مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيها (دراسة تطبيقية لأحد المفاهيم الأكثر جدلاً لتقييم الأداء)
اسم الكاتب: سوزان العلي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4859
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 19:18 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (3) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (3) 2016

القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيها
(دراسة تطبيقية لأحد المفاهيم الأكثر جدلاً لتقييم الأداء)

سوزان العلي*

(تاريخ الإيداع 29 / 10 / 2015. قُبِل للنشر في 31 / 5 / 2016)

□ ملخّص □

هذه الورقة تهدف إلى التعريف بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added / EVA)،الذي مثل صيحةً ضمن مقاييس الأداء، كإجراء جديد لقياس أداء المنظمات الداخلي من خلال قدرتها على خلق القيمة، وكبديل للمؤشرات المستخدمة تقليدياً والقائمة على قياس ربحية هذه المنظمات.

تناولت الورقة نشأة هذا المفهوم، وأسباب ظهوره، وتعريفه من الناحية النظرية والمحاسبية، إضافة إلى النقاط الإيجابية والسلبية الناجمة عن استعماله، من خلال مراجعة أهم الدراسات التي تناولت التجارب العملية لهذا المقياس، كما تم تطبيق هذا المقياس على الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية، لدراسة العلاقة بين هذا المقياس وبين أسعار الأسهم خلال الفترة الممتدة بين 2011 و2014،وبيان مدى قدرته على تفسير التغيرات في أسعار أسهم هذه الشركات.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم هذه الشركات وبين القيمة الاقتصادية المضافة لها، وبالتالي عدم فعالية هذا المؤشر عند استخدامه كأداة لتقييم أداء هذه الشركات وتحفيز المدراء.

الكلمات المفتاحية:القيمة الاقتصادية المضافة، خلق القيمة، مؤشر أداء، التدفقات النقدية، العائد على الأسهم.

* **ماجستير– قسم علوم مالية ومصرفية– الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية– دمشق– سورية.**

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (3) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (3) 2016

The Economic Value added Between Supporters and Opponents

Suzan Al-ali*

(Received 29 / 10 / 2015. Accepted 31 / 5 / 2016)

□ ABSTRACT □

This paper reinvestigate the Economic Value Added(EVA), as a performance measure of the organization's ability to create value. This measure is suggested to be used as an alternative to the traditionally indicators based on the profitability of these organizations.

The paper introduce the concept of EVA, the reasons of its appearance from both theoretically and accounting view, the positive and negative points resulting from the use of it by reviewing the most important studies on practical experiences of this measure.

The application of this measure has been done on the companies which is listed in the Egypt Stock Exchange, to study the relationship between this measure and share price, and the extent of its ability to interpret the changes in the prices of shares of these companies during the period 2011-2014.

The study concluded that there are no statistically significant differences between the stock prices of these companies and the economic value added, and therefore the ineffectiveness of this measure as atool to evaluate the performance of these companies and motivate managers.

Keywords: Economic Value Added, value creation, performance measure, Cash Flows, Return on Share.

***Master- Arab academy of banking and financial sciences- Damascus- Syria.**

مقدمة:

إن العمل على تطوير عملية التقييم الاقتصادي جاء كاستجابة طبيعية لمشاكل التقييم والمتمثلة بوجودعدد من العيوب بمقاييس الأداء إضافة إلى الممارسات غير السليمة في السوق، والتي أدت إلى تشويه تقييم المنظمات لأدائها، حيث تغيرت مؤشرات تقييم الأداء خلال مرحلة التطوير هذه من الاهتمام بحجم المنشأة ورقم الأعمال، إلى الاهتمام بالعوائد المحاسبية وصولاً إلى تبلور مفهوم خلق القيمة فيما عرف بالإدارة بالقيمة، والتي هدفت إلى تحذير المدراء الماليين من المبالغة في تعظيم ثروة المساهمين وتجنب المؤشرات التي تعتمد على التقييم المحاسبي وحده.

بالتالي فإن مقاييس الأداء التقليدية مثل هامش الربح التشغيلي العائد على الاستثمار ربحية السهم ....الخ، فشلت عموماً في تحديد الفائض الصحيح المعبر عن كفاية الأرباح، فمفهوم الربح القديم القائم على تحديد وجود ربح واضح والقدرة على الحفاظ على توزيعات الأرباح لم يعد اختباراً لكفاية الربح، إنما القدرة على توليد القيمة الاقتصادية المضافة أصبحت الاختبار الجديد لكفاية الربح.

وعليه اقترح العديد من العلماء نظريات بديلة ومقاييس أداء حديثة حيث تم تطوير نهج خلق القيمة لحقوق المساهمين في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات من القرن الماضي، وكان من أهم المقاييس البديلة التي طرحت آنذاك : قيمة حقوق المساهمين المضافة، عائد التدفقات النقدية على الاستثمار، القيمة النقدية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة.

أهمية البحث وأهدافه:

الغاية من البحث التعريف بأكثر مقاييس خلق القيمة جدلاً، مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added / EVA)، من خلال إلقاء نظرة تحليلية على مفهومه، والتعرف على أسباب ظهور هذا المقياس، والأسباب التي خلقت الحاجة إليه.

