

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
محمد الرؤوف علي محمد الله جريد

## دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية

أ.د/ أشرف صلاح (\*) / أ/ عبدالرؤوف علي عبدالله جريد (\*\*)

جامعة الدول العربية  
الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري

### ملخص البحث

هدف البحث الي التعرف علي قدرة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير التغير في اسعار الاسهم، حيث استعراض البحث الادبيات والدراسات السابقة التي تناولت موضوع القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كأداة مستخدمة في تحليل القيمة السوقية للاسهم، والتعرف علي قدرة أداة القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في اسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية، بجانب التعرف علي قدرة أداة القيمة السوقية المضافة في تفسير التغير في اسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية. وتتخلص مشكلة البحث في البحث في قدرة اداتي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير التغير في اسعار اسهم الشركات المكونة لمؤشر EGX30 كون تلك المؤشران هما نتاج لتطور عملية قياس الاداء، فاشكالية البحث تتمثل في الوصول الى درجة القوة التفسيرية لتلك المؤشران في التنبؤ باسعار اسهم مؤشر EGX30 وهو يضم الشركات الكبرى المدرجة في سوق الاوراق المالية في مصر، حيث يولى المستثمرين اهمية لمتابعة القيمة السوقية للشركات. ولذا فان البحث تقوم على بحث امكانية الاعتماد على مؤشرات القيمة في تفسير التغير في الاسعار السوقية للاسهم حيث يمكن صياغة مشكلة البحث في

(\*) وكيل كلية الإدارة لشؤون التعليم - المشرف الأكاديمي على معهد الاستثمار والتمويل  
(\*\*) الباحث.

التساؤلات، هل يوجد اثر لأداة القيمة الاقتصادية المضافة على اسعار اسهم الشركات المدرجة فى البورصة المصرية؟ وهل يوجد اثر لأداة القيمة السوقية المضافة على اسعار اسهم الشركات المدرجة فى البورصة المصرية؟.

واعتمد البحث على المنهج الوصفى والمنهج التحليلى وذلك لغرض التوصل الى نتائج وتوصيات الدراسة، بجانب الاعتماد على المنهج الاستقرائى لاشتقاق فرضيات البحث بناء على ما تم استقراءه من الدراسات السابقة، وتوصلت نتائج البحث الى انه توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير فى اسعار اسهم شركات مؤشر EGX30.

وأيضاً توصلت نتائج البحث الى انه توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير فى اسعار اسهم شركات مؤشر EGX30، حيث ان كلا من أداة القيمة الاقتصادية المضافة وأداة القيمة السوقية المضافة يعطيا مؤشرا للمستثمرين يساعد فى اتخاذ القرار الاستثمارى والتعرف على قوة الشركة ومدى تحسن ادائها المالى والاقتصادى، وان التغير فى القيمة السوقية المضافة يمكن ان يفسر التغير الحاصل فى اسعار الاسهم بنسبة ٢٢.٢%، حيث تساعد أداة القيمة السوقية المضافة فى التنبؤ باسعار الاسهم، فكلما ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كلما استدل من ذلك على ان هناك رغبة من المستثمرين فى التوسع فى شراء اسهم الشركة وبالتالي تزداد قيمة الاسهم نتيجة لزيادة الطلب.

وقد أوصى البحث المستثمرين والباحثين بالاستفادة من درجة اثر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة فى التنبؤ باسعار الاسهم وذلك من خلال الاعتماد على بيانات معادلة الانحدار التى توصلت اليها البحث والتي اظهرت علاقة ايجابية توضح وجود قوة تفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة فى التنبؤ بالتغير فى اسعار الاسهم.

## مقدمة:

في ظل تزايد وتيرة الانتقادات الموجهة إلى البيانات المحاسبية وطرق قياسها وأدوات التقييم المبنية عليها اتجه الباحثون إلى تركيز اهتمامهم نحو ترميم حلقة الوصل بين علم الاقتصاد من جهة والممارسات المحاسبية المهنية من جهة أخرى، وظهرت دعوات تنادي بضرورة إعادة الاعتبار إلى المفاهيم الاقتصادية في الممارسات المحاسبية. (مطر، ٢٠٠٤)

ويشير (الزبيدي والكيلاني، ٢٠٠٥) أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA هو احد معايير الأداء المالي التي تعد تطويرا لمفهوم الربح الاقتصادي وفقا لنظرية الإدارة المالية المعاصرة، ويعود السبب في ذلك إلى شمولية هذا المعيار لمتغيرات هامة وتعكس الأداء بشكله العام وكذلك المجالات التي من خلالها تستطيع الإدارة المالية زيادة فاعلية قراراتها بالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم فيها، باعتباره الهدف الذي ارتضته الإدارة لقراراتها، والذي يمثل بوصلة العمل لديها في شركات الأعمال.

ومن ضمن المقاييس الأخرى هناك اداة القيمة السوقية المضافة MVA وهو من المؤشرات الحديثة والمرتبطة برأس المال المستثمر، ويهدف المقياس الى دراسة المستثمرين لمستوى الايرادات التي تتحقق، حيث ان التوقع بالعائد على راسمال المستثمر يتشابه مع القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية فإذا توقع المستثمرون تحقيق المنشأة لعائد يعادل تكلفة رأس المال فإن المنشأة في هذه الحالة تكون قد حققت قيمة تساوي راسمال المستثمر ولذلك فان دراسة اداة القيمة السوقية يمكن ان يساهم في توقع العائد على اسعار الاسهم.

حيث يمكن التنبؤ بالقيمة السوقية في ظل وجود مقاييس للاداء، ولكن يجب الا نغفل نظرية كفاءة السوق كفاءة الأسواق المالية من المواضيع التي تثير جدلا واسعا بين المهتمين، فهي تعتبر واحدة من العوامل المختلفة التي تؤثر على أسعار الأسهم، وهذا يتم من خلال فهم كيف تعمل المعلومات في التأثير على سعر السهم، إذ كلما

كانت استجابة الأسعار للمعلومات سريعة كلما كان السوق أكثر كفاءة. ( Chung & Hrazdil,2011 )

حيث تأتي التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأسئما الشركات المدرجة في البورصات من الابهية للدراسة، ومن ثم تفسير هذه التقلبات من خلال مقاييس للاء لاسئما مقياس القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة على افتراض أن المؤشرات تساعد متخذى القرارات المالية إما بشراء او بيع الاسهم بناء على رؤية معلوماتية تتوافر لديهم. (العلى، ٢٠١٦)

لذا فان دراسة مقاييس الاء التي تقوم عليها البحث الحالية لتفسير التغير الحاصل فى اسعار الاسهم السوقية يعد مسعى لمساعدة المديرين الماليين والاطراف المعنية كاسس لاتخاذ القرار المناسب والذى يساعد فى تحقيق الهدف الرئيسى للدارة المالية فى تعظيم ثروة الملاك وتقويم اداء الوحدات الاقتصادية. (جويجان، ٢٠١٥)

#### أولاً: مشكلة البحث:

مشكلة البحث تتلخص فى البحث فى قدرة كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة فى تفسير التغير فى اسعار اسهم الشركات المكونة لمؤشر EGX30 كون تلك المؤشران هما نتاج لتطور عملية قياس الاء، فأشكالية البحث تتمثل فى الوصول الى درجة القوة التفسيرية لتلك المؤشران فى التنبؤ باسعار اسهم مؤشر EGX30 وهو يضم الشركات الكبرى المدرجة فى سوق الاوراق المالية فى مصر، حيث يولى المستثمرين اهمية لمتابعة القيمة السوقية للشركات، ولذا فان البحث تقوم على بحث امكانية الاعتماد على مؤشرات القيمة فى تفسير التغير فى الاسعار السوقية للاسهم حيث يمكن صياغة مشكلة البحث فى التساؤلات الآتية:

- هل يوجد اثر لاءة القيمة الاقتصادية المضافة على اسعار اسهم الشركات المدرجة فى البورصة المصرية؟
- هل يوجد اثر لاءة القيمة السوقية المضافة على اسعار اسهم الشركات المدرجة فى البورصة المصرية؟

### ثانياً: أهداف البحث:

يهدف البحث بشكل رئيسي الي التعرف علي قدرة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تفسير التغير في اسعار الاسهم، حيث تتمثل اهداف البحث في الأهداف الفرعية التالية:

- استعراض الادبيات والدراسات السابقة التي تناولت موضوع القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مستخدمة في تحليل القيمة السوقية للاسهم.
- استعراض الادبيات والدراسات السابقة التي تناولت موضوع السوقية المضافة كأداة لتحليل اسعار الاسهم.
- التوصل الى قدرة اداة القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في اسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- التوصل الى قدرة اداة القيمة السوقية المضافة في تفسير التغير في اسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وذلك من خلال بيان النتائج الاحصائية للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة والتغير في اسعار الاسهم.
- استعراض الاحصاء الوصفي للبيانات الفعلية التي تم الاعتماد عليها في حساب كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

### ثالثاً: أهمية البحث:

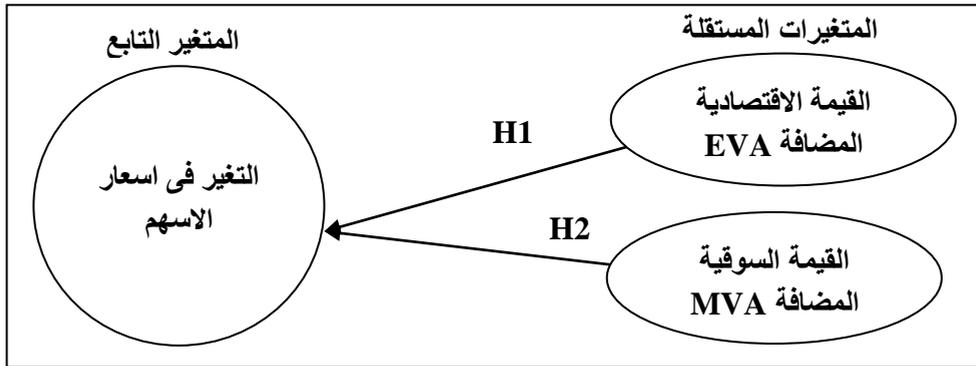
ترجع أهمية البحث إلي النقاط الآتية:

- استعراض المفاهيم والادبيات لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والقاء نظرة تحليلية على مفهومه والتعرف على اسباب ظهور هذا المقياس والاسباب التي خلقت الحاجة اليه يساعد في اثراء البحث العلمي.
- استعراض الدراسات السابقة التي ترتبط بموضوع البحث والتي تتسم بالندرة فيما يتعلق بالاسواق العربية، تعد من الالهية لتفسير التغيرات في اسعار اسهم الشركات.
- تعد دراسة اداة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة من الالهية في الواقع العملي والتي يفترض ان يقوموا على تفسير التغير في اسعار الاسهم.

