



## مجلة جامعة تشرين - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: أهمية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقدير أداء الشركات المساهمة من وجهة نظر المساهمين، دراسة تطبيقية.

اسم الكاتب: د. ياسل أسعد

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/4371>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/17 02:47 +03

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكademie 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 السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على

[info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام

<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 السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



## أهمية استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم أداء الشركات المساهمة من وجهة نظر المساهمين، دراسة تطبيقية.

الدكتور باسل أسعد\*

(تاریخ الإيداع 18 / 6 / 2012. قبل للنشر في 29 / 11 / 2012)

### □ ملخص □

تناول الدراسة مقياس "القيمة الاقتصادية المضافة" كمؤشر لتقييم أداء الشركات، وأهميته للمساهمين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. عرضت الدراسة المقاييس التقليدية لتقييم الأداء المستندة إلى الربح المحاسبي، ومن ثم مقارنتها مع مقياس القيمة المضافة بوصفه مقياساً يستند إلى الربح الاقتصادي. أُجريت دراسة تطبيقية على بيانات شركة مساهمة سورية لسلسلة زمنية من خمس سنوات، بغرض احتساب القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس العائد، ومقارنتها مع تحليل المؤشرات المستخلصة منها. وقد خلصت الدراسة إلى وجود تباين بين منفعة المعلومات المستمدة من تلك المقاييس من منظور تعظيم ثروة المساهمين، وأوصت بضرورة قياس القيمة الاقتصادية المضافة التي تخلفها الشركات والإفصاح عنها ضمن التقارير المالية لتلك الشركات.

**الكلمات المفتاحية:** القيمة الاقتصادية المضافة، أداء الشركات المساهمة، الربح المحاسبي

\* مدرس - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق - دمشق - سورية.

## The Relevance of Using the Economic Value Added Model as a Metric to Evaluate the Corporate Performance, a Viewpoint of Shareholders, An Applied Study

Dr. Bassel Asaad\*

(Received 18 / 6 / 2012. Accepted 29 / 11 / 2012)

### □ ABSTRACT □

The study deals with Economic Value Added Model (EVAM) as a metric to evaluate the performance of companies, and its importance to the shareholders to make their investment decisions. It applies the traditional metrics used in evaluation of performance who based on accounting profit, and compare it with the economic value added as a metrics based on economic profit. The study was conducted on data of Syrian corporate company for a period of five years, to calculate the metrics "economic value added" and "return" metrics, and then make a comparison and analysis of indicators derived from them. The study concluded that there is a difference between the benefit of information derived from those metrics in the perspective of maximizing shareholder wealth. It recommended the need to measure the economic value added created by companies and disclosing it in the financial reports of companies.

**Keywords:** Economic value Added Model, Corporate Performance, Accounting Profit

---

\*Assistant Professor, Faculty of Economics, Damascus University, Damascus, Syria.

## مقدمة:

تعد "القيمة الاقتصادية المضافة EVA" بشكل عام موضوعاً اقتصادياً، رأى فيه ماركس ناتج قوة العمل التي تتمكن من إنتاج قيمة تزيد عن تلك التي تطلبها عملية الإنتاج. وهي مساهمة الأفراد أو المشاريع الاستثمارية بأكبر قدر في خلق الناتج القومي، والذي يزيد عن الاستهلاك الوسيط للعناصر الدالة بالإنتاج جميعها.

تقاس القيمة الاقتصادية المضافة على أساس القيمة الاجتماعية الحقيقة للمدخلات والمخرجات، إذ أن المشروع الاستثماري يقدم من جهة فائضاً اجتماعياً يتمثل بالرواتب والأجور التي تشكل قيمة مضافة للعاملين تسهم في رفع الرفاهية ومستوى الحياة الاجتماعية للمجتمع. ويقدم من جهة ثانية فائضاً اقتصادياً يتمثل بالأرباح الصافية التي تمثل قيمة مضافة لأصحاب المشروع تؤدي لنمو استثماراتهم وتتوسّعها، إذ تُعدّ القيم المضافة المحققة لهم الأساس الذي يبني عليه قياس أداء مشاريعهم القائمة، والمنطلق لوضع الموازنات الرأسمالية للتَّوسيع بالاستثمارات القائمة و مباشرة استثمارات جديدة. وقد احتلَّ مفهوم القيمة المضافة أهمية كبيرة عند المستثمرين، مما دفع الإدارَة إلى السعي الحثيث لرسم الأهداف والسياسات التي تعظم القيمة الاقتصادية المضافة إلى أكبر حد مُتاح.

وتظهر القيمة المضافة في الوقت الحالي كمفهوم شامل في علوم الإدارَة، كون عملية التمويل تتطلّب أساساً من مبدأ تعظيم الثروة التي تنشأ من القيمة الاقتصادية، و التي تتمكن إدارة المنشأة من توليدها وخلقها لزيانها بأقل تكلفة ممكنة.<sup>1</sup>

وتزداد أهمية القيمة المضافة في الاقتصاديات التي تتدبر فيها مصادر تمويل المشروعات، وترتتفع فيها تكلفة رأس المال نسبياً، إذ يحجب أصحاب رؤوس الأموال عن التوجّه للاستثمار في المشروعات التي لا تولد قيمة اقتصادية ماضفة مرضية لهم. مما يجعل الإدارة تندفع للتجنّب من وحي مصلحة مالكي المشروع، وتعظيم ثروتهم بالدرجة الأولى. هذه المفاهيم الاقتصادية تجد انعكاساً لها على مفاهيم التكلفة المحاسبية التي تهتم تقليدياً بتسجيل تكلفة الموارد التي تتحملها المنشأة فعلياً والإفصاح عنها، ومنها: تكلفة الأموال المقترضة فقط، بحيث تتَّوسع لتطال أيضاً تكلفة الفرصة البديلة التي تحتسب على الأموال المستثمرة الخاصة المملوكة.

## مشكلة البحث:

ينصبّ اهتمام أصحاب رأس المال بالمقام الأول على تعظيم الثروة، لذلك فهم بحاجة للمؤشرات التي تدعم قراراتهم الاستثماري لتمويل التَّوسيعات والبدء بمشروعات جديدة، وإن توفر الفرص البديلة للاستثمار تدفعهم للعناية بالتكلفة البديلة للتَّمويل، وهذا ما تتضمّنه مقاييس ذات بعد اقتصادي، ومن أهمها: مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الذي يثير تساؤلاً فيما إذا كان هذا المقياس يقدّم مؤشراً يرضي أصحاب المشروع لقياس مدى كفاءة الإدارَة في ممارسة التقويض الذي منحه لها المالكين، وهو ما لا تتوفره بشكل كامل كاف المؤشرات المبنية على الربح المحاسبِي.