تكمن أهمية هذا البحث في تحديث الدراسات السابقة التي تناولت هذا المفهوم والتي تتسم بالندرة فيما يتعلق بالأسواق العربية، حيث أن أغلبها على حد علم الباحث ووفقاً لمراجعة الأدبيات السابقة قد تم على سوق عمان للأوراق المالية، أما هذه الدراسة فهي تتناول سوق مصر للأوراق المالية، حيث تم تطبيق هذا المقياس لتحديد إذا ما كان يوجد لخلق القيمة لحملة الأسهم ، ممثلاً بقياس القيمة الاقتصادية المضافة قدرة تفسيرية للتغييرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية؟

منهجية البحث :

تم استخدام كل من المنهج الوصفي ومنهج التحليل الكمي لإجراء هذه الدراسة ، لإعداد الإطار النظري لهذا البحث تم استخدام منهج التحليل الوصفي الذي اعتمد على الدراسات السابقة والدوريات المرتبطة بموضوع البحث.

أما الإطار العملي للبحث فقد تم إعداده باستخدام منهج التحليل الإحصائي حيث تم استخدام أدوات التحليل الإحصائي.

الدراسات السابقة :

تعددت الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية وخرجت بنتائج مختلطة، منها من يدعم مناصري هذا المقياس، ومنها ما يبين سلبياته وعدم كفاءته كمقياس للأداء:

1 -دراسة (Finegan,1991)التي شملت مجموعة شركات أمريكية، وقامت بمقارنة أداء القيمة الاقتصادية المضافة مع القيمة السوقية، بالمقارنة مع العائد على الأسهم، النمو في رأس المال، النمو في التدفقات النقدية، حيث خلصت هذه الدراسة إلى تفوق القيمة المضافة على باقي المقاييس المستخدمة.

2 -دراسة (O'bryne,1996)التي وجد فيها أن القيمة المضافة وصافي الأرباح التشغيلية، لهما نفس القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة، وبعد إجراء بعض التعديلات على النموذج الموضوع من قبل (Stern& Stewart) لاحتساب القيمة المضافة وإعادة هذه الدراسة، تبين تفوق مقياس القيمة المضافة على الأرباح وأنه على المدى الطويل تحسن تفسير القيمة المضافة بالمقارنة مع الأرباح، حيث تمت الدراسة على فترة العشر سنوات بدلاً من الخمس سنوات في الدراسة الأولى.

3 -دراسة (أبو العلا، 2001) التي قام من خلالها بمقارنة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، مع العوائد غير العادية للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بينهم.

4 -دراسة (Athanassakos,2007) قامت بمقارنة أداء الشركات الكندية التي تقوم بتطبيق الإدارة بالقيمة باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة، والشركات التي لا تقوم بتطبيقها، وتوصلت إلى أن الشركات التي تطبقها كان أداء أسهمها أفضل.

5 -دراسة (Leong & Pagani& Zaima,2009) قامت بتحليل أداء 30 محفظة استثمارية،من خلال المقارنة بين نسبة القيمة الاقتصادية المضافة إلى القيمة السوقية المضافة، وبين نسب تقليدية أخرى. توصلت الدراسة إلى تفوق معيار القيمة الاقتصادية في تحديد الأداء الأفضل للمحفظة.

6 -دراسة (Chen&Dodd,1997) أتت بنتائج تدعم تفوق المقاييس الأخرى على القيمة المضافة، لاسيما العائد على الأصول في تفسير العائد على أسهم الشركات، كماوجدت أن مقياس القيمة المضافة يشابه الدخل المتبقي من حيث تفسيره لعائد الأسهم.

7 -دراسة (Appleby,1997) توصلت إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة، عبارة عن مؤشر يقيس الأداء السابق للمنشأة ولا يمكنه قياس الأداء المستقبلي للمنشأة.

8 -دراسة (Biddle&Brown&Wallace,1997) وجدت أن علاقة القيمة السوقية للأسهم مع مقاييس الأداء التقليدية، مثل الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، أفضل بالمقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة.

9 -دراسة (Fernandez,2001) التي أجريت على عينة من الشركات الأوروبية والأميركية، خلصت إلى وجود علاقة ضعيفة وأحياناً سلبية، بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للشركة.

10 -دراسة (نور والسبتي، 2003)التي توصلت إلى أنه لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية يمكن قياسه إحصائياً لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى أسعار الأسهم، يختلف عن مؤشرات الأداء التقليدية.

11 -دراسة(الزبيدي والكيلاني ، 2005) التي أجريت على الشركات الصناعية في الأردن، وتوصلت إلى أن العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لأسهم الشركات كانت ضعيفة.

12 -دراسة (Palliam,2006) وجدت أن المستخدمين للقيمة الاقتصادية المضافة، لايعتبرون متفوقين على غير المستخدمين لها، وأن القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر صالحة ولايمكن الاعتماد عليها وهي مدعاة للتساؤل.

13 -دراسة (Mashayekhi,Taleb&Bahavarnia,2007) توصلت بأنه لايوجد دليل على تفوق القيمة الاقتصادية المضافة، أو الدخل المتبقي على العائد، أو على التدفق النقدي التشغيلي، بل إن المعلومات التي توفرها جميع طرق القياس تعتبر متساوية.

