

تاريخ الـبرسال (2018-11-25). تاريخ قبول النشر (2019-02-06)

- * 1 د. فادي محمد الشناق : اسم الباحث الأول:
1 د. محمد حسام عودة : اسم الباحث الثاني:
1 د. علي عبد الكريم مطر : اسم الباحث الثالث:

قسم المالية والمصرفية - كلية الاقتصاد والاعمال - جامعة جدارا -
الاردن

¹ اسم الجامعة والبلد (للأول)

* البريد الالكتروني للباحث المرسل:

E-mail address:

Fadi.a@jadara.edu.jo

أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الإستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي

الملخص:

هدفت الدراسة الحالية الى إختبار أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الإستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي . تم جمع البيانات من خلال القوائم المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي والتي اختيرت على أن تكون أسهم الشركة قد تم تداولها خلال فترة الدراسة، وتوفر أسعار الإغلاق لأسهما نهاية كل سنة، وعلى أن تكون فاعلة ولم تتعرض للإغلاق أو التصفية، إضافة إلى أن تكون الشركة غير مدمجة مع شركات أخرى و للفترة (2005-2015) التي تندرج تحت مسمى بيانات (Panel Data). و تتضمن بعد الزمن (Time Series Data). و قد أشارت إختباراتها الأولية الى أن استخدام نموذج التأثير الثابت (Fixed Effect) و نموذج التأثير العشوائي (Random Effect) يمثلان أفضل طريقة إحصائية لإختبار فرضياتها، و ضمن إطار برنامج E - Views الإحصائي. أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى وجود تأثير إيجابي لكل من القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية على أسعار الأسهم . بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي لمعدل النمو في المبيعات في تأثيره على أسعار الأسهم . أما بالنسبة لمتغير حجم الشركة ، فلم يبلغ تأثيره على أسعار الأسهم مستوى الدلالة الإحصائية. توصي الدراسة الحالية ببناء" على النتائج التي تم التوصل إليها، بأن تكون جميع القرارات الإستثمارية و التمويلية سليمة، بحيث تنعكس بشكل إيجابي على كل من القيمة الاقتصادية المضافة و على كلفة الإستبدال .

كلمات مفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة ، الكلفة الإستبدالية ، سوق عمان المالي، الشركات المساهمة الصناعية

The Impact of Economic Value Added and Replacement Cost on the Stock Price for listed Companies on Amman Stock Exchange

Abstract:

The aim of current study is to test the impact of the Economic value added and the replacement cost on the Stock Price for listed companies on the Amman Stock Exchange. The data were collected through the annual financial statements of the industrial Jordanian public companies, were negotiated during the study's period, and the closing prices of their shares were available. In addition to, that the companies were not merged with other companies for the period (2005 to 2015), which are listed under the term (Panel Data) which includes (time series data)

Their initial tests indicated that the use of the model of (fixed effect) and (Random Effect) represents the best statistical method to test their hypotheses, within the framework of the statistical E - Views. The results of current research reached to positive effect of the economic value added on the stock prices for the firms. Furthermore, there is a positive effect of the replacement cost on the stock prices for the firms. In addition to, the growth rate in sales has positive effect on stock price; while the company size hasn't any effect on stock price. Lastly, current study recommends, based on the results reached, that all investment and financing decisions are sound, reflecting positively on both the economic value added and the cost of replacement.

Keywords: Economic Added Value, Replacement Cost, Amman Stock Exchange, Industrial listed Companies.

1. المقدمة

تسعى الشركات المساهمة إلى تحقيق هدفها الرئيس، والتمثل بتعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال زيادة أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية، لضمان البقاء بين منافسيها، ولجذب أنظار المستثمرين المرتقبين. ومن هنا أصبح المقياس المالي للأرباح التي تحققها الوحدة الاقتصادية هو المؤشر الذي يستخدمه المتداولون في سوق الأسهم لقياس العائد على السهم. وقد استخدمت العديد من المقاييس المالية التقليدية والحديثة لتحليل القرارات المالية وأثرها على أسعار الأسهم السوقية، منها المقاييس المعتمدة على مفاهيم الربح المحاسبي، الذي تحققه الشركة من خلال أساس الاستحقاق، ومقاييس القيمة على أساس التدفق النقدي. لقد ساهمت التطورات في بيئة الأعمال بشكل عام والتغيرات الجذرية بالفكر المالي المعاصر بشكل خاص، عزز من أهمية دور الإدارة في تعظيم ثروة حملة الأسهم من جانب، ومن جانب آخر البحث عن مؤشرات جديدة تعالج ضعف المؤشرات المحاسبية المتعلقة بقدرتها على تحليل أداء الشركات، والتي تعزى إلى قدرة المدراء على إستغلال مرونة بعض المعالجات المحاسبية، في إخفاء الأداء غير الجيد للشركات. ومن هنا ابتكرت عدة مقاييس منها تلك التي تعتمد مؤشرات (القيمة الاقتصادية المضافة و الكلفة الاستبدالية ومؤشرات الأداء)، لكونها أكثر تقارباً من المقاييس المحاسبية في الكشف عن الأداء الحقيقي في الشركات المساهمة. (الخوالة، 2015م، الشيخ، 2012م)

مشكلة الدراسة

تحدد مظاهر مشكلة الدراسة في إتجاهين، الأول تعدد المداخل المعتمدة لتحليل أداء الشركات، منها المؤشرات المعدة وفق الاستحقاق المحاسبي، و الأخرى تنحصر بالإتجاهات الحديثة التي تعتمد مدخل القيمة الاقتصادية المضافة. إذ أن هذه المداخل تعرض مقاييس متنوعة ومتعددة تعتمد كمؤشرات لتقييم أداء الشركات .

أما الإتجاه الثاني أن بعض هذه المداخل تعاني من عيوب في دقة التعبير عن مضمونها، لا سيما المداخل التي تستخدم مفاهيم الربحية على أساس الاستحقاق، نظراً للمرونة التي تمنحها بعض التطبيقات المحاسبية ومعاييرها، في إظهار مؤشرات هذه المفاهيم بصورة أفضل من الواقع الممثل للأداء. هذا من جانب، وقد تشكل قضية أمام المستفيدين من هذه المؤشرات لإستخدامها في التعبير الدقيق عن أداء الشركات، من جانب آخر. وجاءت الإتجاهات الحديثة لتشكل هي الأخرى مدخلاً من المداخل التي تتأثر إهتمام القائمين على أداء الشركات، ومدى أهميتها في تحليل بالأداء. و بناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي : أثر القيمة الاقتصادية المضافة و الكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي . و يتفرع من السؤال الرئيس الاسئلة الفرعية التالية:

1- ما أثر القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

2- ما أثر الكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

3- ما أثر القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام متغيرات وسيطة (حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات) على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

4- ما أثر الكلفة الاستبدالية باستخدام متغيرات وسيطة (حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات) على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