## أهمية البحث وأهدافه:

بعدَّ موضوع البحث ذا أهمية بالغة للمستثمرين كونه يمدّهم بمقاييس يمكنهم من الاطمئنان بأن التقويض الممنوح للإدارَة سيستخدم لتحقيق مصالحهم في المقام الأول، ويمكّن أهمية خاصة كون الدراسة التطبيقية تتناول بيئَة الأعمال

<sup>1</sup> بريكة، السعيد؛ مسعود، سمير؛ تقييم المنشأة الاقتصادية المضافة، الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، نيسان 2009. ص 5.

السورية، إذ يهدف البحث إلى تحليل مكونات مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة EVA وبيان كيفية احتسابه عملياً، ومن ثم مقارنته مع بعض المقاييس الأخرى، لإظهار وجود منافع إضافية يحصل عليها المستثمران باعتمادهم على هذا المقياس في معرض تقييمهم لأداء عمل إدارة المشروع.

#### أسئلة البحث:

يقوم البحث بالإجابة عن السؤال الرئيس الآتي: "هل يقدم مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً لتقدير الأداء بتبان عن المقاييس المستندة للربح المحاسبى" من جهة قدرته على تبرير قرارات المستثمرين. وبحسب مقاييس الربح المحاسبى التي ستعتمد للمقارنة والإجابة عليه، سيتطرق تفصيلاً على النحو الآتي: هل تتبان نتائج تقييم الأداء المستندة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة عن تلك المستندة لمقياس معدل العائد على الأموال المستثمرة ROI، وتلك المستندة لمقياس معدل العائد على حقوق الملكية ROE، وتلك المستندة لمقياس معدل العائد النقدي على الأموال المستثمرة CFROI.

#### منهجية البحث:

يتبع البحث المنهج الاستقرائي من خلال تناول الدراسات السابقة في مجال مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة وتقييمها، بهدف وضع إطار نظري، واحتساب هذا المقياس وتقييمه، ومن ثم تطبيقه باتباع منهج دراسة حالة شركة مساهمة سورية ينعكس فيها الإطار النظري، ويتم من خلالها الإجابة على أسئلة البحث ووضع النتائج.

#### دراسات سابقة<sup>2</sup>:

- دراسة هواري سوسي 2010، بعنوان "دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"<sup>3</sup>: تناولت الدراسة مؤشرات قياس الأداء في سياقها التاريخي مع تحليل هذه المؤشرات المختلفة ونقدتها، بما فيها الحديثة منها المعتمدة على القيمة بنماذجها المختلفة. وقد توصلت هذه الدراسة إلى تحديد الفروق الناجمة عن استخدام أي من تلك النماذج.

- دراسة مقبل علي أحمد علي 2010، بعنوان "استخدام القيمة المضافة لقياس أداء الشركات المساهمة وتقويمها مدخل محاسبي"<sup>4</sup>: تناولت الدراسة تقييم الأداء ودوره في تعزيز الميزة التنافسية للمشاريع، وعرضت لمقاييس تقييم الأداء المختلفة، مع التركيز على القيمة الاقتصادية والسوقية المضافة، وتطبيقها على عينة من الشركات الصناعية السورية والعراقية، وخلاصت لعرض مزايا عدة لتطبيق المقاييس المستندة لمفاهيم القيمة.

<sup>2</sup> مزيد من الدراسات السابقة تتضمنها مقالة تناولت مراجعة للأبحاث المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA SHARMA, Anil K.; Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues; International Journal of Economics and Finance Vol. 2, No. 2; May 2010.

<sup>3</sup> سوسي، هواري؛ دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد 7 ، ص 55 – 70، الجزائر 2010

<sup>4</sup> علي، مقبل؛ استخدام القيمة المضافة لقياس وتقويم أداء الشركات المساهمة مدخل محاسبي؛ أطروحة دكتوراه؛ جامعة حلب؛ 2010.

- دراسة السعيد بريكة و سمير مسعي 2009، بعنوان "تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة"<sup>5</sup>: عرضت الدراسة للمفاهيم المتعددة للفيـمة ،والمقاييس الاقتصادية التي بنيت على مفهوم خلق القيمة، وتوصـلت إلى لزوم اتخاذ الإدارـة لقراراتها بما يحقق خلـقاً للفـيـمة ينـجـم عن تولـيد عـوـائـد مـسـتقـبـلـة تـرـاعـيـ المـشـارـيعـ البـدـيلـةـ في مـسـتـوـىـ معـيـنـ منـ المـخـاطـرـ بماـ يـضـمـنـ عدمـ تحـولـ المـسـتـثـمرـ إلىـ مـشـارـيعـ أـخـرىـ.
- دراسة BOSTAN وآخرون 2010، بعنوان "أثر استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة في خطة الشركة لتخصيص الموارد"<sup>6</sup>: عرضت الدراسة لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة ،ونموذج تطبيقه في الشركات، وتوصـلتـ لـبيـانـ أـهمـيـةـ هـذـاـ المقـيـاسـ لـوضـعـ خـطـطـ أـنـشـطـةـ المـشـرـوعـ ،ـوتـقـيـيمـ أـداءـ الشـرـكـةـ فـيـ إـنجـازـ تـلـكـ الخـطـطـ.
- دراسة KAUR و NARANG 2009، بعنوان "خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين في الشركات الهندية القابلة للتقييم دراسة تطبيقية"<sup>7</sup>: قـامتـ الـدـرـاسـةـ بـتـطـبـيقـ كـلـ مـقـيـاسـ الـقـيـمةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ المـضـافـةـ EVAـ ،ـوـ الـقـيـمةـ السـوقـيـةـ المـضـافـةـ MVAـ عـلـىـ الشـرـكـاتـ الـمـسـاـهـمـةـ الـهـنـدـيـةـ لـفـرـةـ 12ـ عـامـ مـنـ 1996ـ وـلـغاـيـةـ 2007ـ ،ـوـاخـتـبـرتـ الـعـلـاقـةـ بـيـنـهـماـ فـيـ الشـرـكـاتـ عـيـنةـ الـبـحـثـ.ـ وـقـدـ تـوـصـلتـ إـلـىـ أـنـ الـقـيـمةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ المـضـافـةـ التـيـ تـوـلـدـهـاـ الشـرـكـةـ هـيـ الـمـحـدـدـ الـأـسـاسـ لـلـقـيـمةـ السـوقـيـةـ المـضـافـةـ لـتـلـكـ الشـرـكـةـ.
- دراسة RONAN و FORKER 2008 بعنوان " مقارنة بين حدود الاختلاف لمقاييس الربح المحاسبـيـ والـدـخـلـ الـمـتـبـقـيـ ،ـوـالـقـيـمةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ المـضـافـةـ ،ـوـغـيرـهـاـ مـنـ الـمـقـايـيسـ الـمـعـتـمـدـةـ عـلـىـ مـدـخـلـ التـقـيـيمـ طـوـيلـ المـدىـ"<sup>8</sup>: تـنـاوـلتـ الـدـرـاسـةـ الـمـقـايـيسـ الـمـسـتـخـدـمـةـ لـتـقـيـيمـ الـمـشـرـوعـاتـ فـيـ الـلـوـلـاـيـاتـ الـمـتـحـدـةـ الـأـمـرـيـكـيـةـ وـالـمـمـلـكـةـ الـمـتـحـدـةـ مـعـ إـجـرـاءـ الـمـقـارـنـةـ بـيـنـهـاـ.ـ وـأـظـهـرـتـ أـنـ مـقـيـاسـ الـقـيـمةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ المـضـافـةـ EVAـ يـحـلـ مـنـ نـاحـيـةـ الـأـهـمـيـةـ بـيـنـ تـلـكـ الـمـقـايـيسـ الـمـرـكـزـ الـأـوـلـ فـيـ الـلـوـلـاـيـاتـ الـمـتـحـدـةـ وـالـثـالـثـ فـيـ الـمـمـلـكـةـ الـمـتـحـدـةـ.
- دراسة RAY و CHOUDHURI 2005، بعنوان " عند البحث عن مقياس لنجاح المشروع.. القيمة الاقتصادية المضافة خيار وليس وصفة"<sup>9</sup>: تـنـاوـلتـ الـدـرـاسـةـ مـقـيـاسـ الـقـيـمةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ المـضـافـةـ EVAـ وـعـلـاقـتـهـ بـمـفـهـومـ الـثـرـوةـ،ـ وـتـوـصـلتـ لـوضـعـ عـدـدـ مـنـ الـقـيـودـ وـالـمـحـدـدـاتـ عـلـىـ اـسـتـخـدـامـ هـذـاـ الـمـقـيـاسـ ؛ـ لـرـصـدـ نـمـوـ ثـرـوةـ الـمـالـكـيـنـ ؛ـوـتـقـيـيمـ أـداءـ الـإـدـارـةـ مـنـ هـذـاـ الـمـنـظـورـ.

### مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، وطرق احتسابها:

5 بـريـكـةـ،ـالـسـعـيـدـ؛ـمـسـعـيـ،ـسـمـيرـ؛ـتـقـيـيمـ الـمـنـشـأـةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ مـدـخـلـ الـقـيـمةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ الـمـضـافـةـ؛ـالـمـلـتـقـىـ الدـوـلـيـ صـنـعـ الـقـرارـ فـيـ الـمـؤـسـسـةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ؛ـجـامـعـةـ مـحمدـ بـوـضـيـافـ؛ـالـجـزاـئـرـ؛ـنـيـسانـ 2009ـ.

6 BOSTAN, Ionel; MATE, Dorel; SOCOLIUC, Marian; Implications Of The EVA Model Use In The Firm Resources' Performant Allocation Plan; Accounting and Management Information Systems; 2010; Vol. 9, No. 1, p. 120 -145.

7 KAUR, Mandep; NARANG, Sweety; Shareholder Value Creation in India's Most Valuable Companies: An Empirical Study; Journal of Management Research; IUP; Aug 2009, Vol. 8 Issue 8, p16-42.

8 FORKER, John; RONAN, Powell; A Comparison of Error Rates for EVA, Residual Income, GAAEarnings and Other Metrics Using a Long-Window Valuation Approach; European Accounting Review; 2008, Vol. 17, No. 3, p 471–502.

9 RAY, Santanu; CHOUDHURI, Arup; In Search of Measuring Corporate Success: EVA as a Choice, Not a Panacea; ICFAI Business School; Kolkata, India; January; 2005; ; Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.690022>.

استخدم مفهوم القيمة المضافة من قبل الفرد مارشال باسم الربح الاقتصادي الذي قصد به رأس المال المستثمر مضرورياً في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال.<sup>10</sup> وتطور إلى مفهوم الربح المتبقى المتاح للمالكين بعد ضمان مكافأة لرأس المال، إذ يفترض بأن تهدف الإدارة أساساً ضمان تحقيق ربح من كل نشاط يساوي على الأقل تكلفة رأس المال الذي يموله<sup>11</sup>.

استمر الاهتمام بمفهوم القيمة حتى وقتنا الحاضر، وتعددت البحوث والآراء لتحديد هذا المفهوم، مع بروز اتفاق عام على أن الهدف الاستراتيجي للمشروع، هو خلق القيمة التي ييرر للمستثمرين اتجاههم للاستثمار في "شركات صانعة للثروات" تضمن لهم تراكم بالأرباح، وتصاعد في قيمتها.

يرجع الاهتمام الأكبر لهذا المفهوم في الفكر المحاسبي إلى شركة Stern Stewart and Co.، التي سجلت القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمصطلح ذي علامة تجارية للشركة. وقد قامت بإجراء حملة تسويقية كبيرة لهذا المفهوم كمقاييس يستخدم لتقييم الأداء والتعديلات المختلفة اللازم إجراؤها على صافي الربح المحاسبي للوصول إليه. وقد انطلق ستيفارت لنبني هذا المفهوم من فكرة أن رأس المال المستثمر ليس مورداً مجانيأً، وإنما مورد ذو تكلفة ضمنية تتمثل بالعائد التي يمكن لمن يقدمه الحصول عليها في حال استثماره في مجال آخر بديل، ويحمل المخاطرة ذاتها. وعليه فإن تقييم أداء إدارة المشروع يجب أن يتم باستخدام الأرباح الصافية بعد خصم تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، فإذا كان صافي الربح المحقق يساوي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، فإنه لا يتحقق عندئذ أية قيمة مضافة للمستثمرين "ثبات الثروة"، أما إذا كانت الأرباح المحققة أقل من تلك التكلفة فبُوْجَد هدر للقيمة "انخفاض في الثروة"، بينما إذا كان صافي الربح يفوق تكلفة رأس المال فعندهن تحقق الإدارة للمساهمين قيمة إضافية "زيادة في الثروة"، وهو ما يشير إليه الرقم الموجب لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة.<sup>12</sup>

تحسب القيمة الاقتصادية المضافة EVA محاسبياً بأحد مدخلين، يعتمد الأول على أثر العمليات التي تعكس في تغيرات بيانات المركز المالي، ويعتمد الثاني على نتائج الأنشطة التي تعكسها بيانات الإنتاج والدخل.

