



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين
ماجستير العلوم المالية والمصرفية

مقارنة مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي من منظور تعظيم ثروة المساهم دراسة في المصارف السورية التقليدية

محت علي مُقدّم لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

اعداد الباحثة : نور البواب

بإشراف الدكتورة : رانيا الزرير

2019-2018

إقرار

أنا الطالبة نور البواب ماجستير علوم مالية ومصرفية
أصرح بأنّ هذا العمل من انجازي ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين
آخرين

دمشق ٢٠١٨/١٢/١٥ م

نورالبواب

إلى من يقرأه

نُحيطكم علماً بأنني قد قُمت بتدقيق رسالة الماجستير العائدة للطالبة : نور البواب
وتحملُ العنوان التالي :

مُقارنة مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي من منظور تعظيم ثروة المساهم
دراسة في المصارف السورية التقليدية

دمشق ٢٠١٨/١٢/١٥ م

المدقق اللغوي

ابراهيم حَمَد

٠٩٤٤٤٩٣٥٧٤

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" وَأَنْزَلَ اللَّهُ عَلَيْكَ الْكِتَابَ وَالْحِكْمَةَ وَعَلَّمَكَ مَا لَمْ تَكُن تَعْلَمُ ۚ
وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ عَظِيمًا "

النساء (١١٣)

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي لا يبلغ النجاح إلا بنوفته، حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه كما تحب ربنا ويرضى
لا يسعني في هذا المقام إلا أن أقدم بواف الشكر وأسمى عبارات الاحترام لمن كان نبع
خير وعطاء وقدم لطلبة العلم الكثير والجهد الوفير دون كلل أو وصب .. مشرفتي
الغالية الأستاذة الدكتور رانيا الزرين لما كان لاهتمامها وملاحظاتها السديدة وتوجيهاتها
الدائمة عظيم الأثر في إجاز هذا العمل

كما أقدم بالشكر الجزيل لمناصرة العلم السادة أعضاء لجنة الحكم الأكاديمي، الأستاذ
الدكتور علي كنعان والدكتور نوار هاشم، لقبولهم المشاركة في تحكيم البحث تقديماً
واعترافاً بفضلهم لما قدموه من نصائح وملاحظات قيمة ساهبت بإغنائه
ولا ننسى السادة أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد وخصوصاً قسم المصارف والتأمين
لما يقدموه من جهد في إثراء العملية التعليمية

الباحثة

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي المنواضع إلى:

سيد الخلق الذي أرسل هدى ورحمة للعالمين ... نبي الرحمة رسول الله

مصدر سعادتي وملاكي ... أمي الحبيبة

سندي ... أبي الغالي

اعترافاً بفضلهما ولا خصي لهما فضلاً ..

اسأل الله أن يجعل أجر عملي صدقة جارية في ميزان حسناتكم

أخوتي وأصدقائي وزملائي وأصحاب الفضل علي ومن أسدى إليّ معروفاً أو قدم لي نصحاً أو

علمني حرفاً ... وفاءً وامثاناً

كلية الاقتصاد الحضن الواسع التي جمعتني بأصدقاء من أجل الدراسة عموماً ومن حلة الماستر

خصوصاً ... لن أنساهم ما حييت

بلدي الجيب .. سورية

ملخص البحث

يهدف البحث بصورة أساسية للحكم على أداء المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من حيث تحقيقها للربح المالي والاقتصادي لمعرفة مدى ارتباط واشتراط تحققهما معاً، ولدراسة أثر كل منهما كمؤشر أداء داخلي للمصارف في ثروة المساهم المستمدة من سوق الأسهم للحكم على أن تعظيم ثروة حملة الأسهم في السوق مرتبط إلى حد كبير بالأداء الداخلي الجيد ، وبالمفاضلة بين هذه المؤشرات لتحديد أي منها ذات القدرة التفسيرية الأكبر بتأثيرها بالمتغير التابع لدعم أو دحض مزاعم الافتراضات التي أدعت أن مقاييس الأداء المالي مضللة واعتبرت أن مقاييس الأداء الاقتصادي تمثل أحسن مؤشر لتحديد مدى قدرة المؤسسة على خلق الثروة للمساهمين ، ولتحقيق غاية الدراسة تمثلت المتغيرات المستقلة بمؤشرات الأداء المالي المعبر عنها (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول ، صافي هامش الفائدة ، ربحية السهم) ومؤشرات الأداء الاقتصادي المعبر عنها (القيمة الاقتصادية المضافة ، الربح المتبقي) ، تم من خلالهم بناء نموذجين مستقلين ودراسة أثر كل منهما في ثروة المساهم للفترة الممتدة 2011-2017.

