

## تقييم الأداء المالي للشركات باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة وأثرها على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. شذى عبد الحسين جبر\*  
رجاء ماجد حسن البيضاوي\*\*

### المستخلص:

يهدف البحث الحالي إلى دراسة موضوع التقييم الأداء المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من خلال استخدام أحد المقاييس الحديثة في التقييم وهو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ، وكذلك دراسة أثر هذا التقييم على أسعار الاسهم لهذه الشركات وتم تطبيق الدراسة على عينة من المصارف مكونة من سبعة مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2006 - 2010 وقد استخدمت مجموعة من المقاييس الاحصائية مثل الانحدار ومعامل الارتباط واختبار  $F$  ,  $t$  لاختبار فرضيات البحث وقد توصل الي مجموعة من الاستنتاجات أهمها :-  
أن الشركات لا تولي أهمية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في التقييم وإنما تعتمد على المؤشرات المحاسبية التقليدية

### Abstract

*This research aims to study the financial performance evaluation of sharing companies that are listed in the Iraqi stock Exchange through using one of the new measures in evaluation which is called Economic value Added -It also studies the affect of this evaluation on stocks price of these companies . The study has been applied on sample of banks consists of seven banks that are listed in the Iraqi srock Exchange for the period 2006-2010.*

*A number of statistical measurements have been used , such as Regression, correlation indicator , and for test to test research assumptions .*

*The research has reached a number of conclusions.*

*The most important one is that companies don't consider Economic value Added indicator in the evaluation, but they depend on the traditional accounting indicators.*

*Ministry of Higher Education A scientific Research*

*Technical Education Institution*

*Administration Technical College of management /Baghdad*

*Department of Accounting & Financial techniques*

\* الكلية التقنية الادارية .

\*\* باحثة .

مقبول للنشر بتاريخ 2012/7/8

## " Financial Performance Evaluation of Companies by using Economic Value Added and its impact on stocks price "

(An applied study of samples from companies listed in the Iraq stock market )

A thesis submitted to

The council of Administrative Technical College / Baghdad as a partial fulfillment of the requirements of getting Diploma degree in Accounting financial techniques

### المقدمة :-

تعدّ القوائم المالية محط اهتمام مختلف الشركات التي تسعى الى تحقيق الربح وتعظيم الربحية وذلك لحاجتها الى معلومات خاصة لغرض رفع قيمة العائد على الاسهم ولضمان البقاء بين منافسيها ، ولجذب أنظار المساهمين المرتقبين اليها . وقد نال مدخل تقييم الأداء المالي للشركات اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين لاثبات فاعليته في تحقيق نتائج أفضل من المدخل المحاسبي في تقويمه للعوائد المستقبلية للاسهم ، ويعود ذلك الاهتمام الى توسع الاسواق المالية وتزايد تداخلها وتأثرها بالاوضاع الاقتصادية المحيطة ، وتأثيرها في الاقتصاد الدخل القومي بشكل عام ، وعلى وفق ذلك توجه الباحثون الى اكتشاف أدوات قياس حديثة تتأثر بالتقلبات الاقتصادية الحاصلة في بيئة الاعمال وفي اللحظة نفسها تقيس عوائد الاسهم ومن هذه الأدوات مؤشر أو نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، ويتميز هذا المقياس بأنه يأخذ في الحسبان التكلفة الكلية لرأس المال المقترض والمملوك ، كما أن حسابه يتطلب اجراء العديد من التسويات على بعض البنود المحاسبية ، كما انه يختلف عن مقياس الربح المحاسبي NP ومعدل العائد على الاستثمار ROI في الهدف والمفهوم ، إذ ان ارتفاع قيمة كل منهما لا تعني تحقيق القيمة لحملة الاسهم ، فهدف كل منهما يتمثل في زيادة الارباح المحاسبية بينما يتمثل هدف مقياس القيمة الاقتصادية (EVA) بالتثبت في تحقيق القيمة لحملة الاسهم ، كما أن هذين المقياسين لا يأخذان تكلفة رأس المال المملوك في الحسبان ، اما بالنسبة لنموذج الدخل المتبقي فعلى الرغم من اتفاهه مع مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في الهدف ، فهو يختلف عنه في مجموع التسويات او التعديلات التي اقترحها stern و stewart ، وذلك لقدرة هذا مقياس من قياس القيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بعوائد الاسهم المستقبلية واستخدامها كقاعدة لاتخاذ القرارات الاستثمار الناجح في العديد من الشركات .

ونظرا لاهمية نموذج القيمة الاقتصادية المضافة في التقييم المالي للشركات ، فقد جاء هذا البحث لتناول علاقة باسعار الاسهم في البيئة المالية العراقية المتمثلة بسوق العراق للأوراق المالية ، ولتحقيق هدف الدراسة فسّمت على اربعة فصول ، تناول الفصل الأول منهجية البحث واهم الدراسات السابقة الخاصة بالموضوع ، والفصل الثاني خصص للتأطير النظري لموضوع البحث ، اما الفصل الثالث فقد تناول الجانب التطبيقي من خلال تحليل متغيرات البحث وأختيار فرضياته ، فيما خصص الفصل الرابع للاستنتاجات والتوصيات الخاصة بالبحث .

### المحور الأول

#### منهجية البحث ودراسات سابقة

#### المبحث الأول

#### منهجية البحث

#### اولا : مشكلة البحث :-

يعد موضوع تقييم الأداء المالي للشركات من الأمور المهمة في مجال الادارة المالية وهناك عدة نماذج تستخدم لتقييم هذا الاداء فمنها النماذج التقليدية المعتمدة على الربح المحاسبي فضلاً عن النماذج الحديثة التي لا تعتمد على هذه الارباح مثل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة . ونظرا لقصور النماذج التقليدية عن مواكبة التطورات التي حدثت في البيئة المالية فقد ظهرت ادوات التقييم الحديثة التي تعد امتداداً لبعض المقاييس المحاسبية ، وفي ضوء ذلك تتمحور مشكلة البحث المالي في السؤال الاتي :

- هل ان تقييم الاداء المالي للشركات المعتمد على القيمة الاقتصادية المضافة يعكس اسعار اسهمها بشكل افضل مما تعكسه النماذج التقليدية المتمثلة بالمقاييس المحاسبية المتمثلة بـ (معدل العائد على حق الملكية ، معدل العائد على الاستثمار ، وربحية السهم الواحد)

**ثانيا / أهمية البحث :-**

لقد نال مدخل تقييم الأداء للشركات الاهتمام الكبير من الباحثين حول أثبات فاعليته لتحقيق نتائج أفضل من المدخل المحاسبي في تقويمه لعوائد الاسهم المستقبلية ويعود ذلك الاهتمام الى توسيع الأسواق المالية وتزايد تدخلها وتأثيرها بالأوضاع الاقتصادية المحيطة وتأثيرها في الدخل القومي، وعلى وفق ذلك كذلك توجه الباحثون الى اكتشاف أدوات قياس تتأثر بالتقلبات الاقتصادية الحاصلة في بيئة الأعمال للحظة نفسها تقيس العوائد للأسهم كمؤشر لأداء القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، ويمكن تلخيص أهمية الدراسة الحالية من خلال النقاط الآتية :-

- 1- يهدف تقييم الاداء المالي للشركات الى الكشف عن مدى تحقق القدرة الايرادية والقدرة الكسبية في الشركة أي تعني الاولى بقدرة الشركة على توليد إيرادات سواءاً أكانت من أنشطتها الجارية أم الرسمانية أو الاستثنائية بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض من أجل مكافئة عوامل الإنتاج .
- 2- يسهم تقييم الاداء المالي للشركات في توضيح قدره الشركة على تحقيق هامش آمان في حالة الاعسار المالي وظاهرة الافلاس و بيان مدى قدرة المنشأة على التصدي للمخاطر.
- 3- تهتم القيمة الاقتصادية المضافة الى اظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للمنشأة.
- 4- توافر القيمة الاقتصادية المضافة مقياساً لقدرة المنشأة وإدارتها على انشاء القيمة لحملة الأسهم .

**ثالثا : أهداف البحث :-**

1. بيان مدى أهمية أحد المداخل الحديثة التي تركز على الفعالية الإدارية في معدل معين وهي القيمة الاقتصادية المضافة الى تبين تقدير للربح الاقتصادي الحقيقي لأعمال المنشأة واختلافها عن الربح المحاسبي.
2. المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المحاسبية من حيث القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية .
3. تحليل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
4. اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

**رابعا : فرضيات البحث :-**

- للبحث ثلاث فرضيات رئيسة تنص على الآتي :
1. توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقييم الاداء المالي المعتمد على القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم للشركات عينة البحث .
  - 2- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقييم الاداء المالي المعتمد على المقاييس المحاسبية التقليدية وأسعار الاسهم للشركات عينة البحث ، وتنبثق عنها الفرضيات الفرعية الآتية :
    - أ. لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقييم الاداء المالي المعتمد على معدل العائد على حق الملكية وأسعار الاسهم للشركات عينة البحث.
    - ب. لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقييم الاداء المالي المعتمد على معدل العائد على الاستثمار وأسعار الاسهم للشركات عينة البحث.
    - ج. لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقييم الاداء المالي المعتمد على ربحية السهم الواحد واسعار الاسهم للشركات عينة البحث.
    - ح- توجد فروق معنوية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس المحاسبية التقليدية .

**خامسا: مجتمع وعينة :-**

يشمل مجتمع البحث شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2010) وذلك لقدم ادراج معظمها في السوق ، واستمرار تداول اسهمها فيه، ولكونها أكثر نشاطاً في التداول من الشركات الأخرى أيضاً .

اما عينة البحث فقد أختيرت على وفق الشروط الآتية :-

1. المصارف التي تتوافر فيها جميع البيانات المطلوبة للبحث .
2. المصارف التي يتقطع تداول أسهمها خلال مدة البحث .
3. المصارف التي لم تحقق أي خسارة خلال مدة البحث .
4. المصارف المدرجة في السوق منذ بداية عام 2006 .