- مدخل العمليات: تحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال التغيرات في قيم الأصول، والالتزامات التي نجمت عن العمليات، وليس التغيرات في القيم السوقية، وهي تعادل الزيادة أو الانخفاض في حقوق الملكية وبالتالي في قيمة المنشأة، وتنظهر مكوناتها في ميزانية الشركة، كما هو موضح في الشكل (1):

$$\text{EVA} = (r - c) * \text{Cap}$$

حيث: Cap: رأس المال المستثمر

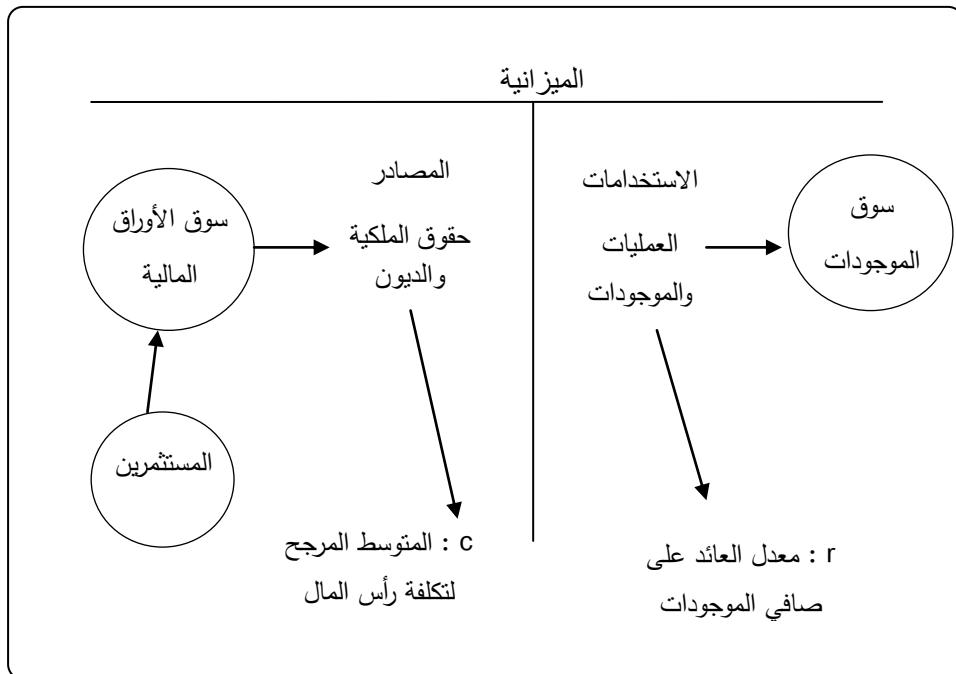
٢: معدل العائد على صافي الموجودات.

C: المتوسط المرجح لنكلفة رأس المال ويعادل صافي ربح العمليات بعد الضريبة  $\div$  رأس المال.

<sup>10</sup> بريكة، السعيد؛ مسعي، سمير 2009 مرجع سابق ص 8 - 9

<sup>11</sup> يقاس الربح المتبقى بالفرق بين الإيراد والتکاليف الخاصة به مع تضمين تلك التکاليف المصارييف المالية الداخلية المرتبطة في المشروع أو جزء منه الذي خلق الإيراد. وتنتمي المصارييف المالية بمعدل محاسب للفائدة محدد داخلياً من قبل إدارة المشروع، وبما يحقق المردودية المطلوبة.

<sup>12</sup> علي، مقبل 2010؛ مرجع سابق ص 106 - 107.



الشكل (1): العلاقة بين الميزانية ومكونات مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA<sup>13</sup>

-دخل الأنشطة: تحسب القيمة الاقتصادية المضافة بشكل تفصيلي لعناصر النشاط المنتجة للدخل والمثبتة محاسبياً في قائمة الدخل والميزانية. وبعد هذا المدخل الأكثر شيوعاً لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة نظراً لدقته ووضوح خطواته. وبعد النموذج المطورو من قبل شركة ستิوارت وستيرن الأمريكية من أهم التطبيقات العملية لهذا المقياس.

يعتمد احتساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق هذا النموذج بشكل أساسى على الربح المحاسبي المحقق من الأنشطة التشغيلية مع إجراء التسويات التي تلغي الفجوة بين المفهومين المحاسبي والاقتصادي للربح، ثم تنزيل تكلفة رأس المال منها، ويشكّل الناتج مقياساً للقيمة المضافة التي تمكنت إدارة المشروع من خلقها تحقيقاً لغايات المستثمرين وأهدافهم.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{Cap})$$

إذ: Cap : رأس المال المستثمر المستخدم لتمويل المشروع. ويشمل مصادر التمويل ذي التكلفة المختلفة (الخاص والمقرض)، وبعادل الفرق بين مجموع الموجودات والالتزامات التي لا ترتتب فائدة.

WACC : الوسط الحسابي المرجح لتكليف رأس المال المستثمر وبعادل:

$$\text{WACC} = C \frac{K}{K+D} + i \frac{D}{K+D}$$

إذ: K : قيمة الأموال المستثمرة الخاصة.

D : قيمة الأموال المستثمرة المقرضة

C : تكلفة الأموال الخاصة، تعادل معدل المردودية الذي يرضى به المساهمون كفرصة متاحة.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> DILLON, Ray D.; OWERS, James E.; EVA As A Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV; financial Practice & Education; Spring Summer 1997, Vol. 7 Issue 1, p 32-40; 34.

أ : تكلفة الأموال المقترضة ، وتعادل معدل الفائدة المرتب للحصول على الأموال.

NOPAT : ربح التشغيل الصافي قبل الفوائد، وبعد الضرائب.

ويشمل ربح التشغيل صافي ربح النشاط التشغيلي للمشروعات الفوائد المدينة على الأموال المقترضة. ويتضمن نموذج ستิوارت ستيرن مجموعة تفصيلية لتسوييات يلزم تطبيقها على الربح المحاسبي المعدل بحسب المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً GAAP ، والمفصح عنها في قائمة الدخل التقليدية. وتشعى التسويات على وجه الخصوص التأكيد من شمول رأس المال المستثمر للأموال المملوكة جميعها لصافي الأصول<sup>15</sup> إلغاء أو التقليل من أثر التحفظ الذي يتبعه المحاسبون، الحد من أثر أية إجراءات لإدارة الأرباح من المحتمل أن تقوم بها إدارة المشروع بما يضمن الوصول للربح بالمفهوم الاقتصادي. ويمكن إظهار الفروق الرئيسية بين الربح المحاسبي والقيمة الاقتصادية المضافة في الجدول الآتي<sup>16</sup>:

الربح الاقتصادي (القيمة الاقتصادية المضافة)	الربح المحاسبي (صافي الدخل)
يتعلق بتعظيم ثروة المساهمين بكونه الهدف النهائي للمشروع.	يتعلق بتعظيم الربح (صافي الدخل) بكونه الهدف النهائي للمشروع.
يأخذ بتكلفة رأس المال المملوک (و عموما تكون تكلفة حقوق الملكية أكبر من تكلفة الاقتراض).	لا يأخذ بتكلفة رأس المال المملوک (يحسب تكلفة الاقتراض فقط، تكلفة حقوق الملكية تساوي الصفر).
يسمح بإجراء التعديلات اللازمة للوصول للربح الاقتصادي لتلافي التشوّهات بالحقائق الاقتصادية التي تتسبّب بها القواعد المحاسبية.	يراعي إتباع كافة القواعد المحاسبية (مثل GAAP)

#### مزايا استخدام القيمة الاقتصادية المضافة وعيوبها:

تتمتع القيمة الاقتصادية المضافة بمجموعة من المزايا تحفز الشركات لاعتمادها كمقاييس للأداء وأهمها:

