

تقييم العلاقة بين مؤشرات الأداء الاقتصادية والمحاسبية
وعوائد الأسهم بالتطبيق على الشركات المساهمة المسجلة في
سوق الأوراق المالية السعودية

دكتور

احمد جمعه احمد رضوان

مدرس بقسم المحاسبة- كلية التجارة وإدارة الأعمال
جامعة حلوان



تقييم العلاقة بين مؤشرات الأداء الاقتصادية والمحاسبية وعوائد الأسهم بالتطبيق على الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودية

د/ أحمد جمعه أحمد رضوان

- ملخص البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة طبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء الاقتصادية المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية المتمثلة في العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية من ناحية وبين عوائد الأسهم من ناحية أخرى، كما يهدف إلى دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء المحاسبية من ناحية وبين القيمة السوقية المضافة من ناحية أخرى بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٤ شركة - تم اختيارها طبقاً لمجموعة من المحددات- من الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠٠٥/١٢/٣١ حتى ٢٠٠٩/١٢/٣١.

استخدم الباحث أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وخلصت الدراسة إلى تفوق مؤشرات الأداء المحاسبية على مؤشرات الأداء الاقتصادية في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، كما خلصت الدراسة إلى أنه على الرغم من عدم قدرة مؤشرات الأداء الاقتصادية المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة - سواء كانت منفردتين أو مجتمعتين - على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم خلال سنوات الدراسة ، إلا أن مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية مجتمعة معاً استطاعت أن تفسر ٢٦% من التغيرات في عوائد الأسهم وهو ما يبرز أهمية القياس والإفصاح عن مؤشرات الأداء الاقتصادية إلى جانب المؤشرات المحاسبية، وذلك لمساعدة المستثمرين الحاليين والمرتبين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وأيضاً لمساعدة الإدارة على تعظيم ثروة الملاك من خلال اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تحقق عوائد تفوق تكلفة رأس المال المستثمر سواء كان مملوك أو مقترض، كما انتهت الدراسة إلى تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية على مؤشرات الأداء المحاسبية في تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة في كل سنة من سنوات الدراسة و على مستوى مجموع سنوات الدراسة.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، مؤشرات الأداء المحاسبية، عوائد الأسهم.

القسم الأول

الإطار العام للمبحث

أولاً: - مقدمة:

تعتبر التقارير المالية الوسيلة الرئيسية التي يعتمد عليها المستخدمون الرئيسيون في الحصول على المعلومات عن الوحدات الاقتصادية ومراكزها المالية ونتائج أعمالها وأدائها وذلك لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاقتصادية، ويؤكد على ذلك مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) (concept statement no., 1, 1978) بأن التقارير المالية لا تعتبر هدفاً بحد ذاته وإنما هي وسيلة هدفها الرئيسي توفير المعلومات التي تساعد في اتخاذ القرارات الاقتصادية المتعلقة بالمنشأة. ولقد أخذت منفعة المعلومات المحاسبية في التفاوض مع تطور بيئة الأعمال ومع اختلاف أسباب تحقيق الدخل والثروة من العوامل المادية الملموسة إلى العوامل غير الملموسة التي لا يتم الاعتراف بها ولا قياسها أو الإفصاح عنها في التقارير المالية إلا في ظل ظروف معينة، كما وأن هذه التقارير لا تأخذ في اعتبارها تكلفة رأس المال المملوك باعتباره أحد عناصر التكاليف التي يجب أن تخصم من الإيرادات للحصول على الأرباح الاقتصادية وهو ما جعل هذه التقارير غير قادرة على تحقيق أهدافها في توفير المعلومات المفيدة في تقييم أداء منشآت الأعمال وتحديد ربحيتها والتقرير عن مسئولية الإدارة وتقييم كفاءتها.

طبقاً لمجلس معايير المحاسبة المالية فإن التقارير المالية بوضعها الحالي لم تعد قادرة على تلبية احتياجات المستخدمين في ظل الاقتصاد الجديد (FASB , Special Report , April , 2001 , P.5) ، الأمر الذي يتعارض مع الهدف الرئيسي للتقارير المالية المتمثل في توفير المعلومات ذات الفائدة للمستخدمين لتلبية احتياجاتهم ومساعدتهم في اتخاذ القرارات.

ويبرز هنا مفهوم الربح الاقتصادي والقيمة الاقتصادية المضافة كمقياس دقيق للأداء وللقيمة المحققة لحملة الأسهم وللتعبير عن الواقع الاقتصادي للمنشأة كأحد أهم المعلومات التي يجب أن يتم قياسها والإفصاح عنها في التقارير المالية لتلبية احتياجات المستخدمين، وخاصة وأن الكثير من الدراسات تشير إلى أن مقاييس الأداء التقليدية التي تعتمد على الربح المحاسبي المستخرج من التقارير المالية المعدة وفق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها لم تعد قادرة على التعبير عن الواقع الاقتصادي لمنشآت الأعمال ولا عن القيمة المحققة لحملة الأسهم والتي يقصد بها ما حققته إدارة المنشأة من زيادة في ثروة الملاك، وأنه يجب تطوير التقارير المالية لكي تعكس القيمة الاقتصادية المضافة باعتبارها مقياس للقيمة المحققة لحملة الأسهم. (ICAEW, 2004, Pp. 1-61; AICPA, 2004, Pp. 8-11).

ترتب على التحولات السابقة قيام إدارة منشآت الأعمال بتغيير فلسفتها وأهدافها والتي كانت تتمثل في محاولة الموازنة بين حقوق أصحاب المصالح في الفترة ما بين ستينيات وسبعينيات القرن

الماضي والتي دفعت الإدارة إلى قيامها بما يسمى بتمهيد الدخل باعتبار أن ربحية السهم تعتبر المقياس الرئيسي للأداء وما ترتب على ذلك من انخفاض الكفاءة في توزيع وتخصيص رأس المال ، إلى أن أصبح الهدف الرئيسي لإدارة منشآت الأعمال في ظل الاقتصاد الجديد يتمثل في تعظيم ثروة الملاك، وهو ما يستدعي ضرورة الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعتبر بمثابة نظام متكامل للإدارة يسعى إلى تعظيم الثروة، ويقوم على توجيه كل الأنشطة لتحقيق هذا الهدف (K.Asish&V. Phani 2005:Erasmus, P. D, Lambrechats, I. J., 2006; Chari .Latha, 2009.)

إن قياس ثروة الملاك يتم من خلال ما قد يحصلون عليه من عوائد على استثماراتهم، وتكون هذه العوائد أما في شكل توزيعات نقدية أو في شكل تعزيز لقيمة رأس المال المملوك - ممثلة في الزيادة السوقية في قيمة ما يمتلكونه من أسهم - أو كليهما معاً (S.Anil K,K. Satish, 2008, P. 200). وتعتمد القيمة السوقية للأسهم على عدد من العوامل المرتبطة بالمنشأة وعوامل أخرى مرتبطة بالسوق ، ويعتبر الأداء المالي من أهم العوامل المرتبطة بمنشآت الأعمال والتي تؤثر في القيمة السوقية للسهم .

و يتم قياس الأداء المالي لمنشآت الأعمال بعدد من المقاييس أو المؤشرات المحاسبية والاقتصادية، ويرى البعض أن أي مقياس محاسبي يتم استخدامه في تقييم أداء المنشأة يجب أن يرتبط ارتباطاً قوياً بثروة الملاك، ويجب ألا يتسم بالعشوائية (Ibid, P. 203)، ويرى البعض الآخر أنه لا يوجد مقياس محاسبي يمكن أن يفسر بمفرده التغير في ثروة الملاك (Chen and Dodd, 1997; Regreson 1997) .

ولقد تم انتقاد المقاييس المحاسبية التقليدية للأداء على أساس تجاهلها لتكلفة رأس المال المملوك الأمر الذي يجعلها غير قادرة على قياس الأداء الحقيقي لمنشآت الأعمال، ويرى البعض أن مقاييس الأداء المحاسبية مثل العائد على الاستثمار. والعائد على حق الملكية، وربحية السهم قد فشلت في قياس أثر قرارات الإدارة على تعظيم أو تدمير ثروة الملاك (Anand Manoj, et al, 1999, P.351) .

في ضوء الانتقادات السابقة ، ظهرت مقاييس الأداء الاقتصادية وعلى رأسها مقياس القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة والتي تستخدم في قياس الأثر الاقتصادي للقرارات الإدارية على تعظيم ثروة الملاك

تتمثل مشكلة البحث في قصور مؤشرات الأداء المحاسبية التي يعتمد قياسها على الأرقام المستخرجة من التقارير المالية في قياس الأداء الحقيقي لمنشآت الأعمال والثروة المحققة لحملة الأسهم في ظل بيئة الأعمال الحديثة، والتي تحولت فيها عوامل تحقيق الثروة والدخل من العوامل المادية الملموسة إلى العوامل غير الملموسة، والتي تتجاهل التقارير المالية المعدة في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها في كثير من الأحيان الاعتراف بها وقياسها والإفصاح عنها، كما وان هذه المبادئ لا تأخذ في اعتبارها تكلفة رأس المال المملوك عند حساب صافي الربح، إضافة لما سبق فإن تطبيق السياسات التحفظية عند إعداد التقارير المالية يجعل هذه التقارير قاصرة في التعبير عن الأداء الفعلي لمنشآت الأعمال و الأرباح الاقتصادية وبالتالي فإن الاعتماد على مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة.

علاج أوجه القصور السابقة يتمثل في ضرورة الاعتماد على مؤشرات الأداء الاقتصادية لقياس الأداء الفعلي لمنشآت الأعمال والقيمة المحققة لحملة الأسهم على أساس سليم، ويتطلب ذلك إدخال الكثير من التعديلات على التقارير المالية المعدة طبقاً للنموذج المحاسبي الحالي لعلاج التشوهات السابقة، وبما يجعلها قادرة على التعبير عن الواقع الاقتصادي لهذه المنشآت في ظل بيئة الأعمال الحديثة، حتى يمكن الاعتماد عليها في قياس الربح الاقتصادي و القيمة المحققة لحملة الأسهم ، وبما يحقق الهدف الرئيسي من إعداد ونشر هذه التقارير وهو توفير المعلومات التي تساعد على تقييم الأداء والتقرير عن مسؤولية الإدارة وتقييم كفاءتها وهو ما يساعد على ترشيد القرارات.

ثالثاً: تساؤلات البحث:

يحاول البحث الإجابة على التساؤلات التالية:

- ١- هل توجد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل عائد السهم؟.
- ٢- هل توجد علاقة بين القيمة السوقية المضافة ومعدل عائد السهم ؟.
- ٣- هل توجد علاقة بين مقاييس الأداء الاقتصادية و معدل عائد السهم ؟.
- ٤- هل توجد علاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومعدل عائد السهم ؟.
- ٥- هل مؤشرات الأداء الاقتصادية أكثر قدرة علي تفسير التغيرات في معدل عائد السهم من مؤشرات الأداء المحاسبية ؟.
- ٦- هل مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية معاً أكثر قدرة علي تفسير التغيرات في معدل عائد السهم من المؤشرات المحاسبية أو الاقتصادية بمفردها ؟.
- ٧- هل توجد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ؟.

- ٨- هل توجد علاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية وبين القيمة السوقية المضافة ؟.
- ٩- هل مؤشرات الأداء المحاسبية أكثر قدرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة من القيمة الاقتصادية ؟.

رابعاً : أهداف البحث:

- تمثل أهداف البحث في الآتي:
- ١- تحديد وقياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في ضوء التعديلات المقترحة على الأرقام المحاسبية.
- ٢- تحديد وقياس مدى الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومعدل عائد السهم.
- ٣- تحديد وقياس مدى الارتباط بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومعدل العائد على السهم
- ٤- تحديد وقياس مدى الارتباط بين مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية وبين العائد على السهم.
- ٥- تحديد وقياس مدى الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للربح الاقتصادي والقيمة السوقية المضافة كمقياس لمدى قدرة المنشأة على تعزيز أو تدمير ثروة الملاك.

خامساً : فروض البحث:

- للإجابة على تساؤلات البحث تم صياغة الفروض التالية:
- ١- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل عائد السهم.
- ٢- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة ومعدل عائد السهم.
- ٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء الاقتصادية ومعدل عائد السهم
- ٤- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار ومعدل عائد السهم.
- ٥- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حق الملكية ومعدل عائد السهم.
- ٦- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء المحاسبية ومعدل عائد السهم .
- ٧- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء المحاسبية والاقتصادية ومعدل عائد السهم.
- ٨- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين القيمة السوقية المضافة.
- ٩- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء المحاسبية وبين القيمة السوقية المضافة.

سادساً : أهمية البحث :

ترجع أهمية البحث إلى ما يتناوله من ضرورة تطوير التقارير المالية لزيادة قدرتها على التعبير عن الواقع الاقتصادي لمنشآت الأعمال ، وبما يمكن معه قياس الربح الاقتصادي أو القيمة

الاقتصادية المضافة كأساس لقياس القيمة المحققة لحملة الأسهم، وبما يجعل هذه التقارير قادرة على تحقيق هدفها الرئيسي في المساعدة على اتخاذ القرارات على أساس سليم.

إضافة لما سبق ، فقد كثرت الكتابات حول علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بالقيمة السوقية المضافة والتي تقيس مدى قدرة إدارة الشركات على زيادة أو تدمير ثروة الملاك ، إلا أن نتائج هذه الدراسات والبحوث الأكاديمية اختلفت حول طبيعة وقوة هذا الارتباط ، وما إذا كان التغير في القيمة الاقتصادية المضافة يفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، كما كثرت الكتابات حول مدى قدرة مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية على تفسير التغيرات في معدل العائد على السهم ، الأمر الذي يستدعي ضرورة دراسة هذه العلاقات في سوق المال السعودي لتحديد مدى الارتباط بين هذه المتغيرات ، وخاصة في ظل الندرة النسبية للدراسات العربية المتعلقة بهذا الشأن وهو ما يبرز أهمية الدراسة الحالية.

سابعاً : حدود البحث :

تتمثل حدود البحث فيما يلي:

- ١- تقتصر الدراسة النظرية على تناول نموذج المحاسبة المالية الحالي ، وكذلك نموذج القياس الاقتصادي وذلك بما يخدم البحث فقط .
- ٢- تقتصر الدراسة التطبيقية على دراسة العلاقة بين مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية المتمثلة في معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حق الملكية ومقاييس الأداء الاقتصادية المتمثلة في القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة من ناحية وعوائد الأسهم من ناحية أخرى وذلك لعينة من الشركات المساهمة السعودية المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة من ٢٠٠٥ / ١٢ / ٣١ حتى ٢٠٠٩ / ١٢ / ٣١ ، وكذلك قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة خلال نفس الفترة .

ثامناً : منهج وأسلوب البحث :

يجمع البحث بين أسلوبَي الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية وبالتالي منهجي الدراسة الاستنباطي والاستقرائي وذلك كما يلي :

١- الدراسة النظرية

تعتمد على ما ورد بالفكر المحاسبي بشأن مقاييس الأداء المحاسبية والانتقادات الموجهة لها، وكذلك على دراسة ما ورد في الفكر المحاسبي والاقتصادي فيما يتعلق بمؤشرات الأداء الاقتصادية من حيث أهميتها وكيفية قياسها والمشاكل التي تواجه القياس المحاسبي لها .

٢- الدراسة التطبيقية :

تتمثل في قياس القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة لعينة من الشركات التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية السعودية لمدة خمس سنوات متصلة، وقياس العلاقة بينهما، وتحديد وقياس العلاقة بين مقاييس الأداء الاقتصادية والمحاسبية وبين عوائد الأسهم خلال هذه المدة ، لتحديد ما إذا كانت المقاييس المحاسبية أو الاقتصادية أكثر قدرة على تفسير التغيرات في معدل عائد السهم، كذلك دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء المحاسبية من ناحية وبين القيمة السوقية المضافة من ناحية أخرى لتحديد أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة .

تاسعاً: تنظيم البحث:

- لتحقيق أهداف البحث واختبار فروضه تم تقسيمه إلى عدة أقسام على النحو التالي:
- القسم الأول: يتضمن عرضاً للإطار العام للبحث، والذي يتناول مشكلة البحث، تساؤلاته، أهدافه، أهميته، فروضه، حدوده، منهج وأسلوب البحث، وكيفية تنظيمه.
 - القسم الثاني: يعرض أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث.
 - القسم الثالث: يتناول الإطار النظري، ويناقش الموضوعات الأساسية للبحث.
 - القسم الرابع: يعرض الدراسة التطبيقية وتحليل نتائجها.
 - القسم الخامس: يتناول النتائج والتوصيات والمراجع.

القسم الثاني: الدراسات السابقة

يعرض الباحث في هذا القسم أهم الدراسات السابقة المرتبطة بالبحث وذلك على النحو التالي :

١- دراسة Paulo S., 2010:

استهدفت هذه الدراسة تحديد ما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمقياس لقياس الثروة المحققة للملاك لها الأفضلية على مقاييس الأداء التقليدية وبالتالي يتسق مع ما جاء بقانون الشركات الانجليزي الصادر عام ٢٠٠٦، والذي ينص على أن الهدف النهائي لمنشآت الأعمال يتمثل في تعظيم ثروة الملاك، واعتمدت الدراسة على نتائج الدراسات الميدانية التي تم نشرها خلال الفترة من ١٩٩٧ وحتى عام ٢٠٠٨ وعددها ٢٠ دراسة، توصلت إلى ١٦ دراسة منها إلى أن الأدلة على أفضلية القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء تعتبر غير كافية.