وبعد الاطلاع على بيانات المصارف وفاقاً للتقويم السنوي الثامن لسوق العراق للأوراق المالية ودليل الشركات لسنة 2011 ظهر أن المصارف التي تنطبق عليها شروط البحث هي ثمانية مصارف من مجموع (17) مصرفاً مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وهي كل من المصارف الآتية :-

1. المصرف التجاري العراقي (مساهمة خاصة)
2. مصرف بغداد (مساهمة خاصة)
3. مصرف الاستثمار العراقي (مساهمة خاصة)
4. مصرف الشرق الأوسط العراقي للاستثمار (مساهمة خاصة)
5. مصرف سومر التجاري (مساهمة خاصة)
6. مصرف بابل (مساهمة خاصة)
7. مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل (مساهمة خاصة)

سادسا الأساليب المالية والاحصائية المستخدمة في التحليل

1. الاساليب المالية والمحاسبية المستخدمة في التحليل  
أ. القيمة الاقتصادية المضافة :

وتحتسب على وفق النماذج المرفقة :-

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC) \dots\dots\dots 1$$

اذ ان :

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT : صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب

WACC : التكلفة المرجحة لرأس المال

IC : مقدار الاستثمار في الشركة

وتحسب الكلفة المرجحة لرأس المال وفاقاً لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (CAPM)، والذي يستخدم لتسعير الموجودات وخصم المخاطر العائد عليها بالعلاقة  
-(Young and O'Byne , 2001)

$$E \text{®} = RF + Beta * (E (RM) - RF) \dots\dots\dots 2$$

اذ ان :-

E (R) = العائد المتوقع من اي مخاطر على الموجودات

R F = العائد على الموجودات الخالي من المخاطر

E (R M) = العائد المتوقع على الاسهم السوقية

Beta = معدل المخاطرة على عوائد الاسهم بالنسبة للسوق وتختلف من شركة الى أخرى ، ويحسب معامل Beta على وفق الصيغة الآتية:-

$$Bi = \frac{Q1}{Qm} * COrr.(RiRm) \dots\dots\dots 3$$

حيث ان :-

Q 1 = الانحراف المعياري لعائد اصل i .

Q m = الانحراف المعياري لعائد السوق

Corr (RiRm) = معامل الارتباط بين عائد الأصل وعائد السوق ويتضح من خلال المعادلة في اعلاه ان البيتا تعتمد على ثلاثة متغيرات هي :-

1- التغير في عائد السهم .

2- التغير في عائد السوق (ويقاسان كلاهما بالانحراف المعياري) .

3- الارتباط بين عائد السهم والسوق .

ب. نصيب السهم الواحد من صافي الربح (E P S)

لقد استعمل المحللون الماليون في العقود الماضية عدة مؤشرات محاسبية مالية كمقاييس اداء داخلي تؤثر في ثروة المساهمين ومن اكثر هذه المقاييس شهرة ربحية السهم الواحد والذي يحسب على وفق الصيغة الآتية :-

اذ ان :

$$EPS = \frac{NI}{S} \dots\dots\dots 4$$

EPS = ربحية السهم الواحد

NI = صافي الدخل

S = عدد الاسهم العادية القائمة

ج. العائد على الموجودات (ROA) : ويحسب وفقاً للصيغة الآتية :

$$ROA = \frac{NI}{A} \dots\dots\dots 5$$

اذ ان :

ROA = معدل العائد على الموجودات

A = مجموع الموجودات (مجموع الاستثمار)

د.العائد على حق الملكية (ROE)

$$ROE = \frac{NI}{NW} \dots\dots\dots 6$$

اذ ان :

ROE = معدل العائد على حق الملكية

NW = مجموع حقوق الملكية للشركة

## المدور الثاني

### القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج لتقييم الاداء المالي للشركات (EVA)

اولاً : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

ان القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added) هي أحد المفاهيم التي استحوذت على اهتمام العديد من الباحثين من القرن الماضي ، حيث يشير المقياس الى مفهوم الارباح الاقتصادية التي تمثل مدى امكانية تحقيق القيمة الاقتصادية لحملة الأسهم (العاني ، 2007 : 5) ، ويمثل مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) احد المفاهيم الاقتصادية الاساسية للربح (النواسية ، 2009 ، p.20) ، والتي شاع انتشارها منذ تسعينيات القرن الماضي لتقييم اداء الوحدات الاقتصادية بالتوافق مع مفهوم القيمة السوقية المضافة. وقد استخدم هذا المفهوم بعد تطويره وتسويقه من قبل شركة (Stern Stewart) لقياس الربحية والتي عرفتها على انها مقياس لتحديد الفرق بين صافي ربح التشغيل المعدل بعد الضريبة (NOPAT) وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض (P. 1 . 2001 . inchem and Dadd) . وقد تبع الانجاز الذي قدمته شركة (Stern Stewart) العديد من الابحاث والدراسات التطبيقية حول هذا المفهوم يمكن تلخيص عدد من تلك المفاهيم :-

فعرها (Ehrbar 1999) بأنها (( المكاسب (الخسائر) المتبقية من دخل الانشطة التشغيلية بعد استبعاد الضرائب على هذه الارباح وتكلفة رأس المال فضلاً عن القروض المستخدمة في انتاج هذه الارباح )) . وقد عرفت بانها التغير في صافي الدخل من الانشطة التشغيلية بعد الضرائب بعد استبعاد تكلفة رأس المال المستخدم في انتاجه وفقاً للمعادلة الآتية : (Tortela and Brusco,2003:66)

$$EVA = NOPAT - WACC * (D - EBV) \dots\dots\dots 8$$

اما (Ramman 2005) فقد عرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها ((القيمة الاقتصادية لرأس المال في بداية العام مضافا اليها الفرق بين عوائد رأس المال وتكلفته)) (Ramman,2005,p.1-37) ، كما اضاف (Irala and Reddy 2006 ,1-13) ان (EVA) (هي الاداة التي تزود المستثمر بعوائد الوحدة النقدية في مدة معينة من خلال ارباح رأس المال المستثمر بعد استبعاد تكلفته) واثبت (Irala) قدرته التنبؤ بالعوائد المستقبلية للاسهم بشكل افضل من باقي المؤشرات التقليدية كمعدل العائد على السهم والعائد على رأس المال العامل ، وكان ذلك من خلال الدراسة التطبيقية التي اجراها على 1000 شركة مساهمة في البورصة الهندية خلال 6 سنوات وعلى قطاعات مختلفة مستخدماً صيغة (EVA) الآتية (الطراونة ، 2006 : 361) :-

$$EVA = Adjust (NOPAT) - (WACC*CE) \dots\dots\dots 9$$

$$EVA = (ROCE * CE) - (WACC*CE) \dots\dots\dots 10$$

$$EVA = (ROCE - WACC)*CE \dots\dots\dots 11$$

حيث ان :

Capital Employed (CE) رأس المال العامل

Return Capital Employed (ROCE) العائد على رأس المال العامل

كما عرف مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على أنها اداء فني مبني على اساس القيمة الاقتصادية من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة . حيث ان القيمة الاقتصادية للشركات تحسب بعد طرح

المجموع الكلي لكلفة رأس المال ويقصد بالمجموع الكلي لكلفة رأس المال كلفة كلاً من الدين والملكية التي تكون هيكل رأس المال للشركة .

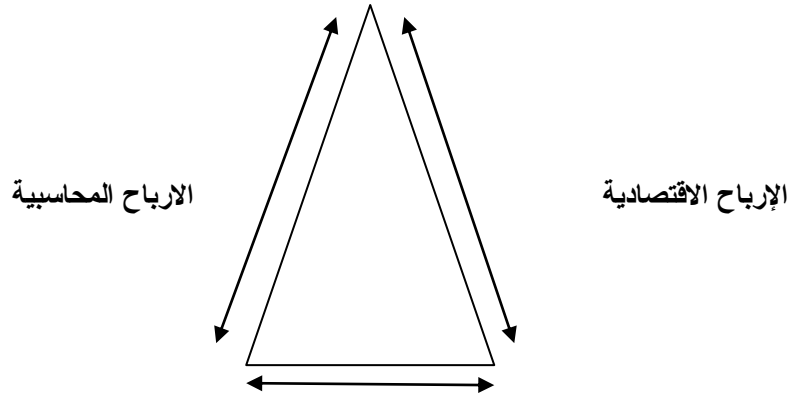
وقد عرفه (Epstein Young) بأنه مقياس يشابه المقاييس التقليدية للدخل مع وجود اختلافين مهمين :- (المعيني ، 2009 ، ص 118)

1- أخذة بالحسبان جميع تكاليف رأس المال المنظورة بما فيها الفوائد على الديون ، وغير المنظورة تكاليف تمويل الملكية ومنها كلفة الفرصة البديلة **Opportunity Costs**.

2- عدم تقيدته بالمبادئ المحاسبية المقبولة قبول عام (GAAP) وهكذا القيمة الاقتصادية المضافة وفاقاً لهذا المنظور وعلى عكس المفهوم التقليدي تميز بين تكلفة رأس المال والعائد على رأس المال وان الفرق بينهما يمثل القيمة ويمكن تفسيرها نقدياً (بكمية النقود الموجبة ) او (كمية النقود السالبة) .

كما أوضح ( Weaver عام 2001) ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعمل على الربط بين ثلاثة مفاهيم للربحية وهي العائد المحقق لحملة الأسهم والإرباح الاقتصادية والأرباح المحاسبية وهذا ما يوضحه الشكل الآتي : ( Weaver , 2001 , P ; 50)

العائد المحقق لحملة الاسهم



شكل (1-1)

القيمة الاقتصادية المضافة وعلاقتها بمفاهيم الربحية

### ثانياً:- التطور التاريخي لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة :

تم التعرف على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة بشكل واسع من قبل احد موظفي الخزانة الامريكية في القرن الثامن عشر ليستخدم بعد ذلك من قبل العديد من الحكومات كمقياس للدخل الحكومي ( Haskins 1993 , P. 685 ). وقد قام بتقديم هذا المقياس شركة (Stern Stewart & CO) الامريكية للخدمات الاستشارية التي اسسها كل من (G. Bennett Stewart and joel Stern) ومقرها في نيويورك ، وذلك لخدمة الادارة المالية ولتطوير قياس الاداء لوضع خطط الحوافز والمكافآت داخل الشركة وذلك في عام 1982 ايضا . الا ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لم يحصل على اهتمام الادارة المالية الا في عام 1993 عندما ذكر (Tully) في العدد الخاص بمجلة Fortune في 27 سبتمبر 1993 ان هذا المقياس يعد أكثر المقاييس شهرة ومازالت هذه الشهرة في الارتفاع والصعود ، وقد لاقى هذا المقياس (EVA) منافسة شديدة في الصحافة المالية في الآونة الاخيرة وهو ما اطلق عليه (حرب المقاييس) . ووفقاً للمنهج النظري للادارة المالية والتي بدأت منذ التنظير الذي قدمه راند الادارة المالية المعاصرة (Modiglian and Miller , 1958 , 958) وما حصل عليها من تطورات علمية كبيرة لاحقاً تشير الى ان استخدام مقاييس الاداء المحاسبية لا تأخذ بالحسبان العلاقة بين المخاطرة والعائد المتحقق فضلاً عن تأثيرها كمؤشر لتقييم الاداء باختلاف الطرائق المحاسبية المعتمدة على الربح كما انها لا تأخذ بالحسبان التغيرات الحاصلة في الميزانية العمومية للشركة ايضا. وقد واصلت شركة Stern Stewart تطورها ونجاحها ، واتجهت الى تزويد نخبة من المستثمرين في (Wall Street) بدورات متقدمة تهدف الى ايجاد الطريقة الصحيحة لتطبيق استراتيجيات (EVA) داخل الشركة للوصول الى نتائج مرضية حال استعمالها في المشاريع الضخمة واحتوى الهيكل التخطيطي لـ (EVA) على عدد من النظم المالية (كالمحاسبة المالية ، والمحاسبة الادارية ، واساليب تقييم الاداء) جميعها تحت مسمى (EVA) (O'Hanton and Peasnell, 1998 :421-444). ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يعد مفهوماً جديداً بل هو تطوير لمقياس محاسبي هو (الدخل المتبقي) والذي أستعمل منذ عدة سنوات كمقياس لتقييم الاداء المالي ، اما القيمة الاقتصادية المضافة في حساب الربح الاقتصادي فتأخذ بالحسبان الكلفة الكاملة لرأس المال المتعلق بجميع مصادر التمويل طويل الاجل المستثمرة والتي تتضمن رأس المال المملوك من قبل المساهمين

والمقترضين (الطراونة ، 2006 ، 21) لذلك فتطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يحتاج سوق يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة والفاعلية والاستقرار نظراً لما يتطلبه تطبيق (EVA) من معلومات دقيقة ومهمة لا يتضمنها الإفصاح المحاسبي في الأسواق المالية .