- الكفاءة باستخدام الأموال: إن تطبيق هذا المقياس سيدفع إدارة الشركة لاستخدام أقل قدر ممكن (ضروري) من رأس المال. ولأن الأموال المستثمرة الخاصة ليست مجانية في حساب القيمة المضافة، وإنما هي ذات تكلفة عادة ما

<sup>14</sup> بحسب النظرية المالية فإن تكلفة رأس المال الخاص يحسب على أساس معدل المردودية الذي يرضى به المساهمون، بالإضافة إلى القيمة الحالية للأرباح المتوقعة والقيمة السوقية المتوقعة في السوق المالية. وهو ما يدعى بفائدة رأس المال، ويكون مساويا على الأقل لسعر السندات أو ما يعرف بمعدل العائد الحالي من المخاطرة، ويضاف إليه علاوة تغطي المخاطر المختلفة التي يعمل في ظلها المشروع. وعادة ما يحدد معدل مخاطر السوق بالفرق بين معدل الفائدة السائدة في السوق ومعدل الفائدة على سندات الخزينة مع إمكانية ضرب هذا المعدل بمعامل بيتا يعكس عدم التأكيد لظروف عمل المشروع وحساسية عوائده. لمزيد راجع: دادن، عبد الغني؛ قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية؛ مجلة الباحث، جامعة ورقلة؛ الجزائر؛ 2006؛ العدد 4. ص 43 - 47

<sup>15</sup> تضمنت التسويات التي عرض لها ستิوارت و ستيرن ما يزيد على 160 بندًا تجري على كل من الربح المحاسبي المستمد من قائمة الدخل، ورأس المال المستثمر المستمد من قائمة المركز المالي للوصول للقيم الاقتصادية. ومن هذه التسويات على سبيل المثال رسملة كافة الأصول غير الملموسة (كتفقات البحث والتطوير والشهرة وبراءات الاختراع والعلامات التجارية ..)، رسملة دفعات التأجير التشغيلي، استبعاد الأرباح أو الخسائر الناجمة عن بيع الأصول الثابتة من الدخل، إضافة كافة المخصصات لرأس المال المستثمر (مخصصات الديون المشكوك فيها، مخصصات الضمان، مخصصات الضرائب المؤجلة) لمزيد راجع: علي، مقبل 2010؛ مرجع سابق ص 112 - 120 .

<sup>16</sup> MORARD, Berna; BALU, Olivia; Developing A Practical Model For Calculating The Economic Value Added; Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research; 2009, Vol. 43 Issue 3, p1-16; p6

تكون أعلى من تكلفة الاقتراض، فسوف تسعى الإدارة لاستخدام تلك الأموال في الأعمال التي تعظم العوائد، وعدم التوجه لزيادة رأس المال ، وإنما للاقتراض عند الضرورة.<sup>17</sup>

-تحفيز الإدارة: يخلق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة حافزاً كبيراً للمدراء لتحقيق العوائد بكفاءة عالية، وهو المقياس الأكثر ملائمة لربط أجور المدراء وتعويضاتهم بممؤشر معين كنظام للحوار بدلاً عن مؤشر الربح المحاسبي ، الذي قد يكون مرتفعاً، لكن بكفاءة منخفضة لاستخدام رأس المال المستثمر الخاص. كما يدفع هذا المقياس مديرى الشركة لتشخيص نواحي القصور في نشاط الشركة للدفع بمزيد من العمل الذي يرفع من قيمة المشروع بالفترات التالية. ويؤكد مؤيدو اتباع هذا المؤشر أن المالكين الذين يتبعون سياسة عدم التدخل ، والسماح للمدير أن يقرر ما يراه، ضمن "المعايير الأخلاقية" ، سيدعون في مقياس القيمة الاقتصادية المضافة المؤشر الأفضل لتحديد الأجر وربطها بالإنجاز.<sup>18</sup>

-الوضوح وسهولة الفهم ،والوصول إلى البيانات اللازمة لقياس القيمة الاقتصادية المضافة: إذ يمكن لأي شركة احتساب المقياس بالرجوع إلى القائمتين الماليةتين الأكثر شيوعاً، وهما قائمة الدخل ، والميزانية العمومية، كما أن مفاهيم القيمة الاقتصادية المضافة ، والكافأة ، والثروة ليست معقدة بل تساعده على إفهام الهدف الرئيس للمشروع للذين يساهمون في تحقيقه.<sup>19</sup>

بالقابل يحمل هذا المقياس بعض العيوب التي تدفع للحد من استخدامه ومنها:

-عدم الملائمة: يؤخذ على هذا المقياس بشكل أساسى عدم ملائمتها للشركات كافة. فهو يعد ملائماً للشركات القيمة والمستقرة التي تتطلب القليل من الإنفاق الرأسمالي ، في حين أنه غير ملائم للشركات الحديثة، وتلك الحساسة لتوفر رأس المال .

-ارتفاع المخاطر: إذ أن تكلفة الأموال المستثمرة الخاصة عادة ما تكون أعلى من تكلفة الأموال المقترضة، لذلك ستلجأ الإدارة عند تطبيق هذا المقياس لمزيد من الاقتراض كبديل عن طلب التمويل الخاص من المساهمين ، وهذا قد يؤدي إلى استخدام غير منكافئ للأموال ، والتسبب بخلل في هيكل التمويل ، وما ينجم عنه من مخاطر التمويل. من ناحية أخرى ستعمل الإدارة للتوجه إلى قبول المشاريع ذات العوائد المرتفعة التي تترافق عادة بمخاطر مرتفعة ، ورفض المشاريع ذات العوائد المنخفضة بالرغم من أنها تحمل درجات أقل من المخاطرة .<sup>20</sup>

-تعقيدات احتساب القيمة الاقتصادية المضافة وتكلفة تطبيقها: إن التسويات العديدة اللازم إجراؤها على الربح ورأس المال المستثمر، تتطلب ترتيباً على طرق توفير البيانات وأساليبها والاحتساب الصحيح لهذا المقياس ، وهذا ما يجعل تطبيقه يتسبب بتكليف إضافية ، كما يتطلب المزيد من الفهم للمنافع التي ستترجم عنه، وانعكاسها الإيجابي على كلّ من العاملين والمدراء والمستثمرين.<sup>21</sup>

<sup>17</sup> RAGO, Michael; An Analysis of Economic Value Added; A Senior Thesis for graduation in the Honors Program ; Liberty University Spring; Virginia; 2008; 16 .

<sup>18</sup> RAGO, Michael 2008; Op. Cit. P17

<sup>19</sup> RAGO, Michael 2008; Op. Cit. P P 18-19 .

<sup>20</sup> KEYS, David E.; AZAMHUZJAEV, Mumin; MACKE, y James; Economic Value Added..acritical analysis; Journal of Corporate Accounting & Finance (Wiley); Jan Feb 2001, Vol. 12 Issue 2, p 65-71. P 69

<sup>21</sup> KEYS, E.; AZAMHUZJAEV, M.; MACKE, y 2001; Op. Cit. PP 125 – 126.