أهمية الدراسة

- 1- عدم وضوح المؤشرات المالية التي يمكن الركون إليها من قبل المتعاملين في سوق عمان المالي، في تحليل أداء الشركات و تقييم أسعار أسهمها في البورصة،
- 2- تربط بين العديد من المتغيرات التي تبدو في معالما منفصلة، و لكن في محتواها متداخلة، هذا من جانب
- 3- و من جانب آخر فإنه ربما يكون لهذه العلاقات المتداخلة نتائج على أداء الشركات في الأجل الطويل، تنعكس آثارها في القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار أسهمها.
- 4- مساعدة المستثمرين في التعرف على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، للتحقق من أن إدارتها تعمل على حماية أموالهم، و تحقق قيمة اقتصادية مضافة إلى ثروتهم.
- 5- محدودية الدراسات التطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية التي تبحث في فاعلية المؤشرات المالية سواء الاقتصادية أم المحاسبية.
- 6- ستخدم نتائج هذه الدراسة مستخدمى القوائم من مستثمرين ومحلى الأوراق المالية و حملة الأسهم، لضمان اتخاذ قرارات علمية سليمة للإستثمار بالأسواق المالية.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى فحص أبعاد مشكلة الدراسة ومعالما في البيئة الأردنية، وعلى وجه الخصوص الشركات المساهمة العامة . من خلال الوقوف على أثر القيمة الاقتصادية المضافة و الكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية و كما يلي:

- 1- تحليل أثر القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين (2005-2015)
- 2- تحليل أثر الكلفة الإستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين (2005-2015)
- 3- تحليل أثر القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام متغيرات وسيطة (حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات) على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين (2005-2015)
- 4- تحليل أثر الكلفة الإستبدالية باستخدام متغيرات وسيطة (حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات) على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين (2005-2015)

فرضيات الدراسة

بناء على اسئلة الدراسة تم ضياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي

الفرضية الاولى : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05) □□ (للقيمة الاقتصادية

المضافة على أسعار الأسهم

الفرضية الثانية : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05) □□ (للكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم .

الفرضية الثالثة : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) □□ للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات .

الفرضية الرابعة : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) □□ للكلفة الإستبدالية ، على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو في المبيعات.

2. الاطار النظري و الدراسات السابقة

1-2 الاطار النظري للدراسة

إن مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة كما عرفها (Bell,1998) تشتق من الارتباط بين عوائد الشركة وتوليد القيمة ، و من وجهة نظر اقتصادية فإن الشركة التي تولد قيمة اقتصادية ، هي الشركة التي يكون العائد فيها على رأس المال أكبر من تكلفة الفرصة البديلة، (النعمي، والتميمي، 2008،ص.136). كما أن القيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا آلية يمكن استخدامها لزيادة مجمل العوائد للمستثمرين و تقييم المشاريع و بناء أنظمة التحفيز، (Ehrbar,1998,p.11) أن القيمة الاقتصادية المضافة هي المفتاح الحقيقي لتوليد الثروة. يتضح مما سبق بأن معيار القيمة الاقتصادية المضافة ما هو إلا مؤشر يستخدم لقياس الربحية و تقييم الأداء المالي للشركة، على أساس الربح الاقتصادي. أما الكلفة الاستبدالية المقاسة من خلال نموذج (TobinQ) لقياس الأداء المالي باعتبارها مؤشرا" للتنبؤ بالربحية المستقبلية للإستثمار. (Tobin,1969,P,15) وتم تعريفها على أنها نسبة القيمة السوقية للشركة على تكلفة الإحلال أو تكلفة الإستبدال، وهي أداة تستخدم عادة في مجال الاقتصاد والتمويل كمؤشر على أداء الشركات.

2-2 الدراسات باللغة العربية

دراسة (بوطيب، و زرقون، 2017م) هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال المقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين سنة 2000 – 2015، وتم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، وذلك بالإعتماد على برنامج الاحصائي Eviews.7، و توصلت الدراسة إلى تفوق مؤشرات الأداء المالي التقليدية على المؤشر الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم.

دراسة (بن عمارة، و صيفي، 2015م) هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي إلى جانب مؤشر القيمة السوقية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة بمؤشر CAC40 والتي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنة 2008 و 2013، ولقد أظهرت نتائج الدراسة تفوق مقياس القيمة السوقية المضافة على باقي مؤشرات الأداء في تفسير عوائد الأسهم ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

دراسة(خوالدة، و برهم، 2015م) هدفت الدراسة إلى تصنيف الصناعات الأردنية وفقا للقيمة المضافة إلى صناعات ذات قيمة مضافة عالية و متوسطة و متدنية، و هدفت إلى تحديد العوامل المؤثرة في القيمة المضافة للصناعات الأردنية، توصلت الدراسة إلى أن الصناعات الإستراتيجية عموما" و صناعة منتجات التبغ خصوصا" هي أكثر الصناعات ذات قيمة مضافة عالية في

الأردن، أما الصناعات الغذائية كانت من أهم الصناعات ذات قيمة مضافة متدنية، بينت نتائج التحليل أن أهم العوامل المسؤولة عن ارتفاع القيمة المضافة للصناعة في الأردن هي وجود إدارة فاعلة و ذات كفاءة عالية و وفرة الإمكانيات المالية المتاحة للمصنع، و اعتماد الصناعة على المواد الخام محليا"، أما العوامل المسؤولة عن القيمة المضافة المتدنية هي ارتفاع النفقات الثابتة و التشغيلية و الإعتماد على الآت القديمة.

دراسة (النعيمي، 2015) هدفت الدراسة فيما إذا كان ينبغي النظر إلى معادلة Tobin's q كغيرها من مقاييس تقويم الأداء التقليدية في تقويم أداء وربحية الشركات وذلك في ضوء الأهداف الفرعية الآتية: حساب قيمة نسبة (Tobin's q و MV / BV) لعينة من الشركات في القطاع الصناعي والقطاع الخدمي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، وتفسير أي مقاييس الأداء أفضل في تقويم أداء وربحية الشركات Tobin's q أم القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، و التنبؤ في الأداء والربحية المستقبلي لعينة البحث لأربع سنوات القادمة. وكانت نتائج الدراسة، تختلف مقاييس الأداء التقليدية معبر عنها بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في تقييم الأداء والربحية للشركات مقارنة مع المقياس الحديث معبراً عنها بنسبة Q تفوق مقياس الأداء الحديث Q في التعبير عن الواقع الحقيقي للشركات عن المقياس التقليدي mv/bv الذي يحتمل نسبة خطأ عالية جدا تؤثر في قرار الاستثمار أن الاعتماد على المقياس الحديث Q للتنبؤ بالأداء والربحية المستقبلية يوفر فرصة مناسبة للمستثمر في قراءة التوجهات المستقبلية لأداء وربحية الشركات وتعديل القرارات الاستثمارية فيها.