الإطار النظري:

أولاً: نشأة مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والتطور التاريخي لها

اعتمد القياس لأداء المنظمات بشكل بحت، على المؤشرات المالية التي تركز على النتيجة النهائية لاسيما الربح المتحقق من النشاط وتهمل الجوانب غير المالية، لكن نظراً للتطور التكنولوجي السريع ظهرت عيوب وسلبيات هذه المقاييس، والحاجة إلى الانتقال إلى مقاييس أخرى تتغلب على هذه العيوب لاسيما عدم القدرة على قياس الربح الاقتصادي ، والذي عرف منذ عهد آدم سميث بأنه الهامش الذي يمثل الربح بعد استبعاد تكلفة رأس المال، وهو ينظر إلى تكلفة رأس المال على أنها تكلفة كغيرها من التكاليف الواجب تغطيتها للوصول إلى الأرباح الحقيقية، مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين من خلال خلق القيمة،وهو المفهوم الذي ازداد الاهتمام به بسبب حدة المنافسة واهتمام المستثمرين، وظهرت عدة دراسات انتقدت أهم مقاييس الأداء التقليدية وأكثرها شيوعا آنذاك، بسبب التشوهات التي تحدث نتيجة اختلاف المعالجات المحاسبية لحساب الربح التقليدي، كالدراسة التي قام بها كل من (Fisher & Mcgowan,1993) والتي انتقدت معدل العائد المحاسبي لعدم قدرته على قياس الربح الاقتصادي الحقيقي.

الباحث (Alfred Rapport) عام 1986 قدم كتاب بعنوان (تحقيق القيمة لحملة الأسهم)، بين فيه التغيرات التي حدثت في الأداء من وجهة نظر الإدارة وحملة الأسهم، وانتقد فكرة أن الأرباح قادرة على قياس إمكانية خلق قيمة للمنظمة، حيث كان كتابه البداية التي شجعت الباحثين في عملية المضي قدماً في الأبحاث المتعلقة بمفهوم خلق القيمة، التي تأخذ عدة أشكال ويمكن تقسيمها بطريقتين رئيسيتين: اقتصادية وغير اقتصادية.

القيمة الاقتصادية والتي نتناولها في هذا البحث تتمثل بإضافة قيمة والتي يمكن قياسها بوحدة النقد،أما القيمة غير الاقتصادية فيمكن قياسها أو الشعور بها معنوياً.

أحد أهم المقاييس المقدمة للتغلب على الانتقادات الموجهة للمقاييس التقليدية كان مقياس الربح المتبقي (Residual Income/RI)، لاسيما المقياس الأكثر استخداماً آنذاك معدل العائد على الاستثمار (Return On Investment / ROI)، ورغم أنه كان قد استعمل في العشرينات من القرن الماضي بالتزامن مع العائد على الاستثمار من قبل شركة (General Motors)، للتغلب على عيوب هذا المقياس حيث تضمن تكلفة الفرصة الداخلية البديلة، غير أنه ظهرت لهذا المؤشر أوجه قصور متعددة وهو الأمر الذي ساهم في ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added / EVA) في بداية التسعينات، من خلال إحياء مفهوم الربح المتبقي مجدداً وبطريقة حديثة نتج عنها مفهوم اقتصادي أفضل، حاول تدارك أوجه ذلك القصور فكان بمثابة تطور وامتداد طبيعي لمؤشر الربح المتبقي الذي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية والتي كانت بحد ذاتها محل انتقاد، بينما اعتمد مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على تكلفة رأس المال مستجيباً لواقع تحول المنظمات من طرق قياس النتيجة إلى قياس الفائض.

اعتبر البعض أن مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، هو نفس مفهوم الربح المتبقي من الناحية النظرية وإنما يكمن الفرق بينهما في الاختلاف عنه في آلية احتسابه (الرواشدة، 2006).

وعلى الرغم من وجود أبحاث ودراسات سابقة لتعريف القيمة الاقتصادية المضافة، مثل الأبحاث التي قام به كل من (Hamilton,1777) و(Marshal,1990) ، والتي توضح فكرة تعظيم ثروة الملاك من خلال الحصول على عائد أكبر من كلفة الدين والملكية، (groth,1996) تحدث أيضاً عن تعظيم ثروة الملاك معتبراً أنه الهدف الرئيسي لجميع منظمات الأعمال، بغض النظر عن طبيعة أعمال ونوع المنظمة، إلا أن الفضل في تحويل هذا المفهوم إلى مقياس أداء المدراء الماليين أمام المساهمين يعود إلى (Stern & Stewart)، حيث ارتبط معيار القيمة الاقتصادية المضافة بالعلامة التجارية للشركة الاستشارية الأمريكية في نيويورك والتي أسسها كل من :

(Joel stern, G.Bennett Stewart) لخدمات الإدارة المالية وتطوير قياس الأداء، حيث قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى (EVA®) في أواخر الثمانينات من القرن الماضي.

ثانياً:تعريف مفهوم القيمة الاقتصادية:

1 تعريف القيمة الاقتصادية من الوجهة النظرية:

عرف (Stern) مقياس القيمة الاقتصادية بأنه :

" مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الاقتصادي الحقيقي، والمتمثل بصافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض ".

وعرفه باحثون أيضاً على أنه:

" الدخل المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب، الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم". (spero,1997)

" مقياس أداء يبين الأرباح بعد خصم كلفة رأس المال والديون ككل، وتم التمييز بين أربعة أنواع له تبعاً لطريقة احتسابه وهي : القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية، القيمة الاقتصادية المضافة المفصح عنها،القيمة الاقتصادية المضافة الملائمة للوحدة، القيمة الاقتصادية المضافة الحقيقية."(ehrbar,1998)

من خلال التعاريف أعلاه، نجد أنها تتفق على نفس الفكرة والتي يمكن توضيحها بمايلي:

القيمة الاقتصادية المضافة هي أداة تعمل على خلق قيمة للمنظمة، من خلال اعتماد المحاسبين والمدراء الماليين لها على أنها مقياس للإنجاز المالي، فهي تقوم بتحديد العائد المطلوب من قبل المساهمين والمقرضين لتمويل العمليات، وعند تجاوز الإيرادات لتكلفة ممارسة الأعمال وتكلفة رأس المال فإن المنظمة تخلق الثروة للمساهمين.