أعتمد منهج الأسلوب الوصفي لعرض مفاهيم المتغيرات بالإضافة إلى الأسلوب الإحصائي باستخدام اختبار التوزيع الطبيعي ، جذر الوحدة، اختيار النموذج الأفضل بين نماذج المقاطع العرضي الزمني ، دراسة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات المستقلة، تم بناء معادلة الانحدار الخطي البسيط و المتعدد بطريقة المربعات الصغرى المعممة GLS بعد التأكد من خلو النموذج من المشاكل الإحصائية باستخدام البرامج SPSS 15 , EViews 10 . توصلت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تحقيق المصرف لربح محاسبي وتحقيقه لربح اقتصادي وإلى تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات الأداء المالي من جهة ومؤشر الربح المتبقي من جهة أخرى بالارتباط وتفسير ثروة المساهم ، وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بمؤشرات الأداء الاقتصادي والاستناد إليها لاتخاذ قرار استثماري أفضل وعدم الاكتفاء بمؤشرات الأداء المال

رقم الصفحة	فهرس المحتويات
أ	فهرس المحتويات
ث	فهرس الجداول
ج	فهرس الملاحق
1	الفصل الأول: الإطار العام للبحث Research Proposal
2	أولاً: المقدمة
2	ثانياً: مشكلة البحث
3	ثالثاً: أهداف البحث
4	رابعاً: أهمية البحث
5	خامساً: مصطلحات البحث
6	سادساً: متغيرات البحث
7	سابعاً: فرضيات البحث
7	ثامناً: منهجية البحث
8	تاسعاً: مجتمع البحث
8	عاشراً: مصادر البيانات
9	الحادي عشر: الدراسات سابقة
20	الفصل الثاني: مؤشرات تقييم الأداء الداخلي و ثروة المساهم في السوق المالي
21	مقدمة
22	المبحث الأول : تقييم الأداء في المصارف
22	<u>المطلب الأول : الإطار المفاهيمي لتقييم الأداء</u>

22	١- مفهوم تقييم الأداء
23	٢- أهمية تقييم الأداء
24	٣- الأبعاد الأساسية لأداء المصارف
25	٤- محددات أداء المصارف
27	٥- تطور مؤشرات تقييم الأداء تاريخياً
29	<u>المطلب الثاني: مداخل قياس الأداء</u>
29	أ. المدخل المالي : مؤشرات الأداء المالي
30	١- ROE العائد على حقوق الملكية
31	٢- ROA العائد على إجمالي الأصول
32	٣- NIM صافي هامش الفائدة
33	٤- EPS ربحية السهم
34	ب. المدخل الاقتصادي : مؤشرات الأداء الاقتصادي
34	<u>أولاً: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة</u>
34	١- الإطار التاريخي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
35	٢- النظرية الأساسية خلف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
37	٣- تعريف ومفهوم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
38	٤- مزايا تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA
40	٥- محددات تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA
42	٦- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في نظام الإدارة
45	٧- أشكال مؤشر EVA كمؤشرات أداء اقتصادي
45	٧-١ : القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة
47	٧-٢ : مؤشر الزخم EVA momentum

48	٣-٧ : مؤشر القيمة السوقية المضافة كمؤشر أداء مكمل
49	ثانياً : مؤشر العائد المعدل بالخطر (RAROC (risk – adjusted return on capital
53	المبحث الثاني : ثروة المساهم في السوق المالي
53	١- تمهيد ومفهوم قيمة المساهم
54	٢- الفرق بين قيمة و ثروة المساهم
55	٣- قياس ثروة المساهم
59	٤- طرق خلق وتعظيم ثروة المساهم
63	٥- مقارنة مبدأ أولوية المساهمين مع حقوق أصحاب المصالح
65	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لمقارنة أثر مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي في ثروة المساهم
66	المبحث الأول :الدراسة الاحصائية
66	تمهيد
66	أولاً: مجتمع البحث
67	ثانياً: متغيرات البحث والإطار المنهجي المتبع في احتسابها
73	ثالثاً: التحليل البياني و مقارنة الربح الاقتصادي بالربح المحاسبي
80	رابعاً: التحليل الاحصائي للبيانات
80	- التوزيع الطبيعي
82	- دراسة استقرارية السلسلة
84	- التكامل المشترك
85	- ايجاد العلاقة الارتباطية
87	خامساً: أساليب الانحدار في نماذج البيانات الزمنية المقطعية وطرق الاختيار بينهم
87	١- أساليب الانحدار في نماذج البيانات الزمنية المقطعية
91	٢- اختيار النموذج الأفضل لمعادلة الانحدار