### ثالثاً : أهمية القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة :

تمثل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) إعادة ترتيب جبري ومقبول لعناصر كشف الدخل التقليدي (Tham , 2001 : P. 3-4) لأنه يمكن تقديرها من الكشوفات المالية الاعتيادية فضلاً عن كونها تهدف الى توفير تقييم للاداء في اية لحظة زمنية معينة ولكن على الرغم من ذلك فمن الصعب استخدام القيم الدفترية في التقييم لأن التقييم اساساً يعتمد على قيم السوق (Kuala & Arendt , 2000 , p.1-5) كما يمكن تلخيص اهميتها بالنقاط الآتية :

- 1- يُعدُّ المؤشر (الاقتصادي) القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) اقرب معيار مالي في اظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للمنظمة .
- 2- ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يُعدُّ مقياساً مفيد بشكل كفوء كمؤشر لاداء الشركات التابعة والفروع بالنسبة للشركات التي لديها (فروع داخلية او خارجية) لاسيما عندما لا يتوافر مقياس لأسعار الاسهم (عندما لا تكون اسهم الفروع معروضة في الاسواق المالية) وفي تعبير آخر استعمال القيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى الوحدات الفرعية فإن الشركة يمكنها ان تحدد أي جزء من رأس المال يمكن ان يستثمر بمنتجات أكبر ومن ثم مساهمة كل وحدة فرعية في القيمة السوقية للشركة ككل . وبالتالي مكافأة مديري الوحدات الفرعية (المعني ، 2009 ، ص 119) .
- 3- ان مؤشر القيمة الاقتصادية يجعل المديرين يركزون على السؤال الاتي : كم ستولد الشركة عوائد فوق كلفة رأس المال لأي استثمار مطروح .
- 4- يُعدُّ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً مهماً يمكن الافادة منه للتنبؤ بعوائد الاسهم المستقبلية في الاسواق المالية . (فلاتة ، 2010 ، ص 5) .
- 5- يُعدُّ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مقياساً لامكانية الشركة في تعظيم القيمة لحملة الاسهم اذ إن تركيز المديرين على (EVA) يساعد على ضمان تنسيق عملهم مع تعظيم ثروة حملة الاسهم . بالامكان تحديد (EVA) لأجزاء من الشركة او للشركة كلها . لذلك فهي تقدم اساساً مفيداً لتحديد الاداء الاداري على كل المستويات والذي يستخدم عدداً متزايداً من الشركات (EVA) كأساس اولي لتحديد التعويضات الادارية (بريجهام وميتشل ، 2008 ، 200) .
- 6- باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تضمن أساساً لنظام من الحوافز للعاملين داخل شركة الاعمال .
- 7- يفسر البعض ان القوة الحقيقية لهذا المؤشر تكمن في قدرته على تغيير السلوك وعلى المستويات كافة في الشركة .

8- يُعدُّ اداة مهمة في القرارات الاستثمارية وقرارات التوسعات الاستثمارية المتوقعة .

9- يضمن معيار (EVA) نهاية فوضى تعدد الاهداف ، عن طريق استخدامها كمقياس مالي شامل يوجه عملية اتخاذ القرارات نحو تركيز واحد هو كيف تطور القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك من خلال كونها النظام الوحيد الذي ينتج لغة مشتركة بين الموظفين عبر المستويات كافة والوظائف التشغيلية والرقابية المشتركة . (الزبيدي ، 2004 ، ص : 252- 253) .

10- ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وفقاً لقول (جويل ستيرن) الشريك الاداري لشركة ستيرن ستوارت ، ان القيمة الاقتصادية المضافة تحرر الشركات من الجمود عن طريق تحفيز وتجديد الادارة بالسماح لهذه الطاقات الكامنة بالانطلاق وتوظيف الطاقات بما يحقق مصلحة قيمة لحاملي الاسهم .

11- ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هو المقياس الوحيد الذي يقدم الاجابة الصحيحة اذ المقاييس الاخرى كافة ، بما في ذلك الدخل او الربح التشغيلي ونمو العوائد والارباح والعائد على رأس المال المساهمين (ROE) والعائد على الموجودات (ROA) يمكن ان تكون خاطئة وغير صحيحة . (GFA 2007 ، ص : 316) .

ولبيان القيمة التي احتلتها القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس مهم قامت شركة ( Stern & Stewart) وهي شركة امريكية متخصصة بتقييم الاستثمارات المالية والادارية والاقتصادية بدراسة عدة مجموعات من الشركات التي تتعامل معها وخلصت هذه الشركة الى النتائج الاتية : (الزبيدي ، 2004 ، ص : 241) .

1- المجموعة الاولى : تتكون من (31) شركة وتتبع ارشادات ونصائح وتعليمات شركة ( Stern & Stewart) وهذه الشركات استطاعت ان تخلق ثروة بعد خمس سنوات اكثر من (84%) من الشركات المنافسة التي لم تتبع معياراً للشركة .

- 2- المجموعة الثانية : تتكون من (25) شركة وتستخدم اسلوب شركة (Stern & Stewart) ولكن ليس بشكل كامل وقد استطاعت هذه الشركات الـ (25) من تكوين ثروة اكثر من (33 %) من الشركات الاخرى المنافسة التي لم تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) .
- 3- المجموعة الثالثة : تتكون من (10) شركات والتي لم تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبذلك لم تستطع هذه الشركات من تحقيق ثروة بأكثر من (1 %) عن باقي الشركات المنافسة .
- 4- المجموعة الرابعة : تتكون من (22) شركة يقال عنها انها تبنت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من دون ان تكون تابعة او تتعامل مع شركة (Stern & Stewart) بشكل مباشر وقد سميت هذه الشركات بـ (Do - it - Yourself - Group) وبذلك حققت هذه الشركات ثروة تزيد بـ (26 %) عن باقي الشركات الاخرى المنافسة التي لم تتبع معيار او مقياس (EVA) لا من قريب ولا من بعيد .

#### رابعاً : مداخل احتساب القيمة الاقتصادية المضافة :

قدمت شركة (Stern Stewart) مؤشر للاداء الداخلي (EVA) للشركات الهادفة للربح والتي تهتم بتعظيم الثروة واستطاعت بذلك (EVA) ان تتميز من غيرها من المؤشرات بأعتمادها على الربح الاقتصادي بدلا من الربح المحاسبي (الحنوي ، 2002 ، ص : 95) حيث ان هناك بعض المدخل عدت (EVE) الذي يتعلق غالبا بالارباح الاقتصادية التي تم تحقيقها على مدار عمر الشركة ومايرتبط بذلك من مخاطر . فوجهة النظر الاقتصادية تعمل على تأكيد تحقيق تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال حيث يطالب حملة الاسهم بتحقيق عوائد على رؤوس اموالهم المستثمرة تعادل في الاقل تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر (3 : Milles , et:al , 1998) .

وقد اوضح كذلك (Stewart , 1991) بأن احتساب القيمة الاقتصادية المضافة يتم استخدام المدخل التشغيلي الذي يعتمد على جانب الموجودات من قائمة المركز المالي وعلى رقم المبيعات من قائمة الدخل او بالاعتماد على المدخل التمويلي الذي يعتمد على جانب الالتزامات وحقوق الملكية من قائمة المركز المالي وعلى صافي الربح من قائمة الدخل وفيما يأتي عرضاً لطرائق احتساب القيمة الاقتصادية المضافة وفقاً لهذه المداخل .

1. المدخل التشغيلي : في ظل المدخل التشغيلي فرأس المال المستثمر يتمثل بكل من صافي رأس المال العامل وصافي الموجودات الثابتة حيث يتمثل صافي رأس المال العامل هنا بالموجودات المتداولة مطروحاً منها المطلوبات المتداولة التي لا يترتب عليها فوائد والتي تعكس حاجة الشركة الانية للتمويل الخارجي مثل الدائون ، والمصاريف المستحقة ، وتتكون صافي الموجودات الثابتة من الموجودات الرأسمالية اللازمة للإدامة نشاط الشركة مثل صافي الممتلكات ، والمعدات ، والتجهيزات ، والشهرة والوصول الى القيمة نفسها التي يتم الحصول عليها لرأس المال في ظل المدخل التمويلي ولايد من القيام ببعض التسويات لموجودات الشركة ، وترتبط هذه التسويات بمخصصات البنود المكافئة . اذ لايد من اضافة مخصص المخزون المقيم لطريقة LIFO مايرد اخيراً يصدر اولا الى المخزون بحيث يعكس القيمة الجارية للمخزون ولايد من اضافة مخصص الديون المشكوك فيها الى المدينون ، ومجمع الاستهلاك الى صافي الموجودات (النوايسة، 2009 : 26) لأن الإفصاح عن هذه المعلومات يساعد مستخدمى القوائم المالية في قياس وتقييم اداء الشركات بطريقة تختلف عن طريقة الاعتماد على القوائم التقليدية (العقوري ، 2001 : 6) وهكذا من أجل الوصول الى صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة ، وعلى وفق هذا المدخل فرقم المبيعات يعد نقطة البداية ، حيث يمثل هذا المبلغ النقدي المحصلة او المتوقع تحصيلها ثم يتم طرح المصاريف التشغيلية بما في ذلك الاستهلاك وبذلك تحصل على صافي الربح التشغيلي المعدل ، بعد ذلك يتم اضافة الإيرادات الاخرى وصولاً الى الربح التشغيلي قبل الضريبة ، ثم يتم استبعاد الضرائب التشغيلية النقدية . والتي يتم الوصول اليها من خلال طرح الزيادة في الضرائب المؤجلة من مخصص ضريبة الدخل المقطوع من الارباح السنوية والذي يظهر قائمة الدخل ، وبعد اضافة مصروف الفوائد خالية من الاثر الضريبي الى ما سبق ، يتم الحصول على صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة . ومما تجدر الإشارة إليه هنا ، الى انه في ظل هذا المدخل ، يتم تجاهل القيود الدفترية المتعلقة بالموجودات غير الملموسة عند احتساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (النوايسة ، 2009 ، ص : 26 - 28) ، حيث يمكن بذلك الإفادة من قائمة القيمة الاقتصادية المضافة واستعراض كيفية الإفادة من قائمة القيمة الاقتصادية المضافة كقائمة ملحقة بالقوائم المالية الاصلية من قبل ادارة الشركة او الاطراف الاخرى ذات العلاقة بالشركة .