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
محمد الرووفه علي محمد الله جريد

- تعتبر عملية التنبؤ بأسعار الاسهم من النقاط الهامة التي تشغل بال المستثمرين كونها مؤشرا هاما للعملاء والمستثمرين الذين يتعاملون مع الشركات والراغبين في الاستثمار لاسيما في ظل الاعتماد على مقاييس ومؤشرات يمكن ان تساهم في التنبؤ بالتغير في الاسعار.
  - تساهم نتائج البحث في دعم اراء المحللين الماليين نحو مدى جدوى الاعتماد على اساليب قياس القيمة وبالاخص اداة القيمة السوقية والمضافة والقيمة الاقتصادية المضافة.
  - التوصل الى نتائج البحث يساهم في تفسير سلوك الاسعار السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث يوجد اهمية تتمثل في الوصول الى المقياس والنموذج الانسب للتقييم وتفسير التغيرات في اسعار الاسهم المصرية.
- رابعاً: نموذج البحث:

يشكل نموذج البحث على النحو التالي كما هو موضح بالشكل رقم (١).  
شكل رقم (١) نموذج الدراسة



#### خامساً: فرضيات البحث:

يعتمد هذا البحث على مجموعة من الفرضيات التي يمكن صياغتها على النحو التالي:

- **الفرضية الأولى:** "توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير في اسعار اسهم شركات مؤشر EGX30".
- **الفرضية الثانية:** "توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار اسهم شركات مؤشر EGX30".

#### سادساً: مجتمع البحث:

يتكون مجتمع البحث من كافة الشركات المكونة لمؤشر EGX30 وعددهم ٣٠ شركة وفقاً للتقرير السنوي للبورصة المصرية لعام ٢٠١٧ ولقد تم اختيار مجتمع البحث ممثلاً في مؤشر EGX30 نظراً لكون المؤشر يضم أكبر الشركات المدرجة في البورصة المصرية والتي توافر البيانات المالية لها بجانب التزام الشركات بقواعد القيد والتي تعبر عن مستوى كفاءة مرتفع وايضا الالتزام القواعد التي تقرها الهيئة العامة للرقابة المالية على الشركات المدرجة وقد تم اختيار عينة البحث بأسلوب الحصر الشامل للشركات المكونة للمؤشر.

#### سابعاً: منهجية البحث:

تقوم منهجية البحث على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وذلك لغرض التوصل الى نتائج وتوصيات البحث، حيث يعد المنهج الوصفي من المناهج التي تهدف الى وصف خصائص المتغيرات بالمشكلة وبموضوع البحث، ويهدف المنهج الوصفي الي تفسير الظاهرة المتعلقة بعملية قياس العلاقة بين متغيرات البحث التابعة والمستقلة، لذا سوف تعتمد على منهج التحليل الكمي لتحديد اتجاه وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وذلك بالتطبيق على الشركات المكونة لمؤشر EGX30 والمدرجة في البورصة المصرية من خلال الحصول على القيم المالية المطلوبة واستخدام برنامج التحليل الإحصائي (Eviews) لأجراء الاختبارات الإحصائية التحليلية، بجانب الاعتماد على المنهج الاستقرائي لغرض بناء فرضيات البحث من خلال

الدراسات السابقة في محاولة لتطوير البحث والتوصل الى نتائج افضل تساهم في تحقيق الاهداف.

#### ثامنا: الدراسات السابقة:

■ دراسة (عبد العزيز، ٢٠١٧) مستوى الاختلاف بين المؤشرات المالية ومؤشرات القيمة في تفسير التغير في اسعار الاسهم في البورصة المصرية، حيث بحثت الدراسة في أثر كل من المؤشرات المحاسبية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على القيمة السوقية لعينة من ٦٠ شركة مدرجة في البورصة المصرية، وذلك بغرض التوصل لبناء نموذج يمكن من خلاله تقييم أداء هذه الشركات بما يؤدي الى تحسين القرارات الاستثمارية، ومن ثم التأثير على أسعار أسهم هذه الشركات، وأجريت الدراسة للفترة من عام ٢٠١١ - ٢٠١٦، واعتمدت في ذلك على تحليل التقارير المالية للشركات، واختبار الفرضيات فقد استخدمت الدراسة مجموعة من الأساليب الاحصائية لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة ممثلة في المؤشرات المالية لقياس الربحية والتدفقات النقدية بجانب استخدام اداة القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MAV وذلك على مستوى التغير في اسعار الاسهم كمتغير تابع وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج كان من أهمها، وجود تأثير للمؤشرات المالية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على اسعار الاسهم، الا أنها توصلت أيضا الى عدم قدرة مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA تفسير التغير في اسعار اسهم الشركات، حيث إن كليهما لديه درجة مختلفة من الاثر بينما القيمة السوقية المضافة لا يوجد لها تأثير معنوي، حيث بينت النتائج تفاوت القدرة التفسيرية للمؤشرات المالية والقيمة الاقتصادية المضافة EVA على تفسير التغير في اسعار الاسهم وتوصلت الدراسة إلى بناء نموذج مكون من اربعة عوامل يمكن الاعتماد عليه وبدرجة ثقة عالية في تفسير التغير في اسعار الاسهم وهو معدل العائد على الاصول ومضاعف الربحية والقيمة الاقتصادية المضافة وفي ضوء تلك النتائج أوصت الدراسة بضرورة تبني نموذج الدراسة لتقييم حقيقة القيمة

السوقية للشركات، مع التركيز على النشاطات التي تحسن الأداء، مما يعمل على تعزيز القيمة السوقية، كما أوصت الدراسة بإمكانية التوسع في الدراسات مستقبلاً عن طريق إدخال متغيرات أخرى يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية.

■ **دراسة (السعدى، ٢٠١٧) دور كلاً من القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في أسعار الاسهم للشركات الأردنية،** حيث هدفت هذه الدراسة الى البحث في مدى الاعتماد على اداة القيمة السوقية المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة، EVA ومقارنتها بالتغير في اسعار اسهم الشركات، للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للفترة ٢٠١١ - ٢٠٠٩ بالتطبيق على عينة من (٤٠) شركة، ولتحقيق اهداف الدراسة تم استخدام منهج التحليل الوصفي لتحديد العلاقة بين مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية الأردنية ومستوى الاختلاف فيما بينهم في تفسير التغير في اسعار الاسهم، حيث توصلت الدراسة الى ان القيمة السوقية المضافة تفسر التغير في اسعار الاسهم بشكل ايجابي فارتفاع القيمة السوقية المضافة يستدل منه ارتفاع اسعار الاسهم، بينما لم تفسر القيمة الاقتصادية المضافة التغير الحاصل في اسعار الاسهم.

■ **دراسة (العلی، سوزان، ٢٠١٦) القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيه - دراسة تطبيقية ل احد المفاهيم الاكثر جدلا لتقييم الاداء "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة المصرية"**، قامه الدراسة لغاية وهى البحث في اكثر المقاييس التى خلقت جدلا وهو اداة القيمة الاقتصادية المضافة EVA من خلال القاء نظرة تحليلية على مفهومه والتعرف على اسباب ظهوره وتقوم الدراسة على بحث العلاقة بين استخدام المؤشر القيمة السوقية للشركات من خلال دراسة القدرة التفسيرية للمؤشر، حيث شملت عينة البحث الشركات المدرجة فى بورصة مصر للاوراق المالية والموجوة ضمن مؤشر EGX30 وهى عبارة عن ٣٠ شركة تم استثناء شركة واحدة منها لتصبح عدد الشركات فى العينة ٢٩ شركة وذلك لعدم توافر جميع البيانات اللازمة للدراسة

لهذه الشركة هلال فترة الدراسة، وتم جمع البيانات اللازمة خلال الفترة من ٢٠١١ وحتى ٢٠١٤ وهي عبارة عن بيانات اولية ممثلة في بيانات الميزانية العمومية وقائمة الدخل للشركات واسعار الاسهم وقيم مؤشر السوق اضافة الى اسعار الفائدة على اذون الخزينة واسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية الممنوحة خلال فترة الدراسة، واطهرت النتائج انه لا يوجد علاقة معنوية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبين القيمة السوقية للشركات، وانه لا يمكن الاعتماد على اداة القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات اسعار الاسهم في الشركات المدرجة في البورصة والممثلة في مؤشر EGX30 ولا تعتبر هذه النتيجة نهائية لامكانية استخدام هذه الاداة كمؤشر لاداء الشركات، حيث ان اعادة البحث على فترة زمنية اطول واخذ عينة اكبر من الممكن ان تعطى نتائج مخالفة لما توصل اليه البحث.