97	المبحث الثاني : بناء نماذج الانحدار و اختبار الفرضيات
105	النتائج
108	التوصيات
110	المراجع References
122	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	الاحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث	81
2	اختبار استقرار سلسلة المتغيرات التابعة والمستقلة وفقاً لدرجة حرية 5%	83
3	اختبار التكامل المشترك لمؤشرات الأداء الاقتصادي	84
4	اختبار التكامل المشترك لمؤشرات الأداء المالي	85
5	معاملات الارتباط بين متغيرات البحث	86
6	مقارنة نتائج انحدار نماذج البيانات الزمنية المقطعية لمؤشرات الأداء المالي	90
7	مقارنة نتائج انحدار نماذج البيانات الزمنية المقطعية لمؤشرات الأداء الاقتصادي	90
8	اختبار Redundant لمؤشرات الأداء الاقتصادي	92
9	اختبار Redundant لمؤشرات الأداء المالي	92
10	اختبار Hausman لمؤشرات الأداء المالي	94
11	اختبار heteroscedasticity للبيانات المقطعية و الزمنية لمؤشرات الأداء الاقتصادي	95
12	نموذج الانحدار ذو الأثر العشوائي RE لمؤشرات الأداء المالي	98
13	نموذج الانحدار المجمع الموزون GLS لمؤشرات الأداء الاقتصادي	100
14	مخرجات نموذجي الانحدار البسيط بين مؤشرات الأداء الاقتصادي والعائد غير العادي	104

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملاحق	الصفحة
(1)	جدول قيم صافي الربح للمصارف المدروسة	122
(2)	جدول القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف المدروسة	122
(3)	نسبة الملاءة المالية للمصارف المدروسة	123
(4)	حجم المصرف المعبر عنه باللوغزتم الطبيعي لاجمالي الأصول	123
(5)	مخرجات اختبار boxplot لمتغيرات الدراسة وفقا لبرنامج 10 eviews	124
(6)	نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لمؤشرات الأداء المالي	125
(7)	نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لمؤشرات الأداء الاقتصادي	125
(8)	مخرجات نموذج الانحدار البسيط لمؤشر الربح المتبقي	126
(9)	مخرجات نموذج الانحدار البسيط لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة	126

الفصل الأول: الإطار العام للبحث

أولاً: المقدمة

ثانياً: مشكلة البحث

ثالثاً: أهداف البحث

رابعاً: أهمية البحث

خامساً: مصطلحات البحث

سادساً: متغيرات البحث

سابعاً: فرضيات البحث

ثامناً: منهجية البحث

تاسعاً: مجتمع البحث

عاشراً: مصادر البيانات

الحادي عشر: الدراسات سابقة

أولاً: المقدمة Introduction :

ارتكز الفكر المحاسبي لفترة زمنية طويلة على اعتبار أن المردودية هي مقياس الأداء المالي للشركات وشاع استخدام النسب المالية المعتمدة على الربح التي لم تأخذ جانب تكلفة رأس المال بعين الاعتبار وهذا ما شكل مدعاة للشك حول فعاليتها في تقييم الوضع المالي الحقيقي، فليس بالضرورة أن تكون جميع الشركات الرابحة قد حققت قيمة مضافة لحملة الأسهم وعظمت ثروتهم كما لا يعني أن تحقيق أقصى ربحية للسهم الواحد يؤدي إلى تحقيق المنفعة القصوى للملاك ، فسعت شركات الاستشارة المالية ونظرية الإدارة المالية الحديثة لإحداث تطور في أدوات قياس المردودية للانتقال من المفهوم المحاسبي المالي إلى الاقتصادي وبالتحول من النظر لقيمة المؤسسة من منظور داخلي فقط نحو المنظور الخارجي المتمثل في وجهة نظر السوق المالي من خلال المساهمين ، بحثت عن مؤشرات يكون الحكم على الأداء مرهوناً بقدرة الشركة على خلق القيمة لحملة الأسهم وسميت بمؤشرات قياس الأداء من منظور خلق القيمة ومنها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) الذي يعود في جذوره إلى مقياس الربح المتبقي (RI) حيث سعت هذه المؤشرات منذ ظهورها لإثبات تفوقها على مقاييس الأداء المالية في القدرة على تفسير الأداء من وجهة نظر المساهم ، فانتشر استخدامها على نطاق واسع كأداة عامة للإدارة لقياس الأداء والحكم على القرار الاستثماري بما يصب بتحقيق الهدف الأساسي لإدارة الشركة وهو تعظيم ثروة المساهم فما تخلقه الشركة من ثروة هو ما يتبقى من الربح الصافي بعد تغطية تكلفة رأس المال .