2. المدخل التمويلي : حيث تُعد القيمة الاقتصادية المضافة من المقاييس الحديثة لقياس الاداء وفقاً لهذا المدخل ، وتوضح هذه القيمة الدخل المتبقي من الارباح التشغيلية بعد تغطية التكلفة الكلية ، والعدالة لرأس المال والمتمثل بحقوق الملكية ، والديون التي تترتب عليها فوائد ، فضلاً عن التسويات المحاسبية المرتبطة بالمخصصات والتي اطلق عليها البنود المكافئة لحقوق الملكية (Equity Equivalents) (Stewart , 1991) .



ويعد المدخل التمويلي على مجموعة من الخطوات المتسلسلة ، والموضحة في الجدول (1 - 1) والتي لا بد من القيام بها وصولاً إلى القيم المعدلة لكل من صافي الربح المحاسبي ورأس المال بمفهومه المحاسبي ، وتتم التعديلات على هذه المتغيرات المحاسبية وفقاً للخطوات التالية :-

- 1- الخطوة الأولى : ازالة التشوهات المرتبطة بمفهوم رأس المال .
- 2- الخطوة الثانية : ازالة التشوهات المرتبطة بعمليات التمويل الاخرى .
- 3- الخطوة الثالثة : ازالة التشوهات المرتبطة بالسياسات المحاسبية .

وفيما يأتي شرح كل من هذه الخطوات ومبرراتها :

**1- الخطوة الأولى :** في هذه المرحلة يتم اضافة جميع الديون التي ترتبت عليها فوائد حقوق الملكية وبذلك فرأس المال المستثمر ، ينظر اليه على انه جميع المبالغ النقدية التي يتم استثمارها في صافي موجودات الشركة والتي تسهم في توليد الدخل وبغض النظر عن مصدرها ، ويرتبط بذلك ان جميع الفوائد صافية من الاثر الضريبي يتم اعادةها الى صافي الربح المحاسبي الهدف من هذه الخطوة ازالة الاثر المرتبط بالهيكل التمويلي للشركة مما يقدم مؤشراً أفضل للاداء التشغيلي ، وينتج مقارنة عادلة لمعدل العائد على رأس المال الذي يستند وفقاً للطريقة التقليدية على حقوق الملكية فقط بالرغم من مساهمة الديون في توليد هذا العائد حيث يشير (Medeiros , 2001 .P. 169) .

الى ان القيمة الاقتصادية المضافة تستند الى تعظيم الثروة التي يجب ان تعود على الشركات بعوائد اكبر من كلفة الدين والملكية ، حيث ان هذا المقياس مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت ، ودليل قد يساعد الادارة في صنع القرارات التي من شأنها تحسين جو العمل للجميع من الشركة .

**2- الخطوة الثانية :** ازالة التشوهات المرتبطة بعمليات التمويل الاخرى وفي هذه المرحلة يتم ازالة الاثر المرتبط بعمليات التمويل الاخرى بخلاف الدين حيث يتم اضافة الأسهم الممتازة وحقوق الاقلية كمصادر تمويل الى رأس المال وبالمثل فإن المبالغ التي تم تخفيض الدخل بموجبها للوفاء بمتطلبات هذه المصادر فيتم اعادةها الى الربح المحاسبي ، وبذلك فاننا نحصل على قيمة الارباح المتاحة للتوزيع على جميع الاطراف التي أسهمت في تكوين رأس المال بمفهومه الاوسع . وتلحظ ذلك في الجدول (1-1) ووفقاً للخطوة الأولى والثانية إن اي تعديل على مكونات رأس المال لا بد ان يرافقه تعديل على الربح ، وبحيث يعكس صافي الربح جميع المبالغ التي تم تحققها من المصادر المختلفة لرأس المال .

**3- الخطوة الثالثة :** ازالة التشوهات المرتبطة بمحاسبة الاستحقاق وفي هذه الخطوة يتم العمل على ازالة التشوهات المرتبطة بمحاسبة الاستحقاق وقد اطلق على البنود التي يتم تعديلها بالبنود المكافئة لحقوق الملكية والهدف من هذه التسويات هو الوصول الى القيم الدفترية الاقتصادية بدلا من القيم الدفترية المحاسبية ، والتحول من محاسبة الاستحقاق الى المحاسبة على اساس نقدي ومن نظر الدائنين المتشائمة الى وجهة نظر الملاك الواقعية والتحول من محاسبة التكاليف المعتمدة على الجهود الناجحة (Successful Efforts) الى محاسبة التكاليف الكلية (Full Cost) ، ان ذلك يمكن من قياس القيمة الاقتصادية الحقيقية لحقوق الملكية ، والتي على الشركة ان تعمل على تحقيق عائد ملائم لها ، يعادل في الاقل المخاطر التي على اساسها قام المستثمرون بالاستثمار في هذه الشركة تتمحور هذه الخطوة على ضرورة ان يتم اظهار الموجودات وحقوق الملكية وبعيدا عن التدخلات التي تفرضها محاسبة الاستحقاق ويتم ذلك من خلال اعادة جمع المبالغ التي تم احتجازها في السنوات السابقة من الارباح الى البنود المرتبطة بها من جانب الموجودات وكذلك الى حقوق الملكية في الجانب الاخر من قائمة المركز المالي حيث انها مبالغ من المفترض ان يتم تحويلها الى الملاك في حال عدم تخفيض الارباح بها ، ان هذا الاجراء يسهم في اظهار قائمة المركز المالي وفقاً للاساس النقدي هذا من جانب ، ومن جانب اخر فإن الزيادة السنوية في هذه المخصصات لا بد ان تنعكس على صافي الربح بحيث تعكس الربح الحقيقي السنوي قبل اقتطاع هذه المبالغ . وفيما يأتي يستعرض الجدول (2-1) احتساب المكونات المحاسبية للقيمة الاقتصادية المضافة وفقاً للمدخل التمويلي :

## الجدول (2-1)

المكونات المحاسبية للقيمة الاقتصادية المضافة وفاقاً للمدخل التمويلي

صافي الربح بعد الضريبة (Net Income)	حقوق الملكية (Common Equity)	المتغيرات المحاسبية	
التعديلات على صافي الربح المحاسبي	التعديلات على رأس المال	الهدف من هذه الخطوة	رقم الخطوة
+ مصروف الفائدة بعد الضرائب	+ جميع الديون التي يترتب عليها فوائد	ازالة التشوهات المرتبطة بمفهوم رأس المال	الخطوة الاولى Step One
= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)	= رأس المال (Capital)	امكانية المقارنة بعد ازالة الاثر المرتبط بالهيكل التمويلي	
+ المبالغ المقتطعة من الربح لحساب حملة الاسهم الممتازة	+ الاسهم الممتازة	ازالة التشوهات المرتبطة بعمليات التمويل الاخرى بخلاف الديون	الخطوة الثانية Step Two
+ المبالغ المقتطعة من الربح لحساب حملة الاسهم الممتازة	+ حقوق الاقلية		
+ (-) الزيادة (النقص) في البنود المكافئة لحقوق الملكية	+ البنود المكافئة لحقوق الملكية	ازالة التشوهات المرتبطة بالمبادئ المحاسبية	الخطوة الثالثة Step Three
صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة (Adjusted NOPAT)	رأس المال المعدل Adjusted Invested (Capital)	متغيرات القيمة الاقتصادية المضافة	

تمت صياغة هذا الجدول بالاعتماد على ماورد في (Stewart, 1991, P: 87 – 92)

## خامساً : نماذج حساب مقياس القيمة المضافة " EVA "

يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتحديد الربحية الحقيقية التي حققتها المنشأة ، حيث يأخذ هذا المقياس في حساباته اجمالي تكلفة رأس المال المملوك والمقترض ، كما انه يعالج القصور الناتج في تطبيق بعض (المبادئ المحاسبية المتعارف عليها GAAP) عن طريق اجراء مجموعة من التعديلات او التسويات التي أجريت على كل من صافي ربح التشغيل ورأس المال المستثمر كما يساعد هذا المقياس ادارة المنشأة على استغلال اصولها المختلفة افضل استغلال ممكن لتحقيق القيمة على حملة الاسهم (Tully and Hadjiam ,1983 , P.3) وفيما يأتي بعض نماذج لحساب مقياس القيمة الاقتصادية (EVA)

النموذج الاول : يتمثل النموذج الأساسي لحساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بطرح تكلفة رأس المال المستثمر من صافي ربح التشغيل المعدل بعد الضرائب (Thatcher , 1998 ,P:1 - 2) وهذا ما توضحه المعادلة الآتية :

(EVA) = صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب (NOPAT)  $\pm$  التسويات على ارباح التشغيل - [ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر (WACC) \* (رأس المال المستثمر IC  $\pm$  التسويات على عناصر المركز المالي) ]

وبالتعويض عن رأس المال المستثمر بأجمالي الموجودات مطروحا منها الالتزامات قصيرة الاجل ويمكن التعبير عن المعادلة السابقة بما يأتي :

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) = صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب (NOPAT)  $\pm$  التسويات على ارباح التشغيل - [ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) \* (اجمالي الموجودات - الالتزامات قصيرة الاجل  $\pm$  التسويات على ارباح التشغيل - [ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال \* (اجمالي الموجودات - الالتزامات قصيرة الاجل  $\pm$  التسويات على عناصر المركز المالي) ] (Borowsky , 1998 , P :35)

النموذج الثاني : ان القيمة الاقتصادية (EVA) تركز على الفعالية الادارية في معدل معين . وتأخذ صيغة (EVA) الشكل التالي :

EVA = Net operating Profit after taxes (NOPAT)

كما يمكننا ان نحسب (EVA) القيمة الاقتصادية المضافة بالنسبة الى (ROIC) العائد على رأس المال المستثمر .