■ دراسة (عقيل، ٢٠١٥) قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، تقتصر الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للاوراق المالية، تجرى الدراسة وفقا للبيانات المالية المنشورة للشركات خلال الفترة من العام ٢٠١٠ حتى ٢٠١٤ وتقتصر الدراسة لاغراض احتساب القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الاداء التقييمية ممثلة في معدل العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد وبين القيم السوقية لاسعار الاسهم، واطهرت النتائج ان معامل الارتباط بين اداة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية ٠.٤٨٥ وهو ايجابي وعند مستوى معنوية اقل من ٥%، حيث ان هذه العلاقة دالة احصائيا وان المتغيرات التقليدية مجتمعة تفسر مانسبته ٢٣.٦% ويعنى ذلك ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له قوة تفسيرية معنوية لتفسير التغير في القيمة السوقية، حيث بلغ معامل الارتباط بين المؤشرات التقليدية والقيمة السوقية ٠.٨٦ وهو ايجابي وعند مستوى معنوية اقل من ٥%، حيث ان هذه العلاقة دالة احصائيا وان المتغيرات التقليدية

مجتمعة تفسر مانسبته ٧٤.١% ويعنى ذلك ان مؤشرات الاداء التقليدية لها قوة تفسيرية معنوية لتفسير التغير فى القيمة السوقية، وبلغ معامل الارتباط بين مؤشر معدل العائد على الاصول والقيمة السوقية ٠.٦٥٣، وان المؤشر يوضح يفسر ٤٢.٧% من التغير فى القيمة السوقية و بلغ معامل الارتباط بين مؤشر معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية ٠.٥٣١. وان المؤشر يفسر ٢٨.٢% من التغير فى القيمة السوقية، بلغ معامل الارتباط بين مؤشر ربحية السهم الواحد ٠.٨٣٣. وان المؤشر يفسر ٦٩.٤% من التغير فى القيمة السوقية، وبالتالي يوجد معنوية للاربع مؤشرات التى تم الاعتماد عليهم ولكن من حيث القوة التفسيرية فان مؤشر ربحية السهم يليه معدل العائد على الاصول يليه معدل العائد على حقوق الملكية يليه القيمة الاقتصادية المضافة يعبرا بشكل مقبول احصائيا عن التغير فى القيمة السوقية.

■ دراسة (Panahi et al, 2014) العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA مع أسعار أسهم الشركات في سوق أسهم طهران، حيث يسعى المستثمرون في جميع أنحاء العالم للحصول على قيمة أكبر من مجرد الحصول على أرباح عالية، لذا تهدف كل شركة إلى زيادة قيمة أسهمها إلى الحد الأقصى وتعتبرها هدفها النهائي، لتقييم قدرة الشركات على خلق قيمة لأصحاب الأسهم، ويرغب المستثمرون في التركيز على أدائهم المالي والنظر في أسعار أسهم الشركات كواجهة لذلك، لفترة طويلة، استخدم المستثمرون مقاييس تقليدية للأداء مثل ربح السهم، والعائد على الاستثمار، وما إلى ذلك، وذلك لقياس قيمة خلق الأسهم في الشركات، ولكن حسب نقاط الضعف المحتملة في معايير الأداء التقليدية، استخدام مقاييس الأداء القائمة على القيمة والتي تركز على التغيرات في القيمة، إن مقاييس الأداء المستندة إلى القيمة متنوعة ولا يوجد إجماع بين العلماء حول مدى كفاءتهم في تقييم الأداء المالي للشركات بشكل مثالي، لتقييم قدرة المقاييس المستندة إلى القيمة في تقييم خلق قيمة المساهمين، وقد اعتمدت الدراسة على متغيران مستقلان هما القيمة السوقية

المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA واسعار اسهم الشركات كمتغير تابع، في محاولة لفحص العلاقة بين سلوك أسعار الأسهم للشركات في الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٢ في سوق طهران للأوراق المالية، وتوصلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة معنوية ايجابية بين كلا من القيمة السوقية المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA وبين اسعار اسهم الشركات.

■ دراسة (Pavelkova & Dostal, 2013) قياس اداء الشركات باستخدام مقاييس مختلفة من حيث المفهوم والاداة لغرض تفسير التغير في القيمة السوقية، حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أداء الشركة باستخدام مقاييس أداء مختلفة من خلال المقارنة بين المقاييس المبنية على القيمة الاقتصادية المضافة، والمقاييس المالية التقليدية من خلال استبيان تم توزيعه على عينة مكونة من (٢٥٨) عاملاً يعملون في شركة صناعية في الجمهورية التشيكية، وقد اشتملت المقاييس التقليدية على العائد على الأصول، ونسبة التداول، ونسبة حقوق الملكية لأجمالي الأصول، ومعدل دوران المبيعات، وقد توصلت الدراسة إلى أن افراد العينة يدركون أهمية استخدام مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة، لتقويم أداء الشركات بشكل أفضل، إلا أن النتائج أظهرت أن المقاييس التقليدية وهي أكثر شيوعاً في تقويم الأعمال، وذلك لكثرة استعمالها من قبل الشركات الأخرى، وقد أظهرت النتائج أن افراد العينة يرغبون في تطبيق مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة بدل المقاييس التقليدية؛ وذلك لأنها تعمل على التنبؤ بالفشل المالي والإفلاس وتقويم الوضع الائتماني.

■ دراسة (Kangarlouei et al, 2013) قياس القوة التفسيرية لمقاييس الاداء في تحديد القيمة للشركات المسيطر عليها والمدرجة في بورصة طهران، واشتملت الدراسة جميع الشركات المسيطر عليها والمدرجة في البورصة للفترة من ٢٠٠٧ الى ٢٠١١ والتي بلغت ٧٥ شركة، حيث قامت الدراسة على أساس مقارنة العلاقة بين المقاييس المالية التي تم اختيارها والقيمة السوقية للشركات، واشتملت المقاييس المختارة في الدراسة على القيمة الاقتصادية المضافة EVA،

والقيمة السوقية المضافة MVA، والعائد على الاستثمار ROI، والربح المتبقي RI، والعائد على المبيعات ROS، وربحية السهم EPS، ونسبة سعر السهم الى ربحيته P/E، والعائد على الأصول ROA، والعائد على حقوق الملكية ROE، وقد توصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية المضافة MVA تحتل المرتبة الأولى في القوى التفسيرية للقيمة الشركة السوقية والتي بلغت (٦٦.٦%) يليها الربح المتبقي RI بقوة تفسيرية (٥٨.٩%)، وبعد ذلك جاء في المرتبة الثالثة القيمة الاقتصادية المضافة بقوة تفسيرية بلغت (٥٤.٩%)، وجاءت ربحية السهم في المرتبة الأخيرة بقوة تفسيرية بلغت (٤٢.٠%).

- دراسة (Mgammal, 2012) هدفت الى بحث تأثير كلا من العوامل الاقتصادية ومؤشرات التقييم على أسعار الأسهم السعودية، حيث ان الغرض الرئيسي من هذه الورقة هو التحقق مما إذا كانت أسعار الأسهم يمكن تفسير التغير بها من خلال المؤشرات الاقتصادية ومؤشرات التقييم، فقد تم الاعتماد على متغيرات مستقلة تمثلت في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومعدل التضخم وسعر الصرف واسعار الفائدة ومضاعف الربحية ومتغير تابع تمثل في اسعار الاسهم، خلال الفترة الزمنية من ٢٠٠٥ حتى ٢٠١٠ وباستخدام الاساليب الاحصائية ومعاملات الارتباط والانحدار فقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن تأثير سعر الصرف بشكل إيجابي ووجود علاقة بين كلا من التضخم واسعار الفائدة وبين اسعار الاسهم وان هناك علاقة ايجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم بينما لم يتم التوصل الى علاقة معنوية بين القيمة السوقية المضافة واسعار الاسهم في المملكة العربية السعودية.
- دراسة (Rajesh,2012) قياس اثر استخدام اداة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على تقييم اداء الشركات والتنبؤ بالتغير فى اسعار الاسهم، حيث هدفت الدراسة الى معرفة القوة التفسيرية لكلا من القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة الاقتصادية المضافة MVA وأيهما أكثر قدره على تقويم اداء المنظمات وتفسير التغير فى أسعار أسهمها، وقد أجريت

الدراسة على شركات الإسمنت في الهند، والبالغ عددها ١٠ شركات للفترة من ٢٠٠٠ لغاية ٢٠١٠ باعتبار القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كعوامل يمكن ان تفسر التغير في القيمة السوقية للشركات وتقويم أداء الشركة وأسعار أسهم الشركات كمتغيرات تابعة، وقد خلصت الدراسة الى أن كلا المعيارين له القدرة على تقويم الوضع المالي للشركات وكذلك تقويم أدائها.