دراسة (الحلاق، و آخرون ، 2014م) هدفت هذه الدراسة إلى إختبار أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم وأحجام تداولها للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبيان أثر حجم الشركة على العلاقة بين ذلك الإعلان وعائد السهم. شملت الدراسة 30 شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2005 وحتى العام 2009، وأشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وعائد السهم خلال فترة الحدث. وأيضاً عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام تداول أسهم الشركات عينة الدراسة. كما أشارت النتائج أيضاً إلى عدم وجود أثر للإعلان عن النفقات الرأسمالية على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان باختلاف حجم الشركة. خلصت الدراسة إلى ضرورة تطوير آلية لتساعد في زيادة حجم الإفصاح عن القرارات الاستثمارية التي تهم المستثمرين في السوق .

دراسة (حمدان، و آخرون ، 2013م)هدفت الدراسة إلى أثر حوكمة الشركات في تحسين أداء الشركات الكويتية المالي، والتشغيلي وأداء الأسهم، بالإضافة إلى دراسة هذه العلاقة في ظل اختلاف حجم الشركة، ودرجة مديونيتها، ونوع نشاطها. تضمنت عينة الدراسة (96) بالمائة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وبواقع (222) شركة موزعة على تسعة قطاعات اقتصادية. أشارت النتائج إلى تأثير حوكمة الشركات في مؤشر واحد من مؤشرات الأداء المالي، وهو القيمة السوقية المضافة، وتأثيرها على جميع مؤشرات الأداء التشغيلي، بينما لم يكن لها دور في معدل العائد على الاستثمار كمؤشر على الأداء المالي، والعائد على السهم العادي كمؤشر على أداء الأسهم. ولم تجد الدراسة أثراً لحوكمة الشركات في الأداء في ظل اختلاف حجم الشركة، ومديونيتها، ونوع نشاطها، إلا أثراً للحوكمة في القيمة السوقية المضافة في ظل اختلاف حجم الشركة.

دراسة (الشيخ، 2012م) هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية، مقياس العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، وحصة السهم من الأرباح (EPS) وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة، وقياس العلاقة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتأثيره على القيمة السوقية لأسعار الأسهم، توصل البحث إلى وجود علاقة ما بين مقاييس الأداء التقليدية وبين السعر السوقي للسهم وبدرجات مختلفة، وتبين وجود علاقة ما بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والسعر السوقي للسهم، إلا أن درجة تأثير مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من تأثير مقاييس الأداء التقليدية، وأن سعر السهم السوقي أكثر ارتباطاً بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة منه بمقاييس الأداء التقليدية.

3.2 الدراسات باللغة الانجليزية

دراسة (Johan,2018) هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) والنسب المالية التقليدية في قياس أداء الاستثمار على عينة من الشركات القابضة في أندونيسيا، وللفترة ما بين (2009-2016)، حيث استخدمت الدراسة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) و العائد على متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (ROC) كأدوات القياس المالي، و توصلت الدراسة الى وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و و العائد على متوسط التكلفة المرجح لرأس المال، كما توصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة و بين العائد على متوسط التكلفة المرجح لرأس المال.

دراسة (Grzegorz,2018) هدفت هذه الدراسة الى بيان مدى التزام الشركات الالمانية المدرجة ضمن مؤشر داكس وعددها 30 شركة باظهار المتغيرات المالية ذات القيمة المضافة في التقارير السنوية لعام 2015 باعتبارها احد المبادئ الرئيسية للحكومة . تمثلت المتغيرات المالية بـ (قيمة الاسهم ، القيمة الاقتصادية المضافة ، العائد على رأس المال ، العائد على حقوق المساهمين) . علاوة على ذلك وضحت الدراسة كيفية قياس كل متغير من المتغيرات محل الدراسة اضافة الى توضيح كيفية ارتباط كل متغير مع الاخر. اظهرت نتائج الدراسة ان الشركات الالمانية ملتزمة بمبادئ الحوكمة لدرجة عالية جدا في اعداد التقرير السنوي . اضافة الى ذلك ، ان 70% من الشركات الالمانية تعرض بيانات عن المتغيرات المالية ذات القيمة المضافة وبالتالي ينعكس ايجابا على ادائها المالي .

دراسة (Stoyu et al. 2014) هدفت هذه الدراسة الميدانية الى اكتشاف أهمية القيمة الاقتصادية المضافة السالبة للشركات على أداء محافظها الإستثمارية، حيث تم اختيار عدد من الشركات الصناعية الأمريكية ، و تم تشكيل أربع محافظ من خلال ترتيب الشركات ذات قيمة اقتصادية مضافة سالبة ، من الأكثر سلبية للأقل سلبية للاعوام 2004-2009 و تم ربطها مع عدد من المتغيرات المحاسبية و هي العائد على الاصول، و الرافعة المالية، حجم الشركة، و بينت الدراسة أن القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس يحدد مقدار قيمة الشركة من خلال دراسة استراتيجيات الإستثمار بالمحفظة، اذا اشارت نتائج الدراسة أن المحافظ الإستثمارية شكلت مع القيمة الاقتصادية المضافة السالبة عوائد ايجابية .

دراسة (Aggarwal&Gupta,2013) هدفت هذه الدراسة للتحقيق في بيان العلاقة بين حجم تداول الخيارات و قيمة الشركة. باستخدام مؤشر الأداء المالي توبين Q، حيث قامت الدراسة باستخدام نموذج توبين Q للأداء المالي، الذي يجسد قيمة الشركة وخيارات حجم التداول ، جنباً إلى جنب مع متغيرات التحكم الأخرى التي يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة ، و بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين قيمة الشركة و بين حجم تداول الخيارات، و خلصت توصيات الدراسة أن على

المستثمرين و التجار المعرفة المسبقة بقيمة الشركة و الخيارات المتعلقة بتداول الاسهم و تحديد سيولة الشركة قبل قيامهم بأي عملية شراء و ذلك من اجل ان تتضح امامهم الرؤى لاتجاهات الاسعار المستقبلية.

دراسة (Pham &Suchard,2011) هدفت هذه الدراسة الى دراسة أداء الشركات وقيمة حقوق المساهمين، من خلال عينة من الشركات الاسترالية للفترة 1994 حتى عام 2003 و ذلك لتحليل العلاقة بين أداء الشركات و حوكمة الشركات، و تم استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء و نموذج توبين Q كمؤشر لمقارنة ذلك الأداء ، بين أداء الشركات و حوكمة الشركات. و بينت نتائج الدراسة أنه لا يوجد علاقة ذو دلالة احصائية بين مقاييس الأداء المالي معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة و نموذج توبين Q و بين حوكمة الشركات.

دراسة (Ali,2010) هدفت الدراسة إلى تحليل وتوضيح الميزة الاقتصادية لمفهوم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. وبناءً على معيار القيمة الاقتصادية المضافة قام البحث بدراسة وتحليل بعض الشركات الصناعية وتوصل إلى أهم التوصيات، ضرورة استخدام معايير القيمة الاقتصادية المضافة كمعيار حديث لتقويم إدارة الشركات الصناعية و ضرورة تدريب العاملين في الشركات على استخدام هذا المعيار في جميع المستويات الإدارية. و من الضروري ربط نظام الحوافز المادية بمعيار القيمة الاقتصادية المضافة لتغيير سلوك العاملين في الإدارة وكسب ثقة حملة الأسهم.