2 تعريف القيمة الاقتصادية من الوجهة العملية (المحاسبية):

تعرف القيمة الاقتصادية محاسبياً وفق المعادلة التالية :

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب – (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر * رأس المال المستثمر)

EVA=NOPAT-(WACC*C)

حيث:

NOPAT: صافي الأرباح التشغيلية قبل الفوائد وبعد الضرائب.

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

C: رأس المال.

فإذا كانت EVA>0، فالمنظمة تحقق فائض عن تكلفة رأس المال المستثمر المطلوب من قبل المساهمين والدائنين، في هذه الحالة يمكن القول أن المنظمة ناجحة وهناك زيادة في ثروة المساهمين. أما إذا كانت EVA=0 ، فهذا يعني أن المنظمة قد انتجت بقدر ما استثمرت من أموال، وبالتالي لاتحقق أي قيمة مضافة. أما عندما تكون EVA<0، هذا يعني وجود تآكل لثروة الملاك نتيجة عدم تغطية تكلفة رأس المال المستثمر.

-يتم احتساب صافي الأرباح التشغيلية قبل الفوائد وبعد الضرائب من خلال المعادلة التالية:

$$NOPAT=EBIT(1-T)$$

حيث :

EBIT: الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب.

T: معدل الضريبة.

-يتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من خلال المعادلة التالية :

$$WACC=(Wd*Kd)+(We*Ke)$$

حيث :

Wd:الوزن الترجيحي لرأس المال المقترض (حقوق الدائنين).

Kd: كلفة رأس المال المقترض.

We: الوزن الترجيحي لرأس المال المملوك (حقوق المساهمين).

Ke:كلفة رأس المال المملوك.

-يتم احتساب الوزن الترجيحي لرأس المال المقترض والمملوك كمايلي:

$$Wd=d/(d+e)$$

$$We=e/(d+e)$$

حيث:

d: رأس المال المقترض.

e: رأس المال المملوك.

d+e: إجمالي رأس المال.

-يتم احتساب تكلفة رأس المال المملوك وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets (Pricing Model/CAPM)

$$Ke=Rf+b(Rm-Rf)$$

حيث :

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

Rm: معدل العائد على السوق.

b: معامل المخاطرة (بيتا).

الإطار العملي :

شملت عينة البحث الشركات المدرجة في بورصة مصر للأوراقالمالية، والموجودة ضمن مؤشر (EGX30) ، وهي عبارة عن 30 شركة تم استثناء شركة واحدة منها لتصبح عدد الشركات في العينة 29 شركة، وذلك لعدم توافر جميع البيانات اللازمة للدراسة لهذه الشركة خلال فترة الدراسة.

تم جمع البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة الممتدة بين بداية 2011 وحتى نهاية 2014 من خلال موقع www.investing.com ، وهي عبارة عن بيانات أولية ممثلة ببيانات الميزانية العمومية، وقائمة الدخل للشركات، وأسعار الأسهم، وقيم مؤشر السوق، إضافة إلى أسعار الفائدة على أذونات الخزينة، وأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية الممنوحة خلال فترة الدراسة، والتي تم الحصول عليها من موقع مصرف مصر المركزي (www.cbe.org.eg).

لاختبار فرضية البحث تم استخدام تحليل الانحدار البسيط من خلال تطبق برنامج SPSS لاختبار النموذج التالي:

$$Price\ x = \alpha + \beta EVA + \varepsilon$$

حيث:

Price x: يمثل متوسط أسعار الإغلاق السنوي لسعر سهم الشركة خلال فترة الدراسة.

EVA x: يمثل القيمة الاقتصادية المضافة للشركة خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (1): يمثل المتغيرات اللازمة لاحتساب تكلفة رأس المال المملوك وفق نموذج تسعير الاصول الرأسمالية.

2011	2012	2013	2014	
11.46%	15.62%	12.31%	10.39%	Rf[1]
-0.32%	0.16%	0.10%	0.11%	Rm[2]
8.75%	9.50%	10.13%	9.25%	Kd[3]

جدول رقم (2): يوضح أسماء الشركات المدرجة في مؤشر EGX30 ومعامل المخاطرة لكل منها:

#	اسم الشركة	رمز السهم	beta
1	الاستثمار العقاري العربي	RREI	1.18
2	البنك التجاري الدولي	COMI	1.08
3	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار – سوديك	OCDI	1.53
4	السويدي للكابلات	SWDY	0.74
5	الشرقية للدخان	EAST	0.36
6	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	UEGC	1.01
7	العربية لحلج الاقطان	ACGC	1.58
8	العز للسيراميك والبورسلين– الجوهرة	PRCL	1.23
9	القابضة المصرية الكويتية	EKHO	0.75

[1] تم احتسابه من خلال المتوسط السنوي للعائد على أذونات الخزينة (3 أشهر) الصادرة عن مصرف مصر المركزي.