■ **دراسة (أبو حفص، ٢٠١٢) دور المؤشرات المحاسبية واداة القيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بالقيمة السوقية للشركات،** حيث هدفت الدراسة إلى التعرف على دور المؤشرات المحاسبية المستخدمة لقياس الاداء بجانب اداة القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الجزائرية في التنبؤ بالقيمة السوقية، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الجزائرية عددهم ٣٠ شركة في الفترة من ٢٠٠٥ الى ٢٠١٠، وذلك من خلال استخدام الربح المتبقى ومعدل العائد على الاصول والتدفقات النقدية والقيمة الاقتصادية المضافة للتنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم، وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة تبين أن القيمة الاقتصادية المضافة لا يمكن أن تتوفر تنبؤ بالقيمة السوقية، بينما المؤشرات المحاسبية اثبتت قدرتها على التنبؤ بالتغير في القيمة السوقية، بالإضافة الى أن القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر غير فعال ولا يعبر عن واقع المؤسسة، او عطاء صورة واضحة لها في محيطها وبالتالي لا تستطيع التنبؤ بالقيمة السوقية.

■ **دراسة (قدومي واخرون، ٢٠١١) دارت حول الاجابة على تساؤل عن أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية،** تناولت الدراسة مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الاداء القيمة الدفترية (BV) التوزيعات النقدية للسهم (DPS) والأرباح المحققة للسهم (EPS) والعائد على الاصول (DPS) والعائد على الملكية (ROE) والتدفق النقدي التشغيلي (CFO) على تفسير التغير في القيمة السوقية بالتطبيق عينة من الشركات الاردنية، حيث ان استخدام طرق تقييم الأداء التقليدية في الإدارة المالية لتفسير التغير في القيم

السوقية للأسهم هو الأكثر شيوعاً عند جمهور المستثمرين وإدارات الشركات، حيث أنهم يعتمدون بشكل عام على مؤشرات تقييم الأداء التقليدية مثل- العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية أو عائد السهم الواحد وغيرها من مؤشرات تقييم الأداء التقليدية لتفسير هذا التغير، حيث إن الهدف من هذا البحث يكمن في دراسة ومعرفة أيهما أكثر قدرة (استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء) في تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم، ومن خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيم الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية للأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من ٤٠ شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية نتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيم السوقية للأسهم حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها ٠.٨٢٦، بينما بلغت بينما بلغت قيمة معامل التحديد للقيمة الاقتصادية المضافة ٠.١٧١، حيث إن أداة القيمة الاقتصادية المضافة لم تعبر بشكل واضح يمكن الاستدلال منه أو تفسير التغير في القيمة السوقية.

■ دراسة (أبو العلا، ٢٠١٠) بعنوان الاختلافات بين الأساليب الحديثة في التقييم ودورها في التنبؤ بالعوائد غير العادية، حيث هدفت الدراسة بحث درجة الاختلاف بين أداة القيمة الاقتصادية المضافة والقيم الاقتصادية المضافة المعدلة والقيمة السوقية المضافة والمؤشرات التقليدية ممثلة في الربح المتبقى ومعدل العائد على الأصول ومضاعف الربحية كمتغيرات مستقلة وذلك لقياس الأثر على العوائد غير العادية كمتغير تابع في الشركات الأردنية، وقد قام الباحث بإجراء الاختبارات الاحصائية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان واتباع أداة الارتباط والانحدار الخطي والتي من خلالها تم اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيم الاقتصادية المضافة المعدلة والمؤشرات التقليدية والقيمة السوقية المضافة مع العوائد غير العادية للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، وقد تم التوصل إلى وجود علاقة موجبة بين القيمة الاقتصادية

المضافة المعدلة والمؤشرات التقليدية وبين العوائد غير العادية من جهة أخرى للشركات عينة الدراسة، بينما لم يتم التوصل الى علاقة بين القيمة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة MVA وبين التغير في العوائد غير العادية.

#### تاسعاً: أداة البحث:

تتمثل ادارة البحث في تحليل البيانات المالية وبيانات تداول اسهم الشركات في البورصة وذلك لغرض قياس القيمة السوقية المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA وهما يمثلان المتغيرات المستقلة بجانب قياس القيمة السوقية لاسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصة ومن ثم يمكن التوصل الى طبيعة العلاقة بين كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبين القيمة السوقية للاسهم وقدرتهم على خلق القيمة لحملة الاسهم من خلال قياس الاثر على اسعار الاسهم ومدى القدرة على تفسير التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية حيث يعد ذلك محاولة للوصول الى درجة كفاءة الاداة والنموذج في تفسير التغيرات في الاسعار السوقية للاسهم.

#### قياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

ان القيمة الاقتصادية المضافة EVA تركز على جميع الجوانب المهمة لأعمال المنشأة - حجم رأس المستثمر وتقسيمه ما بين الدين ورأس المال الممتلك k تكلفة رأس المال (الأسهم والقروض)، حيث يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية من خلال الربح الاقتصادي والتي يطلق عليها القيمة الاقتصادية المضافة EVA والتي تشابه صافي القيمة الحالية NPV في احتسابها، إلا أن NPV فتحسب لعدة سنوات، كما أن تكلفة رأس المال التي تستخدم كمعدل الخصم في احتساب ال NPV تطبق على المنشأة ككل. (Madanoglu & et. al., 2004) ووفقاً لـ (Panahi et al, 2014) فإنه لقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتم ذلك خلال المعادلة الآتية:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

### حيث أن:

- $EVAt =$  القيمة الاقتصادية المضافة.
- $ROIC =$  العائد على رأس المال المستثمر ويتم حسابه من خلال قسمة NOPAT على IC
- $NOPAT =$  صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.
- $IC =$  رأس المال المستثمر.
- $WACC =$  التكلفة المرجحة لرأس المال.

فإذا كانت  $EVA < 0$  ففي هذه الحالة يمكن القول أن المنشأة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أما إذا كانت  $EVA = 0$  فهذا يعني أن المنشأة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال وعندما تكون  $EVA < 0$  هذا يعني تآكل في ثروة الملاك. (Al Ehrbar, 1998)

اما لحساب تكلفة رأس المال WACC فان ذلك يتم من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

### حيث أن:

- $Ke$ : معدل كلفة الأسهم للشركات.
- $W Equity$ : الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل.
- $Kd$ : معدل كلفة الديون في الشركات (متوسط سعر الائتمان والخصم بالبنك المركزي).

-  $W Debt$ : الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

ولحساب معدل كلفة الأسهم ( $Ke$ ) للشركات عينة الدراسة اعتمد الباحثون

$$Ke = Rfr + \beta (Km - Rfr) \text{ التالي: CAPM}$$

### حيث أن:

- $Rfr$ : معدل الفائدة على أدونات الخزينة لمدة ستة أشهر.
- $\beta$ : معامل الانحدار بين العوائد الشهرية للسوق مقاسا بعائد مؤشر EGX100 والعائد الشهري لمؤشر EGX30.

- Km: متوسط عائد البورصة المصرية لفترة الدراسة.  
أما بالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار في البورصة المصرية (Km) فقد تم احتساب المتوسط الشهري للعائد أولاً ومن ثم المتوسط السنوي للفترة (2012-2017) باستخدام المعادلة التالية:  $Km = (MI1 - MI0) / (MI0)$   
وترجع أهمية هذا المقياس إلى عدة أسباب منها انه يساعد على مواجهة أوجه القصور التي يعاني منها كل من الربح المحاسبي، ومعدل العائد على الاستثمار، في حين يحسب الربح المتبقي بعد استبعاد التكلفة الضمنية لرأس المال المستثمر من الأرباح التشغيلية، حيث إن احتساب التكلفة الضمنية على رأس المال المستثمر سوف يقود إلى إضافة قيمة لمقياس الربح المحاسبي، ويوفر مقياساً أشمل للأداء. (Jae k. Shim, 1999)

#### - قياس القيمة السوقية المضافة MVA:

تمثل MVA الفرق بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الدفترية للشركة وهي تمثل حقوق حملة الأسهم خلال مدة زمنية معينة في شكل أرباح محتجزة ورأس مال مدفوع ، وتعد MVA مقياساً للفرق بين كمية النقد المساهم به من قبل المستثمرين، وحجم ما يحصلون عليه نتيجة البيع بأسعار اليوم.  
قدم هذا المؤشر من قبل شركة Stern Stewart وتعرف بانها القيمة الناشئة من تجاوز القيمة السوقية لرأس المال للقيمة الدفترية لحقوق الملكية. (Raman, 2005)

أي أنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال للمساهمين في الشركات. لذا فهي تستخدم للوقوف على حسن إدارة الشركة لرؤوس أموال المساهمين بالاجل الطويل.  
وتحسب القيمة السوقية المضافة MVA وفقاً لـ (Brigham & Ehrhardt, 2011)

$$MVA = MVE - BVE$$

- ان MVE القيمة السوقية الإجمالية لحقوق الملكية وهي تساوي عدد اسهم الشركة في سعر السهم.
- ان BVE هي القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية.

وبموجب المعادلة فان قيمة MVA الموجبة تشير الى الزيادة المحتملة في قيمة الشركة مستقبلا مما يساهم في تعظيم حقوق حملة الأسهم. (Griffith, 2006) اما انخفاض MVA ووصولها الى القيمة السالبة فان ذلك مؤشر على احتمالات انخفاض قيمتها السوقية وتدني مستوى أرباحها نتيجة الى اما محدودية الفرص الاستثمارية او ان الادارة غير قادرة على توظيف مواردها في فرص استثمارية منتجة للقيمة. (Griffith, 2006)

فإذا كانت قيمة MVA موجبة، فهذا يعني ان الشركة قد زادت من قيمة رأس المال المودع لديها، ولذلك يتم خلق القيمة لحملة الاسهم، وإذا كانت قيمتها سالبة فهذا يعني ان الشركة قد بددت ثروتها. (الشرقاوي، ٢٠٠٧)

فمن خلال تعظيم الفرق بين النقد الذي يدفعه المستثمرون منذ بدء أعمال الشركة وبين القيمة الحالية لهذه النقود والناجمة عن قيام هؤلاء المستثمرين ببيع حصصهم في الشركة، فإن مديري الشركة يعظمون ثروة حملة الأسهم بالمقارنة بالاستخدامات الأخرى لرأس المال.