ثانياً: مشكلة البحث Research problem :

بظهور نظرية الوكالة ومبدأ فصل الإدارة عن الملكية أصبح المدراء وكلاء يعملون لمصلحة الملاك الذين يعتبرون أن هدف تعظيم الثروة هو الغاية الأساسية للاستثمار، لذلك كان لابد من وجود مؤشرات تساعد على تقييم وضع المؤسسة ومدى ارتباط نتيجة أعمالها وأدائها بهدفهم بتعظيم ثروتهم لاتخاذ القرار الاستثماري الأفضل، اعتمدوا بذلك لفترة طويلة على مؤشرات الأداء المالي التي بُنيت استناداً إلى الأرباح دون أن يكون ذلك مرتبط بالضرورة بخلق القيمة أو أخذ تكلفة رأس المال بعين الاعتبار، ما شكل دافع لوجود مؤشرات تقيس مدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة لحملة الأسهم وثبتت فاعليتها في تحديد الربح الحقيقي ، عرفت شركة الاستشارات المالية الأمريكية Stern&Stewart مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) عند وضعه بأنه "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي يرتبط بتعظيم ثروة المساهم

على مدى الوقت" مشيرة بذلك لارتباطه وتفسيره لأداء السهم المالي في السوق وأن الأداء الداخلي الجيد يخلق قيمة جيدة لأسهم الشركة في السوق المالي، لكن كثيراً من الأبحاث والاختبارات العملية عندما قامت بدراسة قدرة مؤشرات الأداء الاقتصادي على الارتباط وتفسير ثروة المساهم ومقارنتها بقدرة مؤشرات الأداء المالي على ذلك توصلت لنتائج جدلية في اثبات وجود علاقة للأداء الداخلي بأداء السهم في السوق وكذلك في تفوق إحداها على الأخرى كدراسة Takyi and Tettey و (2006) Maditionos et al. ودراسة Ray (2014) وغيرهم (2008)

وهو ما أثار التساؤل حول امكانية اعتبار أن تحقيق الربح المحاسبي وخلق القيمة الداخلية له ارتباط مع خلق القيمة لحملة الأسهم .

أي البحث في مقارنة أثر كل من مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي كمعبر عن الأداء الداخلي للمصارف في خلق أداء جيد لأسهمها المدرجة في السوق المالي السوري ومنها تعظيم ثروة المساهم ، وبذلك يمكن صياغة الاسئلة التالية :

أولاً- هل تحقيق المصرف لربح اقتصادي يستلزم تحقيقه لربح محاسبي ، أم لا يشترط ذلك بالضرورة ؟

ثانياً- هل تمتلك مؤشرات الأداء الاقتصادي قدرة أفضل مقارنة مع مؤشرات الأداء المالي من حيث ارتباطها وتفسيرها لثروة حملة الأسهم ودورها في تعظيمها ؟

ثالثاً- هل إجراء تعديلات محاسبية على القوائم المالية تساعد بالوصول إلى مؤشر ذا معنوية و قدرة تفسيرية أفضل بارتباطه بثروة المساهم

ثالثاً: أهداف البحث research Objectives :

يسعى هذا البحث لتحقيق الأهداف التالية :

١- الوقوف على واقع أداء المصارف التقليدية السورية الخاصة في ظل الحرب على سورية من حيث تحقيقها لنتيجة أداء مالية واقتصادية جيدة وتحليلها وصولاً إلى تحديد فيما إذا كان تحقيق المصارف لربح اقتصادي مرتبط بوجود ربح محاسبي خلال الفترة المدروسة .