[2] تم احتساب المتوسط الشهري للعائد على مؤشر السوق ثم المتوسط السنوي.

[3] تم الحصول عليه من خلال احتساب وسطي عائد الائتمان السنوي من خلال تقارير مصرف مصر المركزي.

10	الكابلات الكهربائية المصرية	ELEC	0.80
11	المجموعة المالية هيرمس القابضة	HRHO	1.11
12	المصرية للاتصالات	ETEL	0.57
13	المصريين في الخارج للاستثمار والتنمية	ABRD	1.59
14	المصريين للاستثمار والتنمية	EIUD	1.77
15	النساجون الشرقيون للسجاد	ORWE	0.44
16	اوراسكوم للاتصالات والاعلام	OTMT	1.30
17	بالم هيلز للتعمير	PHDC	1.66
18	بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية	PIOH	1.88
19	برايم القابضة للاستثمارات المالية	PRMH	1.33
20	جلوبال تيلكوم القابضة	GTHE	0.84
21	جنوب الوادي للإسمنت	SVCE	1.08
22	جهينة للصناعات الغذائية	JUFO	0.77
23	جي بي اوتو	AUTO	0.59
24	حديد عز	ESRS	1.68
25	سيدي كرير للبتروكيماويات	SKPC	0.59
26	مجموعة عامر القابضة	AMER	1.18
27	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TMGH	1.24
28	مدينة نصر للإسكان والتعمير	MNHD	1.11
29	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	HELI	1.41

جدول رقم (3): بيانات الشركات وأسعار الأسهم للعام 2011

#	NOPAT	C	Ke	Wd	We	WACC	EVA	Price
1	3.49	592.97	-0.02	0.46	0.54	0.03	-16	1.2
2	3743.24	143813.3	-0.01	0.9	0.1	0.08	-8089.32	41.46
3	154.34	13704.57	-0.05	0.78	0.22	0.06	-676.45	11.94
4	445.11	13911.2	0.03	0.62	0.38	0.07	-497.96	37.62
5	908.4	10714.15	0.07	0.6	0.4	0.08	-360.23	168.81
6	74.59	832.64	0	0.23	0.77	0.02	56.46	1.93
7	-9.34	3036.07	-0.06	0.48	0.52	0.01	-52.39	5.26
8	6.43	322.86	-0.02	0.15	0.85	-0.01	8.22	0.97
9	13.37	2036.11	0.03	0.61	0.39	0.07	-123.14	1.48

13.15	-31.28	0.04	0.72	0.28	0.02	799.09	1.68	10
14.22	-6395.95	0.08	0.12	0.88	-0.01	81903.74	181.55	11
14.17	-1133.32	0.05	0.83	0.17	0.05	32671.74	605.61	12
6.3	13.28	-0.04	0.85	0.15	-0.06	251.04	3.97	13
4.95	3.78	-0.07	0.96	0.04	-0.08	48.92	0.32	14
9.49	-385	0.07	0.53	0.47	0.06	7204.99	152.68	15
1.25	252.74	0.01	0.66	0.34	-0.03	10453.79	373.86	16
3.36	-613.61	0.05	0.25	0.75	-0.07	15925.43	217.96	17
12.63	-838.6	0.06	0.17	0.83	-0.09	17749.73	241.42	18
3.54	12.66	-0.02	0.86	0.14	-0.03	465.69	5.4	19
4.89	-505.72	0.09	0.05	0.95	0.02	4785	-82	20
7.35	7.98	0.01	0.82	0.18	-0.01	3653.23	50.6	21
9.87	-224.7	0.06	0.47	0.53	0.02	4799.13	65.21	22
5.14	-807.88	0.08	0.21	0.79	0.04	10430.7	47.2	23
17.01	-1834.25	0.07	0.17	0.83	-0.07	23473.79	-307.19	24
18.04	-104.2	0.07	0.48	0.52	0.04	3935.2	167.01	25
1.17	-578.37	0.07	0.26	0.79	-0.02	8620.67	16.36	26
9.23	-2298.1	0.04	0.44	0.56	-0.02	59919.04	185.82	27
22.13	-89.55	0.06	0.34	0.66	-0.01	2040.98	27.18	28
22.2	-180.73	0.08	0.17	0.83	0	2354.16	-1.89	29

جدول رقم (4) : بيانات الشركات وأسعار الأسهم للعام 2012

Price	EVA	WACC	We	Wd	Ke	C	NOPAT	#
0.56	-2.64	0.02	0.65	0.35	-0.02	490.12	8.02	1
24.57	-7194.96	0.09	0.11	0.89	-0.01	113752	3006.38	2
6.98	*	*	*	*	-0.06	*	-447.13	3
22.82	-971.38	0.08	0.34	0.66	0.03	14219.19	134.53	4
99.46	-495.31	0.09	0.38	0.62	0.08	10392.47	754.41	5
0.98	48.77	0.02	0.77	0.23	0	789.32	66.64	6
3.91	-59.19	0.02	0.49	0.51	-0.07	3237.19	-0.68	7
0.93	7.38	-0.01	0.85	0.15	-0.03	314.44	4.33	8
0.71	-150.01	0.07	0.41	0.59	0.03	2030.37	-12.71	9