٢- دراسة : Liapis J. Konstantions, 2010

قدمت الدراسة إطار مقترح لإدارة قيمة المنشأة وتحقيق الرقابة على الأداء، وانتهت الدراسة إلى أن جميع طرق الإدارة على أساس القيمة والتي تعتمد على القيمة المضافة يمكن دمجها في إطار واحد يمكن أن يطلق عليه إطار نموذج القيمة المتبقية ، وهذا الإطار يشمل كل مقاييس الأداء الرئيسية، ويعتمد هذا النموذج على البيانات المتاحة في القوائم المالية، والبيانات المحاسبية بإتباع المحاسبة على أساس الاستحقاق والأساس النقدي . وأوضح الكاتب أن هذا النموذج يمكن من خلاله تصحيح القرارات الإدارية كما يمكن ربطه بحوافز المديرين.

٣- دراسة : Anil and Stish 2009 :

هدفت الدراسة إلى مراجعة ما ورد في الفكر المحاسبي من دراسات متعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة من ١٩٩٤ وحتى ٢٠٠٨ وتوصلت إلى أن الدراسات التي أجريت على الدول المتقدمة في معظمها تدعم استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء، بينما الدراسات التي أجريت على الدول النامية القليل منها انتهى إلى صلاحية استخدام القيمة المضافة كمقياس للأداء.

٤- دراسة : J. Lee, G. Steven and H. Siew 2009

هدفت الدراسة إلى فحص وتقييم العلاقة بين الإنفاق الاستثماري المرتبط بتكنولوجيا المعلومات وبين مقاييس الأداء التقليدية من ناحية والقيمة الاقتصادية المضافة من ناحية أخرى لعينة من الشركات خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى عام ٢٠٠٠ . وتوصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد ارتباط بين الزيادة في الإنفاق الاستثماري في تكنولوجيا المعلومات وبين الزيادة في مقاييس الأداء التقليدية مثل العائد على الأصول ROA والعائد على الاستثمار ROI، وتبين وجود ارتباط قوى بين الزيادة في الإنفاق الاستثماري المرتبط بتكنولوجيا المعلومات وبين الزيادة في القيمة الاقتصادية المضافة، وهو ما يشير إلى أن الزيادة في الاستثمارات المرتبطة بتكنولوجيا المعلومات يترتب عليها زيادة في تحقيق الثروة لحملة الأسهم.

٥- دراسة : K. Mandeep and N. Sweety, 2009 :

هدفت الدراسة إلى فحص مدى قدرة أكبر ١٠٤ شركة من الشركات الهندية المسجلة في سوق الأوراق المالية على تعظيم ثروة الملاك من خلال حساب القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة خلال الفترة من ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن أكثر من ٥٥% من الشركات محل الدراسة قد حققت قيمة اقتصادية مضافة سالبة ، وأن الشركات محل الدراسة قد حققت في مجموعها قيمة سوقية مضافة موجبة، وانتهت الدراسة إلى ضرورة أن تعمل إدارة الشركات على تحقيق قيمة اقتصادية وسوقية مضافة موجبة باعتبارهم من أهم العوامل تأثيراً على أسعار الأسهم.

٦- دراسة الخيال وفلاته ٢٠٠٩:

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA من ناحية وبينهما وبين العائد على السهم من ناحية أخرى لقياس قدرتهما على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية مقارنة بالمؤشرات المحاسبية خلال الفترة من ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ بالتطبيق على الشركات السعودية المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي، وتوصلت الدراسة إلى أن قدرة المؤشران EVA و MVA على التنبؤ بعوائد الأسهم تفوق قدرة المؤشرات المحاسبية خلال عام ٢٠٠٨.

٧- دراسة : Fountine Drew, et. al, 2008

هدفت الدراسة إلى اختبار استخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمقياس له الأولوية على مقاييس الأداء المحاسبية للفصل بين أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على الشركات الأمريكية العامة خلال الفترة من ١٩٩٥ حتى ٢٠٠٥. وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة توفر معلومات مفيدة يمكن استخدامها في التمييز بين أداء محافظ الأوراق المالية ، وفي تكوين المحافظ اعتماداً على القيم المرتفعة والمنخفضة للقيمة الاقتصادية المضافة مقسومة على القيمة الدفترية للديون وحق الملكية للأوراق المالية المسجلة.

٨- دراسة Irala 2007 :

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA مقارنة بمؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية في التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية وأجريت الدراسة التطبيقية على ١٠٠٠ شركة من الشركات المسجلة في البورصة الهندية خلال ست سنوات ، وانتهت الدراسة إلى أن قدرة EVA على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية تفوق قدرة المؤشرات التقليدية.

٩- دراسة : Rmana, D.V., 2005

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA وتم اختيار عينة من ٢٤٣ شركة من أكبر الشركات الهندية وتم دراسة البيانات المرتبطة بها والمنشورة في قواعد البيانات خلال الفترة من ١٩٩٩ وحتى ٢٠٠٢ . وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود ارتباط قوى بين القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة، وانتهت

الدراسة إلى ضرورة اختبار العلاقة السابقة خلال سلسلة زمنية أطول، وإلى ضرورة إجراء بحوث أخرى لاختبار العلاقة بين مكونات القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

١٠- دراسة : K. asish and V.Phani 2005

تناولت الدراسة مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة بالشرح والتحليل، وقامت بفحص ما إذا كان هذا المقياس له الأفضلية على مقاييس الأداء الأخرى معتمدة في ذلك على الدراسات الاختبارية التي تمت على عدد من الشركات الأمريكية، وتوصلت الدراسة إلى أنه على الرغم من أن EVA لا تقدم معلومات إضافية للمستثمرين إلا أنها يمكن أن تطبق كفلسفة إدارية لتعليم وتحفيز العاملين على التفرقة بين الأنشطة المحققة للقيمة وتلك المدمرة للقيمة، وهو ما يؤدي إلى توجيه كل الجهود نحو تعظيم القيمة المحققة لحملة الأسهم.

١١- دراسة : Otavio 2005

تناولت الدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين عوائد الأسهم وذلك للشركات المسجلة في بورصة البرازيل للأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩٦ وحتى ١٩٩٩ وتبين وجود علاقة ارتباط قوي وذات دلالة معنوية بين التغيرات في القيمة الاقتصادية المضافة والتغيرات في عوائد الأسهم وذلك خلال سنة واحدة فقط من سنوات الدراسة.

١٢- دراسة : Worthington Andrew and West Tracey, 2004

هدفت الدراسة إلى فحص واختبار مدى الارتباط بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة و المقاييس المحاسبية التقليدية من ناحية وبين عوائد الأسهم من ناحية أخرى، وذلك بالتطبيق على ١١٠ شركة استرالية لسلسلة زمنية خلال الفترة من ١٩٩٢ وحتى ١٩٩٨. وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم من غيرها من المقاييس الأخرى المتمثلة في الدخل المتبقي والأرباح وصافي التدفق النقدي.

١٣- دراسة خلدون و أبو العلا ٢٠٠٤:

درس الباحثان العلاقة بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) من جهة، وبين حقوق المساهمين (والتي فيست بالعوائد غير العادية لأسهم) من جهة أخرى، وتكونت عينة الدراسة من ٢١ شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة ما بين ١٩٩٢-١٩٩٩، وقد تم اختبار هذه العلاقة باستخدام تحليل الانحدار البسيط. وأشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة ومهمة إحصائياً بين المتغيرات المستقلة وهي القيمة الاقتصادية المضافة والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة وبين المتغير التابع وهو العوائد غير العادية.

١٤- دراسة الشرقاوي ٢٠٠٣:

تناولت الباحث بالدراسة والتحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والسوقية المضافة وعوائد الأسهم، وتحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية

المضافة في تحقيق عوائد غير عادية مقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشر المحاسبي مضاعف أو مكرر الربحية، وتم إجراء الدراسة التطبيقية على عينة من ٤٧ شركة من الشركات الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية المصرية، وانتهت الدراسة إلى عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والقيمة السوقية المضافة، كما توصلت الدراسة إلى أن تصميم السياسات الاستثمارية استناداً إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية.

١٥- دراسة الخولي ٢٠٠١:

قامت الدراسة باختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع لعدد ٥٠ شركة مصرية خلال الفترة من ١٩٩٦ وحتى ٢٠٠٠ وبين كل من مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والمتغيرات المحاسبية المعتمدة على الربح المحاسبي كمتغيرات مستقلة، وأظهرت النتائج أن المتغيرات المحاسبية التقليدية تساهم في تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة بدرجة أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة.

١٦- دراسة Fernandez Pablo 2001:

هدفت الدراسة إلى تحليل وفحص مدى الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وصافي ربح التشغيل بعد الضرائب وكذلك تحليل الارتباط بين القيمة النقدية المضافة و تعظيم القيمة لحملة الأسهم، وتم دراسة مدى الارتباط من خلال البيانات المتاحة لعدد ٥٨٢ شركة أمريكية لمدة ١٠ سنوات ، وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط بين الزيادة في القيمة السوقية المضافة وصافي ربح التشغيل بعد الضرائب أكثر من الارتباط بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة وذلك لعدد ٢٩٦ شركة من بين الشركات محل الدراسة ، كما انتهت الدراسة إلى وجود ارتباط ضعيف بنسبة ١,٧% بين الزيادة في القيمة النقدية المضافة والعائد المحقق لحملة الأسهم .

١٧- دراسة Manoj and Ajay ١٩٩٩:

تناولت هذه الدراسة بالشرح والتحليل قصور مؤشرات الأداء المحاسبية وفشلها في قياس مدى تحقيق أو تدمير القيمة المحققة لحملة الأسهم، كما تناولت أهمية استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية في تحقيق ما فشلت فيه مؤشرات قياس الأداء المحاسبية، وأوضحت الدراسة كيف يمكن للإدارة العمل على تحسين القيمة الاقتصادية المضافة.

١٨- دراسة Biddle et al., 1997:

قام الباحثون بدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والعائد المتبقي (RI) والأرباح المحاسبية (Earnings) من ناحية وبين العوائد غير العادية للأسهم من ناحية أخرى ، وتوصلت الدراسة التي أجريت على عينة مكونة من ٦١٧٤ شركة للفترة ما بين ١٩٨٤ إلى ١٩٩٣ إلى أن الأرباح المحاسبية هي أكثر المقاييس تفسيراً للتغير في العوائد غير العادية .

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء تحليل نتائج الدراسات السابقة - وفي حدود علم الباحث - لم تقدم أي دراسة عربية إطار متكامل لحساب القيمة الاقتصادية المضافة يأخذ في اعتباره التعديلات المقترحة على صافي الربح المحاسبي وعلى حقوق الملكية كما وأن الدراسة الوحيدة التي أجريت على سوق الأوراق المالية السعودي فيما يتعلق بهذا الشأن (توفيق الخيال ، أكرم فلاته ، ٢٠٠٩) قد اقتصرت على قياس القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة للشركات المساهمة السعودية عن سنتين ماليتين فقط هما ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ وهي فترة قصيرة، خاصة وأن مؤشر القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة قد أثبتنا فاعليتهما على المدى الطويل، ودون إدخال أي تعديلات على الأرباح المحاسبية لهذه الشركات عند حساب القيمة الاقتصادية المضافة وهو ما يجعل نتيجة القياس غير موضوعية، وبالتالي فإن هذه الدراسة تعتبر امتداداً للدراسات السابقة وتحاول الإجابة على الأسئلة المطروحة للوصول إلى قياس سليم للقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وهو ما يساعد في الحكم السليم على كفاءة الإدارة في تحقيق قيمة مضافة لثروة حملة الأسهم ، وهو ما يؤدي إلى تحقيق الهدف الأساسي للتقارير المالية المتمثل في توفير المعلومات التي تساعد على ترشيد القرارات الاقتصادية.

القسم الثالث

الإطار النظري لمقاييس الأداء الاقتصادية والمحاسبية

تزايدت الضغوط على إدارة الشركات لتبنى استراتيجيات مالية تستهدف الحفاظ على وتنمية وتعظيم ثروة حملة الأسهم، وأصبح تعظيم حملة الأسهم هو الرسالة التي تسعى إدارة الشركات لتحقيقها. ولقد اعتمدت إدارة الشركات والمساهمين وغيرهم على المؤشرات المحاسبية التقليدية مثل ربحية السهم والعائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية وغيرها من مؤشرات قياس الأداء في قياس وتقييم قدرة الشركة على تعظيم ثروة حملة الأسهم، ومع تزايد الوعي لدى المستخدمين بأن هذه المقاييس المحاسبية التقليدية لا يمكن الاعتماد عليها في قياس قدرة منشآت الأعمال على زيادة ثروة الملاك وذلك لأنها تعتمد على الأرباح المحاسبية التي لا تعكس التغيرات في عنصر المخاطرة، كما و أنها لا تأخذ في اعتبارها تكلفة رأس المال والطريقة الأساسية التي يمكن من خلالها لمنشآت الأعمال تعظيم ثروة ملاكها هو أن تحقق هذه المنشآت عائد اقتصادي كافي لملاكها ويتم قياس هذا العائد من خلال القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة

(Kaur, Mandeep. And Narang, Sweetey. 2009, p2.)

ويتناول الباحث في هذا القسم التطور التاريخي لمقاييس الأداء وقياس القيمة الاقتصادية

والسوقية المضافة وذلك على النحو التالي:

١/٣ التطور التاريخي لمقاييس الأداء:

يعرض البحث في هذا الجزء التطور التاريخي لمقاييس الأداء المحاسبية والاقتصادية ومزايا

وعيوب كل منها وذلك على النحو التالي:

١/١/٣: مقاييس الأداء المحاسبية:

١/١/٣/١ مقياس ربحية السهم (EPS):

تعتبر ربحية السهم المؤشر الرئيسي لقياس وتقدير الأداء المالي لمنشآت الأعمال والذي يتم

حسابه كما يلي:

ربحية السهم = (صافي الدخل بعد الضرائب والذكاة - توزيعات الأسهم الممتازة) // المتوسط

المرجح للأسهم العادية المتداولة

ويتميز هذا المؤشر بسهولة الحساب والاستخدام إلا أنه على الرغم من ذلك يتم انتقاده من

خلال النقاط التالية:

أ- يري العاملين في مجال التحليل المالي أن أحد أهم الانتقادات الموجهة لمقياس ربحية السهم

تتمثل في تعرضه للتقلبات الشديدة نتيجة تقلب الأرباح الأمر الذي يجعلهم لا يعتمدون عليه في

تقييم الأداء المالي لمنشآت الأعمال ويرون أنه يؤدي إلى إساءة توزيع الموارد المالية المتاحة بين

منشآت الأعمال (Stewart, P. 21)

ب- اعتماده على الأرباح المحاسبية التي يتم التقرير عنها في ضوء النموذج المحاسبي الحالي الذي يتسم بالقصور و تجاهل الكثير من مسببات القيمة في ظل الاقتصاد الجديد.

ج- الاعتماد على ربحية السهم كمؤشر لتقييم الأداء يدفع إدارة منشآت الأعمال إلى التلاعب في الأرقام المحاسبية بما قد تنتجه لها المعايير المحاسبية الحالية من حرية في اختيار السياسات المحاسبية التي تستخدمها لخدمة أغراضها في تهديد الدخل للحفاظ على المؤشر في المدى المرغوب.

د- تجاهل هذا المؤشر كغيره من المؤشرات التقليدية لتكلفة رأس المال المملوك، الأمر الذي يترتب عليه اتخاذ قرارات غير رشيدة.

٢/١/٢ مؤشر العائد على الاستثمار (ROI):

يعتبر أحد المقاييس المحاسبية التقليدية التي شاع استخدامها مع بداية القرن العشرين (هوارى سويسى: ٢٠٠٩، ص: ٥٥)، ويتم حسابه بقسمة صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب على مبلغ الاستثمار كما يلي:

معدل العائد على الاستثمار = صافي الربح بعد الضرائب / مبلغ الاستثمار
ويستخدم هذا المؤشر في تقييم أداء المنشأة بمدى تحقيقها عائد على إجمالي المبالغ المستثمرة سواء كانت من حقوق الملكية أو من التمويل الخارجي ويتميز هذا المؤشر بالميزات التالية:
أ- أنه يأخذ في الاعتبار الأداء الكلي لمنشآت الأعمال، كما أنه يؤدي إلى تحقيق التوافق بين أهداف المنشأة المتمثلة في تعظيم العائد وأهداف الإدارة المتمثلة في تعظيم مصالحها .
ب- يستخدم في المقابلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة لمنشآت الأعمال واتخاذ القرار باختيار المشروعات الاستثمارية التي تحقق عائد أعلى على الاستثمار.
ج- البساطة وسهولة الحساب.

وعلى الرغم من المزايا السابقة إلا أن هذا المؤشر يواجه بالانتقادات التالية:

أ- يعتمد هذا المؤشر في قياسه على صافي الربح المحاسبي والذي يتم تحديده في ضوء النموذج المحاسبي الحالي الذي يشوبه الكثير من أوجه الانتقاد والذي يتجاهل الاعتراف بالكثير من المحركات الحقيقية لتحقيق الثروة في عصر الاقتصاد الجديد، والذي يتم من خلاله التلاعب في الأرباح المحاسبية في كثير من الأحيان، الأمر الذي يجعل صافي الربح المحاسبي لا يعبر عن الأرباح الحقيقية لمنشآت الأعمال.

ب- الأرباح المحاسبية لا تأخذ في اعتبارها التكلفة الحقيقية للاستثمارات حيث تتجاهل تكلفة التمويل الداخلي الأمر الذي يجعل الأرباح المحاسبية لا تعبر عن الأرباح الاقتصادية المحققة هو ما قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة تعمل على تدمير ثروة الملاك بدلاً من الحفاظ عليها وتميئتها.