EVA = (Operating Capital ) (ROIC - WACC) .....15

اذ ان:

EVA = القيمة الاقتصادية المضافة

ROIC = العائد على رأس المال المستثمر

Operating = رأس المال التشغيلي

ومثلما تبين من هذه المعادلة ، تضيف الشركة قيمة اي ان لها (EVA) موجبة اذ كان (ROIC) اكبر من (WACC) واذا تزداد (WACC) عن (RIOC) فسوف تقلل على ذلك الاستثمارات الجديدة في رأس المال التشغيلي قيمة الشركة وتكون (EVA) تقديراً للربح الاقتصادي الحقيقي للاعمال وتختلف كثيراً عن الربح المحاسبي (بريجهام وميتشل ، 2008 ، ص 201) .  
ويمكن احتساب القيمة الاقتصادية المضافة حسب الصيغة الآتية :-

$$EVA = \text{Adjusted NOPAT} - \text{Adjusted Cost of Capital} \dots\dots\dots 16$$

وفاقاً لما تقدم ويمكن ان تقوم باحتساب القيمة الاقتصادية المضافة حسب الصيغة الآتية في احتساب (EVA)

$$EVA = \text{Adjusted Nopat} - \text{Adjusted Cost of Capit.} \dots\dots\dots 17$$

حيث ان :

EVA = تمثل القيمة الاقتصادية المضافة

Adjusted NOPAT = صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وقيل الفوائد

Adjusted cost of capital = التكلفة الكلية المعدلة لرأس المال المستثمر .

سادساً : علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بأسعار الاسهم :

ان اكثر ادوات الاستثمار في الاسواق المالية شيوعاً بين المستثمرين هي الاسهم ، حيث تقوم الشركات بإصدار هذه الاسهم من اجل تمويل احتياجاتها طويلة الاجل وهي تمثل شهادات ملكية ذات ارباح سنوية فضلاً عن الارباح الرأسمالية التي تحققها من خلال التغيرات الحاصلة في اسعارها السوقية وليس لها اجل استحقاق وتكون ارباحها متغيرة بتغير ايرادات المنظمة (العموش ، 2001 ، ص 53) ويمثل مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA احد الادوات المالية التي استخدمها الاقتصاديون منذ مدة تزيد عن 200 عام ، فهذا المقياس يُعد تطويراً لمفهوم قياس الدخل المتبقي RI ويرجع هذا التطور الى سعي حملة الاسهم بصورة مستمرة الى تحقيق معدل عائد يلائم المخاطر التي يتحملونها بمساهماتهم برووس اموالهم في الشركة كما ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA تُعد الطريقة الصحيحة لقياس حملة الاسهم اذ ان ادخال تكلفة رأس المال في الحسابان هو اهم ما يميز " القيمة الاقتصادية المضافة " فمن خلال الطرائق المحاسبية التقليدية قد تبدو الشركات رابحة ولكن الكثير منها في الحقيقة لم يربح يقول بيتر دراكر : (الى ان تكسب الشركة عائدات اكبر من تكلفة رأس مالها معناه تعمل بخسارة وانها لا تحقق ثروة) ومن ثم تم تصحيح القيمة الاقتصادية المضافة هذا الخطأ المحاسبي بوضع تكلفة رأس المال في الحسابان ، انها تفرض على المديرين ان يعملوا على التعويض على رأس المال الذي يستخدمونه في مشاريعهم كلك تحقق القيمة الاقتصادية المضافة الاتساق بين القرارات الادارية وثروة حملة الاسهم لقد ابتكر ستيرن ستوربات القيمة الاقتصادية المضافة ليساعد المديرين على استخدام قاعدتين ماليتين اساسيتين في اثناء عملية اتخاذ القرار وهما (القطار ، 2006 : 1) :

القاعدة الاولى : الهدف المالي الاولي لأي شركة يجب ان يكون زيادة ثروة حملة الاسهم .

القاعدة الثانية : قيمة الشركة تعتمد على درجة توقع المستثمرين لمدى تعدي الارباح المستقبلية لتكلفة رأس المال .

ويتوقع (Velez – Pareje -2001) ان EVA ستعكس العوائد المستقبلية للسهم اذا ماتم اخذ التدفق النقدي الحر (FCF) بالحسبان ، واستنتج فكرة حساب EVA باستخدام خصم التدفقات النقدية بالقيمة الحالية من حساب الشركة لصافي القيمة الحالية لتوزيعات الارباح في السنوات السابقة للمشاريع وتتبع زيادة الارباح وانخفاضها ، وبما ان القيمة الحالية اكثر ارتباطاً بالتغير في القيم السوقية من غيرها (NOPAT) فان حساب EVA من خلال صافي القيمة الحالية سيجنب الكثير من الاخطاء وبذلك تقترب من العوائد المستقبلية للاسهم .

## ثانيا : تحليل المتغيرات الخاصة بنموذج القيمة الاقتصادية المضافة 4- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) جدول (3-4)

نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية للمصارف عينة البحث 2006 - 2010

wacc	b(km-rf)	km-rf	km	B	rf	لمصارف
0.041	0.011	0.080	0.110	0.132	0.03	المصرف التجاري
0.082	0.052	0.080	0.110	0.648	0.03	مصرف بغداد
0.077	0.047	0.080	0.110	0.582	0.03	مصرف الشرق الاوسط
0.092	0.062	0.080	0.110	0.775	0.03	مصرف الائتمان العراقي
0.070	0.040	0.080	0.110	0.499	0.03	مصرف سومر
0.056	0.026	0.080	0.110	0.323	0.03	مصرف بابل
0.070	0.040	0.080	0.110	0.501	0.03	مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل

المصدر : من اعداد الباحث

أن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية هو من بين أهم المفاهيم النظرية في التمويل وهو يعكس العلاقة بين المخاطرة والعائد في بيئة سوق كفوء وهو يعتبر ثمرة لنموذج ماركويتز وأسهل منه في التطبيق وقد أضاف هذا النموذج إمكانية الحصول على معدل عائد خالي من المخاطرة كما أنه وسع من مفهوم المحافظ الاستثمارية الكفاءة في السوق بشكل عام وتقويم الأوراق المالية بشكل خاص ومن خلال تحليل معادلة CAPM في الجدول ( 3-4 ) أظهر أن معدل العائد بالنسبة للمصارف عينة البحث هي كالاتي :-  
المصرف التجاري حيث أظهر أن معدل العائد المطلوب من قبل المصرف والذي يمثل كلفة الفرصة البديلة أو الأدنى لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يمثل المعدل الموزون تكلفة التمويل Wacc الكلية قد بلغت (0.041) وهي محصلة العلاقة بين العائد الخالي من المخاطرة البالغ (0.03) دينار وعلاوة المخاطرة البالغة (0.08) دينار . علماً أن معدل بيتا الذي تعكس درجة تقلب عائد السهم قياساً بعائد محفظة السوق قد بلغ (0.132) كمتوسط للفترة من (2006-2010) علماً أن هذا المصرف يتمتع بمعدل عائد مطلوب أقل من بقية المصارف الأخرى مما يعني تعرضه الى درجة مخاطرة أقل كما نلاحظ أن مصرف الائتمان العراقي قد حقق الحد الأعلى معدل العائد المطلوب على الاستثمار لبقية المصارف عينة البحث . الذي يمثل المعدل الموزون لكلفة التمويل Wacc الكلية قد بلغت (0.092) دينار في عائد خالي من المخاطرة قد بلغ (0.03) دينار وعلاوة مخاطرة بلغت (0.08) دينار علماً أن معامل بيتا الذي يعكس درجة تقلب عائد السهم لذلك المصرف قد بلغ (0.775) دينار كمتوسط للفترة من عام (2006-2010) . علماً أن المصرف عينة البحث يشير بتعرضه الى درجة مخاطرة أكبر هكذا الحال لبقية المصارف .

## 5-تحليل كلفة الاستثمار

جدول (3-5)

تحليل كلفة الاستثمار للمصارف عينة للفترة ( 2006 – 2010 ) بالدينار العراقي

المتوسط	WACC*IC2010	WACC*IC2009	WACC*IC2008	WACC*IC2007	WACC*IC2006	المصارف
5020570076.36	8280885275.32	8448821003.73	830159250.36	867045291.33	6675939561.08	المصرف التجاري
49122042970.18	78653364002.40	65651566207.92	44431872249.60	29767220118.24	27106192272.72	مصرف بغداد
36955539225.13	44414411586.40	42685264091.82	43613752427.78	31143304082.14	22920963937.53	مصرف الشرق الاوسط
37050950344.70	54733737961.03	33484426875.76	31095340079.03	33058288564.12	32882958243.55	مصرف الائتمان العراقي
8292038873.68	3089646658.48	2498489779.15	194373973.74	33015309860.54	2662374096.48	مصرف سومر
7253463679.61	11237389105.66	9410243318.44	6836881487.43	4604329566.37	4178474920.18	مصرف بابل
						مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل
10929380072.51	22060819317.91	14525677714.47	10856554439.67	4628658210.60	2575190679.89	
22089140748.88	31781464843.89	25243498427.33	19694133415.37	19583450813.33	14143156244.49	

المصدر من اعداد الباحث

تحتسب كلفة الاستثمار من خلال حاصل ضرب كلفة راس المال التي أستخرجت بموجب تسعير الموجودات الرأسمالية في الجدول (3-4) في مجموع الاستثمار المتمثل بمجموع موجودات المصارف وبين الجدول (3-5) نتائج احتساب كلفة الاستثمار في المصارف ويبين ان تكلفة الاستثمار في مصرف بغداد كانت الأعلى بين المصارف وبلغت (49122042970) دينار مقارنة بالمتوسط البالغ (222089140748)

دينار وهو ناتج عن ارتفاع كلفة رأس المال المحسوبة بموجب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعروضة في الجدول (3-4) والبالغة (0,082) وهو يقيس ارتفاع مخاطر الاستثمار في الشركة .  
-وجاء مصرف الائتمان العراقي بالمرتبة الثانية من حيث ارتفاع كلفة الاستثمار وبلغت (37050950344) دينار وهو أعلى من المتوسط بنسبة (40%) .  
-فيما حقق المصرف التجاري أدنى كلفة للاستثمار وبلغت (5020570076) دينار وقد حقق هذا المصرف كذلك ادنى كلفة لرأس المال بين المصارف عينة البحث والتي تم احتسابها بموجب تسعير الموجودات الرأسمالية والتي عرضت في الجدول (3-4) وبلغت (0,041) .  
-فيما حقق مصرف الشرق الأوسط كلفة استثمار بلغت (36955539225) وقد حقق هذا المصرف كلفة رأس مال أعلى من كلفة رأس المال بالنسبة للمصرف التجاري حيث بلغت وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وبلغت (0,077) .  
-كما حقق مصرف بابل كلفة استثمار بلغت (7253463079) وهي أكثر من كلفة الاستثمار لمصرف سومر كذلك حقق هذا المصرف كلفة رأس المال بين المصارف (0,56) وهي قليلة مقارنة بمصرف سومر وبقيّة المصارف الأخرى .  
-فيما حقق مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل كلفة الاستثمار بلغت (10929380072) وهي أكثر بقليل من كلفة الاستثمار لمصرف سومر وأقل بكثير مقارنة بمصرف بغداد كذلك قد حقق المصرف كلفة رأس المال بين المصارف عينة البحث التي احتسبت بموجب نموذج تسعير الموجودات التي عرضت بموجب جدول (3-4) وبلغت (0,70) وهي أكثر من كلفة رأس المال لمصرف بابل .