دراسة (Yook,2010) قامت هذه الدراسة باستخدام فرضية رئيسية مفادها "هل للتدفقات النقدية الحرة تأثير على الإعلانات المتعلقة بإعادة شراء أسهم الشركة باستخدام نموذج Tobin Q و نسبة التدفقات النقدية الحرة"، و بينت الدراسة أن الشركات التي لها مؤشر Tobin Q أقل من واحد و يوجد لها تدفقات نقدية عالية، تم تصنيفها على أساس شركات ذات تدفقات نقدية حرة عالية. وجدت الدراسة أن الشركات التي يوجد لها تدفقات نقدية عالية تقوم بكسب عوائد غير إعتيادية من الأسهم أكثر من باقي الشركات المدرجة كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن التدفقات النقدية الحرة من الممكن أن تقوم بتحديد عوائد عالية اثناء فترة إعادة شراء أسهم الشركة.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

1- تطرقت الدراسة الحالية إلى متغيرات لم تؤخذ بعين الاعتبار من قبل الدراسات السابقة مثل ، EVA و Tobin Q حيث لم تقم الدراسات السابقة بربط المتغيرين مع بعضهما البعض.

2- معظم الدراسات السابقة استخدمت المعايير المحاسبية في قياس الأداء، بينما هذه الدراسة استخدمت المعايير السوقية لقياس الأداء مثل أسعار الأسهم السوقية.

3- غالبية الدراسات السابقة لم تستخدم متغيرات ضابطة لتحليل أثر العلاقة بين EVA و TobinQ على اسعار الاسهم السوقية، في حين ان هذه الدراسة استخدمت متغيرين هما حجم الشركة و معدل النمو في المبيعات كمتغيرات ضابطة لدراسة العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل.

3 منهجية وبيانات الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي و البالغ عددها (93) شركة صناعية وفقاً لإحصائيات بورصة عمان لعام 2015. لقد تم إجراء مسح شامل لمجتمع الدراسة خلال الفترة الزمنية (2005-

- (2015)، لتحديد حجم العينة من خلال تطبيق عدد من الشروط و قد انطبقت هذه الشروط على ما نسبته 60% من إجمالي الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي. وفيما يلي الشروط الواجب توافرها لتحديد عينة الدراسة :
- 1- أن تكون الشركات قد قامت بنشر قوائمها المالية كل سنة خلال فترة الدراسة كما في 12/31 من كل سنة ميلادية. لغرض حساب متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة.
 - 2- أن يكون هناك تداول مستمر لأسهم هذه الشركات في بورصة عمان للأوراق المالية خلال مدة الدراسة.
 - 3- أن تتوافر أسعار الإغلاق نهاية السنة المالية كما في 12/31 .
 - 4- لم تشهد الشركة إندماجاً مع شركة أخرى خلال مدة الدراسة أو إعادة هيكلة، لما له تأثير على الهيكل التمويلي و أسعار الأسهم.
 - 5- أن لا تكون الشركة قدر تعرضت للتصفية أو أن تكون تحت التصفية خلال مدة الدراسة.
- تم الرجوع إلى المراجع المتمثلة، في الكتب و الدوريات و الرسائل الجامعية و الأبحاث و المقالات، باللغتين العربية و الإنجليزية بهدف إغناء الجانب النظري. تم الإعتماد في جمع البيانات اللازمة لحساب متغيرات الدراسة على المصادر التالية :
- 1- التقارير المالية السنوية للشركات الممثلة للدراسة للمدة (2005-2015) و المنشورة على الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية و بورصة عمان للأوراق المالية.
 - 2- التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية و بورصة عمان للأوراق المالية للمدة (2005-2015) و المنشورة على الموقع الالكتروني.
- وبعد ذلك تم حساب كل كتغير من متغيرات الدراسة، و قد أعتمد التحليل الإحصائي على البيانات السنوية المجمعة خلال مدة الدراسة
- (2005-2015)

1.3 المتغيرات المستقلة

1.1.3 القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)

لقد تم استخدام القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية EVA في هذه الدراسة، و التي لا تتطلب إجراء أية تعديلات على صافي الربح التشغيلي و رأس المال المستثمر (النعيمي، و التميمي، 2008، ص.135-164) ، (Ehrbar,1998) ، (ACMA,2009)). وذلك لصعوبة الحصول على بيانات الخاصة بالتعديلات التي أشار لها Stern Stewart

$$(1) EVA = NOPAT - (WACC \times CE)$$

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة Net Operating Profit after Tax

WACC: المتوسط المرجح لكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital

CE: رأس المال المستثمر Capital Employed

أما البيانات اللازمة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة فهي :

- أ- صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة و بعد الضريبة لكل شركة و لكل سنة من سنوات الدراسة.
- ب- القيمة الدفترية الإجمالية للقروض طويلة الأجل و القصيرة الأجل ذات الفائدة لكل شركة و لكل سنة من سنوات الدراسة.
- ت- أسعار الفائدة الواردة في هيكل أسعار الفائدة المعلن عنه من قبل البنك المركزي الأردني لكل سنة من سنوات الدراسة لإحتساب كلفة القروض طويلة و قصيرة الأجل لكل سنة شركة محل الدراسة.
- ث- أسعار الإغلاق السنوية لكل شركة و لكل سنة من سنوات الدراسة.
- ج- معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد من أجل حساب كلفة التمويل الممتلك.
- ح- التوزيعات النقدية لحملة الأسهم العادية من أجل حساب معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد لكل شركة و لكل سنة من سنوات الدراسة.
- خ- كلفة التمويل الممتلك لكل شركة و لكل سنة من سنوات الدراسة.
- د- معدل ضريبة الدخل المفروضة على القطاع الصناعي و المحددة بموجب قانون ضريبة الدخل رقم (57) لسنة 1958 و تعديلاته و هي 15% من الدخل الخاضع للضريبة.

تم حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة بناء على المعادلة التالية ((Rakshit,2006، ACMA,2009)) :

$$(2) \text{NOPAT} = \text{Operating Profit} (1 - \text{Tax})$$

إذ أن:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة ((Net Operating Profit after Tax))

Operating Profit: يمثل الربح التشغيلي

Tax: يمثل معدل الضريبة

أما بالنسبة لحساب المتوسط المرجح لكلفة رأس المال (WACC) فقد تم احتسابه وفقاً للمعادلة التالية (النعيمي و التميمي، 2008، ص . 140):

$$(3) \text{WACC} = (D / D + E) Kd (1 - t) + (E / D + E) (Ke)$$

إذ أن:

WACC: المتوسط المرجح لكلفة رأس المال.

D: القيمة الدفترية الإجمالية للديون الطويلة و القصيرة الأجل ذات الفائدة (Total Book Value of Long and Short Term Debt).

E: الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية (Total Book Value of Equity).

T: نسبة ضريبة الدخل Tax

Kd: معدل الفائدة على الديون (Interest Rate on Debt).