#### عاشراً: أسلوب جمع البيانات:

اعتمد البحث في جمع البيانات اللازمة لإعداد هذه الدراسة على مصادر البيانات الثانوية والمتمثلة بشكل أساسي بالقوائم المالية للشركات محل البحث والمنشورة في الصحف والتقارير المالية السنوية بالإضافة إلى الاستفادة من الأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث بشكل مباشر أو غير مباشر وكذلك الكتب والنشرات والتقارير الدورية المنشورة بهذا الخصوص.

#### الحادي عشر: الخطوات الاجرائية للبحث:

للتوصل الى نتائج البحث سوف يتم اتباع الخطوات الاتية:

- الحصول على البيانات الفعلية لقيم تداولات الشركات المكونة لمؤشر EGX30 (عينة الدراسة) وقيم نتائج الاعمال السنوية لتلك الشركات وذلك من خلال المصدر الرسمي للافصاح عن المعلومات بشركة مصر لنشر المعلومات خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٧.

- تفريغ البيانات المالية المطلوبة في جداول وحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA.
  - سوف يتم الاعتماد على البيانات السنوية نظرا لاصدار القوائم المالية.
  - اجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات لاجل التحقق من أن البيانات المستخدمة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك لغرض التعرف على الاسلوب الاحصائي الذي سوف يتم اتباعه بالتعامل مع البيانات باسلوب المعلمي parametric أو غير المعلمي Nonparametric
- الثاني عشر: الاختبارات الاحصائية المستخدمة:**
- من خلال الاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews) فقد اعتمد الباحث على عدد من الاساليب الاحصائية وذلك من اجل التوصل الى نتائج اختبار الفرضيات:
- اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) للتحقق من جوهرية المتغيرات وانها تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه.
  - اختبارات الاستقرارية لكلا من (Dickey – Fuller و Phillips – Perron) وذلك للكشف عن استقرار السلاسل الزمنية باستخدام إختبارات جذر الوحدة (Unit Root test).
  - اختبار الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression حيث إن الغرض من استخدام اداة تحليل الانحدار الخطي، هو دراسة وتحليل أثر متغير كمي على متغير كمي آخر، ففي تحليل الانحدار، ونظرا لان البحث قائم على دراسة اثر كلا من القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA فانه يمكن صياغة نموذج انحدار متعدد لقياس الاثر على التغير في اسعار الاسهم.
  - إختبار مستوى الدلالة الإحصائية Sig، وهو مستوى المعنوية المطلوب للتأكد من صحة الإختبارات الإحصائية.

ومن ثم ومن خلال الاختبارات الاحصائية فانه يمكن التوصل الى نتائج المقاييس الاتية:

■ نتائج إختبار الفروقات الاحصائية للعينة الواحدة غير المستقلة T-test والذي يستخدم لإيجاد دلالة الفروق و قيمة معامل الارتباط R بيرسون لتشير الى مستوى الارتباط بين المتغيرات ، و قيمة معامل التحديد R2 تشير الى القوة التفسيرية للمتغيرات و معامل التحديد المعدل Adj-R2 يشير الى القوة التفسيرية للتباين بين المتغيرات وهو المعامل الاكثر دقة فى تحديد القوة التاثيرية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع ، وقيمة معامل التباين F والتي تعبر عن مدى تحسن النموذج، والأمر المهم أننا نستطيع معرفة مدى دقة significance لقيمة F test كما كنا نعرف تأثير أي متغير عن طريق sig، فإذا كان F test Significance أقل من أو يساوي 5% فإن هذا يعني أن النموذج مقبول إحصائياً وأما إذا زاد عن ذلك فإن النموذج يكون غير مقبول.

■ حيث تم صياغة معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$\text{التغير فى اسعار الاسهم} = \alpha + (\beta 1 * \text{EVA}) + (\beta 2 * \text{MVA}) + e$$

ويوضح جدول رقم (1) الاحصاء الوصفى لقيم متغيرات الدراسة

### الجدول رقم (1)

#### الاحصاء الوصفى لقيم متغيرات الدراسة

	القيمة الاقتصادية المضافة EVA	القيمة السوقية المضافة MVA	التغير فى سعر سهم الشركة Y
Mean المتوسط الحسابى	1508729804	1847643628	0.1565799
Median الوسيط	740991710	594333309	0.1298858
Maximum اعلى قيمة	8451147263	12852050737	1.8581788
Minimum اقل قيمة	-426897366	-622378921	-0.5022589
Std. Dev الانحراف المعياري	5159127	85925512	0.3580274
Skewness التفرطح	3.939832	3904.414	1.5238986
Kurtosis الالتواء	21.23041	3900.574	2.2887737

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
مجدد الرؤوفه علي محمد الله جريد

Jarque-Bera جارك بيرا	26.843	19.0205	40.4656
Probability المعنوية	0.2569	0.3698	0.18669
Observations العينة	180	180	180

ويشير الجدول رقم (٢) الى الاحصاء لقيم البيانات التي اعتمد عليها البحث في حساب القيمة السوقية المضافة.

### الجدول رقم (٢)

الاحصاء الوصفي للقيم التي اعتمد عليها البحث في حساب  
القيمة السوقية المضافة

	اجمالي حقوق الملكية BE	القيمة السوقية لحقوق الملكية MVE
Mean-المتوسط الحسابي	3150769592	5014756401
Median-الوسيط	913221378	1746800000
Maximum-اعلى قيمة	34669999000	47522049737
Minimum-اقل قيمة	120636694	123599384
Std. Dev.-الانحراف المعياري	55009578	12580510
Skewness-التفرطح	3068.64	2984.362
Kurtosis-الالتواء	4453.21	3055.87
Jarque-Bera-جارك بيرا	34.896	23.3572
Probability-المعنوية	0.1255	0.25366
Observations-العينة	180	180

بينما يشير الجدول رقم (٣) الى الاحصاء الوصفي للبيانات التي اعتمدت عليها الدراسة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد الرؤوف علي محمد الله جريد

**الجدول رقم (٣)**  
**الاحصاء الوصفي للبيانات التي اعتمد عليها**  
**البحث في حساب القيمة الاقتصادية المضافة**

	العائد على رأس المال المستثمر ROIC	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT	راس المال المستثمر IC
المتوسط الحسابي-Mean	0.246741	382469689	1683832478
الوسيط-Median	0.049	38513689	550700458
اعلى قيمة-Maximum	3.3689	5648945789	30618266689
اقل قيمة-Minimum	-0.8285	-256687945	105000000
الانحراف - Std. Dev. المعياري	0.580274	8942.0512	2457.5569
التفرطح-Skewness	3.180666	3.669257	2.266532
الالتواء-Kurtosis	14.51061	6.55821	7.529569
جارك بيرا-Jarque-Bera	26.6699	18.5599	18.9988
المعنوية-Probability	0.11255	0.25994	0.45889
العينة-Observations	180	180	180

ويشير الجدول رقم (٤) لقيم الوصفية للبيانات التي تم الاعتماد عليها لحساب  
 التكلفة المرجحة لرأس المال WACC.

**الجدول رقم (٤) القيم الوصفية لبيانات التكلفة المرجحة لرأس المال WACC**

	معدل كلفة الأسهم للشركات Ke	الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل W Equity	معدل كلفة الديون في الشركات Kd	الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل W Debt	التكلفة المرجحة لرأس المال WACC
المتوسط -Mean الحسابي	-1.5206	0.4085	0.1525	0.2536	-0.6965
الوسيط-Median	-2.0363	0.3448	0.1098	0.2524	-0.1874

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد الرؤوف علي محمد الله جريد

Maximum- أعلى قيمة	0.1512	1.6978	3.1321	1.2876	1.0636
Minimum- أقل قيمة	-4.0924	-0.4896	0.1058	-0.0178	-8.9569
Std. Dev.- الانحراف المعياري	1.6958	0.2869	0.2878	0.2369	1.2378
Skewness- التفرطح	-0.3456	1.3896	8.8547	1.1778	-3.1468
Kurtosis- الالتواء	1.4578	6.8968	5.2674	5.2058	3.599
Jarque-Bera- جارك بير	21.2860	56.6925	12.6625	27.0891	17.6900
Probability- المعنوية	0.2660	0.1290	0.5400	0.1867	0.4220
Observations- العينة	180	180	180	180	180

ولاجراء اختبار الانحدار المتعدد لقياس اثر كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على التغير في اسعار الاسهم، فانه لا بد اجراء اختبار الانحدار وان البيانات مستقرة في الفرق الاول وذلك بالاعتماد على اختبارات الاستقرار (Phillips – Perron و Dickey – Fuller) حيث يستخدم للكشف عن استقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبارات جذر الوحدة وذلك لأهمية تحديد مدى وجود فجوة زمنية في اختبارات جذر الوحدة، حيث يقوم اختبار جذر الوحدة (Unit Root test) على تحديد الخصائص غير الساكنة للبيانات الاصلية أو في الفرق الأول لكلا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والتغير في اسعار الاسهم، وبعد التأكد من ان البيانات مستقرة في الفرق الاول فانه سوف يتم اجراء اختبار الانحدار. حيث يشير الجدول رقم (٥) الى نتائج اختبار جذر الوحدة (الاستقرارية) باستخدام نموذج ADF&PP لبيانات القيمة الاقتصادية المضافة.