### ثالثاً : تحليل القيمة الاقتصادية المضافة

#### جدول (3-6)

القيمة الاقتصادية المضافة للشركات عينة البحث

المصارف	EVA2006	EVA2007	EVA2008	EVA2009	EVA2010	EVA المتوسط
المصرف التجاري	5817830983.08-	349560850.67	569065036.64	5383559241.73-	2331722020.68	1590208463.36-
مصرف بغداد	24252229272.72-	13980360118.24-	25128006249.60-	50639647207.92-	65667415002.40-	35933531570.18-
مصرف الشرق الاوسط	19135800644.53-	29987194076.14-	30359159620.78-	31685264091.82-	36218446115.40-	29477172909.73-
مصرف الائتمان العراقي	31454496388.55-	17725187761.12-	17340053609.03-	27410471487.76-	47561955891.03-	28298433027.50-
مصرف سومر	1801803107.48-	31916644408.54-	498017010.26	1015876518.85	2694096965.48-	6979730190.48-
مصرف بابل	1294556648.18-	793846454.37-	1576742447.43-	5935827211.44-	6990193788.66-	3318233310.01-
مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل	1609932368.11	185028568.40	2665477078.33	8457822866.46-	11726320000.91-	3144740970.51-

يعرض الجدول (3-6) نتائج احتساب القيمة الاقتصادية المضافة للشركات عينة البحث للمدة (2006 - 2010) ومنه يتبين أن جميع الشركات قد حققت قيمة اقتصادية سالبة وذلك بسبب تضخم كلفة الاستثمار والتي عرضت في الجدول (3-5) السابق وانخفاض ربح العمليات بعد الضريبة ويتضح من الجدول أن (مصرف بغداد) قد حقق ادنى قيمة سالبة لـ EVA وبلغت (-35,933,531,570) دينار كما يلحظ انه قد حقق قيمة سالبة للقيمة الاقتصادية المضافة لجميع سنوات البحث أعلاها (-19806011) دينار عام 2007 وأدناها (-6566,7415.002) دينار عام 2010 وان ارتفاع (EVA) في هذا المصرف كان نتيجة لارتفاع كلفة الاستثمار مثلما عرضها الجدول (3-5) وبلغ متوسطها (49,122,042,470) دينار فيما حقق المصرف التجاري أعلى قيمة اقتصادية مضافة بلغت (-1,590,208,463) دينار .  
ويلاحظ أن هذا المصرف حقق قيمة اقتصادية موجبة في الأعوام (2007،2008،2010) وبلغت القيمة في كل منهما (2331722020/569065036/399560850) دينار على التوالي وهذا يدل على انخفاض كلفة الاستثمار مقارنة بصافي ربح العمليات الا ان الانخفاض الكبير في EVA للأعوام (2006،2009) والبالغة كل منها (-5817830983) المضافة للمصرف وظهورها بشكل سالب ، ويلحظ ايضاً أن متوسط كلفة الاستثمار لهذا المصرف والتي عرضها الجدول (12) يبين قد حقق ادنى متوسط تكلفة للاستثمار بين المصارف وبلغت (5020570076) دينار .

- كذلك بالنسبة لمصرف الشرق الأوسط فقد حقق قيمة سالبة لـ (EVA) بلغت (-29477172909) دينار وهي تأتي بالمرتبة الثانية حيث انخفاض EVA بعد القيمة لمصرف بغداد .
- ونلاحظ كذلك انه حقق قيمة سالبة للقيمة الاقتصادية المضافة لجميع سنوات البحث بلغت أعلاها (-19135800644) دينار عام 2006 وأدناها (-36218446115) دينار لعام 2010 وان ارتفاع EVA في المصرف كان نتيجة لارتفاع كلفة الاستثمار كما وبلغ متوسطها (3695539225) دينار وهي أقل من كلفة الاستثمار لمصرف بغداد .
- فيما حقق مصرف الائتمان العراقي قيمة سالبة لـ (EVA) بلغت (-28298433027) دينار وهي أكثر من قيمة EVA لمصرف الشرق الأوسط كما نلاحظ قيمة سالبة للقيمة الاقتصادية المضافة لجميع سنوات البحث بلغت أعلاها (-17430053609) دينار عام 2008 وأدناها حيث بلغت (-475619555891) عام 2010 ان ارتفاع الـ (EVA) في المصرف كانت نتيجة ارتفاع كلفة الاستثمار كما في الجدول (3) وبلغ متوسطها (37050950334) وهي أكثر بقليل من كلفة الاستثمار لمصرف الشرق الأوسط وأقل كلفة استثمار لمصرف بغداد .
- فقد حقق مصرف سومر قيمة سالبة لـ EVA بلغت (-6979730190) دينار كما حقق قيمة اقتصادية موجبة في الأعوام (2008 – 2009) بلغت القيمة في كل منها (1015876518169980176610) دينار على التوالي إلا أن الانخفاض الكبير في EVA للأعوام (2006 / 2007 / 2010) والبالغة كل منها (2694096 - / -319166444088 / -1801803107) دينار على التوالي أدت الى انخفاض متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للمصرف وظهوره بشكل سالب كما يلحظ أيضا أن متوسط كلفة الاستثمار لهذا المصرف التي عرضها جدول (5-3) انه قد حقق متوسط للاستثمار قليل بمقدار بلغ (8292038873) .
- كما حقق مصرف بابل قيمة سالبة لـ (EVA) بلغت (-3318233310) دينار وهي أقل من (EVA) لمصرف سومر كما نلاحظ أن قيمة سالبة للقيمة الاقتصادية المضافة لجميع مستويات البحث بلغت أعلاها (-793846454) دينار عام 2007 وأدناها حيث بلغت (6,990,193,788) دينار عام 2010 وان ارتفاع في EVA في المصرف نتيجة لارتفاع كلفة الاستثمار في الجدول (5-3) وبلغ متوسطها (7253463679) دينار وهي أقل من كلفة الاستثمار لمصرف سومر .
- كما حقق مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل قيمة سالبة لـ (بلغت (-3144740970) دينار نلاحظ كذلك أن المصرف قد حقق قيمة ايجابية موجبة للأعوام (2006 / 2007 / 2008) على التوالي وبلغت في كل منهما (1609932368 – 185028568 - 2665477078) دينار على التوالي ، إلا ان الانخفاض في الاعوام (2009 – 2010) البالغة (-8457822866/-117263200006) ادت الى انخفاض متوسط كلفة الاستثمار لهذا المصرف والتي عرضها جدول (5-3) بين انه قد حقق (10929380072) وهي أكثر بقليل من مصرف بابل وأقل طبعاً من مصرف بغداد .

## المبحث الثاني اختبار فرضيات البحث

أولاً : اختبار الفرضية الاولى : العلاقة القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم  
يبين الجدول (7-3) نتائج اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم وتم التحليل وفقاً للاتي :

## جدول (3-7)

علاقات الارتباط والانحدار بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم للمصارف عينة البحث

المصرف	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	معامل ارتباط r بيرسون	معامل التحديد R <sup>2</sup>	معامل β	t.test	Sing.	F.test	Sig.
المصرف التجاري	P1	EVA1	0.5	0.21	0.462	0.902	10.13 بدرجة ( $\frac{1}{3}$ )	0.814	0.434 لا يوجد تأثير
مصرف بغداد	P2	EVA 2	0.2	0.05	0.218	0.386	0.725	0.149	0.725 لا يوجد تأثير
مصرف الشرق الاوسط	P3	EVA 3	0.1	0.01	0.087	0.151	-0.890	0.023	0.890 لا يوجد تأثير
مصرف الائتمان العراقي	P4	EVA 4	0.5	0.29	0.534	1.095	0.354	1.199	0.354 لا يوجد تأثير
مصرف سومر	P5	EVA 5	0.3	0.08	0.275	0.495	0.655	0.245	0.655 لا يوجد تأثير
مصرف بابل	P6	EVA 6	0.8	0.67	0.816	2.444	0.092	5.972	0.092 لا يوجد تأثير
مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل	P7	EVA 7	0.6	0.37	0.606	1.319	0.279	1.741	0.279 لا يوجد تأثير

## المصرف التجاري :-

- بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p1 و EVA1 (0.5) وهو ارتباط موجب متوسط التأثير . اما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (21%) أي ان نسبة مساهمة المتغير المستقل من المتغير المعتمد بلغ (21%) . اما معادلة الانحدار التقديرية بين p1 و EVA1 فهي :-

$$- \text{EVA1} = q + B p1 \dots\dots\dots 21$$

$$- \text{EVA1} = 1269.548 + 0.462 p1$$

وبلغ معامل الانحدار (B) (0.462) أي يشير الى انه بوجود المتغير المستقل p1 يؤدي الى زيادة في المتغير المعتمد EVA1 لكل وحدة واحدة بمقدار (0.462) .  
اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغ sig. (0.434) والقيمة الجدولية لها عند مستوى معنوية (0.05) ثم القيمة الجدولية نلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك لا يوجد تأثير معنوية لمعامل الانحدار B على الظاهرة المدروسة .

اما اختبار قيمة F لاختبار والقيمة الجدولية لها فرضية الدراسة فقد بلغت قيمة sig. بلغت (0.434) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك نقبل فرضية العدم Ho أي لا يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية بين p1 و EVA1 أي لا يوجد تأثير لـ p1 على EVA1 .

## مصرف بغداد :-

بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p2 و EVA2 بلغ (0.2) وهو ارتباط ضعيف موجب دون المتوسط . اما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (5%) أي ان نسبة مساهمة المتغير المستقل p2 من المتغير المعتمد EVA2 بلغت (5%) ، أما معادلة الانحدار التقديرية بين p2 و EVA2 فهي :-

$$- \text{EVA2} = q + B p2 \dots\dots\dots 22$$

$$- \text{EVA2} = 2298.097 + 0.218 p2$$

- بلغ معامل الانحدار (B) (0.218) ويشير الى انه بوجود المتغير المستقل p2 هناك زيادة لكل وحدة واحدة من EVA2 بمقدار (0.218) .

- اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغ sig. (0.725) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية 0.05 بذلك لا يوجد تأثير معنوية لمعامل الانحدار B .

- اما اختبار قيمة F لاختبار فرضية البحث فقد بلغت قيمة sig. (0.725) عند مستوى معنوية (0.05) فنلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك نقبل فرضية العدم Ho أي لا يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية لـ p2 على EVA2 .