-قصور المقاييس للمدى الطويل: يعتمد قياس القيمة الاقتصادية المضافة على كلّ من الربح ،ورأس المال المستثمر ، وهم خاضعون للتتحول في المدى القصير (عادة السنة الواحدة) ،وهذا ما قد يدفع الإدارة للاهتمام بالأشطة التي تزيد من القيمة المضافة على الفترة القصيرة ، بالرغم من أنها قد تكون ذات انعكاس سلبي على المدى الطويل، كما في إلغاء برامج الصيانة ، و التدريب أو تخفيضها فإنّ ذلك يؤدي إلى رفع القيمة الاقتصادية المضافة للسنة، لكنه سيؤدي إلى نتائج سيئة ينجم عنها تخفيض تلك القيمة على المدى الطويل.<sup>22</sup>

-تجاهل أثر الزمن على القيم: إن تضمن هذا المقاييس لمصطلح " اقتصادية" قد يوحي بأنه يتضمن القياس الحقيقي للقيم الحالية بعدأخذ التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية وأثرها على القيم الحالية. غير أنّ القيمة الاقتصادية المضافة تقيس القيمة المضافة لثروة المالكين في فترة محددة فقط.<sup>23</sup> من ناحية أخرى فإنّ مكونات هذا المقاييس تعتمد على البيانات المستندة لأساس الاستحقاق الذي قد يتيح التلاعب بالنتائج دون التقيد بتوقیت تدفقها نقدا.<sup>24</sup>

## النتائج والمناقشة:

### الدراسة التطبيقية:

يجري الباحث تطبيقاً لمقاييس القيمة الاقتصادية المضافة في شركة الوادي للمؤسسات التعليمية والتربوية . م. خاصّة. وهي شركة مساهمة سورية، تعمل في مجال الخدمات التعليمية تأسست عام 2004 وبادرت نشاطها في تشرين الأول 2005.

وللإجابة على أسئلة البحث سيجري التطبيق على بيانات الشركة لخمسة أعوام من 2007 ولغاية 2011 بحيث يتم احتساب القيمة الاقتصادية المضافة، ومن ثم احتساب ثلاثة مقاييس مستخدمة تقليدياً لقياس الأداء وإجراء المقارنة بينها وتحليل النتائج.

**أولاً: مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :**

يتم احتساب المقياس بالخطوات الآتية:

-احتساب صافي ربح التشغيل بعد الضريبة NOPAT، ويعادل في الشركة محلّ الدراسة صافي الربح قبل الفوائد ، وبعد الضريبة (صافي الربح + الفوائد المدينة - ضريبة الدخل)

-احتساب رأس المال المستثمر Cap ،ويعادل مجموع الموجودات (-) الالتزامات التي لا ترتب على الشركة فوائد مدينة.

-احتساب معدل التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر WACC: وتتضمن التكلفة لكلّ من تكلفة رأس المال المستثمر الخاص Keq، والمقرض Kd مع الترجيح بحسب نسبة مساهمة كلّ منها في رأس المال المستثمر:

<sup>22</sup> KEYS, E.; AZAMHUZJAEV, M.; MACKE, y 2001; Op. Cit. P 70.

<sup>23</sup> يوصي البعض بضرورة استخدام صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي واعتماد معدل العائد الداخلي لبيان أثر الزمن على القيمة، وبالتالي التحول لمفهوم القيمة السوقية المضافة MVA والتي تعادل القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المستقبلية، وتحسب انطلاقاً من القيمة الاقتصادية المضافة:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+WAAC)^t}$$

<sup>24</sup> FERGUSON, Robert; RENTZLER, Joel; YU, Susana; Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability?; Journal of Applied Finance; Fall- Winter 2005, Vol. 15 Issue 2, p101-113. P 103.

- تكلفة رأس المال الخاص  $K_{eq}$ ، وتحسب بالاستناد لمعدل العائد على الاستثمارات السائدة في السوق المالية  $R_m$ ، والعائد السائد خالي المخاطرة  $R_f$ ، مثل عائد سندات الخزينة، ومعامل درجة المخاطرة  $\beta$  ، بحيث تكون تكلفة رأس المال الخاص:  $K_{eq}=R_f+(R_m-R_f)\cdot\beta$

- تكلفة الأموال المقترضة  $K_d$ ، ويتبع لمعدل الفائدة المترتبة على الشركة مقابل افتراض تلك الأموال آ، ومعدل الضريبة  $t$ ، إذ تكون تكلفة الأموال المقترضة:  $K_d=i(1-t)$

ويحسب المعطيات الخاصة ببيئة عمل الشركة محل البحث ستكون قيم المدخلات الآتية:

**الجدول رقم 1: مدخلات مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة**

8.50%	i	معدل الفائدة المدينة	12%	$R_m$	معدل العائد السائد بالسوق
31.875%	$t$	معدل الضريبة	5.50%	$R_f$	معدل العائد خالي المخاطرة
			1	$\beta$	معامل درجة المخاطرة <sup>25</sup>

وبالتطبيق ينتج أن قيم  $K_d$  و  $K_{eq}$  كما يلي:

12.00%	$K_{eq}$	تكلفة الأموال الخاصة	5.79%	$K_d$	تكلفة الأموال المقترضة
--------	----------	----------------------	-------	-------	------------------------

وسينتاج معدل التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر WACC وفق ما يأتي:

**الجدول رقم 2: التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر WACC**

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
الأموال الخاصة	219,431,329	342,373,656	374,094,451	402,096,882	439,545,315
الأموال المقترضة	31,440,295	228,202,244	250,010,375	250,000,962	200,000,000
$K_{eq}$	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
$K_d$	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%
نسبة الخاصة	87.47%	60.00%	59.94%	61.66%	68.73%
نسبة المقترضة	12.53%	40.00%	40.06%	38.34%	31.27%
WACC	11.22%	9.52%	9.51%	9.62%	10.06%

<sup>25</sup> يقىس معامل بيتاً مخاطرة السهم المنتظمة بالنسبة لمخاطرة السوق وتتضمن مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر انخفاض القوة الشرائية، مخاطر انهيار السوق المالي. ويحسب ببيئة عمل الشركة محل الدراسة العاملة في قطاع الخدمات التعليمية، فقد تم اعتمدت الدراسة  $\beta = 1$  بافتراض أن مخاطرة السهم مساوية لمخاطرة السوق، أي أن السهم يسير وفقاً لتذبذب المؤشر العام من حيث العوائد والمخاطر.