لقد واجه الدراسة مشكلة في حساب الفائدة على الديون عند مراجعة القوائم المالية للشركات محل الدراسة حالها حال الدراسات التي سبقت الدراسة الحالية، إذ تبين أن عدداً كبيراً من الشركات لم تذكر في تقاريرها المالية نسبة الفائدة على كل من الديون

الطويلة الأجل، و القصيرة الأجل، كما انها لم تفصل بين مصاريف الفوائد المدفوعة على القروض القصيرة الأجل و الطويلة الأجل، بل دمجتها في رقم واحد. مما دفع الباحثون إلى حساب المتوسط السنوي المرجح للفائدة المدفوعة على هذه الديون من خلال الاعتماد على أسعار البنك المركزي الأردني و لكل سنة من سنوات الدراسة، و تم الحساب على ضوء هذه الأسعار المتوسط المرجح السنوي للفائدة على ديون الشركة، من خلال إجراء النسبة و التناسب بين كل من القروض قصيرة الأجل على إجمالي الديون مضوية بنسبة الفائدة على القروض قصيرة الأجل، مضافاً إليها القروض طويلة الأجل على إجمالي الديون مضروبه بنسبة الفائدة على القروض طويلة الأجل، و لكل شركة و كل سنة من سنوات الدراسة.

Ke: تمثل كلفة الملكية (Cost of Equity). و حساب هذه الكلفة على وفق الآتي :

$$ke = \frac{Eps}{P} + g \quad (4)$$

إذ أن :

Ke: كلفة الملكية (Cost of Equity)

Eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح (Earning Baer Shear)

p: سعر السهم (Price) (السعر نهاية السنة + السعر بداية السنة)/2

g: معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد (Growth)

أما رأس المال المستثمر (Capital Employed) ، فقد تم حسابه من خلال طرح الخصوم المتداولة من إجمالي الأصول. كما هو مبين في المعادلة التالية (النعيمة و التميمي، 2008، ص . 139) :

$$Capital\ Employed = (Total\ asset - Current\ Liabilitirs) \quad (5)$$

: يمثل رأس المال المستثمر Capital Employed

: يمثل إجمالي الموجودات Total asset

: يمثل الخصوم المتداولة Current Liabilities

2.1.3 كلفة الإستبدال.

تم حساب كلفة الإستبدال من خلال نموذج TobinQ ووفقاً للمعادلة التالية (Chung, & Pruitt, 1994, p.71) :

$$TobinQ = \frac{MVE + BVD}{TA} \quad (6)$$

MVE: القيمة السوقية للشركة Market Value of Firm

BVD: القيمة الدفترية للديون Book Value of Debt

TA: مجموع الأصول Total Asset

$$(7) Market\ value\ of\ a\ firm = (Closing\ Price \times Number\ of\ Stocks)$$

2.3 المتغيرات الضابطة

1.2.3 حجم الشركة

تم حساب حجم الشركة بإجمالي الموجودات (إجمالي حجم الشركة). كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة، و تم حسابها على أساس اللوغاريتم.

معدل النمو في المبيعات تم حسابه من خلال من خلال المعادلة التالية :

$$(8) \quad (Current\ month's\ sales - Last\ month's\ sales) / Last\ month's\ sales \times 100$$

2.2.3 معدل النمو في المبيعات

و هو عبارة عن (مبيعات الشهر الحالي - مبيعات الشهر السابق) / مبيعات الشهر السابق $\times 100$

3.3 المتغيرات التابعة

1.1.3 سعر السهم

لقد تم حساب سعر السهم بناء على المتوسط الحسابي وفق الآتي.

$$(9) \quad (\text{سعر السهم نهاية السنة} + \text{سعر السهم بداية السنة}) / 2$$

تم إجراء هذه الدراسة على قائمتي التدفقات النقدية والدخل و الميزانية العمومية المنشورة للشركات المساهمة الصناعية التي تشملها عينة الدراسة خلال الفترة من (2005-2015) .

تغطي هذه الدراسة الشركات المساهمة الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية والتي شملتها عينة الدراسة.

فيما يتعلق بالمعالجة الإحصائية لنموذج الدراسة ، تدرج البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تحت مسمى (Panel Data)، التي تتضمن بعد الزمن (Time Series Data). وعليه سوف يتم استخدام نموذج بيانات (Panel Data) و ذلك لتفادي العيوب التي تعاني منها النماذج المعتمدة على البيانات القطاعية فقط ، علماً أنه تم استخدام العديد من الإختبارات ، حيث يتناسب كل اختبار مع الغاية التي يستخدم من أجلها، وفيما يلي عرض لهذا الإختبارات:

أ- لإختبار التوزيع الطبيعي فقد تم استخدام اختبار كيمنروف-سيمنروف لإختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة.

ب- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الداخلة من معادلة الإحدار و المعبر عنه بقيمة (DurbinWaston) و تنحصر قيمتها بين (صفر) و (4) و كلما اقتربت من القيمة (2) دل ذلك على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي (الحسناوي، 2002، ص. 439-466).

ج- اختبار استقرار البيانات لإختبار استقرارية البيانات، فإنه يتم استخدام جذر الوحدة، إذ يعمل هذا الاختبار على ربط السلاسل الزمنية و معلومات البيانات المقطعية مع بعضها البعض.

د-إختبار الارتباط لقياس قوة و اتجاه العلاقة بين المتغيرات، و قد تم استخدام مصفوفة هيوسمان للإرتباط

ه-تم استخدام نموذج الإحدار المتعدد لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة ضمن نموذجي التأثيرات الثابت (Fixed Effects) و التأثيرات العشوائية (Random Effects).

و- إختبار هاوسمان، إذ يطبق هذا الاختبار على بيانات (Pooled Data) وذلك لاتخاذ القرار حول استخدام نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار فرضيات الدراسة (Adewuyi & Olowookere, 2009).

4. تحليل النتائج

يتضح من الجدول رقم (1) بأن قيم الإحصائي (Z) بلغت (1.21، 1.78، 1.45، 1.35، 1.18) لمتغيرات القيمة الاقتصادية المضافة، وسعر الأسهم، إجمالي حجم الشركة (الموجودات)، كلفة الإستبدال، معدل النمو في المبيعات، حيث أن جميع قيم (T) كان مستواه دلالتها أعلى من 0.05 وهذا يشير إلى قبول الفرض الصفري مما يؤكد بأن المتغيرات تتوزع بشكل طبيعي، ويتيح المجال أمام استخدام نموذج الانحدار.