مصرف الشرق الأوسط :-

بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p3 و EVA3 بلغ (0.1) وهو ارتباط ضعيف موجب دون المتوسط . اما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (1%) أي ان نسبة مساهمة المتغير المستقل p3 من المتغير المعتمد EVA3 بلغت (1%) ، أما معادلة الانحدار التقديرية بين p3 و EVA3 فهي :-

$$EVA3 = q + B p3 \dots\dots\dots 23$$

$$EVA3 = 2455.361 + (0.87) p3$$

- بلغ معامل الانحدار (B) (0.87) وهو يشير الى انه بوجود المتغير المستقل p3 هناك زيادة لكل وحدة واحدة من EVA3 بمقدار (0.87) .

- اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغ قيمة sig. (0.890) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك لا يوجد تأثير معنوي لمعامل الانحدار B على الظاهرة EVA3 .

- اما اختبار F لاختبار فرضية الدراسة فقد بلغت قيمة sig. (0.980) عند مستوى معنوية (0.05) نلاحظ ان sig. اكبر من مستوى المعنوية وبذلك نقبل فرضية العدم Ho أي لا يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية لـ p3 على EVA3 .

مصرف الائتمان العراقي :-

- بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p4 و EVA4 (0.5) وهو ارتباط موجب ذو تأثير متوسط . اما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (29%) وتشير الى ان نسبة مساهمة المتغير المستقل p4 من المتغير المعتمد EVA4 بلغ (29%) ، أما معادلة الانحدار التقديرية بين p4 و EVA4 فهي :-

$$EVA4 = q + B p4 \dots\dots\dots 24$$

$$EVA4 = -4444.609 + (0.534) p4$$

- بلغ معامل الانحدار (B) (0.534) وتشير الى انه بوجود المتغير المستقل p4 هناك زيادة لكل وحدة واحدة من EVA4 بمقدار (0.534) .

- اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغت قيمة sig. (0.345) عند مستوى معنوية (0.05) نلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك لا يوجد تأثير معنوي لمعامل الانحدار على الظاهرة EVA34 .

- اما اختبار F لاختبار فرضية الدراسة فقد بلغت قيمة sig. (0.354) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك نقبل فرضية العدم Ho أي لا يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية لـ p4 على EVA4 .

مصرف سومر :-

- بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p5 و EVA5 (0.3) وهو ارتباط موجب طردي دون المتوسط . اما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (8%) ويدل على ان نسبة مساهمة المتغير المستقل p5 من المتغير المعتمد EVA5 بلغ (85%) . أما معادلة الانحدار التقديرية بين p5 و EVA5 فهي :-

$$EVA5 = q + B p5 \dots\dots\dots 25$$

- بلغ معامل الانحدار (B) بلغ (0.275) وتشير الى انه بوجود المتغير المستقل p5 هناك زيادة لكل وحدة واحدة EVA5 المتغير المعتمد .

- اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغ قيمة sig. (0.655) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك لا يوجد تأثير معنوي لمعامل الانحدار على الظاهرة EVA5 .

- اما اختبار F لاختبار فرضية الدراسة فقد بلغت قيمة sig. بلغت (0.655) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك نقبل فرضية العدم Ho أي لا يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية لـ p45 على EVA5 .

مصرف بابل :-

- بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p6 و EVA6 (0.8) وهو ارتباط موجب طردي جيد التأثير . اما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (67%) أي ان نسبة مساهمة المتغير المستقل p6 من المتغير المعتمد EVA56 تبلغ (67%) .

أما معادلة الانحدار التقديرية بين p6 و EVA6 فهي :-



$$EVA6 = q + B p6 \dots\dots\dots 26$$

$$EVA6 = 1192.025 + (0.816) p6$$

بلغ معامل الانحدار (B) بلغ (0.816) ويشير الى انه بوجود المتغير المستقل p6 هناك زيادة بمقدار (0.816) لكل وحدة واحدة من EVA6 .

اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغ قيمة sig. (0.092) عند مستوى معنوية (0.05) وتشير الى عدم وجود تأثير معنوي لمعامل الانحدار B على EVA6 .

- اما اختبار F لاختبار فرضية الدراسة فقد بلغت قيمة sig. (0.092) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان قيمة sig. اكبر من مستوى المعنوية بذل لا يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية لـ p46 على EVA6 .

مصرف الاقتصادي للاستثمار والتمويل :-

- بلغ معامل ارتباط بيرسون بين p7 و EVA7 (0.6) وهو ارتباط موجب طردي وأعلى من المتوسط . أما معامل التحديد R<sup>2</sup> فقد بلغ (37%) ويشير الى ان نسبة مساهمة المتغير المستقل p7 من المتغير المعتمد EVA57 تبلغ (37%) ، أما معادلة الانحدار التقديرية بين p7 و EVA7 فهي :-

$$- \quad EVA7 = q + B p7 \dots\dots\dots 27$$

$$- \quad EVA7 = 2546.318 + (0.606) p7$$

- بلغ معامل الانحدار (B) (0.606) ويشير الى انه بوجود المتغير المستقل p7 هناك زيادة لكل وحدة واحدة من EVA7 بمقدار (0.606) .

- اما اختبار t لاختبار معنوية معامل الانحدار (B) فقد بلغ قيمة sig. (0.279) عند مستوى معنوية (0.05) ونلاحظ ان sig. اكبر من مستوى المعنوية بذلك لا يوجد تأثير معنوي لمعامل الانحدار B على EVA7 .

- اما اختبار F لاختبار فرضية الدراسة فقد بلغت قيمة sig. (0.279) عند مستوى معنوية (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم Ho أي لا توجد تأثير معنوي لـ p47 على EVA7 sig..

- ومن خلال المذكور في اعلاه لا تثبت صحة فرضية البحث الاولى التي تشير :- يوجد تأثير معنوي ذي دلالة احصائية بين الاسعار والقيمة الاقتصادية المضافة

- اذ ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يفسر التغيرات في اسعار الاسهم للشركات في سوق العراق للاوراق المالية وفقاً للتحليل في اعلاه وكل النتائج في اعلاه تشير الى رفض فرضية الاثبات H1 وقبول فرضية العدم Ho .

## الفصل الرابع

### الاستنتاجات والتوصيات

#### الاستنتاجات

- يعد مؤشر معدل العائد على حق الملكية اداة مهمة لتقييم الاداء المالي للشركات ويمكن ان يستخدم من قبل الشركات كأداة لاتخاذ قراراتها الاستثمارية المستقبلية .

اظهرت نتائج تحليل كلفة رأس المال للمصارف عينة البحث الاتي :-

أ. ارتفاع معدل العائد المطلوب فيها بسبب ارتفاع مخاطرة العوائد المتحققة في هذه المصارف والتي تم احتسابها بموجب معامل بيتا .

ب. أن جميع المصارف تتعرض لمخاطر منخفضة عن السوق بدليل انخفاض معامل بيتا للسهم عن الواحد الصحيح والذي يمثل مخاطرة عوائد سوق الأوراق المالية .

a. 4. ارتفاع كلفة الاستثمار في جميع المصارف بسبب ارتفاع كلفة رأس المال أظهرت نتائج التحليل الإحصائي الخاص باختبار فرضيات البحث الى :-

أ. أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يعد بديلاً عن المقاييس المحاسبية التقليدية مثل ربحية السهم الواحد ، معدل العائد على الاستثمار ، ومعدل العائد على حق الملكية ، في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم للمصارف عينة البحث إذ ظهرت النتائج انخفاض معامل التفسير في معظم الشركات وهذا يعني أن أغلب التغيرات في أسعار الأسهم للمصارف عينة البحث لا تعود أسبابها الى القيمة الاقتصادية المضافة وإنما الى متغيرات أخرى وليس الى القيمة الاقتصادية المضافة .

## التوصيات

1. في ضوء النتائج التي توصلت إليها البحث يمكن أن نلخص مجموعة من التوصيات تعرض على النحو الآتي :-
2. التنوع في استخدام المؤشرات المالية يزيد من احتمال اختيار الاستثمارات الناجحة فعلى المستثمرين التوجه الى استخدام المؤشرات الاقتصادية الجديدة فهي مكملة للمؤشرات التقليدية ولا غنى لأحدهما على الأخر .
3. يوصي البحث بإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف من مدى فاعلية استخدام المؤشرات والنسب المالية في سوق الأسهم العراقية للحد من عشوائية المضاربة في الأسهم وتوعية المستثمر باستخدام هذه المؤشرات كأحد أهم الوسائل العلمية الصحيحة في الاستثمار.
4. إجراء هذه الدراسة التطبيقية على مراحل او مدد زمنية أطول لأن مؤشر القيمة EVA يمكن من إثبات فاعليتها على المدى الطويل ، وكذلك دراسة العلاقة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم في العراق كمحاولة لتحديد أثر استخدام الشركات لهذا المقياس على عوائد الأسهم.
5. البحث حول التعديلات التي أجرتها شركة stern Stewart على المبادئ المحاسبية والتحقق من قدرتها على سد بعض الثغرات التي يستغلها أصحاب السلطة في تحريف النتائج الإرباح المحاسبية.

## المصادر:

اولاً: مصادر الوثائق والمنشورات:-

1. وثائق (ديوان الرقابة المالية ، جمهورية العراق ، دليل تقويم الاداء لعام 2006 : 30 ) .
2. دليل سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات ، 2011 .

الكتب العربية:-

الكتب :-

1. الحناوي ، د.محمد صالح ، دنضال فريد مصطفى ، د. رسمية زكي قرياقص ، "أساسيات الإدارة المالية" ، الإسكندرية ، كلية التجارة ، 2001.
2. الداهري ، عبد الباسط مطر ، ( الاقتصاد الزراعي ) ، العراق ، جامعة بغداد ، مطبعة التعليم العالي ، طبعة الثانية ، 1995
3. الزبيدي، حمزة محمود ، "الإدارة المالية المتقدمة" ، الأردن ، عمان ، مؤسسة الرواق للنشر والتوزيع ، 2004.
4. العامري ، محمد علي إبراهيم ، (الإدارة المالية المتقدمة) ، العراق ، جامعة بغداد ، 2010
5. الكرخي ، مجيد عبد جعفر ، " تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام البيانات المالية " ، العراق ، بغداد ، دار الشؤون الثقافية ، 2001.
6. النعيمي ، عدنان تايه ، والتميمي ، أرشد فؤاد ، " التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة " ، الأردن ، عمان ، دار اليازوري العلمي للنشر والتوزيع ، 2008 .
7. حماد ، طارق عبد العال ، " تحليل القوائم المالية لإغراض الاستثمار ومنح الائتمان " ، الإسكندرية ، مصر ، 2007.
8. اوجين بريجهام ، ميشيل ابرهاروت ، " الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي " ، كتاب مترجم ، دار المريخ ، الرياض ، 2008

## الإطار:

1. الربيعي ، سميرة اسماعيل موسى ، " تقويم اداء النشاط الزراعي بأستخدام منهج التحليل التنظيمي " ، رسالة ماجستير مقدمة للمعهد العالي للمحاسبة القانونية - بغداد ، 2011 .
2. الشام ، ماهر علي حسين ، " دور البيانات المحاسبية في توقيت الاداء المالي بالتطبيق على الشركة الوطنية لصناعة الاثاث المنزلي في الموصل " ، اطروحة ماجستير ، 1999 جامعة الموصل ، العراق .
3. الطراونة ، حسين احمد خليل الطراونة ، " استخدام مقاييس القيمة في نظام الادارة المالية تعظيم لثروة الملاك " ، اطروحة دكتوراة ، 2006 "الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية " ، الاردن ، عمان .
4. العموش ، بشار حمد ، " أثر مؤشرات الاداء المالي المتعدد المداخل على اسعار الاسهم دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الاردنية في بورصة عمان للأوراق المالية " ، اطروحة ماجستير ، 2004 جامعة عمان الاردنية ، قسم التمويل والمصارف .