٢- البحث في مفهوم مؤشرات تقييم الأداء الاقتصادية وعلى وجه التحديد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة عرض أهميته ومزاياه ودوره كمقياس للأداء وفي نظام الإدارة ، كمؤشر ذا قدرة على تحديد الربح الاقتصادي للشركات المساهمة

٣- مقارنة مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي في قدرتها على تفسير ثروة المساهم وصولاً لتحديد مؤشر الأداء الداخلي الأعلى قدرة على الارتباط وتفسير للثروة لدوره في مساعدة المستثمر على اتخاذ قرار استثماري أفضل

رابعاً: أهمية البحث : significance of research

أولاً: الناحية العملية

١. تكمن أهمية البحث في النتائج التي سيتوصل إليها فإن ثبت تفوق مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي بارتباطها بثروة المساهم بالسوق المالي ستشكل بذلك أداة تساعد المستثمر لاتخاذ القرار الاستثماري الأمثل باستثماره في أسهم الشركات ذات القيمة فيحقق بذلك هدفه في تشكيل الثروة و الحفاظ عليها وتعظيمها

٢. كما لمؤشرات الأداء الاقتصادي دور هام على الواقع العملي بالنسبة للمؤسسات حيث يمكن اعتمادها كاستراتيجية لمنح مكافآت الإدارة أي تُمنح مكافئتها بناءً على قدرتها على اتخاذ القرارات الأفضل التي ساهمت بتحقيق ربح يفوق تكلفة رأس المال أي عظمت ثروة المساهم، فيشكل ذلك حافزاً لها في تنمية ثروة حملة الأسهم ويخفض من مشكلة الوكالة عدا عما لتعديلات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من دور في الحد من التلاعب بالأرباح

٣. يمكن أن تلعب مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي دوراً هاماً في الشركات المساهمة فعندما تعلم إدارة الشركة أن المستثمرين يهتمون بجودة الربح وأنهم يقدرّون القيمة الداخلية المضافة للمنشأة وقدرتها على تحقيق الاستقرار في انجازها لأهدافها يزداد اقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركات ذات القيمة المضافة الأعلى والمردودية الأفضل ، والشركات التي تفصح عن هذه القيم في

قوائمها ستشكل مورد معلوماتي إضافي يساهم في رفع أسعار أسهمها وتخفيض تكلفة تمويلها وبالتالي إذا رغبت الشركات بزيادة رأسمالها عن طريق أي طرح جديد للأسهم لن تجد صعوبة في التمويل مقارنة بغيرها

٤. بتحديد أثر مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي في ثروة المساهم تظهر أهمية اعتمادها كأداة رقابة تعبر عن الوضع المالي الحقيقي للشركات وقدرتها على تحقيق أهدافها لدى هيئة الأسواق والأوراق المالية فيصب ذلك في مسعى الهيئة بتنظيم السوق والتأكيد على عنصر الإفصاح والشفافية لتشجيع الاستثمار والتداول

ثانياً: الناحية الأكاديمية

يغني هذا البحث المكتبة العربية والمحلية ويرفدها بهذه الدراسة عن السوق المحلية ليستفيد منها كل من يتأثر بهذه السوق كما أنها هامة لكل باحث يتخذها كمرجع حول مفهوم تقييم الأداء ودور مؤشرات الأداء الاقتصادي كمؤشرات حديثة للتقييم ومدى أهميتها على الصعيد الإداري وعلى صعيد ارتباطها بالسوق المالي ومدى تفوقها في ذلك

خامساً: مصطلحات البحث : Research Terms

القيمة الاقتصادية المضافة : تعرف بأنها مقياس للقيمة التي تم إنشاؤها والتي تقارن العائد من العمليات مع تكلفة تمويل تلك العمليات أي يقيس الربح الصافي من تكلفة رأس المال، وكذلك يعرف بأنه تقدير للربح الاقتصادي الحقيقي أو المبلغ الذي تتجاوز فيه الأرباح أو تقل عن الحد الأدنى المطلوب من العائد الذي يمكن للمساهمين الحصول عليه من خلال الاستثمار في أوراق مالية أخرى ذات مخاطر مماثلة ، كما يعود المؤشر في جذوره إلى مقياس الربح المتبقي لكن يختلف عنه بالتعديلات المحاسبية التي اقترحتها شركة Stern&Stewart

الربح المتبقي : هو مفهوم قديم في النظرية الاقتصادية، حيث أكد الاقتصاديون منذ " آدم سميث " على أن المهمة الاجتماعية للمؤسسة هي تعظيم القيمة لملاكها، وبالتالي يجب أن تحقق المؤسسة أرباحاً تفوق تكلفة القروض ورأس المال المملوك .