**-بيانات الدخل للشركة:****الجدول رقم 3 : بيانات الدخل للشركة**

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
صافي الربح المحاسبى	6,652,490	6,810,499	48,411,802	24,077,590	16,354,783
الفوائد المدينة	1,220,932	1,413,792	13,760,195	27,577,170	25,364,884
ضريبة الدخل	2,120,481	2,170,847	15,431,262	7,674,732	5,213,087
الربح بعد الضريبة وقبل الفوائد	5,752,941	6,053,445	46,740,735	43,980,028	36,506,580
صافي الربح بعد الضرائب	4,532,009	4,639,653	32,980,540	16,402,858	11,141,696
الفوائد بعد الضرائب	949,275	1,099,224	10,698,552	21,441,250	19,721,197
الربح النقدي	23,963,338	37,013,309	75,948,247	68,632,048	84,290,584

**-بيانات المركز المالي للشركة:****الجدول رقم 4 : بيانات المركز المالي للشركة**

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
الموجودات	294,915,325	630,129,557	739,588,060	680,433,281	685,652,815
الالتزامات	44,043,701	59,553,657	123,807,563	28,335,437	46,107,500
رأس المال المستثمر	250,871,624	570,575,900	615,780,497	652,097,844	639,545,315
القروض	31,440,295	228,202,244	250,010,375	250,000,000	200,000,000
حقوق الملكية الخاصة	219,431,329	342,373,656	365,770,122	402,097,844	439,545,315
مجمع الاملاك والمؤونات	19,431,329	32,373,656	42,967,707	52,229,190	73,148,888
الاملاك والمؤونات السنوية	11,106,140	12,942,327	10,594,051	9,261,483	20,919,698
متوسط الموجودات	255,666,483	462,522,441	684,858,809	710,010,671	683,043,048

### حساب القيمة الاقتصادية المضافة : EVA

**الجدول رقم 5 : القيمة الاقتصادية المضافة EVA**

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
صافي الدخل المعدل	5,752,941	6,053,445	46,740,735	43,980,028	36,506,580
الأموال المستثمرة	250,871,624	570,575,900	615,780,497	652,097,844	639,545,315
wacc	11.22%	9.52%	9.51%	9.62%	10.06%
تكلفة رأس المال	28,152,349	54,299,175	58,576,639	62,728,244	64,326,688
القيمة المضافة	22,399,408	48,245,730 (-)	11,835,903	18,748,216	27,820,108

ثانياً: المقاييس التقليدية:

- مقياس معدل العائد على رأس المال المستثمر ROI : يقيس هذا المؤشر العائد المحقق لليرة المستثمرة في الأصول، ويعكس الكفاءة في إدارة النشاط التشغيلي للشركة:  

$$ROI = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} + \text{الفوائد بعد الضريبة}}{\text{متوسط إجمالي الموجودات}}$$

**الجدول رقم 6 : معدل العائد ROI**

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
صافي الربح بعد الضرائب وقبل الفوائد	5,481,283	5,738,876	43,679,092	37,844,108	30,862,893
متوسط الموجودات	255,666,483	462,522,441	684,858,809	710,010,671	683,043,048
ROI	2.14%	1.24%	6.38%	5.33%	4.52%

- مقياس معدل العائد على حقوق الملكية ROE : وهو يقيس هذا المؤشر العائد المحقق لليرة المقدمة من مالكي المشروع، ويعكس الكفاءة في إدارة كلّ من النشاط التشغيلي والتمويلي للشركة:  

$$ROE = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

**الجدول رقم 7 : معدل العائد ROE**

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
صافي الربح بعد الضرائب	4,532,009	4,639,653	32,980,540	16,402,858	11,141,696
حقوق الملكية	219,431,329	342,373,656	365,770,122	402,097,844	439,545,315
ROE	2.07%	1.36%	9.02%	4.08%	2.53%

-مقياس العائد النقدي على الاستثمار (CFROI): وهو يقيس التدفق النقدي المولد من الأموال الخاصة، ويدل على كفاءة استخدام التدفقات النقدية للشركة:  

$$\text{CFROI} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} + \text{الإهلاكات} + \text{المؤنات}}{\text{حقوق الملكية}} / \text{حقوق الملكية}$$

الجدول رقم 8: معدل العائد CFROI

2011	2010	2009	2008	2007	
84,290,584	68,632,048	75,948,247	37,013,309	23,963,338	الربح النقدي
439,545,315	402,097,844	365,770,122	342,373,656	219,431,329	حقوق الملكية
19.18%	17.07%	20.76%	10.81%	10.92%	CFROI

#### المناقشة والتحليل:

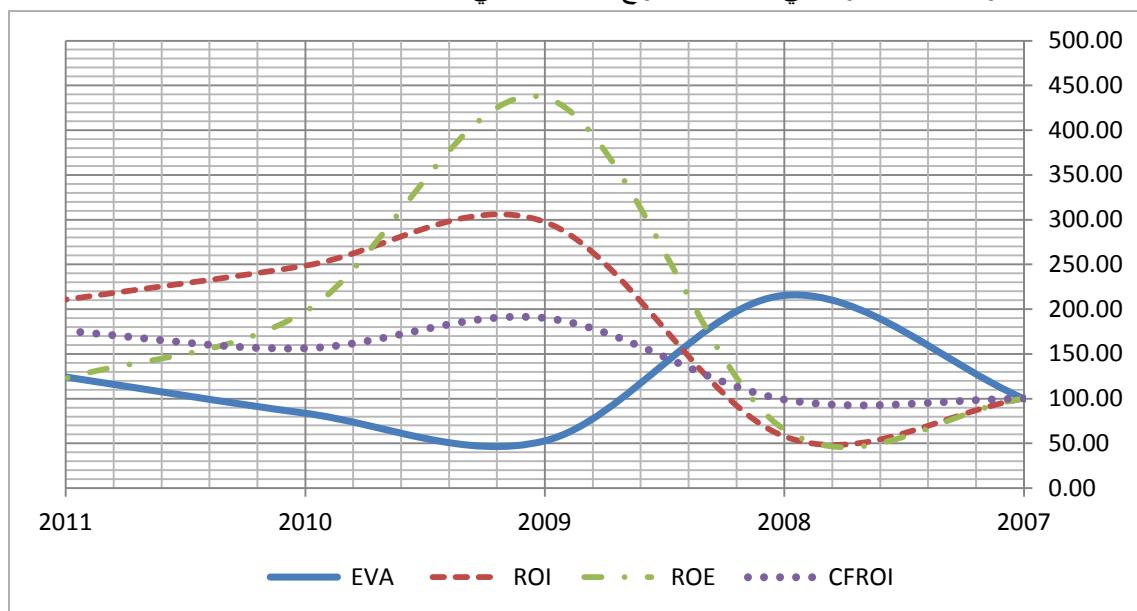
تُظهر نتائج التطبيق في الحالة المدروسة أن مبلغ القيمة الاقتصادية المضافة المحققة بالشركة للأعوام الخمسة كانت سلبية بلغت بال المتوسط - 25,809,873 ل.س. في حين حققت الشركة معدلات للعائد ايجابية، فقد بلغ متعدد العائد على رأس المال المستثمر 3.92 %، ومتعدد العائد على حقوق الملكية 3.81 %، ومتعدد العائد النقدي على الاستثمار 15.75 %. في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة السالبة وهي ما أشير له في الدراسة النظرية " تهالك الثروة" تدفع المساهمين للتحول عن الاستثمار، فإن المعدلات الايجابية للعائد وبالرغم من انخفاضها بالمتعدد، فهي تبرر قرار المستثمرين بالإبقاء على استثمارهم بالشركة ،إذ لم تشهد الشركة عمليات بيع ذات أهمية خلال الفترة المدروسة. وتعني هذه النتائج في ظاهرها وجود تباين نتائج تقييم الأداء المستندة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة عن تلك المستندة لمعدل العائد على الأموال المستثمرة ،ولمعدل العائد على حقوق الملكية ، وللمعدل العائد النقدي على الأموال المستثمرة، من جهة قدرته على تبرير قرارات المستثمرين.

