداره 97.6% من المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة).
- أظهرت الدراسة وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لربح التشغيل على القيمة الاقتصادية المضافة.
- توضح نتائج تحليل الإنحدار المتعدد تأثير قيمة المديونية على القيمة الاقتصادية المضافة.

^(١) عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ٤٤٠.

- يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمعدل العائد المطلوب على حق الملكية.
- أشارت الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير معنوى لكلاً من قيمة الملكية و معدل الفائدة بعد الضريبة على القيمة الاقتصادية المضافة.
- ١٧- توصيات البحث
- حث ودعوة المستثمرين على الإسترشاد بالمقاييس المالية المبنية على أسس خلق القيمة وذلك عند المفاضلة بين البدائل الإستثمارية في الشركات.
- إدراج وتبنى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع القوائم المالية الأمر الذى يعطى صورة أوضح للمؤسسة والمستثمر.
- ضرورة العمل على توعية وعقد ورش عمل للمدراء الماليين حول أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لما له من أثر إيجابى نحو توجيه الجهاز المالى بالشركة نحو الإستثمارات والمشاريع الأكثر نجاحاً.
- أظهرت نتائج البحث وجود تأثير سلبى للديون على القيمة الاقتصادية المضافة الأمر الذى يدعو إدارة الشركات إلى الحذر فى التوسع فى عملية الإقتراض.
- أشار البحث إلى وجود تأثير إيجابى لربح التشغيل على القيمة الاقتصادية المضافة الأمر الذى يدعو إدارة الشركات إلى التركيز على تعظيم ربح التشغيل لما له من أثر إيجابى على القيمة الاقتصادية المضافة.
- ربط أنظمة الحوافز وتقارير الأداء مع نتائج مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.
- تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بشكل تدريجى وتدريب العاملين على فهمه والعمل به.
- يوصى الباحثون مكاتب المحاسبة والمراجعة بإعداد نتائج القيمة الاقتصادية المضافة للشركات التى يتم فحصها ومراجعتها، وكذلك الإفصاح عن المعلومات التى تخص القيمة الاقتصادية المضافة فى تقاريرها السنوية.

١٨- المراجع

➤ أولاً: المراجع باللغة العربية

- هندی، منیر إبراهيم، "حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء"، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ٢٠١٦.
- الخولي، هاله عبد الله، "دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الإتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٥٧)، ٢٠٠٠.
- الرواشدة، سمير، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، ٢٠٠٦.
- نور، عبد الناصروالسبتى، علاء الدين، "مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد (٣٠)، العدد (٢)، ٢٠٠٣.
- فلاتة، إكرام، "قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ٢٠١٠.
- القيسى، أحمد فارس احمد، "أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة"، رسالة دكتوراة منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن، ٢٠١١.
- المهتدى، غدير، "استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم - دراسة حالة بنك فلسطين"، رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، ٢٠١٤.
- الشيخ، عماد، "دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، الكويت، المجلد (١٩)، العدد (٢)، ٢٠١٢.
- قدومى وآخرون، "أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الأردنية"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد (١٤)، العدد (١)، ٢٠١٢.

- صيفي، حسنية و ابن عمارة، نوال، "قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40"، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، الجزائر، العدد(١٥)، ٢٠١٥.
- لولو، شعبان، "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 منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، ٢٠١٥.
- بوزيد، عصام و عيصر، أحمد يقين، "أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة قطاع الخدمات خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٥"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٧.
- المصاروة، أيمن حامد خليل و زلوم، نضال عمر عبد العاطي "مدى ملائمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية : دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان"، المجلة العربية للمحاسبة، جامعات دول مجلس التعاون الخليجي، المجلد(٢٠)، العدد(٢)، ٢٠١٧.
- محمد، محمود سيد سليم، "تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم : دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠١٩.
- أبو الخير، أحمد سمير محمد محمد، " أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة"، رسالة دكتوراة منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٢٠٢٢.
- عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، " الإقتصاد القياسى بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية – الإسكندرية، الطبعة الرابعة.

➤ ثانيا : المراجع باللغة الإنجليزية

- Stern,j.,Stewart.G.&Chew,D,"The EVA Financial Management System",Journal Of Applied Corporate Finance",vol(8),NO(2), 1995.
- Stern Stewart &Co,"Announcing the Stern Stewart Performance 1,000: A New Way Of Viewing Corporate America", Journal of Applied Corporate Finance,vol(3),No(2),P(12),1989.
- Stewart,G.B" The Quest for Value :A Guide for Senior Managers" ,Journal Of Harper Business,,New York,Vol(4),No(2),P(8),1991.

- ✚ Uyemura,D.G,and others,"Eva for banks : value creation, risk management, and profitability measurement", Journal Of Applied Corporate Finance,Vol(9),No(2),p(95),1996.
- ✚ Stern,J.M,"Eva: An Integrated Financial Management System", Journal Of European Financial Management, Vol(2),No(2),1996.
- ✚ Milunovich,S.,&Tsuei,A,"Eva in the computer industry", Journal Of Applied Corporate Finance",Vol(9),No(1),1996.
- ✚ Lehn,K.,Makhija,A.K,"Eva,accounting profits,and Ceo turnover: an empirical examination,1985-1994", Journal Of applied corporate finance,Vol(10),No(2),1997.
- ✚ Bao,B.H,Bao,D.H,"Use fullness of value added and abnormal economic earnings : an empirical examination" Journal Of Business Finance and Accounting,Vol(25),No(2),1999.
- ✚ Lefkowitz,S.D.,**"The correlation between EVA and MVA Of companies"**, MBA Dissertation,California State University,1999.
- ✚ Worthington,A.C,&West,T,"Economic value added :Areview of the theoretical and empirical literature".Asian review of Accounting ,Vol(9),No(1), 2001.
- ✚ Ismail,a."**Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings?"** The UK evidence, International journal of managerial finance,Vol(4),No(2),2006.
- ✚ Athanassakos,G."**Value based management ,eva and stock price performance in canda**",Journal Of management ,Vol(45),No(9),2007.
- ✚ Altaf,N," **Economic value added or earnings :what explains market value in india firms?"**,Future Business journal ,Vol(2),No(2), 2016.