ج- مبلغ الاستثمار الذي يتم على أساسه قياس هذا المؤشر يحدد على أساس الديون طويلة الأجل مضافاً إليها حقوق الملكية وطبقاً لنموذج المحاسبي الحالي فإنه لا يتم الاعتراف بالمبالغ

المدفوعة لتطوير عناصر رأس المال الفكري - التي تعتبر من أهم عناصر تحقيق الثروة والدخل لمنشآت الأعمال في ظل بيئة الأعمال الحديثة - على أنها استثمارات وبالتالي فإن معدل العائد على الاستثمار يعتبر مؤشر مضلل ولا يسمح بقياس العائد الحقيقي على الاستثمارات . (Nogueira, C., et.al., , 2009, Pp. 1-22)

د- لا يأخذ هذا المؤشر في حسابه تكلفة رأس المال الأمر الذي يجعله قاصر في قياس العائد الاقتصادي.

٣/١/٣ مؤشر العائد على حق الملكية (ROE):

يعتبر أحد المقاييس المحاسبية التقليدية شائعة الاستخدام والتي تقيس العائد على حق الملكية والذي يمثل مصدر التمويل الداخلي لعمليات المنشأة، ويلقى هذا المؤشر اهتمام كبير من جانب إدارات شركات الأموال لمحاولة تحسينه، كما يلقي اهتمام المستثمرين الحاليين والمرقبين ويلعب دوراً كبيراً في اتخاذ قراراتهم وذلك نظراً لرغبة المستثمرين في تحقيق أعلى عائد على استثماراتهم، ويتم حسابه بقسمة صافي الربح بعد الزكاة والضرائب على حق الملكية، ويتكون هذا المؤشر من ثلاث مؤشرات فرعية هي :

- ١- العائد على المبيعات والذي يتم قياسه بقسمة صافي الربح على المبيعات ويقاس هذا المؤشر قدرة الشركة على تحقيق أرباح من مبيعاتها.
- ٢- معدل دوران الأصول والذي يتم قياسه بقسمة صافي المبيعات على إجمالي الأصول ويقاس هذا المعدل قدرة وكفاءة الإدارة على تشغيل أصولها .
- ٣- نسبة إجمالي الأصول إلى حق الملكية، وتقيس هذه النسبة درجة الرفع المالي بصورة مباشرة.

ويتميز معدل العائد على حق الملكية بالمزايا التالية:

- ١- سهولة وبساطة الحساب.
- ٢- يتم الاعتماد عليه في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد على حق الملكية.
- ٣- يعتبر مقياس شامل للأداء لأنه يتكون من ثلاث مؤشرات فرعية أحدها لقياس الربحية والثانية لقياس الكفاءة والثالثة لقياس درجة الرفع المالي .
- ٤- يساعد على تحديد نقاط القوة ونقاط الضعف في مكونات معدل العائد.

على الرغم من المزايا السابقة إلا أن هذا المؤشر يواجه بنفس الانتقادات التي وجهت لمعدل العائد على الاستثمار من اعتماده على الأرباح المحاسبية التي تواجه بالكثير من الانتقادات، كما وأن معالجة المكاسب والخسائر غير المحققة الناتجة عن تغيرات القيمة العادلة للاستثمارات المالية المتاحة للبيع، والناتجة عن تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية للحسابات المقومة بعملة أجنبية من خلال

حقوق الملكية بقائمة المركز المالي سترتتب عليه نتائج عكسية من حيث أثرها على مؤشر العائد على حقوق الملكية (السهمي، محمد سلطان، ٢٠٠٧) .

خلاصة ما سبق أن مقاييس الأداء التقليدية تواجه بالكثير من الانتقادات والتي من أهمها ما يلي (P.159)

- ١- اختلاف الأرباح المحاسبية عن التدفقات النقدية التي تمثل العامل الأهم في تحقيق القيمة لحملة الأسهم.
 - ٢- الأرقام المحاسبية لا تعكس مخاطر التشغيل، ولا تأخذ في اعتبارها تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المملوك والقيمة الزمنية للنقود.
 - ٣- اختلاف الممارسات والسياسات المحاسبية من منشأة لأخرى.
 - ٤- مؤشرات الأداء التقليدية تعتبر مضللة وذلك لأنها تعالج الاستثمارات طويلة الأجل في الأصول غير الملموسة (رأس المال الفكري) مثل نفقات التدريب ونفقات تطوير العلامات التجارية ونفقات البحوث والتطوير وغيرها على أنها مصروفات على الرغم من أن هذه العناصر من أهم عناصر تحقيق الدخل والثروة في ظل الاقتصاد الجديد.
- ويرى البعض (K.Asish&V. Phani, Op.Cit, P: 6) أن مقاييس الأداء التقليدية لا تقدم صورة كاملة عن أداء المنشأة كما أنها تتأثر بعدم الاتساق في الأرقام المحاسبية وفي طرق التقييم التي يستخدمها المحاسبون في تقييم الأصول والالتزامات والدخل، بالإضافة إلى أن الطرق المحاسبية للتقييم تختلف عن الطرق المستخدمة في تقييم المشروعات الفردية، حيث يتم تقييم أي مشروع جديد طبقاً لطريقة صافي القيمة الحالية التي تقيس الفائض الذي من المتوقع أن يحققه المشروع بعد تغطية تكلفة رأس المال، وتقييم أداء المنشأة الدوري يجب أن يطبق نفس مبادئ التقييم المتبعة في تقييم المشروعات الاستثمارية وهو ما لم يؤخذ في الاعتبار عند حساب مقاييس الأداء المحاسبية، ويؤكد الباحث على ما سبق بأن زيادة أرباح المنشأة لا يعنى بالضرورة زيادة ثروة الملاك (القيمة المحققة لحملة الأسهم)، فزيادة هذه القيمة لن تتحقق إلا إذا كانت العوائد المحققة من استثمارات المنشأة أعلى من تكلفة الحصول على الأموال المستثمرة سواء كانت مملوكة أو مقترضة أي أنه من الممكن أن تزيد الأرباح وتتنخفض القيمة المحققة لحملة الأسهم إذا كان عائد الأموال المستثمرة أقل من تكلفة هذه الأموال، وهو ما يستدعي ضرورة تطبيق مقاييس بديلة لقياس هذه القيمة والتي من أهمها وأكثرها شيوعاً القيمة الاقتصادية المضافة .

٢/١/٢ مؤشرات الأداء الاقتصادية:

الانتقادات السابقة لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية أدت إلى ضرورة البحث عن طرق أفضل لتقييم الأداء على أساس اقتصادي تتفق مع أهداف الملاك واستراتيجيات الإدارة التي تهدف إلى تعظيم قيمة المنشأة، وفيما يلي عرض للتطور التاريخي لأهم مؤشرات قياس الأداء الاقتصادية:

١/٢/١/٣ الدخل المتبقي أو الربح الاقتصادي (Residua Income)

تم استخدام هذا المؤشر لأول مرة في العشرينات من القرن الماضي (هواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص ٥٨) وقد ظهر هذا المؤشر للتغلب على عيوب معدل العائد على الاستثمار، ويتم حساب الدخل المتبقي على أساس صافي الدخل المحاسبي مطروحاً منه تكلفة رأس المال في شكلها البدائي ممثلة في معدل فائدة داخلي يمثل تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر، ويتم تحديد الدخل المتبقي كرقم مطلق للربح بعد استبعاد تكلفة رأس المال.

ولقد اهتم الاقتصاديون منذ آدم سميث بمفهوم الدخل المتبقي، حيث أن الهدف الأساسي لمنشآت الأعمال هو تعظيم القيمة لملاكها، ولن يتحقق ذلك إلا بتحقيق أرباح تفوق تكلفة القروض ورأس المال المملوك (المرجع السابق، ص ٥٩).

ومن مزايا استخدام هذا المؤشر أنه يأخذ في اعتباره تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المملوك وذلك للوصول إلى الربح الاقتصادي الذي يمثل القيمة المضافة لثروة الملاك، وبالرغم من ذلك إلا أن هذا المؤشر يواجه بالعديد من الانتقادات المتمثلة في الآتي:

أ- اعتماده على الأرباح المحاسبية وما يوجه لها من انتقادات سبق عرضها عند تناول مؤشرات الأداء المحاسبية، وهو ما يجعل مؤشر الدخل المتبقي قاصر في قياس الأداء الاقتصادي لمنشآت الأعمال.

ب- يتم حساب تكلفة رأس المال في كثير من الأحيان على أساس معدل العائد على الاستثمار الذي تبين قصوره في قياس العائد الاقتصادي وبالتالي فإن تكلفة رأس المال المحسوبة قد لا تعبر عن التكلفة الاقتصادية لاستخدام رأس المال المملوك وهو ما يفقد المؤشر أهميته.

ج- يتم الاعتماد على القيمة الدفترية لرأس المال في حساب تكلفة رأس المال التي يتم استبعادها من الأرباح المحاسبية في حين يجب استخدام القيمة السوقية لرأس المال حتى يكون القياس معبراً عن الربح الاقتصادي الحقيقي الأمر الذي يجعل هذا المؤشر قاصراً في التعبير عن الأرباح الاقتصادية المتبقية.

٢/٢/١/٣ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: EVA:

يري البعض (Stern M., et al., 2000, P.474) أن فلسفة وأهداف الإدارة قد تغيرت من محاولة الموازنة بين حقوق أصحاب المصالح في الفترة ما بين ستينيات وسبعينيات القرن الماضي والتي دفعت الإدارة إلى قيامها بتمهيد الدخل باعتبار أن ربحية السهم تعتبر المقياس الرئيسي للأداء وما ترتب على ذلك من انخفاض الكفاءة في توزيع وتخصيص رأس المال، إلى أن أصبح الهدف الرئيسي لإدارة منشآت الأعمال يتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو القيمة المحققة لحملة الأسهم (Shareholder Value) في ظل التحول إلى عصر المعلومات وما صاحبه من تغيرات ترتب عليها تغيير الإستراتيجية السابقة للإدارة، وترتب على التغيرات السابقة ضرورة التحول من النموذج

المالي القديم الذي يعتمد على ربحية السهم كقياس للأداء إلى النموذج الجديد لقياس الأداء الذي يعتمد على القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعتبر نظام متكامل للإدارة يسعى إلى تعظيم الثروة. وعلى الرغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الاقتصادي منذ عصر الاقتصاد

الكلاسيكي

(Hamilton 1777; Marshal 1890 Cited by Biddle et al. 1997) إلا أن الاهتمام بهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern & Stewart Co., التي قامت بنشر هذا المفهوم و تسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية تحت مسمى EVA في أواخر ثمانينيات القرن الماضي .

ولقد اعتمد ستيرن وستيوارت في تطوير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على النموذج الاقتصادي لقيمة المنشأة الذي قدمه مود جلياني وميلر عام ١٩٦١، و على أعمال ماكلينينج وجنسن في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة في تطوير هذا المؤشر (هواري سويس، مرجع سبق ذكره؛ هاله الخولي، مرجع سبق ذكره).

وتقيس القيمة الاقتصادية المضافة العائد الإضافي الذي تحقق للاستثمارات زيادة على معدل العائد السوقي، ويرى البعض أن القيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا تقدير للربح الاقتصادي الحقيقي وهي تعبر عن مبلغ الزيادة أو النقص في الأرباح المحاسبية عن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب والذي يمكن للملاك والمقرضين تحقيقه من الاستثمارات الأخرى (Shrieves and Wachowicz, 2001, P. 35) . ويرى البعض أن مقياس الأداء المناسب يجب أن يقيس أثر القرارات الإدارية على قيمة المنشأة، ويجب أن يتضمن على الأقل رأس المال المستثمر، والعائد على رأس المال المستثمر، وتكلفة رأس المال المستثمر، وهو ما يتوفر في القيمة الاقتصادية المضافة (Irala L. and Reddy R., 2005, P. 3)

ويرى البعض (Liapis Konstantions J., 2010, P. 85; Goldberg R. S.1999,P. 55) أن الهدف الأساسي من القيمة الاقتصادية المضافة هو التوصل لمقياس عملي دوري للأداء يتسق مع التقييم على أساس خصم التدفقات النقدية ويكون أكثر ارتباطاً بالقيمة السوقية. ولقد أكد ستيرن وستيوارت على أنه يجب أن ننسى مقاييس الأداء التقليدية مثل EPS, ROE, ROI، فمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هو الذي يحرك أسعار الأسهم (Stern & Stewart, 1995, P. 65.)

لاقت القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء اهتمام الكثير من الشركات وعالم الأعمال وأصبحت المقياس المفضل للأداء من جانب المحللين الماليين، وانتشر استخدامها في كثير من المنشآت العالمية نظراً لأهميتها وارتباطها بالعائد الاقتصادي والقيمة المحققة لحملة الأسهم (Fatemi, 2003, P. 44.; Johnson and Soenen, 2003, P. 364; Herzberg, 1998, P. 45)

ويرى البعض (Gopenski, 1996) أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على الكفاءة التشغيلية والإدارة الجيدة للميزانية، فبدون الكفاءة التشغيلية ستخضع أرباح التشغيل وبالتالي القيمة الاقتصادية المضافة، وبدون وجود إدارة جيدة للميزانية ستزداد الأصول ويزداد رأس المال وهو ما يترتب عليه زيادة تكلفة رأس المال دون وجود حاجة ملحة لذلك وهو ما سيؤدي إلى انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة.

مزايا استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

- أ- طبقاً لشركة ستيرن ستوارت فإن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الاقتصادي لمنشآت الأعمال وأكثرها ارتباطاً بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة. (Stewart, 1991, P. 66).
- ب- أكد ستوارت علي أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من مقاييس الأداء المحاسبية مثل ربحية السهم، والعائد على حق الملكية والعائد على الاستثمار بأكثر من ٥٠% في قدرتها على تفسير التغيرات في ثروة الملاك (Stewart, 1994, P. 75).
- ج- تعتبر أقرب المقاييس للتدفقات النقدية الحقيقية لمنشآت الأعمال (K. asish&Phani B.V.Op.Cit. P.8).
- د- تقيس القيمة الاقتصادية العائد الاقتصادي لرأس المال المستثمر وترتبط بصورة كبيرة بعوائد الأسهم والقيمة السوقية لمنشآت الأعمال أكثر من غيرها من المقاييس (Maditions et al., 2006; Lehen and Makhija, 1997; Erasmus, 2008).
- هـ- تعمل على زيادة ثروة الملاك (القيمة المحققة لحملة السهم) من خلال تحفيز الإدارة على اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى زيادة القيمة المحققة للحملة.
- و- تعمل علي تخفيض مشاكل الوكالة وتعارض المصالح من خلال تحفيز الإدارة علي التصرف كأنهم ملاك المنشأة، حيث تؤدي إلى تحقيق التوافق بين أهداف ومصالح كل من الإدارة وحملة الأسهم بحيث يتم اتخاذ القرارات التي تعظم العائد لكلا الطرفين (Costgain & lovata, 2002; Biddel et al., 1999).
- ز- تطبيق نظام القيمة الاقتصادية المضافة في منشآت الأعمال يعتبر تطبيق لمفهوم حوكمة الشركات، حيث إن هذا النظام يشجع الإدارة على التوجه نحو الأنشطة والاستثمارات التي من المتوقع أن تعظم القيمة المحققة لحملة الأسهم (K. asish&Phani B.V.Op.Cit. P.18)، ويؤكد البعض على ذلك بالقول بأن الهدف الرئيسي لحوكمة الشركات يتمثل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تحسين الأداء لتحقيق هذا الهدف (Sweeney, 2007, P.325).
- ح- يرى البعض أن القيمة الاقتصادية المضافة توفر معلومات مفيدة يمكن استخدامها في توقع أداء الأسهم وبالتالي تكوين محافظ مالية من الأوراق ذات الأداء المرتفع (Fountaine et al., 2008, P. 70).

على الرغم من المزايا السابقة إلا أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بالشكل الذي اقترحه كلاً من ستيرن وستيوارت لا يخلو من الانتقاد والقصور وتتمثل أهم الانتقادات فيما يلي:

الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

أ- كثرة التعديلات المحاسبية المقترح إدخالها على الأرقام المحاسبية الظاهرة في قائمة الدخل والمركز المالي الأمر الذي يصعب معه حساب المؤشر بالإضافة إلى أن مطوري المؤشر أشاروا إلى إمكانية الاقتصار على إجراء عدد محدود من التعديلات يتراوح ما بين ٥- ١٥ (Steren , Stewart and Chew., 1995, p. 42) تعديل الأمر الذي يجعل طريقة حساب المؤشر تختلف من منشأة إلى أخرى وهو ما يفقد المؤشر خاصية القابلية للمقارنة ، وهو ما يحد من فائدة ونفعية المؤشر.

ويري الباحث إمكانية التغلب على الانتقاد السابق بالاتفاق على عدد التعديلات التي يجب القيام بها للوصول إلى الحساب السليم للقيمة الاقتصادية المضافة، إضافة إلى ضرورة الإفصاح عن عدد التعديلات التي تم إجراؤها ، علماً بأن مطوري المؤشر قد حددوا شروط ومعايير معينة يجب الالتزام بها عند اختيار البنود التي يتم تعديلها (Ib.id, P. 43)

ب- يرى البعض (Rago Michael, 2008, P: 20) أن أحد أهم عيوب القيمة الاقتصادية المضافة أنها تركز على الأجل القصير، فحساب القيمة الاقتصادية المضافة لا يأخذ في الاعتبار آثار القرارات في الأجل الطويل ، فالتركيز على تعظيم القيمة الاقتصادية في الأجل القصير قد يترتب عليه تخفيض الإنفاق الاستثماري في الأجل القصير على الرغم من أن هذا الإنفاق قد يكون مفيد للمنشأة في الأجل الطويل. بالإضافة لما سبق فإن أغلب المساهمين يستثمرون في الأجل الطويل ، وهو ما يجعله في حاجة إلى المعلومات التي تمكنهم من معرفة قيمة السهم في الأجل الطويل.