جدول (1) نتائج التوزيع الطبيعي للبيانات على متغيرات الدراسة

| المتغير | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | الالتواء | التفطح | Z | الدلالة |
|------------------------|---------------|-------------------|----------|--------|------|---------|
| القيمة المضافة | 1855 | 23003 | 0.34 | 2.97 | 1.21 | 0.22 |
| اسعار الاسهم | 2.36 | 2.06 | 0.67 | 2.77 | 1.78 | 0.11 |
| حجم الشركة (الموجودات) | 6.99 | 1.26 | 0.66 | 3.02 | 1.45 | 0.14 |
| كلفة الاستبدال | 0.67 | 0.58 | 0.92 | 3.01 | 1.35 | 0.17 |
| معدل النمو في المبيعات | 0.1078 | 0.4757 | 0.183 | 0.364 | 1.18 | 0.23 |

(المصدر، من اعداد الباحثين)

4.1 إختبار نموذج التأثير الثابت و العشوائي لفرضيات الدراسة

تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لإختبار فرضيات الدراسة باستخدام برنامج E views للمقارنة بين نموذج التأثير الثابت والعشوائية وللمفاضلة بينهما في تقييم نماذج الدراسة، على نتائج إختبار هوسمان، والتي تكشف عن فرضية مدى وجود فرق النظام بين تباين المعلمات الإنحدارية في حالة الثابت والعشوائي، ويقبل النموذج التأثير الثابت إذ أن قيمة مربع كاي بلغت مستوى الدلالة الاحصائية وفي هذا الحالة نرفض الفرضية التي تشير إلى التأثير العشوائي لبيانات الدراسة والنتائج في الجدول (2) تبين نتائج إختبار هوسمان.

يتضح من الجدول (2) أن قيم الإحصائي كاي تربيع بلغت (17.03، 0.55، 17.73، 0.62) وهذا يعني نموذج التأثير الثابت للفرضية الأولى والثالثة، أما الفرضيتين الثانية والرابعة فإنه يتم قبول نموذج التأثير نموذج الثاني العشوائي.

جدول (2) نتائج إختبار هوسمان

| الفرضية | قيمة مربع كاي* | الدلالة | النتيجة |
|-----------------|----------------|---------|------------------------|
| الفرضية الأولى | 17.03 | 0.00 | نموذج التأثير الثابت |
| الفرضية الثانية | 0.55 | 0.45 | نموذج التأثير العشوائي |
| الفرضية الثالثة | 17.23 | 0.00 | نموذج التأثير الثابت |
| الفرضية الرابعة | 0.62 | 0.89 | نموذج التأثير العشوائي |

(المصدر ، اعداد الباحثين)

4.2 تحليل نتائج إختبار الفرضية الأولى

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم. للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (fixed random effect) باستخدام طريقة المربعات الصغرى ((least squares methods(LS)) للبيانات المتجمعة (Panel data) ويبين الجدول (3) النتائج المرتبطة بذلك.

يبين الجدول رقم (3) نتائج تحليل الانحدار الثابت للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم. و من الجدول يتضح بأن نموذج الانحدار الثابت كان دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 حيث بلغت قيمة الإحصائي (ف) له 16.24 وهي دالة إحصائياً. كما أن معامل التحديد بلغ (0.67) للنموذج وهذا يشير إلى نسبة مناسبة من التباين المفسر لمتغير أسعار الأسهم. وأن تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على سعر السهم بلغ مستوى الدلالة الإحصائية إذ بلغت قيمة (t) 4.26 بمستوى دلالة ≥ 0.05 وهي تعبر عن تأثير ايجابي، وتفسر القيمة الاقتصادية المضافة، نسبة مرتفعة من التباين من أسعار الأسهم. كذلك فقد أشارت النتائج إلى أن قيمة الإحصائي دربن واطسن بلغت 1.50 وهي تقع ضمن الحدود المقبولة ≥ 2 . و هذه النتيجة تنفي الفرضية الصفرية الأولى و التي تنص على، لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم، علاوة على ذلك تتوافق هذه النتيجة مع النتائج المتوصل إليها من الدراسات السابقة و هي (بوطيب، و زرقون) و (دراسة بن عمارة، و وصفي) في تفوق مقاييس الأداء (القيمة الاقتصادية المضافة) في تفسير عوائد الأسهم، و تتفق الدراسة الحالية مع دراسة (الشيخ) أن هناك أثر للقيمة الاقتصادية المضافة أثر على أسعار الاسهم

جدول (3) نتائج تحليل الانحدار الثابت لتأثير القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|-------|-------------|------------------|-------------|---------------------------|
| 0.00 | 19.66 | 0.11 | 2.25 | C |
| 0.00 | 4.26 | 0.00 | 0.00 | القيمة الاقتصادية المضافة |
| 1.50 | | قيمة دربن واطسن | 0.67 | معامل التحديد |
| 0.00 | | دلالة الإحصائي ف | 16.24 | قيمة الاحصائي ف |

(المصدر ، اعداد الباحثين)

4.3 تحليل نتائج إختبار الفرضية الثانية

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للكلفة الاستبدالية على أسعار الأسهم. للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير العشوائي باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least square methods(LS)) للبيانات المتجمعة (Panel data) ويبين الجدول (4) النتائج المرتبطة بذلك.

يبين الجدول (4) نتائج تحليل نموذج الانحدار العشوائي لتأثير الكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم. و من الجدول يتضح بأن نموذج الانحدار العشوائي كان دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 حيث بلغت قيمة الإحصائي (ف) له 18.14 وهي دالة إحصائياً. كما أن معامل التحديد بلغ (0.68) للنموذج وهذا يشير إلى نسبة مناسبة من التباين المفسر. كما أن تأثير الكلفة الاستبدالية على اسعار الاسهم بلغت مستوى الدلالة الإحصائية، اذ بلغت قيمة (5.32) (مستوى دلالة ≥ 0.05) وهي تعبر عن تأثير ايجابي.

وقد فسر متغير الكلفة الاستبدالية نسبة مرتفعة من التباين من أسعار الاسهم. كذلك فقد أشارت النتائج إلى أن قيمة الاحصائي دربن واطسن بلغت 1.27 وهي تقع ضمن الحدود المقبولة ≥ 2 . و هذه النتيجة تنفي الفرضية الصفرية الثانية و التي تنص على، لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم، بحيث تتوافق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (النعيمي) في تفوق مقياس Tobin Q (الكلفة الاستبدالية) في التعبير عن الواقع الحقيقي لأداء الشركات، و التنبؤ بأسعار أسهم الشركات. كما و تتفق الدراسة الحالية مع دراسة (Aggarwal&Gupta) في أن مؤشر Tobin Q قادر على تفسير الأداء المالي للشركات و أن هناك علاقة إيجابية بين Tobin Q و قيمة الشركة .

جدول (4) نتائج تحليل الانحدار العشوائي لتأثير الكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob |
|--------------------|-------------|------------------|-------------|-------|
| C | 1.31 | 0.22 | 5.86 | 0.00 |
| التكلفة لاستبدالية | 1.23 | 0.23 | 5.32 | 0.00 |
| معامل التحديد | 0.68 | قيمة دربن واطسن | | 1.27 |
| قيمة الاحصائي ف | 18.14 | دلالة الاحصائي ف | | 0.001 |

(المصدر ، اعداد الباحثين)

4.4 تحليل نتائج إختبار الفرضية الثالثة

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقا لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods (LS)) للبيانات المتجمعة (Panel data) و يبين الجدول (5) النتائج المرتبطة بذلك.

يبين الجدول (5) نتائج تحليل نموذج الانحدار الثابت لتأثير للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات.