العائد على حقوق الملكية: هو مقياس للأداء المالي يدل على كفاءة استخدام الأموال وقرارات الاستثمار والتشغيل في المؤسسة يقيس العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأسمال المؤسسة

عائد السهم العادي : مؤشر يستخدم في التحليل المالي ينتمي لحزمة نسب السوق ويقيس مدى ما يحققه السهم العادي من ربح وهو بمثابة دالة على حسن أو سوء الأداء المالي للشركة وباقتطاع العائد المطلوب يمكن الحصول على العائد غير العادي

سادساً: متغيرات البحث Variables of research

يقوم البحث على اختبار وجود العلاقة بين المتغيرات المستقلة الممثلة بمقاييس الأداء المالي و مقاييس الأداء الاقتصادي في علاقة كل منهم بالمتغير التابع الممثل لثروة المساهمين

❖ المتغيرات المستقلة Independent Variables :

أولاً: مؤشرات الأداء المالي

١. ربحية السهم (*Earnings per share (EPS)*)

٢. العائد على حقوق الملكية (*return on equity (ROE)*)

٣. العائد على اجمالي الاصول (*return on Assets (ROA)*)

٤. صافي هامش الفائدة (*Net interest margin (NIM)*)

ثانياً: مؤشرات الأداء الاقتصادي

١. الربح المتبقي لرأس المال المستثمر (*Residual Income to capital investment (RIC)*)

٢. القيمة الاقتصادية المضافة لرأس المال المستثمر (*Economic value added to (EVAC)*

capital investment

❖ المتغير التابع Dependent Variable :

سيقوم البحث على اعتماد متغير أساسي للتعبير عن ثروة المساهم متمثلاً بالعوائد غير العادية للأسهم

سابعاً: فرضيات البحث : Research Hypotheses :

الفرضيات الرئيسية:

- I. لا يوجد علاقة تزامنية ذات دلالة معنوية بين تحقيق المصرف للربح المحاسبي وتحقيقه للربح الاقتصادي
- II. لمؤشرات الأداء الاقتصادي قدرة أكبر في تفسير ثروة المساهم الممثل بالعائد غير العادي في المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مقارنة بمؤشرات الأداء المالي
- III. لا يوجد أهمية معنوية للتعديلات المحاسبية المفترضة لاحتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تشكيل مؤشر ذا قدرة أكبر على تفسير ثروة المساهم

ثامناً: منهجية البحث : Research Methodology :

للإجابة على الإشكالية المطروحة يعتمد البحث المنهج الوصفي التحليلي وهو عبارة عن طريقة لوصف الموضوع المراد دراسته بصورة نوعية أو كمية من خلال منهجية علمية صحيحة للكشف عن الظاهرة وتوضيح خصائصها ودرجة ارتباطها مع الظواهر المختلفة الأخرى لفترة محددة أو فترات زمنية معلومة للحصول على نتائج علمية يمكن تفسيرها بطريقة موضوعية ، بالاعتماد على أدوات جمع البيانات والمعلومات من خلال العودة إلى الأدبيات السابقة من مراجع وكتب ودوريات ومقالات ذات العلاقة بموضوع الدراسة لمعرفة ما تناولته من تغيرات وما توصلت إليه من نتائج، وكذلك اعتماده المنهج المقارن في مقارنة القدرة التفسيرية لكل من مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي للوصول إلى المؤشر الأفضل في ارتباطه وتفسيره لثروة المساهم وكذلك المقارنة بين قيم الربح المالي والاقتصادي للوصول إلى تحديد مدى ارتباط تحققهما معاً كإشارة للأداء الداخلي للمصارف خلال الفترة المدروسة

الإطار النظري يتحدث عن تقييم الأداء المالي في المصارف وعلاقته بثروة المساهمين من حيث العوامل المؤثرة بها ومحدداتها وطرق قياسها وفقاً لمقاييس الأداء المالية والاقتصادية بما يشمل تفصيل لبعض أنواعها والتركيز على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من حيث تعريفه ومفهومه ومحدداته ومزاياه

أما الإطار العملي فيقوم على جمع البيانات من مصادرها الأساسية لاحتساب متغيرات الدراسة وتحليلها من خلال استخدام الأساليب الرياضية ومقاييس التحليل الإحصائية بما يشمل الإحصاء الوصفي للبيانات بحيث يسلط الضوء على تطور كل منها وآلياته واختبار التوزيع الطبيعي واختبارات اختيار نموذج البائل الأفضل وصولاً للدخول بدراسة العلاقات التشابكية بين المتغيرات وبناء النموذج الذي يبحث بعلاقة كل من مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي بثروة المساهم الممثلة بالعوائد غير العادية والتأكد من خلوه من المشاكل ذات الطابع الإحصائي