ويمكن الرد على هؤلاء بأن ربط حساب مؤشر القيمة السوقية المضافة بالقيمة الاقتصادية المضافة يجعل الإدارة تتخذ القرارات التي تعظم القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير والقيمة السوقية المضافة في الأجل الطويل ، حيث أن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا عبارة عن القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة لعدد من السنوات وهو ما يدحض الادعاء بأن القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر يركز فقط على الأجل القصير.

ج- يرى البعض أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعتمد على البيانات المالية مثله في ذلك مثل غيره من المقاييس المحاسبية التقليدية، ويتجاهل محركات الأداء غير المالية (هواري سويسى، مرجع سبق ذكره، ص. ٥٨) .

ويمكن الرد على ذلك بأن مطوري المؤشر يرون أن الفائدة الكاملة من استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء تتحقق فقط في حالة ربطة بمقاييس الأداء الرئيسية سواء كانت مالية أو غير مالية، وبالأهداف التشغيلية والإستراتيجية (Stewart, 1994, P: 76) .

د- ينتقد البعض طريقة حساب المؤشر وخاصة طريقة حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر، حيث يتم حساب الأوزان الترجيحية لتكلفة رأس المال بالاعتماد على القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة السوقية للديون إلى القيمة السوقية لإجمالي الأموال المستثمرة ويتم ضرب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والمحسوب على أساس القيم السوقية في رأس المال المستثمر المحدد على أساس محاسبي من واقع القوائم المالية، وهو ما يؤدي إلى عدم اتساق نتائج الحساب (Chermushkin, 2009, Pp. 5-6).

ولتلافي الانتقاد السابق فإنه يجب الاعتماد على رأس المال الاقتصادي المستثمر المعدل والذي يتضمن القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية المعدلة، في تحديد التكلفة المرجحة لرأس المال بالشكل الذي سيتم بيانه في الأجزاء التالية من هذا البحث.
فيما يلي توضيح لطريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA.

٢/٣: حساب القيمة الاقتصادية المضافة:

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة طبقاً للصيغة التي عرضها بعض الباحثين (Kaur and Narang., 2009)، (K. Asish & V. Phani, 2005)، وهي نفس الصيغة المقترحة من قبل ستيرن وستيوارت وبعد إدخال بعض التعديلات كما يلي:
القيمة الاقتصادية المضافة =

صافي ربح التشغيل بعد الضرائب - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

إن الاعتماد على التقارير المالية المعدة في ظل العديد من الانتقادات الموجهة للنموذج المحاسبي الحالي في قياس الربح الاقتصادي أو القيمة الاقتصادية المضافة يجعل هذا القياس غير سليم وهو ما يتطلب إدخال الكثير من التعديلات على عناصر القوائم المالية، وذلك لاستبعاد أثر التسويات المحاسبية التي لا يترتب عليها تدفقات نقدية، ولكي يمكن المقارنة بين نتائج أداء المنشآت المختلفة، كما وأن هذه التعديلات تعمل على تقليص فرص الإدارة في استخدام السياسات المحاسبية للتحكم في الأرباح المحاسبية، ولكي تعكس الربح الاقتصادي والقيمة الاقتصادية المضافة لمنشآت الأعمال (Bennett Stewart, Feb, 2003, Pp. 12).

ولقد اقترح Stern & Stewart (Stern M., et.al, 2000) إدخال عدد من التعديلات على الأرباح المحاسبية لتلافي التشوّهات في الأرقام المحاسبية الناتجة عن تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ووصل عدد التعديلات والتسويات المقترحة إلى ١٦٤ تعديل، ويؤكد Stern & Stewart إلى أن التعديلات الحقيقية التي تم تطبيقها في الممارسة العملية تتراوح ما بين ٥ - ١٥ تعديل فقط، وطبقاً لهما فإن أي بند يتم تعديله يجب أن يتوافر فيه أربعة شروط هي:

١- هل التعديل له أثر جوهري على حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

- ٢- هل يمكن للإدارة أن تؤثر على النتائج.
- ٣- هل يمكن للعاملين استيعاب هذا التعديل.
- ٤- هل المعلومات المطلوبة من السهل الحصول عليها.
- وتتمثل التعديلات المقترحة في الآتي (Liapis J., 2010, Pp. 88-90; Kayo et.al.; 2005, Pp.5-13; Pareja, V., 2001, Pp.17-21)

١/٢/٣ التعديلات المقترحة:

- ١- الاستثمارات في الأوراق المالية وغيرها من الأصول غير التشغيلية: يجب استبعادها من الأصول في قائمة المركز المالي أي يتم استبعادها من رأس المال المستثمر للوصول إلى الأصول التشغيلية التي تستخدم في تحقيق دخل التشغيل للحكم السليم على كفاءة الإدارة في تشغيل الأصول ، كما يجب استبعاد دخل الاستثمارات المالية من صافي الربح المحاسبي للوصول إلى صافي دخل التشغيل.
- ٢- الضرائب المؤجلة : والتي يتم التقرير عنها في قائمة المركز المالي كأصل أو التزام والتي تعكس الآثار الضريبية المتوقع أن تحدث مستقبلاً في تاريخ الميزانية للفروق الضريبية المؤقتة القابلة للخضم من الربح الضريبي أو الخاضعة للضريبة (الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، معيار رقم ١٢)، يجب استبعادها من رأس المال المستثمر للوصول إلى رأس المال الاقتصادي . وفيما يتعلق بقائمة الدخل فإن فروق الضرائب المؤجلة المخصومة من الربح الضريبي تعالج كإيراد أما فروق الضريبة المؤجلة الخاضعة للضريبة فإنها تعالج كمصروف في قائمة الدخل ، وطبقاً للتعديل المقترح فإنه يجب استبعاد هذه الفروق الضريبية من صافي الربح المحاسبي للوصول إلى الضرائب النقدية التي تستبعد من صافي ربح التشغيل للوصول إلى صافي ربح التشغيل بعد الضرائب.
- ٣- المخصصات : والتي يتم التقرير عنها ضمن الالتزامات في قائمة المركز المالي تطبيقاً لمبدأ التحفظ . مثل مخصص الديون المشكوك فيها ومخصصات الضمان والالتزامات العرضية، والتي يتم تحميلها على الدخل المحاسبي، والتعديل المقترح يتمثل في ضرورة رد قيمة هذه المخصصات للدخل المحاسبي للحد من استخدامها من قبل الإدارة كأحد أدوات تمهيد الدخل وكذلك للتقريب بين الدخل الاقتصادي والتدفق النقدي، كما يجب أن يتم رد صافي قيمتها بعد الضريبة لرأس المال المستثمر في قائمة المركز المالي.
- ٤- عقود الإيجار التشغيلية: لا يتم عرضها في قائمة المركز المالي باعتبارها تمويل خارج الميزانية ، وفي قائمة الدخل يتم تحميل مصروف الإيجار السنوي على دخل التشغيل . وطبقاً للتعديلات المقترحة فإنه يجب رسملة هذه المصروفات وإضافة القيمة الحالية لمجموع دفعات الإيجار إلى رأس المال المستثمر وذلك لأن الجوهر الاقتصادي يشير إلى أن مجموع دفعات الإيجار التي يدفعها المستأجر يعادل ثمن شراء الأصل وقيمة فوائد البيع بالتقسيط، كما تعادل الإهلاك الإجمالي للأصل وقيمة المصروفات التمويلية، كذلك يجب تعديل دخل

التشغيل الذي يقيم بأقل من قيمته وذلك لأن دفعات الإيجار السنوية المدفوعة والتي تحمل على دخل التشغيل تتضمن الفائدة الناتجة عن استئجار الأصل والتي يجب ألا تدخل ضمن المصروفات التشغيلية، ولذلك يجب استبعاد الوفر الضريبي لهذه الفوائد من دخل التشغيل.

٥- الشهرة المعترف بها في الدفاتر: اتفقت المعايير المحاسبية بمعالجة الشهرة المشتراة على أنها أصول غير ملموسة في قائمة المركز المالي ، ولكنها اختلفت في إهلاكها فبينما تقضي المعايير السعودية

(الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، المعيار رقم ١٧، ٢٠٠٢). بإهلاكها على مدى فترة لا تزيد عن ٢٠ سنة فإن المعايير الأمريكية (FASB., SFAS., No. 41, 2003) تقضي بمعالجتها على أنها أصل غير قابل للإهلاك -وهو ما يتفق من وجهة نظر ستيرن وستوارت- ويجب إخضاعها لاختبار انخفاض القيمة مرة واحدة على الأقل سنوياً، والتعديل المقترح يُمثل في ضرورة رد قيمة إهلاك الشهرة إلى رأس المال المستثمر ورده إلى قيمة الشهرة في قائمة المركز المالي ،كما يجب استبعاد الإهلاك والتخفيض من المصروفات المحملة على دخل الفترة وبالتالي يجب إضافة إهلاك الشهرة ومبلغ التخفيض في قيمتها إلى صافي الربح المحاسبي للوصول إلى صافي دخل التشغيل.

٦- المكاسب والخسائر غير المتكررة: تقضى المعالجة المحاسبية بأن يتم تحميل قائمة الدخل بالمكاسب والخسائر غير المتكررة لحظة حدوثها، ومثال على ذلك نفقات البحث والتتقيب في شركات البحث عن البترول و التي يتم معالجتها على أنها خسائر في حالة فشل عمليات التتقيب، فهذه النفقات يجب رسملتها وإهلاكها على مدى فترة من الزمن وذلك لأنها على الرغم من فشلها في الوصول إلى البترول إلا أنها ستساهم في البحث بطرق أفضل وفي أماكن أخرى وبالتالي فإن نفقات البحث الفاشلة ستساعد علي إيجاد البترول في المستقبل وهو ما يستلزم رسملتها، وبالتالي فإن المعالجة المقترحة تستلزم إضافة الخسائر غير المتكررة إلى رأس المال المستثمر وإضافتها إلى صافي الربح المحاسبي للوصول إلى صافي الربح التشغيلي، وكذلك يجب استبعاد الأرباح غير المتكررة من رأس المال المستثمر ومن صافي الربح المحاسبي.

٧- نفقات البحوث والتطوير: والتي يتم تحميلها على دخل الفترة في قائمة الدخل باعتبارها مصروفات تشغيلية (الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، المعيار رقم ٧، ١٩٩٨)، يري البعض أن نفقات البحث والتطوير تعتبر استثمارات يجب رسملتها وإضافتها إلى رأس المال الاقتصادي(Young and O Byrn, 2000, P. 212) ، وذلك لأن نفقات البحث والتطوير وإن لم تصل إلى منتج جديد أو طريقة جديدة في الإنتاج فإن النتائج التي توصلت إليها هذه البحوث ستكون مفيدة عند القيام ببحوث أخرى للوصول إلى المنتج الجديد أو طريقة الإنتاج الجديدة، وعلى ذلك فيجب إضافة نفقات البحوث والتطوير إلى رأس المال المستثمر وإضافتها إلى صافي الربح المحاسبي لاستبعاد أثرها، على أن يتم استهلاك هذه

النققات علي مدى فترة لا تزيد عن خمس سنوات ويتم خصم مصروف الإهلاك من صافي الربح المحاسبي .

٨- **نققات تدريب والعاملين:** يتم معالجة هذه النققات طبقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها على أنها نفقات تشغيلية يتم تحميلها على قائمة الدخل في الفترة التي يتم فيها إنفاقها، ويرى الباحث ضرورة رسملة هذه النققات نظراً لما لها من منافع مستقبلية ، فمما لا شك فيه أن نفقات تدريب وتطوير العاملين سيترتب عليها تحسين أداء العاملين وزيادة إنتاجيتهم الأمر الذي يعني وجود منافع مستقبلية متوقعة من هذه النققات وهو ما يستدعي ضرورة استبعاد هذه النققات من قائمة الدخل بإضافتها إلى صافي الربح المحاسبي و إضافتها إلى رأس المال المستثمر على أن يتم استهلاك هذه النققات على مدى فترة لا تزيد عن خمس سنوات، ويتم خصم هذا المصروف من الدخل المحاسبي.

٩- **فرق تقييم المخزون طبقاً لطريقة الوارد آخرأ صادر أولاً:** تتيح المعايير المحاسبية لإدارة منشآت الأعمال الاختيار بين ثلاث طرق لتحديد تكلفة المخزون آخر المدة وهي طريقة الوارد أولاً صادر أولاً وطريقة الوارد آخرأ صادر أولاً وطريقة المتوسط المرجح (الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، المعيار رقم ٣، ١٩٩٧)، طبقاً للطريقة الأولى يتم تحديد تكلفة المخزون آخر الفترة بسعر آخر كميات تم شراؤها والتي تكون قريبة من الأسعار الجارية ، وطبقاً للطريقة الثانية فتحدد تكلفة المخزون على أساس متوسط السعر المرجح بالكميات ويكون قريب أيضاً من الأسعار الجارية، أما طريقة الوارد آخرأ صادر أولاً فإن المخزون تحدد تكلفته بأقدم الأسعار التي تكون بعيدة عن الأسعار الجارية وهو ما يؤدي إلى انخفاض قيمة المخزون آخر الفترة وبالتالي قيمة رأس المال المستثمر، ولذلك فالتعديل المقترح وخاصة في حالة الشركات التي تعمل في ظل اقتصاد يعاني من التضخم يتمثل في ضرورة تغيير طريقة تحديد تكلفة المخزون من طريقة الوارد آخرأ صادر أولاً إلى طريقة الوارد أولاً صادر أولاً وتكوين مخصص بالفرق بين تكلفة المخزون بالطريقة الأولى والثانية، ويتم إضافة هذا المخصص إلى رأس المال المستثمر، ويتم إضافة الزيادة في تكلفة المخزون إلى صافي الربح المحاسبي أو استبعاد النقص في تكلفة المخزون طبقاً لهذا التغيير من صافي الربح المحاسبي.

مما سبق يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA كما يلي:
 $EVA = NOPAT - (WACC \times Invested Capital)$

حيث أن:

NOPAT : تعبر عن صافي ربح التشغيل بعد الضرائب

WACC : تعبر عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

Invested Capital: تعبر عن رأس المال المستثمر

وفيما يلي بيان كيفية حساب عناصر القيمة الاقتصادية المضافة:

أولاً: صافي ربح التشغيل بعد الضرائب NOPAT:

يعبر عن صافي الربح المحاسبي بعد تعديله طبقاً لما جاء في التعديلات المقترحة كما يلي:

صافي ربح التشغيل بعد الضريبة = (صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب + الزكاة والضريبة المستحقة المخصومة من الربح الضريبي + مخصصات الديون المشكوك فيها ومخصصات الضمان وغيرها من المخصصات + مصروفات الإيجار التشغيلية المحملة علي قائمة الدخل + المصروفات والخسائر غير المتكررة + التخفيض في قيمة الشهرة + نفقات البحوث والتطوير المحملة علي قائمة الدخل + مصروف الفائدة + مصروفات تدريب وتطوير العاملين) - الإيرادات غير المتكررة + إيرادات الاستثمارات المالية + الفروق الضريبية المؤجلة الخاضعة للضريبة + استهلاك نفقات البحوث والتطوير المرسمة + استهلاك نفقات تدريب وتطوير العاملين المرسمة) - الزكاة والضرائب النقدية المسددة).

ثانياً: رأس المال المستثمر:

رأس المال الاقتصادي المستثمر = (حقوق الملكية العادية + نفقات البحوث والتطوير التشغيلية + نفقات تدريب وتطوير العاملين + القيمة الحالية لدفعات الإيجار التشغيلية + فرق تقييم المخزون بطريقة الوارد آخرأ صادر أولاً + مخصصات الديون المشكوك فيها وغيرها من المخصصات + الخسائر غير المتكررة - الاستثمارات في الأوراق المالية - المكاسب غير المتكررة) + رأس مال الأسهم الممتازة + الديون طويلة الأجل.

ثالثاً: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:

عرفت لجنة المصطلحات التابعة لمعهد المحاسبين الإداريين القانونيين (6, P. 2003, CIMA) تكلفة رأس المال بأنها الحد الأدنى المقبول كعائد علي الاستثمار، والذي يتم استخدامه في قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية، كما أوضحت اللجنة أن حساب تكلفة رأس المال تعتبر عملية معقدة ، ويمكن استخدام أكثر من طريقة لحسابها. كما عرف البعض تكلفة رأس المال بأنها المتوسط المرجح لتكلفة الاستثمارات المختلفة التي قامت بها المنشأة، وأنها تتكون من خليط من تكلفة التمويل بالملكية والتمويل بالدين. (Davies et.al, 1999, P. 2) .

إن التحدي الأساسي الذي يواجه إدارة منشآت الأعمال يتمثل في قدرتها على تحقيق وتعظيم ثروة الملاك كهدف أساسي واستراتيجي. ويرى البعض (Bandyopadhyay, 2000)

(Donald R. Lehmann, 2002) ، أن الشركات التي تمت إعادة هيكلتها دون النظر إلى تكلفة رأس المال، لم تحقق لمالكها أية قيمة مضافة أو أي تحسن على أدائها المالي، وعليه إذا ما رغبت الوحدات الاقتصادية في تعظيم ثروة ملاكها فيجب أن تهتم بالعلاقة بين العائد والمخاطرة وتأخذ بعين الاعتبار تكاليف التمويل الداخلي والخارجي (عبد الحفيظ محمد كريم ، ، ٢٠٠٥، ص. ٣) ولقد أثبت البعض (Salmi And Virtenan, 2005, P 17.) وجود علاقة خطية بين التغيير في القيمة الاقتصادية المضافة والتغير في تكلفة حق الملكية، وهو ما يؤكد على ضرورة حساب تكلفة حق الملكية للوصول إلى القياس الصحيح للربح الاقتصادي. ويرى البعض أن تكلفة رأس المال المكون الأكثر صعوبة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعبر عن معدل العائد المتوقع من المقرضين وحملة الأسهم وهو يمثل الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار الاقتصادي (Kaur and Narang, Op.cit.,2009 p.,4.) ، ويرى الباحث أن تكلفة التمويل الداخلي هو العنصر الأكثر صعوبة في حساب تكلفة رأس المال المستثمر.