ويعرض تحليل التغيرات التي طرأت على كلّ من المقاييس التي حُسبت لسلسلة زمنية من خمس سنوات سُتعتمد السنة الأولى 2007 كسنة أساس، ومن ثم قياس التغير في السنوات التالية منسوبة إلى سنة الأساس:

الجدول رقم 9: التغيير بالمقياس نسبة لسنة الأساس (2007)

2011	2010	2009	2008	2007	المقياس
124.20	83.70	52.84	215.39	100.00	EVA
210.76	248.61	297.48	57.87	100.00	ROI
122.73	197.51	436.57	65.61	100.00	ROE
175.60	156.30	190.13	98.99	100.00	CFROI

ويمكن عرض تلك التغيرات في المقاييس الأربع بيانياً كما يأتي:



شكل (2): تطور المقاييس بالنسبة لسنة الأساس 2007.

بتحليل تطور المؤشرات أعلاه يمكن الإشارة إلى أن المقاييس التقليدية الثلاث سلكت سلوكاً متشابهاً خلال السلسلة الزمنية المدروسة، في حين سلك مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة سلوكاً معاكساً لتلك المقاييس، أي أن التطور الإيجابي لمعدلات العائد ترافق بتطور سلبي في القيمة الاقتصادية المضافة، نجم عن ارتفاع الاستثمارات المملوكة برأس مال خاص، بسبب برفع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال. وهذا ما يدلّ على تباين المقاييس بينهما، كون مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة يلاحظ وجود علاقة بين تلك القيمة وهيكل التمويل، لا تلحظه مقاييس العائد التقليدية.

### الاستنتاجات والتوصيات:

ترتكز قرارات المستثمرين على المعلومات التي توفرها مقاييس الأداء المختلفة، والمقاييس الأكثر شيوعاً هي تلك التي تستند على الربح المحاسبي. فإن مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة الذي يستند على مفهوم الربح الاقتصادي يقدم معلومات ذات منفعة إضافية. ويمكن القول : بأنه ليس كل مشروع يحقق أرباحاً محاسبية هو مشروع مريح وناجح، بل هو الذي يحقق أرباحاً محاسبية تخلق قيمة اقتصادية مضافة. وتزداد أهمية هذا المقاييس في سوريا، كون اقتصادها بحاجة كبيرة للاستثمارات ترافق بندرة في رأس المال، وفرص بديلة للمستثمرين ترفع من أولوية قرار التحول عن الاستثمارات.

ومع الإقرار بأنه لا يوجد مقاييس مثالي للأداء، وإنما لكلّ مقاييس عيوب ونقائص ترتبط به ، أو بمحددات تطبيقه في بيئه عمل المشروع، فإننا نرى ضرورة الإفصاح بالتقارير المالية عن القيمة الاقتصادية المضافة التي قام المشروع بخلقها خلال الفترة المالية، ويمكن ذلك من خلال إعداد قائمة مستقلة تظهر القيمة الاقتصادية المضافة ومكوناتها، والإفصاح عنها.

## المراجع:

1. بريكة، السعيد؛ سعدي، سمير؛ تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة؛ الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية؛ جامعة محمد بوضياف؛ الجزائر؛ نيسان 2009.
2. دادن، عبد الغني؛ قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية؛ مجلة الباحث؛ جامعة ورقلة؛ الجزائر؛ 2006؛ العدد 4.
3. سوسيسي، هواري؛ دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد 7 ، ص 55 – 70 ،الجزائر 2010 .
4. علي، مقبل؛ استخدام القيمة المضافة لقياس وتقويم أداء الشركات المساهمة مدخل محاسبى؛ أطروحة دكتوراه؛ جامعة حلب؛ 2010.
5. المليجي، إبراهيم السيد؛ دراسة واختبار مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء الشركات المساهمة المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية؛ ملحق العدد الأول؛ المجلد 44؛ آذار 2007 .
6. BIDDLE, Gary; BOWEN, Robert; Wallace, James ; Does EVA\_ beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values, Journal of Accounting and Economics 24 (1997) 301—336.
7. BOSTAN, Ionel; MATE, Dorel; SOCOLIUC, Marian; Implications Of The Eva Model Use In The Firm Resources' Performant Allocation Plan; Accounting and Management Information Systems; 2010; Vol. 9, No. 1, p. 120 -145.
8. DILLON, Ray D.; OWERS, James E.; EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV; financial Practice & Education; Spring Summer 97, Vol. 7 Issue 1, p32-40.
9. FERGUSON, Robert; RENTZLER, Joel; YU, Susana; Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability?; Journal of Applied Finance; Fall- Winter 2005, Vol. 15 Issue 2, p101-113.
10. FORKER, John; RONAN, Powell; A Comparison of Error Rates for EVA, Residual Income, GAAPEarnings and Other Metrics Using aLong-Window Valuation Approach; European Accounting Review; 2008, Vol. 17, No. 3, p 471–502.
11. KAUR, Mandep; NARANG, Sweety; Shareholder Value Creation in India's Most Valuable Companies: An Empirical Study; Journal of Management Research; IUP; Aug 2009, Vol. 8 Issue 8, p16-42.
12. KEYS, David E.; AZAMHUZJAEV, MUMIN; MACKE, y James; Economic Value Added.. acritical analysis; Journal of Corporate Accounting & Finance (Wiley); Jan Feb 2001, Vol. 12 Issue 2, p65-71.
13. MORARD, Berna; BALU, Olivia; Developing A Practical Model For Calculating The Economic Value Added; Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research; 2009, Vol. 43 Issue 3, p1-16.
14. RAGO, Michael; An Analysis of Economic Value Added; A Senior Thesis for graduation in the Honors Program ; Liberty University Spring; Virginia; 2008.
15. RAY, Santanu; CHOUDHURI, Arup; In Search of Measuring Corporate Success: EVA as a Choice, Not a Panacea; ICFAI Business School; Kolkata, India; January; 2005; Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.690022>.
16. SHARMA, Anil K.; Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues; International Journal of Economics and Finance Vol. 2, No. 2; May 2010.
17. SORAL, G.; BHANAWAT, S.; Shareholder Value Creation in the Indian Banking Industry: An EVA Analysis; Journal of Accounting Research & Audit Practices; IUP; Oct 2009, Vol. 8 Issue 34, p52-60.