5. العقوري ، خديجة معيوف ، " القيمة الاقتصادية المضافة وجدوى الإفصاح عنها ضمن القوائم المالية المنشورة في البيئة الليبية " ، اطروحة ماجستير ، ليبيا ، جامعة بنغازي قاريوتس ، 2001
6. النوايسة ، فايز حمد ، " مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة والمتغيرات المحاسبية على تفسير العوائد السوقية والمخاطر النظامية " ، اطروحة دكتوراه ، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، 2009
7. حمدان ، احمد عبد الزهرة ، "فاعلية التحليل المالي والاقتصادي في النشاط المصرفي " ، اطروحة ماجستير ، الجامعة المستنصرية ، العراق ، بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2009
8. فلاته ، اكرام عبد الرحمن ، " قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاسهم في الشركات السعودية " ، اطروحة ماجستير ، 2010 جامعة الملك عبد العزيز ، كلية الادارة والاقتصاد ، المملكة العربية السعودية ، جدة .

#### الدوريات :-

1. الخولي ، هالة عبد الله ، (الاختبار الميداني للعلاقة بين مقاييس الاداء الداخلي والقيمة السوقية للمنشأة - دراسة تطبيقية على قطاع الاعمال في مصر) ، مجلة المحاسبة والادارة والتأمين كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد 57 سنة 2001 .
2. المعيني ، سعد سلمان ، زيان محمد خورشيد (دور المعلومات المعتمدة على القيمة الاقتصادية والكلفة المستندة الى النشاطات في تحديد الدخل للمنتجات الفردية ) ، المؤتمر العاشر لهيئة التعليم التقني ، 2009 .
3. منصور ، بهاء محمد حسين ، (المداخل المقترحة لقياس وتقييم الاداء المالي والتشغيلي والاستراتيجي في منشآت الاعمال الحديثة) ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الاسكندرية ، المجلة التاسع والثلاثون ، العدد الاول ، مارس 2004 .

#### المصادر الاجنبية

##### الكتب:-

1. Haskins , ME, " Financial Account and Reporting " , Richard Darwin , Inc.,USA .( 1993)
2. James and Dodd land shiminchen, EVA : Anew panacea Business and Economic Review (july – sptember) ( 1996 )
3. Kenkel , phil , " Financial per from acne Analysis and Directors " , Oklahoma cooperative Extension service ( 1997)
4. Morse ,wagne S., and Davis James R., and Hardgrave's.,AL , "Management Accounting : astrategic Approach " , 3th ed , Thomson south western , USA ,( 2003)
5. Milles R.Row botham – s and Roberts using Economic prefit in assessing business per formance , management Accounting , j (1998).
6. Morkey , MF (The value Added statement in Britain Edited by stephen S-Zeff & Thomas F. ) , USA . ( 1999)
7. Modigli ani , F and M.H miller ((The cost of capital , coparation finance and The Teory of Investment)) American Economic Review (jume) (1958)
8. O HanL on , J , and peasn ell.wall streets contribution to management accounting : the stern stewart financial management system , management ,Accounting Research K (1998)
9. Stewart , G " The Quest for value : AGuide for senior managers " , Harper Business , New York . ( 1999 )
- 10.Weaver smuel OC , , " Measuring Economic value Added : A survey of the practices of (EVA) proponents Journal of Applied Finance , (2001)
- 11.Milles R.Rowbotham . s . and Roberts using Economic profit in assessing business per formance , management Accounting j(1998)
- 12.Morley , MF " The Value Added statement in Britain Edited by Stephen S. Zeff & Thomas F. , USA . ( 1999)

13. Modigliani , foud M.H Miller " The cost of capital , corporation finance and the teary of Invest ment " , American Economic Review (june) (1958)  
الدوريات :-
1. Biddle , Gary G. , Robert M.Bowen and james s.wallace Evidenenco on EVA , " journal of Applied corporate finance , vol – 12 No -2 ( 1999 )
  2. Borowsky , Brian and teslie spero , , (making finance Away of life (making finance , February , vol . 18 issue 1 ( 1998)
  3. Burkttte , Gary D., Gyou Chandra and Layton AHOCK ((Economic value Added (EVA) CPA jour nal , VOI:67 , issue 7 ( 1999)
  4. Berntein , Richard and Garmen Pigler , An Analysis of EVA (Quantitative viewpoint ) , December , united states ( 1997 )
  5. Castillo , Arnaul " EVA -0r How to increase you profil Ability , " management Accounting " (November) , VOL – 76 , issue 10 (1998 )
  6. Dierks , paulA . and Ajay patel (What is EVA , and How can I help your com pany ) management Accounting ( 1997)
  7. Grant , j.L ((Foundation of EVA for Investment , managers )) jour nal of fortfolio management , VOI -23 , No 1 . (1996 )
  8. Irala Lokanandha Reddy , and Reddy , Raghumatha , ((performance Evaluation , Economic Value Added and managerial Behavioe )) , PES . Business Review , vol .01 No ( January( 2006)
  9. INSTi Tu TE (CFA) , Asset , valuation and Equity CFA PROGRAM CURRiculvm volum 4 , p . 316 (2001)
  10. Kyriazis , Dimitris and Christos A nastassis The validity of the valid Added Approach : an Empirical Application , European financial management , 13 (1)(2007)
  11. Kudla , Ronaldj and David A-Arendt " Economic value Added Business Enterprises valuation management " , AFP Exchange , VOL , 20,issue 4 (2000)
  12. Morley , MF ((The value Added statement in Britain )) Edited by Stephen S.Zeff & Thomas F., USA ( 1999 )
  13. McIntyre , Edward v. " Accounting choices and EVA" Business Horizons cjanuary (February)(1999)
  14. Makelaine , ESA (Economic value Added as A Management Tool , Helsink School of Economic and Business Administration , Department of Accounting and Finance . ( 1998 )
  15. Morley (The value Added statement in Britian Edited by Stephen S.Zeef &Thomas F.,USA (1999)
  16. Pablo Fernandez ((EVA) and cash value added –do Not measure shareh older value creation)) pricewaterh use coopers proof fess or of corporate finance , IESE Business school Gamine del cerro del Agnail a -3- 28023 Madrid spam(2001)
  17. Peterson , Ron " Total value Grcatiom " Accounting (jaunty)(2001)
  18. Raman , D.v mark value Added and Economic value Added : some Empirical Evidences , social science Research Net Work . www, ssnr.com(2005)
  19. Stewart , G. (The Quest for value : AG uide for senior Managers ) Harper Business , New York . ( 1991 )
  20. Stern , joel M . , GBennett stewart III and Donald – chew (The EVA fimancial management system ) journal of Applied corporate finance (summer) vol . 8 , No . 2 (1995)

21. Stewart III Bensett (EVA : Fact and Fantasy) journal of Applied corporate fimance (summery) Vol.7 , No. 2 . ( 1994)
22. Scott , mike (joining forces financial management CCIMA) (April) (2001 )
23. Thatcher , milke (( all About EVA )) people management (October) , vol – 4 , issue 20 ( 1998)
24. Tolly , shawn and Ani Hadjion (( The Real Key to Greating wealth for tune , vol .128 , issue ))( 1993)
25. Tortella , B.D. , and Brusco , S. , The Economic, Value Added , (EVA) : An Analysis of market Rration Advances in Accounting , 20( 2003)
26. Tham , joseph, (The unearable Lightness of EVA invaluation ) social sciemce Elestronic publishing Inc , New York , April ( 2001 )
27. Velez – Pareja, Ignacio "Value Greation and Its measurement: Acritical look to EVA" working paper , Availableat SSRN : <http://ssrn-com/abstract-163466>.(2001)
28. Lehn , K. , and makhija A EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change , strategy & leadership , 13 (1996)
29. Writhing ton And rew C.and Tracey west Economic value – Added : A Review of the Theoretical and Empirical literature : Asian Review of Accounting , (1) (2001)

#### مصادر الانترنت :-

27. العاني ، قتيبة عبد الرحمن ، " القيمة الاقتصادية للمستثمر " ، مقالات منتدى الامارات الاقتصادي [www.uaeec-com-Allrights-reserved](http://www.uaeec-com-Allrights-reserved)
28. العطار ، محمد أحمد ، القيمة الاقتصادية المضافة EVA . [www.istammeco.cc/Fan-aL-edare/eKted-Edary/..8231.html](http://www.istammeco.cc/Fan-aL-edare/eKted-Edary/..8231.html)
29. الكيلاني ، قيس والزبيدي ، حمزة محمود ، (أعادة هيكلة نظم الادارة المالية بأستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان) ، سنة 2005 .
30. سويسي ، د. هوارى ، (دراسة تحليلية لمؤشرات قياس اداء المؤسسات من منظور خلق القيمة) ، جامعة ورقلة ، مجلة الباحث ع : 7 ، 2010-2009
- [http : www.djelfa – info/vb/archive/index](http://www.djelfa-info/vb/archive/index)
31. عبد الناصر ، نور ، وعلاء الدين السبتي ، (مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الاردنية ، مجلة دراسات ، المجلد 30 ، عدد 2 ، 2003 .
32. كريم ، عبد الحفيظ محمد ، " اختيار العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية لأسهم ، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي " ، مجلة العلوم الانسانية ، السنة الرابعة العدد التاسع والعشرون ، 2004 . [Www-ulm-nL](http://www-ulm-nL)
- Bhattacharyya , Asishk , and phani , B.v. (( Economic value . Added –A general perspective , Social Scial Science Elestronic pubishing , 2004 , [Http ://ssrn-com](http://ssrn-com).