عناصر تكلفة رأس المال:

تتكون تكلفة رأس المال المستثمر من ثلاث عناصر رئيسية هي تكلفة الديون بعد الضريبة و تكلفة رأس مال الأسهم الممتازة و تكلفة حقوق الملكية العادية، ويتم حساب تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال المستثمر كما يلي:

$$١- \text{تكلفة الديون بعد الضريبة} = \text{معدل الفائدة} \times (١ - \text{معدل الضريبة})$$

وعادة ما تقوم الشركات بالإفصاح عن معدلات الفوائد على القروض في التقارير السنوية المنشورة، أما الشركات التي لا تتوفر لها قوائم مالية خلال إحدى سنوات الدراسة، فيتم الاعتماد في ذلك على أسعار الفوائد على القروض الواردة ضمن التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي.

$$\text{معدل الضريبة} = (\text{الدخل قبل الضرائب} - \text{الدخل بعد الضرائب}) \div \text{الدخل قبل الضرائب}$$

٢- تكلفة رأس مال الأسهم الممتازة = التوزيعات السنوية المدفوعة لحملة الأسهم الممتازة ÷ متوسط رأس مال الأسهم الممتازة.

٣- تكلفة حقوق الملكية العادية: تتمثل في العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية ويتم حسابه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ، ولقد استخدمت الكثير من الدراسات هذا النموذج في حساب تكلفة رأس المال المملوك (Ehrbar, 98؛ جابر ٩٨؛ خلدون أبو العلاء ٢٠٠١؛ الخيال وفلاتة ٢٠٠٩).

فطبقاً لهذا النموذج فإن العائد المطلوب من حملة الأسهم يتحدد على أساس معدل العائد الخالي من الخطر

(العائد على أنون الخزانة الحكومية) مضافاً إليه بدل المخاطرة السوقية وذلك كما يلي:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + (معدل العائد السوقي - معدل العائد الخالي من الخطر) × بيتا

$$R_i = R_F + \beta_i [R_M - R_F]$$

حيث:

RI: تعبر عن العائد المطلوب لحامل السهم العادي.

RF: تعبر عن العائد الخالي من المخاطرة، وهو عبارة عن متوسط العائد علي أذون الخزانة الحكومية خلال السنة.

RM: تعبر عن معدل العائد السوقي.

BI: تعبر عن درجة المخاطرة التي يتعرض لها السهم، وهي تعبر عن حساسية عائد السهم للتغير في عائد السوق، فإذا كانت بيتا للسهم أكبر من الواحد فهذا يعني أن السهم يرتبط ارتباطاً ايجابياً بالتغيرات في السوق وأيضاً يتغير بنسبة أعلى من تغيرات السوق، وإذا كانت بيتا للسهم أقل من الواحد فهذا يعني أن السهم يرتبط ارتباطاً ايجابياً بالتغيرات في السوق لكنه يتغير بنسبة أقل من التغير في السوق، أما إذا كانت بيتا سالبة فهذا يعني أن السهم يربط ارتباطاً عكسي بالتغيرات في سوق الأسهم (التميمي، أرشد، ٢٠١٠، ص ٥٠-٥١).

ويتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل WACC كما يلي:

١- التكلفة المرجحة للديون = تكلفة الديون × (الديون طويلة الأجل ÷ إجمالي قيمة رأس المال المستثمر).

٢- التكلفة المرجحة لرأس مال الأسهم الممتازة = معدل أرباح الأسهم الممتازة × (رأس مال الأسهم الممتازة ÷ إجمالي قيمة رأس المال المستثمر).

٣- التكلفة المرجحة لحقوق الملكية العادية = معدل العائد المطلوب للسهم × (حقوق الملكية العادية ÷ إجمالي قيمة رأس المال المستثمر)

٤- التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر (WACC) = (مبلغ الديون × التكلفة المرجحة للتمويل بالدين) + (رأس مال الأسهم الممتازة × التكلفة المرجحة للتمويل بالأسهم الممتازة) + (حقوق الملكية العادية × التكلفة المرجحة للتمويل بالأسهم العادية)

وفي النهاية يتم طرح التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر من صافي ربح التشغيل بعد الضريبة وبعد إدخال التعديلات المقترحة عليه للحصول على القيمة الاقتصادية المضافة.

٣/٣ القيمة السوقية المضافة (MVA):

يمكن تعريف القيمة السوقية المضافة بأنها القيمة المضافة بواسطة الإدارة علاوة على رأس المال المستثمر، وهي تمثل مجموع المبالغ التي تدعم أو تدمر بها الشركة ثروة الملاك (Kaur, Mandeep and Narang Sweety, 2009, Pp: 5-6)، ويرى البعض (Ibiid, P. 5) أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر قيمة تاريخية تعبر عن كفاءة الشركة في إدارة واستغلال مواردها المتاحة في العام الماضي، بينما القيمة السوقية المضافة تعبر عن تقييم السوق لقدرة الشركة على زيادة ثروة الملاك في المستقبل.

يرى البعض (Laipis, 2010, Pp. 91-92; Stern & Shiely, 2001, P. 248.)

أن القيمة السوقية المضافة يمكن قياسها بالفرق بين القيمة السوقية للمنشأة وقيمتها الدفترية، كما يمكن

قياسها بمجموع القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة، حيث يوجد ارتباط قوى بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، فالقيمة السوقية المضافة تساوى القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة الحالية والمستقبلية.
ويتم تحديد القيمة السوقية المضافة كما يلي:

$$1- MVA = TMV - TC$$

حيث:

MVA: تعبر عن القيمة السوقية المضافة للمنشأة.

TMV: تعبر عن القيمة السوقية للمنشأة (القيمة السوقية لأسهم رأس المال + القيمة السوقية للديون)

القيمة السوقية للأسهم = متوسط عدد الأسهم العادية المتداولة خلال السنة × متوسط سعر السهم
TC: تعبر عن القيمة الدفترية لرأس المال (القيمة الدفترية لرأس مال الأسهم + القيمة الدفترية للديون).

ويرى البعض (Kaur and Narang, 2009, P.7) أن القيمة السوقية للديون تكون في

الغالب مساوية لقيمتها الدفترية، لذلك يمكن التعبير عن القيمة السوقية المضافة كما يلي:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم - القيمة الدفترية لحقوق المساهمين.

ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة طبقاً للطريقة الثانية بخصم القيمة الاقتصادية المضافة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للوصول إلى القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة وذلك كما يلي:

$$2- MVA = EVA_1 / (1+WACC)^1 + EVA_2 / (1+WACC)^2 + EVA_3 / (1+WACC)^3$$

وبحساب القيمة السوقية المضافة يمكن الحكم على مدى كفاءة الإدارة في تعظيم أو تدمير ثروة الملاك أو القيمة المحققة لحملة الأسهم، فإذا كانت القيمة السوقية للمنشأة أكبر من قيمتها الدفترية فإن الزيادة تعبر عن المبلغ الذي استطاعت الإدارة أن تعزز أو تعظم به ثروة الملاك، وإذا كانت القيمة السوقية للمنشأة أقل من قيمتها الدفترية فإن مبلغ النقص يعبر عن المبلغ الذي قامت الإدارة بتدميره من ثروة الملاك، كذلك الحال إذا تم حساب القيمة السوقية المضافة بالقيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة فإن القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة إذا كانت موجبة فإن هذا المبلغ يعبر عن القيمة الحالية للمبالغ التي قامت الإدارة بإضافتها لثروة الملاك، وإذا كانت القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة سالبة، فإن هذا المبلغ السالب يعبر عن القيمة الحالية للمبالغ التي دمرتها الإدارة من ثروة الملاك.

القسم الرابع الدراسة التطبيقية

تقوم الدراسة التطبيقية على اختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء الاقتصادية القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة ومؤشرات الأداء المحاسبية العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية وبين عوائد الأسهم للتحقق من مدى تفوق مؤشرات الأداء الاقتصادية عن المؤشرات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المحققة لحملة الأسهم ممثلة في عوائد الأسهم، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والسوقية المضافة.

١/٤ - مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية في الشركات المساهمة السعودية التي يتم تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي والذي يتكون من ١٢٩ شركة موزعه على ١٥ قطاع خلال الفترة من ٢٠٠٥/١/١ وحتى ٢٠٠٩/١٢/٣١ .

٢/٤ - عينة الدراسة:

تم اختيار الشركات عينة الدراسة طبقاً للمعايير الأربعة التالية:

- ١- أن تبدأ السنة المالية للشركة في ١/١ وتنتهي في ١٢/٣١ من كل عام.
- ٢- أن تكون الشركة من الشركات المساهمة العامة المتداولة والتي لم يتم إيقاف التداول عليها بشكل مؤقت أو نهائي خلال فترة الدراسة.
- ٣- أن تكون الشركة من الشركات الربحية خلال سنوات الدراسة.
- ٤- أن تكون التقارير المالية السنوية للشركة متاحة بصورة كاملة وغير مختصرة خلال فترة الدراسة.

وبتطبيق المعايير الأربعة السابقة أصبح حجم عينة الدراسة ٣٤ شركة من كافة القطاعات ماعدا قطاع التأمين الذي بدأ تداول شركاته في عام ٢٠٠٦.

٣/٤ - مصادر البيانات:

تم الحصول على بيانات الدراسة من المصادر الآتية:

- ١- التقارير المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة من موقع تداول.
- ٢- التقارير السنوية والأسعار اليومية للشركات ومؤشر السوق من موقع تداول.
- ٣- موقع مؤسسة النقد العربي السعودي .
- ٤- موقع Gulf Base .

٤/٤ - الأدوات المستخدمة في الدراسة:

تم استخدام برنامج Excel كأساس لجمع البيانات وتلخيصها وحل المعادلات التي سبق ذكرها في الإطار النظري للوصول إلى متغيرات الدراسة كما تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة.

٥/٤ - جمع بيانات المتغيرات:

١/٥/٤ - القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

تم استخدام الصيغة المقترحة في الإطار النظري لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وتم التوصل الى عناصر القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي:

- صافي ربح التشغيل بعد الضريبة NOPAT : وقد تم الاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات محل الدراسة في حساب صافي ربح التشغيل بعد الضرائب حيث تم تعديل صافي الربح المحاسبي وفق التعديلات المقترحة سابقاً وطبقاً لما هو متاح في القوائم المالية المنشورة، والجدول رقم (١) يوضح نتيجة حساب صافي ربح التشغيل بعد الضرائب (NOPAT) للشركات محل الدراسة:

جدول رقم (١)

القيمة بالألف ريال

NOPAT 5	NOPAT 4	NOPAT 3	NOPAT2	NOPAT1	اسم الشركة
8047864	8383355	6541347	6007364	4255613	الرياض
796866	772293	1205988	2308256	1293080	الجزيرة
2115867	2909276	2699244	2840022	2024247	هولندي
708598	525134	564403	524910	167325	الفرنسي
4683597	6101122	5175212	5260886	3874528	ساب
7353393	8517770	7798811	8469441	6209300	الراجحي
12152221	24025849	29839950	20146240	21007883	سابك
34311	75460	46271	14468	2563	نماء
1856368	4640482	2593550	1273909	1283002	سافكو
328379	486110	430270	5928001	455917	المجموعة
193726	394824	343211	331803	367988	العربية
559861	616453	754627	601989	508545	اليمامة
577873	605669	668289	594275	437379	السعودية
469648	544932	660118	513931	451601	ينبع
338422	401830	513706	426886	278373	شرقية
10967	136962	200433	209964	150914	تبوك
9181	19736	21137	26297	15878	ساسكو
217030	75601	110773	96306	125101	الغاز
1613414	1595358	2092309	2113219	747659	الكهرباء
1114188	259238	1196342	303015	152251	صاقولا
1471674	1268180	934566	260522	198786	المراعي

29646	100338	88734	11347	59723	نادك
13682949	16765960	12666754	12978563	12425431	الاتصالات
3900440	2811560	11326906	1195830	1269742	موبايلي
4774	56681	20433	2271	18707	المصافي
92671	446388	408777	315932	272373	المتطورة
139909	98979	120216	120464	107083	الدوائية
51235	85656	77287	53422	139045	زجاج
19250	18299	69129	6356	6851	فييكو
30289	79833	28820	27037	22878	معدينية
5189	99841	127841	105149	92991	العقارية
86526	84374	69239	56382	58354	التعمير
356885	898050	97827	481499	522011	البحري
34469	31389	90342	76368	60029	الجماعي

- رأس المال المستثمر Economic Capital :

تم الاعتماد علي البيانات المتاحة في القوائم المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة في حساب رأس المال المستثمر والذي تم التوصل إليه بعد تطبيق التعديلات المقترحة في سياق الإطار النظري للدراسة وفي ضوء البيانات المتاحة.

- المتوسط المرجح لتكلفة التمويل WACC : تم حساب عناصره ومكوناته كما يلي:

تكلفة القروض = معدل تكلفة القروض بعد الضرائب × القيمة السوقية للقروض طويلة الأجل
 وفيما يتعلق بمعدل تكلفة القروض بعد الضرائب فقد تم استخدام الفائدة السنوية للقروض الصادرة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي والتي كانت ٤,١٧% ، ٥,٢٨% ، ٤,٨٦% ، ٣,١٦% ، ١,٢٣% لسنوات الدراسة ٢٠٠٥ ، ٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٨ ، ٢٠٠٩ على التوالي وذلك كبديل لمعدل تكلفة القروض بعد الضرائب وذلك للشركات التي لم تفصح عن معدل تكلفة الاقتراض أما بالنسبة للشركات التي أفصحت عن ذلك مثل شركة سابك وشركة الكهرباء في عام ٢٠٠٩ فقد تم استخدام المعدلات المفصحة عنها والتي كانت عبارة عن سعر الفائدة على القروض المتبادلة بين البنوك (SIBOR) ٢,٢٥% + ٠,٤٢% ، ٢,٠٥% لكل من شركة سابك وشركة الكهرباء على التوالي.
 وفيما يتعلق بالقيمة السوقية للقروض طويلة الأجل فقد تم استخدام القيمة الدفترية للقروض طويلة الأجل كبديل عن القيمة السوقية لها والتي تقترب من قيمتها الدفترية (Kaur and Narang , Op.Cit, P.5)

- تكلفة حق الملكية = معدل العائد المطلوب للسهم × حق الملكية المعدل

وفيما يتعلق بمعدل العائد المطلوب للسهم فقد تم حسابه طبقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وهو ما اعتمدت عليه الكثير من الدراسات و تم الحصول على معامل بيتا للسهم (Bi) من

موقع بوابة سوق الأسهم الخليجية (Gulf Base) .

كما تم استخدام متوسط سعر الفائدة علي أدون الخزنة الصادرة من مؤسسة النقد العربي السعودي للتعبير عن معدل العائد الخالي من الخطر (RF) وكان متوسط سعر الفائدة على أدون الخزنة الحكومية ٤٪، ٥٪، ٤،٤٪، ٣،٥٥٪، ١،٣٩٪ خلال السنوات ٢٠٠٥، ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٨، ٢٠٠٩ على التوالي.

أما معدل العائد السوقي (RM) فقد تم الحصول عليه من خلال التقرير الإحصائي السنوي للسوق المالية السعودية (تداول) المنشور في موقع تداول والذي كان ١٠٠،٠٣٪ - ٥٢،٥٣٪، ٤٠،٨٧٪، ٥٦،٤٩٪، ٢٧،٤٦٪ خلال سنوات الدراسة ٢٠٠٥، ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٨، ٢٠٠٩ على التوالي ونظراً لحدّة التقلبات في معدل العائد السوقي السوق خلال سنوات الدراسة فقد اعتمد الباحث على متوسط معدل العائد خلال فترة الدراسة والذي بلغ ١١،٨٦٪ .