### الجدول رقم (٥)

#### اختبار جذر الوحدة لـ ADF & PP للقيمة الاقتصادية المضافة EVA

Null Hypothesis: D(EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-10.54329	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.578555	
	5% level		-1.942699	
	10% level		-1.615467	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				

Null Hypothesis: D(EVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 60 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-46.99442	0.0001
Test critical values:	1% level		-2.578243	
	5% level		-1.942655	
	10% level		-1.615495	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				

حيث يتضح من الجدول رقم (٥) ان قيم بيانات القيمة الاقتصادية المضافة EVA مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية اقل من ٥% وان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة وذلك وفقا لاختبار ADF&PP، وبالتالي فان بيانات السلسلة الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة لا يوجد بها مشكلة جذر وحدوة .  
 ويشير الجدول رقم (٦) الى نتائج اختبار جذر الوحدة (الاستقرارية) لبيانات القيمة السوقية المضافة باستخدام نموذج ADF&PP للاستقرارية.

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد الزرووقه علي محمد الله جريد

**الجدول رقم (٦) اختبار جذر الوحدة لـ PP&ADF للقيمة السوقية المضافة MVA**

Null Hypothesis: D(MVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-16.90014	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.578018	
	5% level		-1.942624	
	10% level		-1.615515	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Null Hypothesis: D(MVA) has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 16 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-22.12968	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.578018	
	5% level		-1.942624	
	10% level		-1.615515	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد البروفه علي محمد الله جريد

حيث يتضح من الجدول رقم (٦) ان قيم بيانات القيمة السوقية المضافة EVA مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية اقل من ٥% وان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة وذلك وفقا لاختبار ADF&PP، وبالتالي، فان بيانات السلسلة الزمنية للقيمة السوقية المضافة لا يوجد بها مشكلة جذر وحدة.  
 ويشير الجدول رقم (٧) الى نتائج اختبار جذر الوحدة (الاستقرارية) باستخدام نموذج ADF&PP لبيانات التغير في اسعار الاسهم

### الجدول رقم (٧)

#### اختبار جذر الوحدة لـ ADF & PP للتغير في اسعار الاسهم Y

Null Hypothesis: D(Y) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-10.46171	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.578397	
	5% level		-1.942677	
	10% level		-1.615481	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Null Hypothesis: D(Y) has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 17 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد الرؤوف علي محمد الله جريد

Phillips-Perron test statistic		-47.18903	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.578018	
	5% level	-1.942624	
	10% level	-1.615515	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			

حيث يتضح من الجدول رقم (٨) ان البيانات التي تعبر عن التغير في اسعار الاسهم مستقرة في الفرق الاول عند مستوى معنوية اقل من ٥% وان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الحرجة وذلك وفقا لاختبار PP&ADF وبالتالي فان بيانات السلسلة الزمنية للتغير في اسعار الاسهم لا يوجد بها مشكلة جذر وحدة ، ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج اختبار الارتباط الخطى بين المتغيرات المستقلة من خلال اختبار Multicollinearity والذي من خلال يمكن التأكد من انه لا يوجد مشكلة تعدد خطى بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

الجدول رقم (٨) نتائج اختبار الارتباط الخطى للمتغيرات المستقلة (EVA&MVA)

Variance Inflation Factors			
Date: 05/25/19 Time: 18:42			
Sample: 1 180			
Included observations: 179			
	Coefficien t	Uncentere d	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
C	0.003856	1.197571	NA
EVA	0.008998	5.272503	4.459879
MVA	0.004789	5.206822	4.402697

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد الرووفه علي محمد الله جريد

حيث يوضح الجدول رقم (٩) انه لا يوجد مشكلة تعدد خطى بين المتغيرات المستقلة، تشير قيمة احصائية الـ (Centered VIF) لكلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة اقل من قيمة (١٠)، حيث تم التاكيد انه لا يوجد درجة ارتباط خطى مرتفع تتطلب استبعاد احدى المتغيران، ووفقا لمنهجية البحث وبعد التاكيد من ان البيانات تضخع للتوزيع الطبيعي وان البيانات مستقرة فى فرق الاول وفقا لاختبارات (ADF&PP) وانّه لا يوجد مشكلة تعدد خطى (Multicollinearity) فانه يمكن اجراء مصفوفة الارتباط والانحدار الخطى، حيث يشير الجدول رقم (٩) الى نتائج مصفوفة الارتباط الخطى.

### الجدول رقم (٩) مصفوفة ارتباط معامل بيرسون

Covariance Analysis: Ordinary			
Date: 05/25/19 Time: 19:50			
Sample: 1 180			
Included observations: 179			
Balanced sample (listwise missing value deletion)			
Correlation Probability			
	MVA القيمة السوقية المضافة	EVA القيمة الاقتصادية المضافة	Y التغير فى اسعار الاسهم
MVA	1.000000		
	-----		
EVA	0.049726	1.000000	
	0.1256	-----	
Y	0.358941	0.303745	1.000000
	0.0266	0.0395	-----

حيث تظهر نتائج مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٩) الى وجود ارتباط ايجابى بين بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير فى اسعار الاسهم قدرها

٣٠.٣٧% عند مستوى معنوية اقل من ٥%، ويستدل من ذلك ان ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة يعبر تحسن مستوى ادارة الشركات والذي بدوره يعمل على زيادة قيمة الشركة، بجانب ان استخدام معلومات القيمة الاقتصادية المضافة اعطى مؤشرا جيدا لحجم واهمية الشركات المكونة لمؤشر EGX30 مما ساهم في زيادة معدل التغير في اسعار الاسهم بشكل ايجابي، فارتفاع EVA شجع المستثمرين على شراء الاسهم مما ساهم في زيادة مستوى التغير في اسعار الاسهم، وبذلك فان القيمة الاقتصادية المضافة ساهمت في زيادة الطلب على الاسهم وبالتالي ارتفاع اسعار الاسهم.

وقد اظهرت نتائج مصفوفة الارتباط ان هناك علاقة ارتباط ايجابي بين القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية المضافة قدرها ٣٥.٨٩% عند مستوى معنوية اقل من ٥%، حيث ان ارتفاع القيمة السوقية المضافة والتي تعبر عن ارتفاع القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية مما ساعد على ارتفاع اسعار الاسهم، حيث زيادة الفارق بين قيمة الشركة في السوق وقيمتها الدفترية هو ناتج عن زيادة الرغبة لدى المستثمرين في التوسع بشراء الاسهم، فالعلاقة الموجبة بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم تشير الى الزيادة المحتملة في قيمة الشركة مستقبلا مما يساهم في تعظيم حقوق حملة الأسهم، فمن خلال تعظيم الفرق بين النقد الذي يدفعه المستثمرون من اموال لشراء الاسهم منذ بدء أعمال الشركة وبين القيمة السوقية الحالية للشركة يؤدي ذلك الى جذب المزيد من الاستثمارات غير المباشرة وتحفيز المستثمرين على شراء المزيد من اسهم الشركة مما يزيد الطلب على الاسهم ويرتفع مستوى التغير في اسعار الاسهم.

وبالتالي يمكن صياغة نموذج انحدار على شكل معادلة تنبؤ يمكن استخدامها في توقع التغير في اسعار الاسهم.

## الجدول رقم (١٠)

### نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين المتغيرات

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 05/25/19 Time: 19:50				
Sample: 1 180				
Included observations: 179				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.138285	0.029254	4.727107	0.0000
EVA	0.298595	0.048799	2.502964	0.0356
MVA	0.325669	0.062548	2.294940	0.0234
R-squared	0.233286	Mean dependent var	0.156576	
Adjusted R-squared	0.222074	S.D. dependent var	0.358018	
S.E. of regression	0.007647	Akaike info criterion	0.798077	
Sum squared resid	11.51240	Schwarz criterion	0.851497	
Log likelihood	20.42792	Hannan-Quinn criter.	0.819739	
F-statistic	11.84951	Durbin-Watson stat	1.899319	
Prob(F-statistic)	0.018188			

ويوضح الجدول رقم (١٠) نتائج نموذج الانحدار والتي تشير الى ان هناك مستوى معنوية للنموذج وهو مقبول احصائياً، حيث ظهرت معنوية النموذج ٠.٠١٨١٨٨ وهو اقل من ٥% وبالتالي يمكن قبول النتائج، بجانب ان اختبار درابن واظسون اظهر قيمة احصائية ١.٨٩٩٣١٩ وهي في حدود مستوى ٢.٠٠ وبالتالي لا يوجد مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة، ويبين النموذج ان هناك علاقة ايجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير في اسعار الاسهم عند درجة معامل ميل الانحدار (بيتا) قدرها ٠.٢٩٨٥٩٥، حيث ان ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة بوحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع مستوى التغير في اسعار الاسهم بمقدار ٠.٢٩٨٥٩٥.

وهذا يوضح ان اداة القيمة الاقتصادية المضافة يمكن الاعتماد عليه فى تفسير التغير فى فى اسعار الاسهم وهو مايساعد المستثمرين على عملية اتخاذ القرار، حيث اظهرت النتائج ان هناك مستوى للفروقات الاحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير فى اسعار الاسهم قدرها ٢.٥٠٢٩٦٤ عند مستوى معنوية ٠.٠٣٥٦ وهو مقبول احصائيا لتأكيد العلاقة الايجابية بين المتغير المستقل والمتغير التابع عند مستوى اقل من ٥%.