7.02	-16.28	0.04	0.72	0.28	0.03	798.84	18.94	10
13.44	-5854.08	0.08	0.12	0.88	-0.01	75664	181.01	11
13.34	-1688.06	0.06	0.85	0.15	0.05	32355.22	236.94	12
4.65	11.84	-0.05	0.85	0.15	-0.07	247.88	0.43	13
7.25	4.27	-0.09	0.97	0.03	-0.09	48.46	0.06	14
4.95	-476.27	0.08	0.53	0.47	0.07	6626.51	55.26	15
0.54	-352.76	0.01	0.64	0.36	-0.04	10202.79	-244.99	16
1.87	-616.41	0.05	0.26	0.74	-0.08	14838.72	90.93	17
4.28	-20.5	0.01	0.39	0.61	-0.11	7627.34	86.2	18
1.33	28.2	-0.03	0.92	0.08	-0.04	430.06	15.76	19
4.47	-1229	0.11	-0.23	1.23	0.02	7493	-411.65	20
4.35	2.79	0.01	0.83	0.17	-0.01	3820.46	35.69	21
7.6	-228.74	0.06	0.47	0.53	0.03	4697.72	65.16	22
4.33	-769.44	0.08	0.22	0.78	0.05	9585.1	28.63	23
10.99	-1717.3	0.06	0.19	0.81	-0.08	22496.58	-385.89	24
14.44	17.43	0.06	0.68	0.32	0.05	3937.89	270.21	25
0.38	-456.78	0.06	0.27	0.76	-0.02	7510.87	29.57	26
4.72	-1914.27	0.04	0.46	0.54	-0.03	57234.32	195.41	27
11.14	-53.77	0.05	0.38	0.62	-0.01	2014.52	53.21	28
17.57	-70.58	0.07	0.24	0.76	0	2314.24	91.16	29

جدول(5): بيانات الشركات وأسعار الأسهم 2013

Price	EVA	WACC	We	Wd	Ke	C	NOPAT	#
0.6	*	*	*	*	-0.03	*	*	1
19.16	-5560.58	0.08	0.11	0.89	-0.01	93956.54	2226.99	2
5.8	-29.15	0.04	0.31	0.69	-0.08	6916.2	257.39	3
23.7	-886.26	0.08	0.36	0.64	0.04	13570.68	145.94	4
90.23	-511.71	0.1	0.41	0.59	0.1	10315.3	677.14	5
1.01	60.41	0.02	0.81	0.19	0	643.68	71.96	6
3.09	-16.93	0	0.54	0.46	-0.09	2945.21	-26.13	7
1.12	6.71	-0.01	0.81	0.19	-0.03	326.07	3.45	8
0.84	-134.52	0.07	0.42	0.58	0.04	2099.97	14.21	9

8.51	-33.1	0.05	0.73	0.27	0.03	766.07	4.25	10
13.68	-5846.05	0.08	0.12	0.88	-0.02	75456.86	144.4	11
13.79	-2049.19	0.07	0.85	0.15	0.07	32037.02	251.93	12
4.22	14.72	-0.06	0.83	0.17	-0.09	252.74	-0.03	13
10.26	5.96	-0.11	0.97	0.03	-0.12	48.15	0.59	14
4.49	-524	0.09	0.52	0.48	0.09	6594.07	71.19	15
0.03	-98.75	0	0.66	0.34	-0.04	10740.86	-72.64	16
1.65	-452.14	0.04	0.27	0.73	-0.1	14570.52	136.2	17
4.22	193.76	0	0.43	0.57	-0.13	6919.11	159.37	18
1.38	20.55	-0.03	0.85	0.15	-0.05	445.54	7.78	19
3.59	*	*	*	*	0.03	*	-141.97	20
3.91	-3.13	0.01	0.81	0.19	-0.01	3932.93	33.5	21
10.21	-258	0.06	0.51	0.49	0.04	4515	33.32	22
3.57	-708.22	0.09	0.24	0.76	0.07	9069.52	71.94	23
7.99	-1378.14	0.05	0.2	0.8	-0.1	22845.45	-162.67	24
13.1	-113.27	0.08	0.57	0.43	0.07	4280.55	216.21	25
0.46	-286.98	0.06	0.29	0.74	-0.03	7435.88	172.58	26
15.99	-1783.34	0.03	0.46	0.54	-0.04	56966.33	137.49	27
7.85	-41.05	0.05	0.39	0.61	-0.02	1826.24	51.5	28
16.96	-120.09	0.08	0.14	0.86	-0.01	2300.25	61	29

جدول(6):بيانات الشركات وأسعار الأسهم للعام (2014)

Price	EVA	WACC	We	Wd	Ke	C	NOPAT	#
0.69	-3.4	0	0.78	0.22	-0.02	398.24	-3.42	1
18.66	-4995.38	0.08	0.1	0.9	-0.01	85506.22	1614.23	2