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA : بطرح المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر من صافي ربح التشغيل المعدل بعد الضرائب نحصل على القيمة الاقتصادية المضافة والجدول رقم (٢) يبين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات عينة الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٥/١٢/٣١ حتى

٢٠٠٩/١٢/٣١

جدول رقم (٢)

القيمة بالألف ريال

المجموع	EVA 5	EVA 4	EVA 3	EVA 2	EVA 1	اسم الشركة
5645327	2890205	1850389	64831.78	504268.1	335633	الرياض
826927	6120.82	-254202	-134280	1203168	6120.82	الجزيرة
1487487	393080.5	283880.7	425641.5	189935.6	194948.9	هولندي
8040289	1574799	1623845	1462677	1964216	1414752	الفرنسي
7879995	2263672	1258790	-172868	3804821	725580.1	ساب
7554448	2127501	1336921	957370.7	1810358	1322298	الراجحي
1.05E+08	43472019	25463222	19253921	11871076	4803858	سابك
12203.04	12294.47	-4011.18	7690.326	-14799.2	11028.6	نماء
8862507	1502708	4017500	1626470	713166.6	1002662	سافكو
-468076	-441353	-264265	3272.557	153919	80350.53	المجموعة
1282260	225742.1	254378.8	225852.1	271032.6	305254.1	العربية
1734270	200459.3	337335.3	422910.5	400146.2	373418.7	اليمامة
-373093	563311.8	355722.9	395432.4	337570	-2025131	السعودية
1896656	378201.5	355154.5	534571.8	340234.4	288494.1	ينبع
1348499	223465.8	299777.8	393161	282104	149990.9	شرقية
535371.5	120993	88844.54	87901.67	151894.6	85737.59	تيوك
-61869.9	-6592.15	-21441.9	-12703.4	-7990.49	-13141.9	سامسكو
252244.7	27117.48	-1837.32	79321.63	40673.82	106969.1	الغاز

-1.7E+07	-157178	-4332243	-4015241	-4380650	-4351027	الكهرباء
608563.2	-222800	55913.77	447776.7	64871.75	262800.6	صافولا
3251192	1114109	894275.8	562243.5	378166.6	302396.7	المراعي
-150214	-9187.24	-72209.1	-17779.6	-15036.3	-36001.3	نادك
53286645	7874036	14487634	8914107	12583158	9427711	الاتصالات
6486800	2422060	1417775	1195758	693535.5	757672.4	موبايلي
50657.03	-19616.6	89111.04	-17155.9	2968.16	-4649.66	المصافي
-85012.4	-44085.1	-73418.1	2469.444	2221.182	27800.09	المتطورة
-154375	-41411.8	5417.966	8261.55	-56871.4	-69771.1	الدوائية
201781.9	8219.176	79975.18	-2585.23	25582.89	90589.9	زجاج
40187.93	3020.911	17778.05	5406.956	6735.484	7246.532	فييكو
74733.27	27786.56	21207.73	11464.3	9216.839	5057.839	معدنية
-402810	-181836	26734.18	-120281	-92468.8	-34959.1	العقارية
437457.2	-40654.9	727529.6	-73278.7	-85990.1	-90148.6	التعمير
1363361	335930.8	524161.5	45310.63	219577	238381.3	البحري
-446134	-80150.6	-128570	-78431.5	-112499	-46483.1	الجماعي
1.99E+08	66521989	50721078	32567651	33258312	15655440	الإجمالي

يتبين من الجدول السابق أنه خلال عام ٢٠٠٥ قامت ٩ شركات من الشركات محل الدراسة بتدمير ثروة ملاكها بتحقيق قيمة اقتصادية مضافة سالبة بمبلغ ٦٦٧١٣١٢,٨ ألف ريال، في حين استطاعت ٢٥ شركة أن تدعم وتعزز ثروة ملاكها بتحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة بمبلغ ١٥٦٥٥٤٤٠ ألف ريال.

وفي عام ٢٠٠٦ انخفض عدد الشركات التي قامت بتدمير ثروة ملاكها إلى ٨ شركات حيث حققت قيمة اقتصادية مضافة سالبة تقدر بمبلغ ٤٧٦٦٣,٥٣ ألف ريال، وحققت باقي شركات الدراسة ٢٦ شركة استطاعت أن تدعم ثروة ملاكها بتحقيق قيمة اقتصادية موجبة بمبلغ ٣٣٢٥٨٣١٢ ألف ريال.

وفي عام ٢٠٠٧ ارتفع عدد الشركات التي حققت قيمة اقتصادية سالبة بمبلغ ٤٦٤٤٦٠,٣ ألف ريال وحققت باقي الشركات ٢٤ شركة قيمة اقتصادية مضافة موجبة بمبلغ ٣٢٥٦٧٦٥١ ألف ريال.

وفي عام ٢٠٠٨ حققت ٩ شركات قيمة اقتصادية سالبة بمبلغ ٥١٥٢١٩٧,٦ ألف ريال واستطاعت باقي الشركات ٢٥ شركة أن تحقق قيمة اقتصادية موجبة بمبلغ ٥٠٧٢١٠,٧٨ ألف ريال.

وفي عام ٢٠٠٩ قامت عدد ٩ شركات بتحقيق قيمة اقتصادية سالبة بمبلغ ١٢٤٤٨٦٥,٤ ألف ريال، وباقي الشركات وعددها حققت قيمة اقتصادية موجبة بمبلغ ٦٦٥٢١٩٨٩ ألف ريال.

وخلال سنوات الدراسة حققت الشركات قيمة اقتصادية موجبة إجمالية أي استطاعت أن تدعم وتعزز ثروة ملاكها بمبلغ ١٩٨٦٤٦٣٨,٤٧٣٩ ألف ريال.

٢/٥/٤ - القيمة السوقية المضافة (MVA) :

تم حسابها بالفارق بين القيمة السوقية لرأس مال السهم والقيمة الدفترية له وذلك كما سبق شرحه في القسم الثالث من الدراسة، حيث تم الحصول على أسعار الأسهم اليومية من خلال موقع تداول كما تم حساب متوسط السعر السنوي وتم حساب القيمة السوقية علي أساس متوسط السعر خلال السنة مضروباً في المتوسط المرجح للأسهم المتداولة خلال السنة والذي تم الحصول عليه من خلال التقارير المالية المنشورة، أما القيمة الدفترية لأسهم رأس المال فقد تم الحصول عليها من خلال القوائم المالية المنشورة.

والجدول رقم (٣) يبين القيمة السوقية المضافة التي تم تحقيقها خلال سنوات الدراسة وذلك كما يلي:
القيمة بالآلاف ريال
جدول رقم (٣)

اسم الشركة	MVA1	MVA2	MVA3	MVA4	MVA5	اجمالي
الرياض	74108640	28320540	47156990	6087110	13201920	168875200
الجزيرة	21134930	10543650	10283230	-256760	979410	42684460
هولندي	22536370	12445140	11918300	5239000	3865200	56004010
الفرنسي	53565100	37170220	54526520	12361340	13714130	171337310
ساب	75006850	34751650	43939230	21450430	19431860	194580020
الراجحي	230430710	110095520	153807140	58392070	79603700	632329140
سابك	569959380	190241840	411956860	5138570	143840410	1.321E+09
نماء	5914730	1029400	1628710	-548110	-197010	7827720
سافكو	48611930	18060623	34608930	14758130	23574280	139613893
المجموعه	25824840	5074280	12105390	-889870	4430720	46545360
العربية	11053940	3183220	5951720	145330	1121620	21455830
اليمامة	19479190	8388740	10127900	1778330	3494130	43268290
السعودية	12570470	-14174590	3047000	3047000	2933700	7423580
بنيم	13319786	5462970	7772990	1859190	2758170	31173106
شرفية	8818920	4273350	5723730	1562880	-1563960	18814920
تيوك	7911570	2066570	2567940	749520	668970	13964570
ساسكو	3054510	796530	800160	51660	142690	4845550
الغاز	8510910	1465780	1570120	256550	794140	12597500
الكهرباء	74985540	7036850	12821310	-10555870	-2804800	81483030
صافولا	48136870	11447700	11188800	5179840	8404160	84357370
المراعي	15471240	5606110	10182370	11525460	14830430	57615610
نادك	4242520	622820	1550220	742790	1018140	8176490
الاتصالات	245544563	162085660	132380360	59308180	47573730	646892493
موبايلى	66039910	21467040	31351940	11954690	19188740	150002320
المصافي	2060370	822670	1013660	589570	706730	5193000
المتطورة	1373580	637770	-641900	-329710	-163560	876180
الدوائية	10476730	1095260	1524190	-755760	174320	12514740
زجاج	2468960	738180	1214330	289480	318530	5029480
فبيكو	914380	374380	510000	291950	357620	2448330
معدنية	1211850	647820	782208	187090	307330	3136298
العقارية	7693020	1131180	3029574	-710306	29494	11172962
التعمير	7232730	569890	3099670	2059390	56050	13017730
النقل البحري	16799180	2057880	3315780	214120	659184	23046144
الجماعي	5562820	787880	766650	-490620	-322320	6304410
الإجمالي	1.722E+09	676324523	1.034E+09	210682664	403127858	4.046E+09

يتبين من الجدول السابق أن عام ٢٠٠٥ حققت فيه جميع الشركات قيمة سوقية مضافة موجبة بمبلغ ١٧٢٢٠٩٠٠٠ ألف ريال، وفي عام ٢٠٠٦ حققت فيه شركة واحدة قيمة سوقية مضافة سالبة بمبلغ ١٤١٧٤٥٩٠ ألف ريال وحققت باقي الشركات قيمة سوقية موجبة تقدر بمبلغ

٦٧٦٣٢٤٥٢٣ ألف ريال، وفي عام ٢٠٠٧ حققت شركة واحدة فقط كما في عام ٢٠٠٦ قيمة سوقية مضافة سالبة بمبلغ ٦٤١٩٠٠ ألف ريال وحققت باقي الشركات قيمة سوقية مضافة موجبة بمبلغ ١٠٣٤٥٧٢٣٠ ألف ريال، وفي عام ٢٠٠٨ حققت عدد ٨ شركات قيمة سوقية مضافة سالبة بمبلغ ٢١٠٦٨٢٦٦٤ ألف ريال وفي عام ٢٠٠٩ حققت عدد ٥ شركات فقط قيمة سوقية مضافة سالبة بمبلغ ٥٠٥١٦٥٠٠ ألف ريال وحققت باقي الشركات قيمة سوقية موجبة ٤٠٣١٢٧٨٥٨ ألف ريال.

من دراسة الجدول قم (٢) والجدول رقم (٣) يتبين أن عدد الشركات التي حققت قيمة اقتصادية مضافة

موجبة وقيمة سوقية مضافة موجبة خلال سنوات الدراسة كانت ٢٥ شركة في حين حققت عدد ٩ شركات قيمة اقتصادية مضافة سالبة خلال سنوات الدراسة وحققت قيمة سوقية مضافة موجبة.

٣/٥/٤ معدل العائد على الاستثمار ROI :

معدل العائد على الاستثمار = صافي الربح بعد الزكاة والضريبة/ رأس المال المستثمر

رأس المال المستثمر = حقوق المساهمين + الديون طويلة الأجل

والجدول التالي رقم (٤) يوضح نتيجة حساب معدل العائد على الاستثمار للشركات محل الدراسة خلال مدة الخمس سنوات :

جدول رقم (٤)

ROI 5	ROI 4	ROI 3	ROI2	ROI1	اسم الشركة
0.015532	0.0188643	0.025138	0.031885	0.0370483	الرياض
0.006807	0.0175563	0.038678	0.129147	0.0640891	الجزيرة
0.014349	0.0140257	0.017255	0.021187	0.0276563	هولندي
0.091656	0.1130527	0.113989	0.174186	0.1995973	الفرنسي
0.021864	0.023642	0.026519	0.190318	0.0400618	ساب
0.043673	0.0439255	0.059828	0.074034	0.0632844	الراجحي
0.023453	0.1151574	0.164689	0.190563	0.2244631	سابك
0.018701	0.0158306	0.022182	0.025416	0.0381698	نماء
0.28525	0.5424517	0.300938	0.198415	0.2006449	سافكو
0.028548	0.0057229	0.106383	0.127564	0.0992144	المجموعة
0.088357	0.113317	0.193778	0.202565	0.202968	العربية
0.158174	0.2022895	0.234178	0.206583	0.2191057	اليمامة
0.168076	0.2423085	0.220399	0.02633	0.2458797	السعودية
0.2123	0.2453255	0.321205	0.242633	0.2329559	ينبع
0.182283	0.2363339	0.25959	0.220757	0.160928	شرقية
0.019698	0.1812475	0.175132	0.259471	0.1878025	تبوك
0.061915	0.0706488	0.083027	0.026144	0.336198	ساسكو
0.106342	0.1474326	0.13257	0.116943	0.1494314	الغاز
0.017413	0.0160804	0.020951	0.01989	0.0216345	الكهرباء
0.025207	0.1049619	0.17921	0.172886	0.3063034	صافولا
0.131318	0.12875	0.114527	0.146668	0.1594863	المراعي
0.035899	0.0831072	0.084009	0.08807	0.0695931	نادك
0.142825	0.1931335	0.244113	0.374857	0.3788372	الاتصالات
0.155328	0.1115687	0.089777	0.114196	0.2524023	موبايلي
0.000916	0.103933	0.023109	0.01168	0.0106401	المصافي
0.039156	0.0313535	0.012273	0.003263	0.0304307	المتطورة
0.070795	0.0551648	0.052945	0.052655	0.0469421	الدوائية
0.089898	0.1883501	0.086125	0.125072	0.3334189	زجاج
0.042945	0.1670112	0.032807	0.031955	0.0249416	فييكو
0.040228	0.1623491	0.091419	0.055169	0.1037757	معدنية
0.035277	0.5261154	0.056622	0.039093	0.1107662	العقارية
0.035277	0.5261154	0.056622	0.04637	0.0457696	التعمير
0.042461	0.084757	0.059406	0.101711	0.108545	البحري
0.03578	0.0091399	0.05133	0.231303	0.1132571	الجماعي

٤/٥/٤ معدل العائد على حق الملكية ROE:

معدل العائد على حق الملكية = صافي الربح بعد الزكاة والضريبة / حقوق الملكية
والجدول التالي رقم (٥) يبين نتيجة حساب معدل العائد على حق الملكية للشركات محل الدراسة
خلال فترة الدراسة:

جدول رقم (٥)

ROE 5	ROE 4	ROE 3	ROE2	ROE1	اسم الشركة
0.097524	0.1128761	0.239118	0.242542	0.2605118	الرياض
0.042276	0.0994811	0.180771	0.470678	0.3274791	الجزيرة
0.084	0.151261	0.18073	0.223779	0.2864823	هولندي
0.092383	0.2211316	0.250667	0.319726	0.3083689	الفرنسي
0.203017	0.2710645	0.256835	0.323276	0.3342139	سباب
0.058246	0.2607196	0.315631	0.361847	0.4182349	الراجحي
0.0462	0.2140181	0.312076	0.278445	0.3073386	سبابك
0.0254	0.0222167	0.038453	0.027824	0.0433442	نماء
0.058843	0.5841026	0.349789	0.242926	0.229769	سافكو
0.051148	0.0090075	0.144547	0.201478	0.1782383	المجموعة
0.128609	0.1555575	0.21136	0.202565	0.202968	العربية
0.087764	0.2327843	0.275879	0.27217	0.3177548	اليمامة
0.099304	0.2423085	0.242309	0.02633	0.2458797	السعودية
0.094639	0.245884	0.322674	0.244251	0.2203167	بنبع
0.081928	0.250863	0.280489	0.24309	0.1763505	شرقية
0.019698	0.1812475	0.175132	0.259471	0.1878025	تبوك
0.061915	0.0706488	0.083027	0.026144	0.336198	ساسكو
0.05812	0.1474326	0.13257	0.116943	0.1494314	الغاز
0.024932	0.0224953	0.029042	0.029999	0.0320572	الكهرباء
0.032722	0.1219061	0.19139	0.188802	0.4029908	صافولا
0.25746	0.2367601	0.210662	0.245595	0.2702343	المراعي
0.038269	0.0831072	0.084009	0.08807	0.0695931	نادك
0.123129	0.3325825	0.334609	0.374857	0.3788372	الاتصالات
0.099309	0.1876102	0.22137	0.154503	0.2626001	موبايلي
0.028309	0.3692187	0.026304	0.014325	0.0120076	المصافي
0.040059	0.0313535	0.012314	0.003478	0.0344585	المتطورة
0.070795	0.0551648	0.052945	0.052655	0.0469421	الدوائية
0.09334	0.1976029	0.090589	0.131699	0.3354434	زجاج
0.162355	0.1837915	0.152939	0.155512	0.1162696	أفيكو
0.188142	0.1688966	0.103005	0.069131	0.1317156	معدنية
0.035277	0.5261154	0.056622	0.039093	0.1107662	العقارية
0.035277	0.5261154	0.056622	0.04637	0.0457696	التعمير
0.081341	0.1478555	0.088454	0.146939	0.1683469	البحري
0.037126	0.0093025	0.053616	0.231303	0.1132571	الجماعي

٤/٥/٥ - معدل عائد السهم SR :

معدل عائد السهم = ربحية السهم / سعر السهم في نهاية المدة

والجدول التالي رقم (٦) يوضح نتيجة حساب معدل عائد السهم للشركات محل الدراسة خلال

سنوات الدراسة الخمس:

جدول رقم (٦)

SR 5	SR 4	SR 3	SR 2	SR 1	اسم الشركة
0.036727	0.142524	0.072435	0.092536	0.868233	الرياض
0.017593	0.032749	0.016822	0.140758	0.0068401	الجزيرة
0.058843	0.190752	0.069606	0.063123	0.0257611	هولندي
0.022989	0.041791	0.042293	0.158554	0.0353584	الفرنسي
0.099304	0.107788	0.052992	0.063452	0.0333333	ساب
0.081928	0.12625	0.070787	0.072958	0.0283845	الراجحي
0.069588	0.084635	0.058333	0.129302	0.035567	سابك
0.094639	0.136667	0.066737	0.067778	0.0296907	نماء
0.087764	0.133628	0.057507	0.056688	0.0237821	سافكو
0.049425	2.716741	0.057666	0.800348	0.030073	المجموعة
0.001606	0.118966	0.018947	0.013649	0.0017944	العربية
0.050714	0.054726	0.055152	0.000567	0.0252381	الليماة
0.099309	0.129032	0.047586	0.058151	0.0126697	السعودية
0.123129	0.12057	0.071642	0.077108	0.0446679	ينبع
0.085714	0.086815	0.033279	0.033981	0.0076647	شرقية
0.069065	0.057955	0.024183	0.027273	0.0097074	توك
0.059672	0.093448	0.094706	0.016833	0.0568053	ساسكو
0.188142	0.146083	0.040972	0.06573	0.0247687	الغاز
0.071549	0.144242	0.0592	0.087111	0.0245283	الكهرباء
0.031707	0.033803	0.046286	0.182609	0.1171963	صافولا
0.01457	0.069835	0.095944	0.087429	0.0634146	المراعي
0.060303	0.059643	0.052777	0.017333	0.0089167	نادك
0.029118	0.036392	0.066982	0.080374	0.0180758	الاتصالات
0.058246	0.077679	0.036674	0.124726	0.0743472	موبايلي
0.081797	0.112731	0.092727	0.138043	0.0607273	المصافي
0.075093	0.095755	0.059192	0.138806	0.0828269	المتطورة
0.0047	0.049169	0.055258	0.234518	0.1423899	الدوائية
0.092383	0.113304	0.040778	0.13814	0.1157143	زجاج
0.084	0.144688	0.0632	0.087097	0.0788644	فييكو
0.0775	0.081443	0.02898	0.032727	0.0072303	معذنية
0.029845	0.049746	0.028098	0.033529	0.0131476	العقارية
0.052239	0.068398	0.027664	0.008462	0.0680255	التعمير
0.05812	0.115029	0.052174	0.045891	0.018062	البحري
0.024889	0.029189	0.023051	0.026154	0.012069	الجماعي

٤/ ٦- الأساليب الإحصائية المستخدمة:

لاختبار فرضيات الدراسة فقد تم الاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، حيث أن جميع متغيرات الدراسة متغيرات كمية فيمكن اختبار مدى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة الخمس عند مستوى معنوية أقل من ٥% وبدرجة ثقة على الأقل ٩٥% وتتمثل متغيرات الدراسة في الآتي:

١- معدل العائد على السهم SR، القيمة السوقية المضافة MVA كمتغيرات تابعة.