وقد اظهرت النتائج ان هناك علاقة ايجابية عند مستوى معنوية اقل من ٥% بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير فى اسعار الاسهم، حيث ان نتائج نموذج الانحدار تشير الى قيمة معامل ميل (بيتا) بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير فى اسعار الاسهم قدرها ٠.٣٢٥٦٦٩. توضح ان كل ارتفاع فى القيمة السوقية المضافة بوحدة واحدة يقابله ارتفاع فى مستوى التغير فى اسعار الاسم بمقدار ٠.٣٢٥٦٦٩. عند مستوى فروقات احصائية قدرها ٢.٢٩٤٩٤٠ ومستوى معنوية ٠.٠٢٣٤ مقبول احصائيا طالما اقل من ٥%. وتشير نتائج النموذج الى قيمة معامل التحديد R2 والتي توضح القوة التأثيرية للمتغيرات المستقلة التي اعتمد عليه البحث (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة) على المتغير التابع، حيث ان المتغيرات المستقلة تفسر نسبة ٢٣.٣% من التغير فى اسعار الاسهم المكونة لمؤشر EGX30، ايضا يشير معامل التحديد المعدل Adj-R2 ان القوة التفسيرية للتباين بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مقدارها ٢٢.٢% وهو المؤشر الاكثر دقة لقياس كلا من (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة) فى تفسير التغير الحاصل فى اسعار الاسهم، وذلك عند مستوى تباين قدره ١١.٨٤٩٥١، وبالتالي فانه يمكن صياغة معادلة الانحدار على النحو التالي:

التغير فى اسعار الاسهم = ٠.١٣٨٢٨٥ + (٠.٢٩٨٥٩٥ \* القيمة الاقتصادية

المضافة) + (٠.٣٢٥٦٦٩ \* القيمة السوقية المضافة) + ٠.٠٠٧٦٤٧

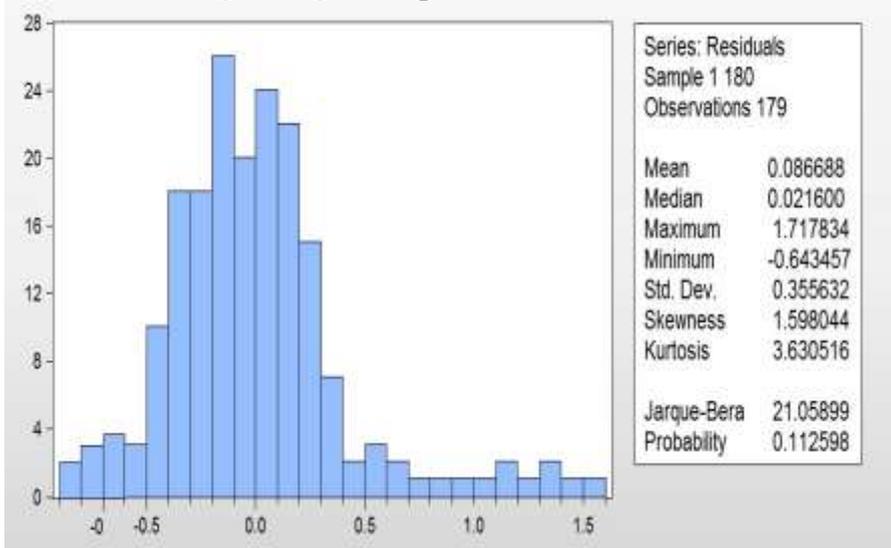
وبالتالى فان ووفقا لنتائج معادلة الانحدار فان القيمة السوقية المضافة هى الاكثر قوة فى تفسير التغير فى اسعار الاسهم ليلبيها القيمة الاقتصادية المضافة، حيث

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
محمد الرؤوف علي محمد الله جريد

انه للتأكد من صحة بيانات نموذج الانحدار المتعدد فانه قد تم اجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بأسلوب جارك بيرا كما هو موضح بالشكل رقم (٢).

### الشكل رقم (٢)

#### اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



حيث يتضح من الشكل السابق ان البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك من خلال قيمة احصائية جارك بيرا والتي تشير الى مستوى معنوية للتوزيع الطبيعي للبواقي اكبر من ٥% عند مستوى احصائية جارك بيرا قدرها ٢١.٠٥٨٩٩ ومستوى معنوية قدرها ٠.١١٢٥ وهو اكبر من ٥% وبالتالي فان قيم نموذج الانحدار مقبولة احصائيا ويمكن الاخذ بنتائج العلاقة وبمعادلة الانحدار، حيث تمثل الفرق بين القيمة التي تم حسابها من خلال نموذج الانحدار والقيمة الحقيقية وهي منخفضة ويظهر ذلك من خلال قيمة الخطا العشوائى فى نموذج الانحدار، وبالتالي فأن وجود هذا الفارق أو الخطأ هو اعتيادى فى تحليل الانحدار ويتبع التوزيع الطبيعي وفقا لاختبار توزيع البواقي.

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
 محمد الرووفه علي محمد الله جريد

وللتعرف على اتجاه العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فإنه تم إجراء اختبار السببية (جرانجر – كوزالتى) حيث يشير الجدول رقم (١١) الى نتائج الاختبار والذي يوضح ان هناك علاقة سببية بين المتغيرات.

### الجدول رقم (١١)

#### اختبار بيان اتجاه السببية بين المتغيرات

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/25/19 Time: 20:27			
Sample: 1 180			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
Y does not Granger Cause MVA	178	5.45807	0.0003
MVA does not Granger Cause Y		4.07749	0.0055
Y does not Granger Cause EVA	175	0.95044	0.1531
EVA does not Granger Cause Y		3.23284	0.0095

حيث يتضح من نتائج اختبار السببية ان المتغيرات المستقلة ممثلة فى القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبين التغير فى اسعار الاسهم، حيث يشير الجدول رقم (٥-١٤) الى ان هناك علاقة سببية من اتجاهين بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير فى اسعار الاسهم، بجانب ان هناك علاقة سببية من اتجاه واحد من القيمة الاقتصادية المضافة الى التغير فى اسعار الاسهم، وتؤكد نتيجة اختبار السببية الى ان القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة يؤثران على التغير فى اسعار الاسهم وفقا لنتائج نموذج الانحدار واختبار السببية.

#### الثالث عشر: نتائج الدراسة:

- توصلت نتائج البحث الى انه توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين التغير فى اسعار اسهم شركات مؤشر EGX30 باعتباره مجتمع الدراسة، والذي تم تطبيق البحث التحليلية بالاعتماد على بيانات

الشركات المكونة للمؤشر، حيث ان اداة القيمة الاقتصادية المضافة قد اظهرت انه كلما زاد مقدار العائد على راس المال المستثمر بعد خصم التكلفة المرجحة لراس المال مقارنة باجمالى راس المال المستثمر فان ذلك يؤدي الى ارتفاع اسعار اسهم الشركات فى البورصة نتيجة لزيادة الطلب على الاسهم بناء على ايجابية الناتج عن قياس اداة القيمة الاقتصادية المضافة.

- توصلت نتائج البحث الى ان اداة القيمة الاقتصادية المضافة تساعد المستثمرين فى اتخاذ القرار الاستثمارى والتعرف على قوة الشركة ومدى تحسن ادائها المالى والاقتصادى، حيث اعتماد المستثمرين على القيمة الاقتصادية المضافة كاداة من ادوات اتخاذ القرار هو نتائج عن قدرة الاداة فى تفسير التغير فى سعر السهم وهو يعود لارتفاع القدرة التفسيرية للاداة.
- انتهت نتائج البحث الى ان ما تم التوصل اليه من نتائج لعلاقة ايجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة والتغير فى اسعار الاسهم يتفق مع نتيجة مع دراسة كلا من (عبد العزيز، ٢٠١٧) وتختلف مع دراسة (العلى، سوزان، ٢٠١٦) (أبو حفص، ٢٠١٢)
- توصلت نتائج البحث الى انه توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة وبين التغير فى اسعار اسهم شركات مؤشر EGX30، وذلك نظرا لان ايجابية القيمة السوقية المضافة والتي تعبر عن ارتفاع القيمة السوقية للسهم مقابل القيمة الدفترية توضح ارتفاع القيمة السوقية للشركة نتيجة لزيادة الطلب على الاستثمار فى اسهم الشركة وهو ما يفسر العلاقة الايجابية بين القيمة السوقية المضافة والتغير فى أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30.
- انتهت نتائج البحث الى ان ما تم التوصل اليه من نتائج لعلاقة ايجابية بين القيمة السوقية المضافة والتغير فى اسعار الاسهم يتفق مع نتيجة دراسة كلا من (السعدى، ٢٠١٧) (Kangarlouei et al, 2013) وتختلف مع دراسة (عبد العزيز، ٢٠١٧) (أبو العلا، ٢٠١٠).
- ان التغير فى القيمة السوقية المضافة يمكن ان يفسر التغير الحاصل فى اسعار الاسهم، حيث يساعد استخدام مؤشر القيمة السوقية المضافة فى التنبؤ بأسعار

الاسهم، فكلما ارتفعت القيمة السوقية المضافة كلما استدل من ذلك على ان هناك رغبة من المستثمرين فى التوسع فى شراء اسهم الشركة وبالتالي تزداد قيمة الاسهم نتيجة لزيادة الطلب.