6.96	-457.18	0.04	0.3	0.7	-0.07	6365.45	-193.15	3
26.45	-376.3	0.07	0.37	0.63	0.03	13975.41	536.55	4
100.15	-386.16	0.08	0.38	0.62	0.07	9385.65	631.94	5
0.96	58	0.02	0.77	0.23	0	606.64	68.23	6
3.41	8.81	0	0.53	0.47	-0.07	3069.67	17.61	7
1.16	9.9	-0.02	0.88	0.12	-0.03	317.12	5.06	8
0.9	-121.09	0.07	0.41	0.59	0.03	2148.65	18.93	9
11.01	-22.21	0.04	0.73	0.27	0.02	762.02	8.27	10
15.36	-5356.16	0.08	0.12	0.88	-0.02	72527.05	381.57	11
15.24	-730.26	0.05	0.85	0.15	0.05	32409.35	1024.74	12
4.44	12.59	-0.06	0.9	0.1	-0.07	232.44	-0.49	13
6.34	4.47	-0.09	0.97	0.03	-0.09	47.66	0.3	14
6.19	-411.75	0.08	0.51	0.49	0.06	6583.95	96.93	15
*	296.98	0	0.67	0.33	-0.04	11054.38	351.68	16
1.74	-545.11	0.04	0.27	0.73	-0.08	14072.66	86.05	17
3.32	47.86	0.01	0.43	0.57	-0.11	6807.32	95.98	18
1.83	17.95	-0.03	0.92	0.08	-0.04	406.62	5.33	19
2.2	-908.91	0.1	-0.15	1.15	0.02	7223.09	-157.25	20
4.07	10.07	0.01	0.83	0.17	-0.01	4078.7	31.4	21
3.81	-210.8	0.06	0.5	0.5	0.02	4529.19	53.77	22
4.34	-636.77	0.08	0.24	0.76	0.05	8644.51	63.62	23
9.12	-1209.16	0.05	0.21	0.79	-0.08	22362.99	20.17	24
13.46	34.64	0.06	0.58	0.42	0.05	3796.13	281.37	25
0.59	-392.29	0.06	0.29	0.75	-0.02	6947.46	44.39	26
4.29	-1785.57	0.04	0.46	0.54	-0.03	56169.07	183.38	27
7.6	-39.72	0.05	0.37	0.63	-0.02	1800.06	55.18	28
16.96	43.69	-103.43	0.07	0.21	0.79	0	2297.81	29

النتائج والمناقشة :

تم اختبار العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار أسهم الشركات، باستخدام تحليل الانحدار البسيط (Simple Linear Regression)، وبالاطلاع على الجدول رقم (7) أدناه الذي يلخص النتائج التي تم الحصول عليها لكل شركة على حدة،أما النتائج على مستوى الشركات ككل خلال فترة الدراسة فهي موضحة في

الجدول رقم (8)، نجد أن معامل التحديد والذي يمثل النسبة المفسرة للتغيير في أسعار أسهم الشركات من قبل القيمة الاقتصادية المضافة فهو يتراوح بين أدنى قيمة له وهي(0.002) وأعلى قيمة له وهي (0.999)، أما عند اختبار فرضية البحث وبالنظر إلى الدلالة الاحصائية للعلاقة بين سعر السهم والقيمة الاقتصادية المضافة فنجد أن جميع قيمPهي أقل من(0.05)، باستثناء الشركات الثلاثة التالية: MNHD/ PIOH/ EIUD حيث أخذت P القيم التالية (0.037 ، 0.027 ، 0.001) على التوالي، وهي جميعاً أقل من (0.05) وعليه فإننا نرفض فرضية العدم لهذه الشركات ويمكننا القول أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم هذه الشركات والقيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى معنوية 5%.

أما باقي الشركات فإن قيم P هي أكبر من (0.05)وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم لها ، وعليه يمكننا القول أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم باقي الشركات والقيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى معنوية 5%.

أما عند النظر إلى الشركات ككل،فإننا نجد أن أعلى قيمة لمعامل الارتباط على مستوى سنوات الدراسة كانت(0.167) وبنسبة تفسير تبلغ (0.028) ، وعند النظر لقيم P نجد أنها جميعا أعلى من (0.05) وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم وعليه يمكننا القول أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات والقيمة الاقتصادية المضافة.

جدول رقم (7): نتائج تحليل الانحدار لكل شركة خلال الفترة الزمنية من 2011– 2014.

SIG	R^2	R	β	α	رمز السهم
0.091	0.980	0.990	-0.045	0.489	RREI
0.105	0.802	0.895	-0.007	-17.155	COMI
0.838	0.026	0.162	0.00	8.192	OCDI
0.382	0.382	0.618	0.015	37.570	SWDY
0.264	0.542	0.736	0.351	268.650	EAST
0.914	0.007	0.086	0.008	0.766	UEGC
0.338	0.438	0.662	-0.02	3.322	ACGC
0.619	0.145	0.381	0.031	0.795	PRCL
0.354	0.418	0.646	0.017	3.179	EKHO
0.515	0.235	0.485	-0.166	5.641	ELEC
0.484	0.266	0.516	0.001	20.259	HRHO
0.154	0.715	0.846	0.001	15.779	ETEL
0.914	0.007	0.086	-0.067	5.776	ABRD
0.037**	0.928	0.963	2.306	-3.453	EIUD
0.125	0.766	0.875	0.031	20.404	ORWE
0.431	0.608	0.780	0.001	0.781	OTMT
0.417	0.340	0.583	-0.006	-1.247	PHDC
0.027**	0.948	0.973	-0.009	4.701	PIOH
0.167	0.694	0.833	-0.134	4.672	PRMH
0.865	0.044	0.210	0.001	4.593	GTHE
0.570	0.185	0.430	0.119	4.393	SVCE
0.240	0.577	0.760	-0.113	-18.131	JUFO
0.453	0.299	0.547	-0.005	0.921	AUTO
0.177	0.677	0.823	-0.011	-6.165	ESRS
0.602	0.158	0.398	-0.012	14.339	SKPC
0.240	0.578	0.760	-0.002	-0.305	AMER

0.958	0.002	0.042	0.001	10.378	TMGH
0.001***	0.999	0.999	-0.294	-4.270	MNHD
0.935	0.004	0.065	0.018	27.196	HELI

جدول رقم (8): نتائج تحليل الانحدار لكل عام وعلى مستوى الشركات ككل.