٢- القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والقيمة السوقية المضافة MVA، ومعدا العائد على الاستثمار ROI، ومعدل العائد على حق الملكية ROE كمغيرات مستقلة. وتم إجراء تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وذلك لاختبار مدى معنوية العلاقة بين متغيرات الدراسة كل سنة من سنوات الدراسة على حده cross Sectional Analysis وعلى مستوى مجموع سنوات الدراسة الخمس Time Series Analysis.

٧/٤ اختبار فروض الدراسة:

١-٧/٤- اختبار الفرض الأول H_{01} : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية EVA ومعدل العائد على السهم SR:

قام الباحث باختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمغير مستقل ومعدل العائد على السهم SR كمغير تابع باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$SR_t = a + b EVA_t$$

وتم اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل لكل سنة من سنوات الدراسة وإجمالي السنوات و الجدول التالي رقم (٧) يظهر نتيجة تحليل الانحدار الخطي البسيط.

جدول رقم (٧)

constant	Beta	Adj. R2	Sig	السنة
٠,٠٣٩	٠,١٦	٠,٠٠٥-	٠,٣٦	٢٠٠٥
٠,٠٧٣	٠,١٩٣	٠,٠٠٧	٠,٢٧	٢٠٠٦
٠,٠٥١	٠,١٥٢	٠,٠٠٧-	٠,٣٩	٢٠٠٧
٠,٠٩	٠,٣٥٦	٠,١	٠,٠٤	٢٠٠٨
٠,٠٦٣	٠,٠٤١-	٠,٠٠٣-	٠,٨١٦	٢٠٠٩
٠,٠٦٤	٠,١٤١	٠,٠١٤	٠,٠٦٧	إجمالي سنوات الدراسة

يتضح من الجدول رقم (٧) عدم معنوية العلاقة بين المتغير التابع SR والمتغير المستقل EVA خلال السنوات ٢٠٠٥، ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٩، وعلى مستوى إجمالي سنوات الدراسة وهو ما يعني قبول فرض العدم. وتختلف النتائج السابقة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم مثل دراسة Otavior 2005 على سوق الأوراق المالية في البرازيل و دراسة Irala 2007 على سوق الأوراق المالية الهندية و دراسة الخيال وفلاته ٢٠٠٩ على سوق الأوراق المالية السعودي، وفيما يتعلق بسنة ٢٠٠٨ التي أظهرت فيها نتائج التحليل معنوية العلاقة عند مستوى معنوية أقل من ٥% بدرجة ثقة أكثر من ٩٥% حيث بلغ معامل التحديد ١٠% أي أن المتغير المستقل EVA يستطيع تفسير ١٠% من التغيرات في المتغير التابع SR وبلغت قيمة Beta Eva ٠,٣٥٦ وهو ما يعني أن زيادة

EVA بمبلغ ١ ريال سيؤدي إلى زيادة SR بمبلغ ٠,٣٥ من الريال، وبالتالي يمكن رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية أقل من ٥% فقط في سنة ٢٠٠٨.

٢/٧/٤ - اختبار الفرض الثاني H_{02} : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة MVA ومعدل العائد على السهم SR :

قام الباحث باختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة MVA كمتغير مستقل ومعدل العائد على السهم SR كمتغير تابع باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$SR_t = a + b MVA_t$$

وتم اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل لكل سنة من سنوات الدراسة وإجمالي السنوات و الجدول التالي رقم (٨) يظهر نتيجة تحليل الانحدار الخطي البسيط .

جدول رقم (٨)

السنة	Sig	Adj. R2	Beta	constant
٢٠٠٥	.٤٦	٠,٠١-	٠,١٢٨	٠,٠٣٩
٢٠٠٦	٠,٢٦	٠,٠١	٠,١٩٦	٠,٠٧١
٢٠٠٧	٠,٦٨	٠,٠٣-	٠,٠٧٢	٠,٠٥١
٢٠٠٨	٠,٢٤	٠,٠١١	٠,٢٠٣	٠,٠٩١
٢٠٠٩	٠,٩٩	٠,٠٣-	٠,٠٠١-	٠,٠٦٣
إجمالي سنوات الدراسة	٠,٩١	٠,٠٠-	٠,٠٠	٠,٠٦٥

وبتحليل العلاقة بين المتغير التابع SR والمستقل MVA يوضح الجدول السابق عدم وجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير التابع والمستقل وهو ما يعني قبول فرض العدم بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين MVA وبين SR وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة الشرقاوي ٢٠٠٣ على سوق الأوراق المالية المصري.

٣/٧/٤ - اختبار الفرض الثالث H_{03} : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء الاقتصادي EVA و MVA ومعدل العائد على السهم SR :

تم اختبار العلاقة بين المتغير التابع SR والمتغيرات المستقلة EVA و MVA باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$SR_t = a + b_1 EVA_t + b_2 MVA_t$$

وتم اختبار العلاقة بين المتغيرات لكل سنة من سنوات الدراسة وإجمالي السنوات ، و الجدول التالي رقم (٩) يبين نتيجة تحليل الانحدار الخطي المتعدد:

جدول رقم (٩)

constant	Beta	Adj. R2	Sig	السنة
٠,٠٤	Mva 0.05 Eva 0.13	٠,٠٤-	٠,٦٥	٢٠٠٥
٠,٠٧	Mva 0.12 Eva 0.09	٠,٠٢-	٠,٥٣	٢٠٠٦
٠,٠٥	Mva 0.42 Eva 0.54	٠,٠١-	٠,٤٣	٢٠٠٧
٠,٠٩	Mva 0.07 Eva 0.32	٠,٠٧	٠,١١	٢٠٠٨
٠,٠٦	Mva 0.16 Eva 0.19	٠,٠٦-	٠,٨٨	٢٠٠٩
٠,٠٦	Mva 0.09 Ev 0.18	٠,٠٢	٠,١١	إجمالي سنوات الدراسة

يتضح من دراسة الجدول السابق عدم معنوية العلاقة بين المتغيرات الرئيسية والمتغير التابع خلال سنوات الدراسة وهو ما يؤدي إلى قبول الفرض الثالث بعدم معنوية العلاقة بين مؤشرات الأداء الاقتصادية وبين معدل العائد على السهم وقد يرجع ذلك إلى عدم كفاءة السوق، وتأثر أسعار الأسهم بالكثير من العوامل الأخرى بخلاف الأرباح الاقتصادية، وقد يرجع ذلك أيضاً إلى عدم إفصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، فضلاً عن صعوبة حسابها بالنسبة لغير المتخصصين، وعدم وعي إدارة الشركات المساهمة بأهمية قياس والإفصاح عن مؤشرات الأداء الاقتصادية.

٤/٧/٤ - اختبار الفرض الرابع H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار ROI وبين معدل العائد على السهم SR :

قام الباحث باختبار العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار ROI كمتغير مستقل ومعدل العائد على السهم SR كمتغير تابع باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$SR_t = a + b ROI_t$$

يبين الجدول التالي رقم (١٠) نتيجة تحليل العلاقة بين المتغير التابع معدل عائد السهم ومعدل العائد على الاستثمار.

جدول رقم (١٠)

constant	Beta	Adj. R2	Sig	السنة
٠,٠٤	٠,١١	٠,٠٢-	٠,٥٥	٢٠٠٥
٠,٢٥	٠,٤١	٠,١٤	٠,٠٢	٢٠٠٦
٠,١٠	٠,٤٣	٠,١٦	٠,٠١	٢٠٠٧
٠,٠٩	٠,٣٢	٠,٠٧	٠,٠٦	٢٠٠٨
٠,٢١	٠,٣٩	٠,١٢	٠,٠٢	٢٠٠٩
٠,١٢	٠,٢٨	٠,٠٧	٠,٠٠	إجمالي سنوات الدراسة

يتضح من الجدول عدم معنوية العلاقة بين المتغير التابع معدل عائد السهم والمتغير المستقل معدل العائد على الاستثمار خلال السنوات ٢٠٠٥، و ٢٠٠٨ وهو ما يعني قبول فرض العدم. وفيما يتعلق بباقي سنوات الدراسة ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٩، وإجمالي سنوات الدراسة فيوضح الجدول وجود علاقة معنوية بين المتغير التابع معدل عائد السهم والمتغير المستقل معدل العائد على الاستثمار عند مستوى معنوية أقل من ٥% وبدرجة ثقة أعلى من ٩٥% وتراوحت القدرة التفسيرية للمتغير المستقل على تفسير التغيرات في المتغير التابع ما بين ١٦% في عام ٢٠٠٧ و ٧% في عام ٢٠٠٨ واستطاع المتغير المستقل أن يفسر ٧% فقط من التغيرات في المتغير التابع خلال إجمالي سنوات الدراسة ، وهو ما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

٥/٧/٤ - اختبار الفرض الخامس $H_0 5$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حق الملكية ROE وبين معدل العائد على السهم SR :

قام الباحث باختبار العلاقة بين معدل العائد على حق الملكية ROE كمتغير مستقل ومعدل العائد على السهم SR كمتغير تابع باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$SR_t = a + b ROE_t$$

يبين الجدول التالي رقم (١١) نتيجة تحليل العلاقة بين المتغير التابع معدل عائد السهم ومعدل العائد على حق الملكية:

جدول رقم (١١)

السنة	Sig	Adj. R2	Beta	constant
٢٠٠٥	٠,٠١	٠,٣١	٠,٥٦	٠,١٦
٢٠٠٦	٠,٠٠	٠,٥٣	٠,٧٤	٠,٣٣
٢٠٠٧	٠,٠٤	٠,٢٠	٠,٤٨	٠,٠٩
٢٠٠٨	٠,٠٠	٠,١٩	٠,٤٦	٠,١٣
٢٠٠٩	٠,٠٠	٠,٣١	٠,٥٧	٠,٣٨
إجمالي سنوات الدراسة	٠,٠٠	٠,٢١	٠,٤٦	٠,١٧

يتضح من دراسة الجدول السابق معنوية العلاقة بين معدل العائد على حق الملكية كمتغير مستقل وبين معدل عائد السهم كمتغير تابع وذلك خلال سنوات الدراسة سواء بصورة منفصلة لكل سنة على حده وإجمالي سنوات الدراسة وتراوحت قدرة المتغير المستقل على تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع ما بين ٥٣% في عام ٢٠٠٦ وبين ١٩% في سنة ٢٠٠٨ واستطاع المتغير المستقل أن يفسر ٢١% من التغيرات التي حدثت في المتغير التابع خلال إجمالي سنوات السلسلة الزمنية التي شملتها الدراسة.

٦/٧/٤ - اختبار الفرض السادس $H_0 6$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المحاسبية العائد على الاستثمار ROI والعائد على حق الملكية ROE وبين معدل العائد على السهم SR :

تم اختبار العلاقة بين المتغير التابع SR والمتغيرات المستقلة ROI و ROE باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$SR_t = a + b_1 ROI_t + b_2 ROE_t$$

يبين الجدول التالي رقم (١٢) نتيجة التحليل الإحصائي للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع .

جدول رقم (١٢)

constant	Beta	Adj. R2	Sig	السنة
٠,٠١	ROI -0.37 ROE 0.78	٠,٣٦	٠,٠٠	٢٠٠٥
٠,٠٢	ROI -0.18 ROE 0.86	٠,٥٣	٠,٠٠	٢٠٠٦
٠,٠٣	ROI 0.19 ROE 0.34	٠,٢٠	٠,٠١	٢٠٠٧
٠,٠٦	ROI -0.34 ROE 0.74	٠,١٩	٠,٠١	٢٠٠٨
٠,٠٣	ROI 0.26 ROE 0.51	٠,٣٥	٠,٠٠	٢٠٠٩
٠,٠٤	ROI -0.11 ROE 0.54	٠,٢١	00٠,	إجمالي سنوات الدراسة

يبين الجدول رقم (١٢) وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المحاسبية كمتغيرات مستقلة وبين المتغير التابع معدل العائد على السهم عند مستوى معنوية أقل من ٥% وبدرجة ثقة أكبر من ٩٥% واستطاعت المتغيرات المستقلة أن تفسر نسبة تتراوح ما بين ٥٣% في سنة ٢٠٠٦ و ١٩% في سنة ٢٠٠٨ من التغيرات في المتغير التابع، كما استطاعت المتغيرات المستقلة أن تفسر ٢١% من التغيرات في المتغير التابع على مستوى إجمالي سنوات الدراسة، وهو ما يؤكد أهمية هذه المؤشرات بالنسبة للمستثمرين والمحللين الماليين على الرغم من كثرة الانتقادات الموجهة لهذه المؤشرات التقليدية. ويترتب على ما سبق رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، ويتفق ذلك مع ما سبق أن توصلت إليه دراسة Biddle وآخرون سنة ١٩٩٧ من أن الأرباح المحاسبية هي أكثر المقاييس تفسيراً للتغير في عوائد الأسهم.

٧/٧/٤ الفرض السابع H_{07} : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء الاقتصادية والمحاسبية وبين معدل العائد على السهم:

تم اختبار العلاقة بين المتغير التابع SR والمتغيرات المستقلة ROI، ROE، Eva، Mva باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$SR_t = a + b_1 ROI_t + b_2 ROE_t + b_3 Eva_t + b_4 Mva_t$$

يوضح الجدول رقم (١٣) نتيجة تحليل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة الأربعة.

جدول رقم (١٣)

constant	Beta	Adj. R2	Sig	السنة
0.01	Eva 0.04 Mva -0.14 ROI -0.39 ROE 0.84	0.34	0.03	2005
0.016	Eva 0.04 Mva -0.14 ROI -0.39 ROE 0.84	0.54	0.00	2006
0.04	Eva 0.04 Mva -0.14 ROI -0.39 ROE 0.84	0.20	0.03	2007
0.06	Eva 0.04 Mva -0.14 ROI -0.39 ROE 0.84	0.21	0.02	2008
0.025	Eva 0.04 Mva -0.14 ROI -0.39 ROE 0.84	0.31	0.00	2009
0.37	Eva 0.04 Mva -0.14 ROI -0.39 ROE 0.84	0.26	0.00	Total

يتضح من الجدول السابق رقم (١٣) معنوية العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية كمتغيرات مستقلة من ناحية وبين معدل العائد على السهم كمتغير تابع من ناحية أخرى وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥% بدرجة ثقة تزيد عن ٩٥% وهو ما يعني قدرة مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية مجتمعة على تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع في كل سنة من سنوات الدراسة على حده وعلى مستوى إجمالي سنوات الدراسة مجتمعة، وتراوحت القدرة التفسيرية ما بين ٢٠% في عام ٢٠٠٧ و ٥٤% في عام ٢٠٠٦، واستطاعت المؤشرات الاقتصادية والمحاسبية معاً في تفسير ٢٦% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع على مستوى إجمالي سنوات الدراسة، وهو ما يؤدي إلى رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

وبمقارنة نتائج الجدول رقم (١٢) بنتائج الجدول رقم (١٣) يتضح أن المؤشرات المحاسبية والاقتصادية مجتمعة أكثر قدرة على تفسير التغيرات في المتغير التابع معدل العائد على السهم من

المؤشرات المحاسبية فقط وذلك على مستوى مجموع سنوات الدراسة، وهو ما يبرز أهمية قياس والإفصاح عن المؤشرات الاقتصادية إلى جانب المؤشرات المحاسبية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الصحيحة.