ولتحقيق أهداف الدراسة تمت صياغة فرضياتها بما يساعد للإجابة على التساؤلات الرئيسية وبحيث تكون الدراسة قادرة على البحث فيما إذا كان تحقيق الربح المحاسبي وخلق القيمة الداخلية له أي ارتباط مع خلق القيمة لحملة الأسهم أي بمقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي والاقتصادي بارتباطها وتفسيرها للعائد غير العادي ومن ثم تحديد المؤشر الأفضل من بين المؤشرات المدروسة حيث يعتمد اختبار فرضيات الدراسة على برنامج Eviews 10 باستخدام أسلوب Panel Data تعرف بأنها مشاهدات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة وهي بيانات طولية متزنة حيث قيست المشاهدات المقطعية لنفس الفترة الزمنية يتميز هذا الأسلوب بزيادة كفاءة عملية القياس واعطاء محتوى معلوماتي أكثر ومستوى أقل من التعددية الخطية والتحكم في عدم تجانس البيانات التي قد تظهر في البيانات المقطعية أو الزمنية

تاسعاً: مجتمع البحث Community and sample research

يتمثل مجتمع البحث بجميع المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وعددها 11 مصرف خلال فترة الدراسة التي تمثل 7 سنوات 2011-2017 ، وبهذا لا تشمل الدراسة المصارف الإسلامية وهي بنك الشام وبنك البركة وبنك سوريا الدولي الإسلامي بسبب اختلاف المعايير الضابطة لعمل المصارف الإسلامية والمعايير المُستند إليها في اعداد القوائم المالية

عاشراً: مصادر البيانات Data sources

يتم فيها الاعتماد على البيانات المستمدة من القوائم المالية النهائية والربعية للمصارف عينة البحث المفصح عنها في موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وذلك لاحتساب مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي المتمثلة بالمتغيرات المستقلة ، و أما المتغير التابع المتمثل بالعوائد غير العادية فتحتسب بالعودة إلى أسعار

إغلاق الأسهم للمصارف التقليدية المدرجة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية ، وتم استخدام برنامج Excel بهدف جمع البيانات واحتساب المتغيرات

الحادي عشر: الدراسات السابقة Literature Review:

أولاً- الدراسات العربية :

(١) الجرجاوي (2008) : دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم- دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أبعاد التحليل المالي من خلال اختبار مجموعة من النسب المالية وإيجاد نموذج كمي يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بسعر السهم لكل قطاع من قطاعات سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات رشيدة عند قيامهم بعملية الاستثمار تم اختبار 13 نسبة مالية لعينة من 10 منشآت مدرجة أسهمها في السوق للفترة ما بين عام 1997-2006 وخلصت الدراسة إلى أنه يمكن الاعتماد على مجموعة من النسب المالية لكل قطاع من القطاعات للتنبؤ بسعر السهم، وبإمكان المستثمر الاعتماد على التحليل المالي للقوائم المالية عند اتخاذ قراراته الاستثمارية

(٢) سر كسيان (2010) : العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى الكشف عن العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة وإظهار أي العوامل منها أكثر تأثيراً على هذه الأسعار وصولاً لبناء نموذج للتنبؤ بهذه الأسعار يمكن المتعاملين من الاسترشاد به عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، شملت العينة 76 شركة للفترة 2003-2008 استخدم الباحث 6 عوامل تمثلت بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA, العائد على حقوق الملكية ROE , حصة السهم العادي من التوزيعات DPS ، حصة السهم العادي من الربح EPS, القيمة الدفترية لسهم الشركة BVPS، مضاعف السعر السوقي للسهم PER كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين العوامل المدروسة لشركات القطاع الصناعي وعدم وجودها بالنسبة لقطاع الخدمات أما بالنسبة للقطاع المالي فكانت العلاقة معنوية موجبة مع العوامل المدروسة ماعدا ROE, PER