SIG	$\square^2$	$\square$	$\square$	$\square$	رمز السهم
0.560	0.013	0.113	-0.002	15.321	2014
0.416	0.026	0.160	-0.002	9.090	2013
0.406	0.028	0.167	-0.002	9.255	2012
0.574	0.012	0.111	-0.002	9.381	2011

الاستنتاجات والتوصيات :

إن نتائج الدراسة التي اختبرت وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين القيمة الاقتصادية التي تخلقها الشركات وبين أسعار أسهم هذه الشركات خلال الفترة الزمنية 2011–2014، قد بينت عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين هذين المتغيرين لجميع الشركات المدرجة ضمن مؤشر EGX30خلال فترة الدراسة، باستثناء ثلاث شركات تم رفض فرضية العدم عند اختبارها وبالتالي وجدت بين أسعار أسهمها والقيمة الاقتصادية المضافة لها علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%. كما أن القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغييرات في أسعار الأسهم هذه الشركات كانت فوق 90%.

بناء عليه لا يمكننا الاعتماد على هذا المقياس في تفسير تغييرات أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في مؤشر EGX30، ولكن لا تعتبر هذه النتيجة هي نتيجة نهائية لإمكانية استخدام هذا المقياس كمؤشر لأداء الشركات أو عدمه، حيث أن إعادة البحث على فترة زمنية أطول وأخذ عينة أكبر من هذه الشركات المدرجة في السوق المصرية، إضافة إلى إجراء بعض التعديلات المحاسبية والتي وردت في الأدبيات السابقة وإعادة اختبار هذه العلاقة ، من الممكن أن يعطي نتائج مخالفة لما توصل إليه الباحث وهو الأمر الذي لم يقم به الباحث، بسبب عدم توفر البيانات اللازمة لفترة زمنية أطول، واستلزام الباحث لوقت أطول لإجراء واعتماد التغييرات المحاسبية على هذا المقياس، إضافة إلى كثرة واختلاف التعديلات المحاسبية المعتمدة في الدراسات السابقة وهو ما يعد بحد ذاته سلبية تؤخذ على هذا المؤشر، بسبب التكلفة التي قد تحملها للمنشأة عند اعتمادها عليه كمؤشر لتقييم أداءها وإمكانية تغييرها لصحة ودقة هذا المقياس من شركة إلى أخرى إذا لم تعتمد بصيغة موحدة من قبل جميع الشركات.

المراجع:

1 -أبو العلا، خلدون طلب. *العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم– دراسة تطبيقية*. رسالة ماجستير ،كلية الدراسات العليا الجامعة الأردنية، عمان، 2001.

2 -الرواشدة،سمير محمد حسين.*العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية لعوائد الأسهم*. رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية،عمان، 2006.

3 -نور، عبد الناصر ; السبتي، علاء الدين . *مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية*.مجلة الدراسات العلوم الإدارية، العدد (2) الجامعة الأردنية،عمان، 2003.

4 -الزبيدي، حمزة والكيلاني،قيس. *إعادة هيكلة الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة– دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية*. المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، العدد الأول، 2005.

5- APPLEPY, C.*The new lingo of value added* . Health and Hospital Network,1997.

6-ATHANASSAKOS,G. *Value – based management, EVA and stock price performance in Canada*. Management Decision ,45(9),2007,1397-1411.

7-BIDDLE,G.C;BOWEN,R.M;WALLACE, J.S. *DoesEVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values*. Journal of Accounting and Economics 24(3),1997,301-336.

8-CHEN,S;DODD,J.L.*Economic value added(EVA): An empirical examination of a new corporate performance measure*. Journal of Managerial Issues9(3),1997,318-333.

9-EHRBAR,A. Stern Stewart's EVA : *The real key to creating wealth*. First edition, John Wiley& Sons, New York,USA,1998.

10- FERNANDEZ,P.EVA, *Economic Profit and Cash Value Added do Not measure shareholders value creation.* SSRN Working Paper,2001.

11- FINEGAN,P.T.*Maximizing shareholders value at the private company*.journal of applied corporate finance ,4(1),1991,30-45.

12- FISHER,F.M,MCGWAN,J.J.*On the misuse of accounting rate of returns to infer monopoly profit*. American Economic Review,73(1),1983,65-86.

13- GRIFFITH,J.M.*The true value of EVA* . Journal of Applied Finance ,2004,25-29.

14- GROTH,J;BYERS,S.S;BOGERT,J.D.*Capital, economic returns and the creation value*. Management Decision,34(6),1996,21-30.

15- LEONG,K;PAGANI.M;ZAIMA,J.*Portfolio strategies using EVA , earnings ratio or book-to- market : is one best ?*. Review of accounting and finance ,vol.2009,76-86.

16- MASHAYEKHI,B;TALEBI,A;BAHAVARNIA,V.*EVA versus earnings : evidence from Iran* . International Journal of Accounting and Information Management,18()1,2007.

17- O'BYRNE,S.*EVA and market value*. Journal of Applied Corporate finance,1996,116-126.

18- PALLIAM,R.*Further evidence on the information contents of economic value added*. Review of Accounting and Finance,5(3),2006,204-215.

19- SPERO,T.*Getting EVA Right* .TMA journal,17(6),1997.