٨/٧/٤ - اختبار الفرض الثامن H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وبين القيمة السوقية المضافة MVA:

قام الباحث باختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة MVA كمتغير تابع والقيمة الاقتصادية المضافة EVA كمتغير مستقل وذلك باستخدام نموذج تحليل الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$MVA_t = a + b EVA_t$$

ويوضح الجدول رقم (١٤) نتيجة تحليل العلاقة بين MVA و EVA

جدول رقم (١٤)

السنة	Sig	Adj. R2	Beta	constant
٢٠٠٥	٠,٠٠	٠,٣٧	٠,٦٣	٣٣,٥١
٢٠٠٦	٠,٠٠	٠,٨	٠,٩	١٣,٠٩
٢٠٠٧	٠,٠٠	٠,٨٤	٠,٩٢	١٨,٩
٢٠٠٨	٠,٠٢	٠,١٣	٠,٩٣	١,١٤
٢٠٠٩	٠,٠٠	٠,٧٨	٠,٨٩	٣,٣٥
إجمالي سنوات الدراسة	٠,٠٠	٠,٤٥	٠,٢٠	٦,٣٥

بدراسة وتحليل الجدول رقم (١٤) يتضح معنوية العلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية المضافة MVA والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة EVA لكل سنة من سنوات الدراسة على حده، ولجميع سنوات الدراسة معا عند مستوى معنوية أقل من ٥% وتراوح قدره المتغير المستقل على تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع ما بين ٨٤% في سنة ٢٠٠٧ و ١٣% فقط في سنة ٢٠٠٨، كما أن المتغير المستقل في مجموع سنوات السلسلة يستطيع أن يفسر ٤٥% من التغيرات في المتغير التابع. وهو ما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة الخيال وفلاته ٢٠٠٩، ويختلف مع ما توصلت إليه دراسة Raman ٢٠٠٥ على الشركات الهندية.

٩/٧/٤ الفرض التاسع H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة بين مؤشرات الأداء المحاسبية وبين القيمة السوقية المضافة:

قام الباحث باختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة MVA كمتغير تابع ومؤشرات الأداء المحاسبية ROI و ROE كمتغيران مستقلان وذلك باستخدام نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$MVA_t = a + b_1 ROI_t + b_2 ROE_t$$

والجدول التالي رقم (١٥) يوضح نتيجة التحليل الإحصائي للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيران المستقلان

جدول رقم (١٥)

constant	Beta	Adj. R2	Sig	السنة
٢,٣-	ROI -0.04 ROE 0.42	٠,١٠	٠,٠٧	٢٠٠٥
١,٥-	ROI 0.12 ROE 0.418	٠,٢١	٠,٠٠	٢٠٠٦
٢,٠٦-	ROI -0.35 ROE 0.72	٠,٢٥	٠,٠٠	٢٠٠٧
٣,٠٦-	ROI -1.04 ROE 1.22	٠,٣٣	٠,٠٠	٢٠٠٨
١,٢	ROI -0.00 ROE 0.00	١,٠٦-	٠,٩٩	٢٠٠٩
٦٢٢-	ROI -0.16 ROE 0.46	٠,١٢	٠,٠٠	إجمالي سنوات الدراسة

يتضح من الجدول السابق قبول فرض العدم بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع القيمة السوقية المضافة والمتغيران المستقلان العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية وذلك في سنة ٢٠٠٥ و ٢٠٠٩ ، كما يتضح وجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير التابع والمتغيران المستقلة وذلك لباقي السنوات ٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٨ ، و لإجمالي سنوات الدراسة مجتمعة وهو ما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل. وتراوحت قدرة المتغيران المستقلان على تفسير التغيرات في المتغير التابع ما بين ٣٣% خلال عام ٢٠٠٨ و ٢١% خلال عام ٢٠٠٦ وبلغت القدرة التفسيرية خلال مجموع سنوات الدراسة ١٢% فقط.

وبمقارنة نتائج التحليل الإحصائي للفرضين الثامن والتاسع من خلال الجدولين رقم (١٤) ، (١٥) يتضح أن القيمة الاقتصادية المضافة أكثر قدرة على تفسير التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية المضافة من مؤشرات الأداء المحاسبية العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية. وتتفق النتيجة السابقة مع آراء ستيرن وستيوارت، ولكنها تختلف مع ما سبق أن توصلت إليه دراسة الخولي ٢٠٠١ على الشركات المصرية المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية من أن مؤشرات الأداء المحاسبية أكثر قدرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة من القيمة الاقتصادية المضافة.

القسم الخامس: النتائج والتوصيات

١/٥ النتائج:

من خلال اختبار فرضيات الدراسة توصل الباحث إلى النتائج التالية:

١- عدم قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم في سوق المال السعودي في كل سنوات الدراسة ما عدا سنة ٢٠٠٨ التي استطاعت فيها القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير ١٠% فقط من التغيرات في عوائد الأسهم.

٢- عدم قدرة القيمة السوقية المضافة على تفسير التغيرات التي حدثت في عوائد الأسهم في سوق المال السعودي في جميع سنوات الدراسة.

٣- عدم قدرة القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة معاً على تفسير التغيرات التي حدثت في عوائد الأسهم في سوق المال السعودي في جميع سنوات الدراسة.

٤- قدرة المؤشر المحاسبي معدل العائد على الاستثمار على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم في السوق السعودي فقط خلال السنوات ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٩، وخلال سنوات السلسلة عند مستوى معنوية أقل من ٥% وبدرجة ثقة أعلى من ٩٥%، وتراوحت القدرة التفسيرية ما بين ١٦% في عام ٢٠٠٧ و ٧% في عام ٢٠٠٨، و ٧% خلال مجموع سنوات السلسلة.

٥- أن قدرة المؤشر المحاسبي العائد على حق الملكية على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم تفوق قدرة المؤشر المحاسبي معدل العائد على الاستثمار، حيث تراوحت القدرة التفسيرية لمعدل العائد على حق الملكية ما بين ٥٣% في عام ٢٠٠٦ و ١٩% في عام ٢٠٠٨، وبلغت ٢١% على مستوى مجموع سنوات السلسلة وذلك بدرجة ثقة تفوق ٩٥%.

٦- أن قدرة مؤشرات الأداء المحاسبية والاقتصادية معاً على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم تفوق قدرة المؤشرات المحاسبية فقط في ذلك، حيث بلغت القدرة التفسيرية لجميع المؤشرات المحاسبية والاقتصادية ٢٦% في حين بلغت القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المحاسبية ٢١% على مستوى إجمالي سنوات الدراسة بدرجة ثقة ٩٩%.

٧- تفوق قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية المضافة عن مؤشرات الأداء المحاسبية العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية في كل سنة من سنوات الدراسة و على مستوى مجموع سنوات الدراسة، وتراوحت القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة ما بين ٨٤% عام ٢٠٠٧ و ١٣% عام ٢٠٠٨ وبلغت ٤٥% على مستوى إجمالي سنوات الدراسة وذلك بدرجة ثقة تتعدى ٩٥%.

٢/٥ التوصيات:

١- يوصي الباحث بضرورة إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية على سوق المال السعودي لفترات أطول وأكثر استقراراً من فترة الدراسة الحالية للتحقق من مدى فاعلية مؤشرات الأداء الاقتصادية في تفسير التغيرات بعوائد الأسهم.

- ٢- يوصي الباحث بإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية على سوق المال السعودي لبحث مدى تأثير التزام الشركات بقواعد حوكمة الشركات على مؤشرات الأداء الاقتصادية والمحاسبية وأسعار الأسهم.
- ٣- يوصي الباحث بضرورة إجراء المزيد من الدراسات باستخدام عدد آخر من التعديلات التي اقترحها ستيرن وستيوارت على الأرقام المحاسبية لحساب القيمة الاقتصادية المضافة .
- ٤- يوصي الباحث هيئة السوق المالية السعودية بضرورة إلزام الشركات بعمل قائمة مستقلة ملحقه بالقوائم المالية الأساسية لقياس والإفصاح عن مؤشرات الأداء الاقتصادية القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وذلك لمساعدة المستثمرين وغيرهم من المستخدمين على اتخاذ القرارات السليمة وللمساعدة على التقييم السليم لأداء الإدارة .
- ٥- يوصي الباحث إدارة الشركات السعودية بضرورة زيادة الإنفاق على العناصر التي تساعد على تحقيق الثروة والدخل في ظل الاقتصاد الجديد مثل البحوث والتطوير ورأس المال البشري وتكنولوجيا المعلومات وغيرها والإفصاح عن مثل هذه النفقات وغيرها من المعلومات التي تساعد على تقييم الأداء المالي والقيمة المحققة لحملة الأسهم بشكل سليم .
- ٦- يوصي الباحث إدارة الشركات بضرورة الأخذ في الاعتبار تكلفة التمويل الداخلي إلى جانب الخارجي عند تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة لها لاتخاذ القرارات التي تعمل على تعظيم ثروة ملاكها.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- ١- الخولي، هالة عبدالله، " الاختبار الميداني بين مقياس الأداء الداخلي والقيمة السوقية للمنشأة : دراسة تطبيقية على قطاع الأعمال في مصر " مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد ٥٧، ٢٠٠١، ص.ص: ٨٧-١٣٣.
- ٢- الخولي، هالة عبدالله، " دراسة تحليلية إنتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد ٥٦، ٢٠٠٠، ص.ص: ٢٣٠-٢٨٥.
- ٣- الخيال، توفيق؛ فلاته إكرام، " قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة - دراسة تطبيقية" مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد ٧٣، ٢٠٠٩، السنة ٤٨، ص.ص: ٦٢٩-٦٩١.
- ٤- السهلي، محمد سلطان، " التحليل المالي نظرة محاسبية"، الجمعية السعودية للمحاسبة، ٢٠٠٧.
- ٥- الشرفاوي، أشرف، " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم دراسة عملية لاختبار المزاعم النظرية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٣، ص.ص: ١-١٨.
- ٦- حداد فايز؛ أبو العلا خلدون، " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، المجلد ٣١، العدد ١، ٢٠٠٤، ص. ٩-١.
- ٧- سويسبي، هواري، " دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"، مجلة الباحث، عدد ٧، ٢٠٠٩، ص.ص: ٥٥-٧٠.
- ٨- محمد، كريم عبد الحفيظ، " اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة راس المال والعوائد السوقية للأسهم : دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من ١٩٩٤-٢٠٠٤"، مجلة العلوم الإنسانية، [www. Ulume.nt](http://www.Ulume.nt)، العدد ٢٩، ٢٠٠٤.
- ٩- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، لجنة معايير المحاسبة، المعيار رقم ١٢، "معيار المحاسبة المالية للزكاة وضريبة الدخل"، ديسمبر، ١٩٩٩.

- ١٠- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، لجنة معايير المحاسبة، المعيار رقم ٣، "معيار المخزون السلعي"، مارس، ١٩٩٧.
- ١١- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، لجنة معايير المحاسبة، المعيار رقم ٧، "معيار تكاليف البحوث والتطوير"، ديسمبر، ١٩٩٨.
- ١٢- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، لجنة معايير المحاسبة، المعيار رقم ١٧، "معيار الأصول غير الملموسة"، ديسمبر، ٢٠٠٢.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Anand Manoj, Garg Ajay and Arora Asha, " Economic Value Added: Business Performance measure of Shareholder Value", The Management Accountant, May, 1999.
- 2- American Institution of Certified Public Accountant, " Improving Business Reporting – A Customer Focus " New York, 1994.
- 3- Bauwhede Heidi, " On the Relation Between Corporate Governance Compliance and Operating Performance", Accounting and Business Research, Vol, 39, No. 5, Pp, 497- 513, 2009.
- 4- Bhattacharyya Asish K., Phani B. V., " Economic Value Added – A General Perspective", SSRN, Social Science research Network, Working Paper Series, 2005.
- 5- Biddle, Gary, Robert Bowen, and James Wallace, "Does EVA beat Earning? Evidence on Associations with stock returns and firm values", Journal of Accounting and Economics, 1997, Vol. 24, 301-336.
- 6- Chari, Latha, "Measuring Value Enhancement Through Economic Value Added: Evidence from Literature", The IUP Journal of Applied Finance, Vol. 15, N. 9, September, 2009, Pp.46 - 62
- 7- Chartered Institute of Management Accountants, " .Maximizing Shareholder Value: Achieving Clarity in Decision Making", Technical Report, 2004.
- 8- Cheremushkin V. Sergei, " What 's Wrong with the Economic Value added?" Social Science Research Network, working Paper Series, April, 2008.
- 9- Davies, J et.al., " Cost of Equity Capital", Chartered Institute of Management Accountants, 1999.
- 10- Demederos Otavior, " Empirical Evidence on the Relationship between EVA and Stock Return In Brazilian Firms", Social Science Research Network, working Paper Series, 2005.
- 11- Dutta Sunial and Reichelstein Stefan , " Stock Price, Earnings and Book Value in Managerial Performance Measures ", SSRN, Stanford GSB Research Paper No. 1873 , April 2005.

- 12- Erasmus, P. D., Lambrechts, I. J., "EVA and CFROI: A Comparative Analysis", *Management Dynamics*; 2006, 15, 1; ABI/INFORM Global, Pp, 14-26.
- 13- Fatemi, A., Desia, A.S. and Katz, J.P. " Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation." , *Global Finance Journal* (14), 2003, Pp' 159-179.
- 14- Ferguson Robert, Rentzler Joel and Yu, Susana, "Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance or Profitability?", *Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 2, Fall – Winter, 2005 .
- 15- Fernandez Pablo., " EVA and Cash value added do not measure shareholder value creation", *IESE Business School*, 2001.
- 16- Financial Accounting Standard Board, concept statement No.1 "Objectives of Financial Reporting", 1978.
- 17- Financial Accounting standards Board, FASB, "Special Report: Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy" April, 2001.
- 18- Fountine Drew, Jordan Douglas and Philips Michael, "Using Economic Value Added as a Portfolio Separation Criterion", *Quarterly Journal of Finance and Accounting*; Spring 2008; 47, 2, Pp: 69-81.
- 19- Goldberg R. S., " Economic Value Added : A Better Measure for Performance and Compensation?", *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, Autumn, 1999.
- 20- Herzberg, M.M., " Implementing EBO/EVA analysis in Stock Selection", *Journal of Investing*, Vol. 7, Spring, 1998, Pp. 45-53.
- 21- Irala Reddy, " EVA: The right Measure of Managerial Performance" *India Journal of Accounting and Finance*, Vol. 119, No. 02, Apr- Sep. 2005.
- 22- Irala Lokhanadha Reedy and Reddy Raghunatha, " Performance Evaluating, Economic Value Added and Managerial Behavior", *PES Business Review*, Vol, 01 No., 01, Jan., 2006.
- 23- Irala, L. R., " Corporate Performance Measures in India: An Empirical Analysis", *Social Science Research Network, Working Paper Series*, 2007.
- 24- Johnson, R. and Soenen, L., " Indicator of successful companies", *European Management Journal*, (21:3), 2003, Pp. 364-369.
- 25- Kaur, Mandeep and Naragan, Sweety, "Shareholder Value Creation in India s Most Valuable Companies: An Empirical Study", *IUP Journal of Management Research*. Hyderabad: Aug 2009. Vol. 8, Iss. 8: pg, 16-27.
- 26- Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 4th ed. Hoboken, NJ: Wiley, 2005.

- 27- Liapis Konstantions J., " The residual value Models: A Framework for Business Administration", European Research studies, Vol. XIII, Issue (1), 2010, Pp. 83- 101.
- 28- L C Gapenski, "Using MVA and E V A to Measure Financial Performance", Healthcare financial Management, Vol.50 , NO. 3, 1996, pp 14-25.
- 29- Martin, John D., and William J. Petty. "Value Based Management", Boston, MA: Harvard Business School Press, 2000.
- 30- Mc Sweeney, B., " The Pursuit of Maximum Shareholder Value: Vampire or Viagra?", Science Direct, Accounting Forum 31, 2007, Pp. 325-331.
- 31- Rmana, D.V., " Market value added and Economic value added: An empirical evidence" , Xavier Institute of Management, Working Paper , 2005.
- 32- Salmi Timo and Virtanen Illka, " Economic Value Added: A Simulation Analysis of the trendy, Owner Oriented Management Tool" 2005.
- 33- Sharma Anil k., Kumar Staish, "Economic Value Added (EVA) Literature review and Relevant Issues", International Journal of Economic and Finance , 2008, PP: 200:220.
- 34- Stern Erik, " Why EVA Is the Best Measurement Tool for Creating Shareholder Value", www.qfinance. Com, 2005.
- 35- Stern, Joel M, and J.S. Shiely , " The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in Organization", John Wiley & Sons Inc, 2001.
- 36- Stern, J.M. Stewart, Bennett and Chew Donald, " The EVA Financial management System", Journal of Applied Corporate Finance, Vol., 8, Issue 2, Summer, 1995, Pp. 32-46.
- 37- Stewart, G.B., " The quest for value", Harper, New York, 1991.
- 38- Stewart, G.B., " EVA: Fact and Fantasy", Journal of Applied Corporate Finance, Vol 17, 1994.
- 39- Sweeney, Brendan, Mc., "The pursuit of maximum shareholder value: Vampire or Viagra", Science Direct ,Accounting Forum 31, 2007, Pp. 325-331., www.sciencedirect.com.
- 40- The institute of Chartered Accountants in England and Wales, ICAEW, " New Reporting Models For Business" March, 2004, Pp. 1-61.
- 41- The American Institute of Certified Public Accountants, AICPA, " Improving Shareholder Value", June, 2004, Pp.8-11.
- 42- Yao, Lee,J. et.al, " Wealth Creation From Information Technology Investments Using EVA", The Journal of Computer Information Systems, Winter, 2009,Pp. 42-48.
- 43- Young, S. David, and Stephen F. O'Byrne., " EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation", New York: McGraw-Hill, 2001.

44- Young, S. David, " Creating Value with Eva", www.qfinance.com, 2005.

45- Worthington Andrew C. and West Tracey, " Australian Evidence Concerning The Information Content of Economic Value Added", Australian Journal of Management; Dec., 2004; Pp. 201- 223.

ثالثاً مواقع الشبكة العنكبوتية:

WWW.

- موقع سوق المال السعودي (تداول)

Tadawul.com

www. Sama.gov.sa

- موقع مؤسسة النقد العربي السعودي

www.gulfbase.com

- موقع البوابة إلى أسواق الأسهم الخليجية