و من الجدول يتضح بأن نموذج الانحدار الثابت كان دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 حيث بلغت قيمة الإحصائي (ف) له 15.08 وهي دالة إحصائياً. كما أن معامل التحديد بلغ (0.68) للنموذج وهذا يشير إلى نسبة مناسبة من التباين المفسر.

كما أن تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم بلغت مستوى الدلالة الإحصائية، اذ بلغت قيمة (4.16) t بمستوى دلالة ≥ 0.05 وهي تعبر عن تأثير إيجابي، كما أن معدل النمو في المبيعات بلغ مستوى الدلالة الإحصائية عند مستوى

$0.05 >$ ، إذ بلغت قيمة الإحصائي (t) لها 2.30 وهي تعبر عن تأثير إيجابي. وهذه النتيجة تنفي الفرضية الصفرية الثالثة و التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات، بحيث تتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة دراسة (الشيخ) و دراسة (Johan) ، أما متغير حجم الشركة فلم يبلغ تأثيرها على أسعار الأسهم مستوى الدلالة الإحصائية ، حيث كانت قيمة الاحصائي (t) لها 0.80 بمستوى دلالة $0.05 >$. وهذا يؤكد أن القيمة الاقتصادية المضافة، والنمو في المبيعات مجتمعين لهما تأثير إيجابي معنوي. ويفسران مستوى عالي من التباين كذلك فقد أشارت النتائج إلى أن قيمة الإحصائي دربن واطسن بلغت 1.56 وهي تقع ضمن الحدود المقبولة > 2 . بحيث اتفقت هذه النتيجة مع دراسة حيث تتفق هذه النتيجة مع دراسة (حمدان و آخرون)

جدول (5) نتائج تحليل الإنحدار الثابت لتأثير متغيرات القيمة الاقتصادية المضافة، و حجم للشركة و معدل النمو في

المبيعات، على أسعار الأسهم

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------------|-------------|------------------|-------------|-------|
| C | 1.61 | 0.75 | 2.15 | 0.03 |
| القيمة الاقتصادية المضافة | 0.00 | 0.00 | 4.16 | 0.00 |
| حجم الشركة | 0.08 | 0.11 | 0.80 | 0.43 |
| معدل النمو في المبيعات | 0.50 | 0.22 | 2.30 | 0.02 |
| معامل التحديد | 0.68 | قيمة دربن واطسن | | 1.56 |
| قيمة الاحصائي ف | 15.08 | دلالة الاحصائي ف | | 0.001 |

(المصدر ، اعداد الباحثين)

4.5 تحليل نتائج إختبار الفرضية الرابعة

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للكلفة الاستبدالية على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو في المبيعات.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الإنحدار وفقا منحنى التأثير العشوائي باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods (LS)) للبيانات المتجمعة (Panel data) و يبين الجدول (6) النتائج المرتبطة بذلك.

يبين الجدول (6) نتائج تحليل نموذج الإنحدار العشوائي لتأثير متغيرات الكلفة الإستبدالية، على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو في المبيعات.

و من الجدول يتضح بأن نموذج الإنحدار العشوائي كان دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 . حيث بلغت قيمة الاحصائي (t) له 16.31 وهي دالة إحصائياً. كما أن معامل التحديد بلغ (0.71) للنموذج وهذا يشير إلى نسبة مناسبة من التباين المفسر .

كما أن تأثير كلفة الإستبدال على أسعار الأسهم، بلغت مستوى الدلالة الإحصائية إذ بلغت قيمة (4.95) (بمستوى دلالة $0.05 >$ وهي تعبر عن تأثير إيجابي. اما متغيري حجم الشركة، والنمو في المبيعات فلم يبلغ تأثيرها مستوى الدلالة الإحصائية على

سعر السهم حيث كانت قيمة الإحصائي (t) لهما 0.96، 1.65 بالترتيب بمستوى دلالة ≥ 0.05 و هذا بدوره يفسر ان هناك علاقة ايجابية و معنوية للكلفة الاستبدالية على اسعار الاسهم و يفسر وحده نسبه عاليه من التباين. كذلك فقد أشارت النتائج إلى أن قيمة الاحصائي دربن واطسن بلغت 1.30 وهي تقع ضمن الحدود المقبولة ≥ 2 . و هذه النتيجة تنفي الفرضية الصفرية الرابعة و التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة (0.05) للكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و معدل النمو بالمبيعات. بحيث تتوافق نتائج الدراسة الحالية مع (Aggarwal & Gupta) و دراسة (Yook).

جدول (6) نتائج تحليل الانحدار العشوائي لتأثير الكلفة الاستبدالية، على أسعار الأسهم ، في إطار اختلاف حجم الشركة و

معدل النمو في المبيعات

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|--------|------------------|------------|-------------|------------------------|
| 0.37 | 0.89 | 0.73 | 0.65 | C |
| 0.00 | 4.95 | 0.23 | 1.15 | كلفة الاستبدال |
| 0.34 | 0.96 | 0.10 | 0.10 | حجم الشركة |
| 0.10 | 1.65 | 0.21 | 0.35 | معدل النمو في المبيعات |
| 1.30 | قيمة دربن واطسن | | 0.71 | معامل التحديد |
| 0.0001 | دلالة الاحصائي ف | | 16.31 | قيمة الاحصائي ف |

(المصدر ، اعداد الباحثين)

5. الخلاصة والتوصيات

5.1 الخلاصة

بعد أن تم اختبار فرضيات الدراسة، سيتم عرض النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

نتائج الدراسة

1- تبين وجود تأثير إيجابي للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم، حيث تتفق الدراسة الحالية مع دراسة (بوطيب، و زرقون) و (دراسة بن عمارة، و وصفي) في تفوق مقاييس الأداء (القيمة الاقتصادية المضافة) في تفسير عوائد الأسهم، و تتفق الدراسة الحالية مع دراسة (الشيخ) أن هناك أثر للقيمة الاقتصادية المضافة أثر على أسعار الاسهم. و اختلف هذه النتيجة مع دراسة (Pham & Suchard) التي أظهرت نتائجها أنه لا يوجد أثر للقيمة الاقتصادية المضافة و Tobin Q وبين حوكمة الشركات و تحليل أداء الشركة المالي.

2- كما تبين أن هناك تأثير إيجابي للكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم، حيث اتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (النعيمي) في تفوق مقياس Tobin Q (الكلفة الاستبدالية) في التعبير عن الواقع الحقيقي لأداء الشركات، و التنبؤ بأسعار أسهم الشركات. كما و اتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (Aggarwal & Gupta) في أن مؤشر Tobin Q قادر على تفسير الأداء المالي للشركات و أن هناك علاقة ايجابية بين Tobin Q و قيمة الشركة.