■ انتهت نتائج البحث ان القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة يفسرا مانسبته ٢٢.٢% من التغير فى اسعار الاسهم وبالتالي فانه يمكن ان يعتد باداة القيمة الاقتصادية المضافة فى التنبؤ بالتغير فى اسعار الاسهم.

#### الرابع عشر: توصيات البحث:

وفقا للنتائج التى تم التوصل اليها فاننا نستعرض توصيات البحث على النحو

التالى:

■ الاستفادة من درجة اثر القيمة الاقتصادية المضافة فى التنبؤ باسعار الاسهم وذلك من خلال الاعتماد على بيانات معادلة الانحدار التى توصلت اليها البحث والتى اظهرت علاقة ايجابية توضح وجود قوة تفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة فى التنبؤ بالتغير فى اسعار الاسهم، حيث توصى البحث ان يستفيد المستثمرين بالعلاقة الايجابية بين القيمة الاقتصادية فى توقع اسعار الاسهم فى السوق مما يحقق عائد ايجابى للمستثمر.

■ من خلال ما تم التوصل اليه من نتائج فان البحث اوصى المستثمرين بالاخذ بنتائج الاثر الناتج من القيمة السوقية المضافة فى التنبؤ بالتغير فى اسعار الاسهم، والاستفادة من نتائج معادلة الانحدار فى تحقيق عائد من الاستثمار فى سوق الاوراق المالية، حيث اوصى البحث ان يعمل المستثمرين على الاعتماد على اداة القيمة السوقية المضافة فى قرار الشراء للاسهم حيث يحقق ذلك مكاسب للمستثمر عن طريق التنبؤ بمقدار التغير فى اسعار الاسهم.

■ حث ادارة البورصة المصرية على القيام بمزيد من حملات التوعية باهمية دراسة كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة نظرا لما تم التوصل اليه من اثر ايجابى على اسعار الاسهم، لاسيما ان للبورصة المصرية دور هام

فى رفع مستوى الوعى باهمية الاعتماد على ادوات مالية سليمة وحديثة تساعد المستثمرين فى اتخاذ القرار الاستثمارى السليم.

- ضرورة ان تعمل شركات الاوراق المالية والاستشارات المالية على تطوير تقاريرها لتتضمن بيان بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة الاستفادة بنتائج العلاقة بين التغير فى اسعار الصرف وسوق الاوراق المالية لتحقيق افضل معدلات الربحية.

#### الخامس عشر: ما يميز البحث الحالية عند الدراسات السابقة:

- تميز البحث الحالية عن الدراسات السابقة فى دراسة اثر كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لفترة زمنية حديثة فى الشركات المكونة لمؤشر EGX30 بالرغم من توقف البحث عند العام ٢٠١٧ وذلك نظرا لعدم صدور بعض القوائم المالية للشركات عن العام ٢٠١٨ عند الانتهاء من الدراسة.
- ان البحث الحالي استعرضت الجوانب النظرية لكلا من القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة لزيادة قيمة البحث وللتعرف على الجوانب النظرية المتعلقة بتلك المقاييس.
- البحث الحالي انتهت بالتعرف على نتائج قوة كلا من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبيان ايهما اكثر دقة فى التنبؤ بالتغير فى اسعار الاسهم وبالاخص بالتطبيق على البورصة المصرية وهو ما يميز البحث الحالي عن الدراسات السابقة فى مصر.
- ان ازدياد الاهتمام بقدرة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على تفسير التغير فى القيمة السوقية تعطى البحث قوة، حيث إن الدافع وراء اهتمام المستثمرين والباحثين بدراسة مقاييس الاداء فى مصر يميز البحث نظرا للقيام بدراسة مؤشرات من الاساليب الحديثة.

## السادس عشر: توصيات ببحوث مستقبلية:

- يوصى الباحث ان تم اجراء بحوث مستقبلية استكمالاً للدراسة الحالية:
- حجم الشركة كمتغير وسيط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للشركات.
  - دراسة اثر سعر الصرف على القيمة الدفترية للشركات المدرجة في البورصة.
  - اثر كلا من القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة على العوائد غير العادية للاسهم.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- أبو حفص، سميحة، (٢٠١٢)، "دور المؤشرات المحاسبية وأسلوب القيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بالقيمة السوقية للشركات " دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوابل، جامعة محمد خضير، الجزائر.
- أبو العلا، خلدون، (٢٠١٠)، "الاختلافات بين الاساليب الحديثة في التقييم ودورها في التنبؤ بالعوائد غير العادية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، عمان، الأردن.
- الزبيدي حمزة والكيلاني قيس، (٢٠٠٥)، "إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة"، دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
- السعدى، عز الدين، (٢٠١٧)، "دور كلا من القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في اسعار الاسهم للشركات الاردنية"، الجامعة الاسلامية، رسالة ماجستير، غير منشورة، الاردن.
- العلى، سوزان، (٢٠١٦)، "القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضها - دراسة تطبيقية لآحد المفاهيم الأكثر جدلاً لتقييم الاداء - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة المصرية"، ماجستير - قسم علوم مالية ومصرفية- الأكاديمية العربية لمعلوم المالية والمصرفية- دمشق- سورية.
- جويجان، سلطان سليمان، (٢٠١٥)، "اثر القيمة الاقتصادية المضافة على الاسعار السوقية للاسهم دراسة تحليلية مقارنة مع اثر المؤشرات المالية التقليدية - دراسة تطبيقية على

دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات ...  
محمد الرووفه على محمد الله جريد

- الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط.
- عبد العزيز، محمد احمد، (٢٠١٧)، "مستوى الاختلاف بين المؤشرات المالية و مؤشرات القيمة في تفسير التغير في اسعار الاسهم في البورصة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها.
- عقيل، سعاد معمر، (٢٠١٥)، "قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الاداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن.
- قديمي، ثائر & الكيلاني، قيس & العمارنة، اسماء، (٢٠١١)، "أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهى القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية"، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، البحث رقم (5-2011-DRGS).
- مطر، محمد، (٢٠٠٤)، "إدارة الاستثمار"، الطبعة الاولى، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، عمان.
- نور عبدالناصر & أولسبتي علاء الدين، (٢٠٠٣)، "مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية"، مجلة دراسات، مجلد ٣٠.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Athanassakos, G., (2007), "Value-Based Management, Eva And Stock Price Performance In Canada", Management Decesion, Vol. 45, Issue 9, Pp. 1397-1411.
- Chung, D. Y. & Hrazdil, K., (2011), "Market Efficiency And The Post-Earnings Announcement Drift", Contemporary Accounting Research Vol. 28 No. 3.
- Ismail, A., (2006), "Is Economic Value Added More Associated With Stock Return Than Accounting Earnings? The Uk Evidence", International Journal Of Managerial Finance, Vol.2, No. 4, Pp. 343-353.
- Kangarlouei H & Houma Y & Jon M (2013) "Investigation Of The Explanatory Power Of Performance Evaluation Criteria In Determining

- The Value Of Acquired Companies In Tehran Stock Exchange (Tse).*”  
Research Journal Of Finance And Accounting, Issn 2689-1697 (Paper)  
Issn 8992-2847 (Online).
- Leong j. g& Iona h& jasse d S (2009)”What is the best use eva&mva?”  
Journal Of Finance And Investment Analysis, Vol. 3, No1
  - Mashayekh, J & Bahavarnia K L (2007)” Economic value added and  
profitability to measure performance in Iranian companies” Research in  
World Economy, vol.3, issue 12
  - Mgammal, K (2012) “Effect of economic factors and valuation  
indicators on Saudi stock prices” International Journal of Economics and  
Finance Vol. 8, No.9.
  - Michael, J, F (2008) "The relationship between the eva mva on stock  
prices in the Ghana Stock Exchange” American International Journal of  
Social Science Vol. 2, No. 8; November 2008.
  - Oanua, I (2015) "Relationship between the mva and the returns in  
Bangladesh stock Exchange” European Journal of Business and  
Management Investment Management and Financial Innovations,  
Volume 11, Issue 6.
  - Palliam, R., (2006), "*Further Evidence On The Information Contents Of  
Economic Value Added*", Review Of Accounting And Finance,  
Vol.5, No. 3, Pp. 204-215.
  - Panahi, B & Christopher, N & Wan Normeza, W. (2014). "*The  
Correlation Of Eva And Mva With Stock Price Of Companies In Tehran  
Stock Market*". Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In  
Business .Vol 6 No 2.
  - Pavelkova, K& Dostal K (2013). "*Measuring The Company  
Performance: The Identification Of Correlation Between Eva And  
Selected Financial Indicators With Use Of Genetic Algorithm.*” Journal  
Of International Business Studies, Vol. 35 No. 6 Pp 256-268.

- Rajesh, M, N R V Ramana Reddy, Narayana Reddy (2012), "*An Empirical Studyon Eva And Mva Approach*", International Journal Of Marketing, Financial Services And Management Research 1, (3) ,P, P.135-160.
- Uwubanmwun, K (2009) "The relationship between mva and stock prices in Nigeria stock Exchange" Journal of Economics and ISSN: 2540-5933, p-ISSN: 2321-5925. Volume 87
- Uyemura, J & Houma, G & dounag I (2005) "Market capitalization of banks using eva and mva" Mediterranean Journal of Social Sciences MCSER Publishing, Rome-Italy.
- Verma G A (2006) "Comparative analysis between EVA and MVA" Acme Intellects International Journal Of Research In Management, Social Sciences & Technology Issn 2365-2458
- Zaima, J.K. (2008), "*Portfolio Investing With Eva*", Journal Of Portfolio Management, Vol. 33, No. 3, Pp. 34-40.