3- كشفت الدراسة أن هناك تأثير إيجابي للقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم، و تأثير إيجابي لمعدل النمو في المبيعات في تأثيره على أسعار الأسهم ، و تتفق هذه النتيجة من دراسة (الشيخ) و دراسة (Johan) في أن القيمة الاقتصادية المضافة بإمكانها قياس الأداء المالي في الشركات . أما متغير حجم الشركة ، فلم يبلغ تأثيره على أسعار الأسهم مستوى الدلالة الإحصائية ، حيث تتفق هذه النتيجة مع دراسة (حمدان و آخرون) و هذا يؤكد أن القيمة الاقتصادية المضافة، و معدل النمو في المبيعات مجتمعين لهما تأثير إيجابي معنوي،

4- كما تبين أن هناك تأثير للكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم، حيث بلغت مستوى الدلالة الإحصائية ≥ 0.05 وهي تعبر عن تأثير إيجابي. أما متغيري حجم الشركة، والنمو في المبيعات فلم يبلغ تأثيرها مستوى الدلالة الإحصائية ≥ 0.05 على أسعار الأسهم. هذا بدوره يفسر أن هناك علاقة إيجابية و معنوية للكلفة الإستبدالية على أسعار الأسهم و يفسر وحده نسبه عالية من التباين. . بحيث تتوافق نتائج الدراسة الحالية مع (Aggarwal & Gupta) و دراسة (Yook).

2-5 توصيات الدراسة:

من خلال النتائج التي توصل لها الباحثون، يوصي الباحثون بضرورة إجراء دراسات مستقبلية تأخذ بعين الاعتبار متغيرات محاسبية داخلية على سبيل المثال لا الحصر (العائد على الأصول و العائد على الإستثمار) للشركات الصناعة، و بيان مدى تأثيرها بالكلفة الإستبدالية و القيمة الاقتصادية المضافة. كما و يوصي الباحثون بما يلي:

- 1- العمل على إجراء دراسات تنبؤية و تحليلية في مجال الدراسات المالية تربط بين العوامل المؤثرة على الأداء ممثلة بأسعار الأسهم ، إلى جانب ربطها متغيرات إدارية غير مالية مثل بناء الشركة وبنيتها التنظيمية.
- 2- استخدام المؤشرات المالية غير التقليدية، مثل (التدفقات النقدية الحرة و التدفقات النقدية للملكية) في الحكم على الأداء المالي الحالي و الأداء المستقبلي عن اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- 3- الأخذ بعين الاعتبار عوامل ضابطة أخرى و التي قد تؤثر في تحليل الأداء المالي للشركات. مثل المخاطر المالية و نسبة الملكية .

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

- بوطيب، وداد و زرقون، محمد. (2017م). قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية . مجلة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
- التميمي، أرشد والقيسي أحمد . (2012م). قياس العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكلفة رأس المال وأثرهما على القيمة السوقية المضافة. المجلة المصرية للدراسات التجارية، 34.
- حمدان، علام؛ والسرطاوي، عبدالمطلب؛ وجبر، رائد . (2013م). أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية. المجلة العربية للعلوم الادارية، 2(3).
- الحسناوي، أموري كاظم . (2002م). طرق القياس الاقتصادي . ط1. عمان: دار وائل للنشر.
- الحلاق، سعيد؛ والعجلوني، محمد؛ والسوالمه، أنفال . (2014). أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في ورصة عمان للأوراق . المجلة العربية للعلوم الادارية، 2.
- خوالدة، حمزة و برهم، نسيم. (2015م) . دراسة العوامل المؤثرة على القيمة المضافة للصناعات الاردنية. دراسات، العلوم الانسانية والاجتماعية، 42 (1).
- الشيخ، عماد . (2012م). دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم. المجلة العربية للعلوم الادارية، 19 (2) .
- بن عمارة، نوال و صيفي ، حسنية . (2015). قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CA C40. مجلة الباحث، (15).
- النعيمي، شهاب الدين. (2012م) . التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة دراسات محاسبية ومالية (20)، 20-37.
- النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، أرشد فؤاد. (2008م). التحليل و التخطيط المالي، اتجاهات معاصرة. عمان، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Chung, H. & Pruitt, W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q, Financial Management Association, 23(3).
- Johana, Suwint. (2018). The Relationship Between Economic Value Added, Market Value Added And Return On Cost Of Capital In Measuring Corporate Performance. Journal ManajemenBisnisdanKewirausahaan3(1).
- Ehrbar, Al. (1998). Eva the Real Key to Creating Wealth. John Wiley and Sons, Icn, New York.
- Gujarati, D.N. (2003). Basic Econometrics. 4th ed., New York, McGraw Hill.
- Grzegorz, Michalski (2018). VALUE ADD FINANCIAL MEASURES USED BY GERMAN DAX 30 CORPORATIONS AS PART OF HIGHLY PROFESSIONALIZED CORPORATE GOVERNANCE MANAGEMENT. Journal of Economic and Social Research, 4(1).
- Nam, C., Kwon, Y., Kim, S., & Lee, H. (2009). Estimating Scale Economies of the Wireless telecommunications Industry using EVA data, Telecommunications Policy, 33, 29-39. Website.Ebisco.
- Rakshitm D. (2006). EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited. Vidyasagar University of Commerce, 11, 40-59.
- Stewart, G. B. (1991). The Quest for Value: A Guide for Senior management, New Yourk: Harper Business.
- Stewart, G. B. (1995) EVA Work – But not if you make these common mistakes, Fortune, 131, 117-118.
- StewartK, G.B. (1990). The Quest for Value: the EVA management guide. Harper Business, New York.
- StewartK, G.B. (1991). The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. New York: Harper-Collins.
- ACMA, N. (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added. International Journal of business and Management, 4(3), 169-177.
- Adewuyi, A .O. & Olowookere, A. E. (2009). Impact of Governance Instruments on the Productivity of Nigerian Listed Firms. The Icfai University Journal of Corporat Governance, VIII (3), 51-74.
- Yook, Ken (2010), Free Cash Flows and the Wealth Effects of Stock Repurchase Announcements, The Johns Hopkins University Carey Business School Working Paper Series; 10-01-002. Network <http://jhir.library.jhu.edu/handle/1774.2/33771>.
- Miqbil, Ali. (2010). Model to study the economic value added as a complement to the tools to evaluate the performance of industrial companies and the proposed amendment to the calculated An Empirical Study. Journal of Accounting and Financial Studies, 5, p 11, Publisher: Baghdad University.

- Jong, S. C., Chongwoo, C., Young, M. K. (2010). corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. *Australian Journal of Management*, December, 35(3), 291-311.
- Singapurwoko, Arif. (2011). the Impact of Financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock.
- Ehrbar, A. (1999). Using EVA to measure performance and assess strategy. *Strategy & Leadership*, 27, pp.20-24.
- Nam, C., Kwon, Y., Kim, S., & Lee, H. (2009). Estimating Scale Economies of the Wireless telecommunications Industry using EVA data, *Telecommunications Policy*, 33, 29-39.
- Pete, R.K., Jo, A, S. (2011). Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 36(3)371-386.
- Navdeep, A., & Mohit, G. (2013). Relationship between Options Trading Volume and Company Value: Evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 9(2), 181-190.
- Stoyu, I., Ivanov, K. L., Janis, K. Z. (2013). An Empirical Examination of Negative Economic Value Added Firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, 8 (1), 103-112.