٣) علي (2010): نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها

يهدف البحث إلى بيان مفهوم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل أساسي جديد للقياس المالي ودوره في تحقيق القيمة لحملة الأسهم وتحسينها وتحقيق الانسجام بين مصالح حملة الأسهم وإدارة الوحدة ، فضلاً عن مزايا ومحددات استخدامه كمقياس للأداء وخطوات احتسابه في الوحدات الصناعية، تركز الدراسة على المنهج الوصفي بالاعتماد على الكتابات ذات الصلة واعتماد المنهج التطبيقي على بيانات إحدى الشركات الصناعية الالكترونية للفترة 2007-2008 وتوصلت إلى أهم التوصيات كضرورة استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة كمعيار حديث لتقويم أداء إدارة الشركات الصناعية وتدريب العاملين على استخدامه في جميع المستويات الإدارية كما دعت إلى ربط نظام الحوافز للعاملين بالقيمة الاقتصادية المضافة لتغيير سلوكهم وكسب ثقة حملة الأسهم

٤) الكيلاني وآخرون (2012) : أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية

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. و من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيم الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية للأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية في الأردن للفترة 2009-2000 نتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيم السوقية للأسهم

٥) عبد النور (2015) : قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة – دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)

تهدف هذه الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاساً بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة (2000-2013) ، تم

استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطية والغير خطية لمعرفة القدرة التفسيرية وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية SPSS.20 وEViews.3.1 توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال) والحديثة (عائد التدفق النقدي على الاستثمار، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، إلا أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت قوة التفسير فيها 50 %، وهذا مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز فيها نسبة التفسير 14%

ثانياً- الدراسات الأجنبية :

1) Maditionos et al. (2006): The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Greek Corporate Sector

مدخل إلى القيمة الاقتصادية المضافة في قطاع الشركات اليونانية

هدفت الدراسة للبحث في مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، تحديد نقاط القوة والضعف، ومناقشة النتائج التي تم الكشف عنها من الدراسات التجريبية السابقة بشأن فائدتها كمقياس للأداء و لبحث ما إذا كانت EVA أو مؤشرات الأداء التقليدية ترتبط بقوة أكبر مع عوائد الأسهم استخدمت بيانات من 163 شركة مدرجة في بورصة أثينا خلال الفترة 1995 - 2001 بما يعادل 814 مشاهدة سنوية وبالاعتماد على سعر الإغلاق اليومي دون التوزيعات لايجاد معدل العائد كما تم جمع البيانات اليومية لقيمة مؤشر سوق أثينا ، على الرغم من كل الدراسات الإيجابية والمشجعة حول مؤشر EVA التي أكدها Stewart توصلت الدراسة التجريبية إلى نتائج متفاوتة لفائدة مؤشر EVA حيث انتهت إلى أن عوائد الأسهم ترتبط ارتباطاً وثيقاً مع ربحية السهم أكثر من EVA. وبذلك لا تدعم ادعاء أن مؤشر EVA لوحده هو أفضل مقياس ولكنها أيضاً أشارت إلى أن مؤشر EVA يضيف قوة تفسيرية كبيرة لأرباح السهم في شرح عوائد الأسهم

2) Elali (2007) : EVA and Shareholder Value Creation :An Empirical Study

القيمة الاقتصادية المضافة وخلق القيمة لحملة الأسهم :دراسة تجريبية

بحثت هذه الدراسة بفرضية أن القيمة الاقتصادية المضافة هي الأعلى ارتباطاً بثروة المساهم وقيمة الشركة مقارنةً بمقاييس الأداء التقليدية المعتمدة على القيمة ، استخدمت الدراسة العائد الاجمالي للمساهمين TSR ونسبة Q-tobin بالمقارنة مع EVA لتفسير القيمة السوقية المضافة لعينة من البيانات الطولية تمثل 1200 مشاهدة للفترة 1991-2002 مستمدة من قاعدة بيانات شركة الاستشارات المالية Stern Stewart & Company توصلت النتيجة إلى أن مؤشر EVA يمتلك قوة تفسيرية أكبر مقارنة مع TSR ونسبة Q-tobin

3) Tettey and Takyi (2008): INVESTIGATING SHAREHOLDERS' ECONOMIC VALUE CREATION IN THE BANKING INDUSTRY -The case of the HSBC and Barclays plc, UK

البحث في القيمة الاقتصادية للمساهمين في الصناعة المصرفية - حالة بنكي HSBC ، Barclays plc في المملكة المتحدة

تحلل هذه الدراسة القيمة الاقتصادية للمساهمين باستخدام مصرفين رئيسيين؛ HSBC وبنك Barclays في المملكة المتحدة خلال فترة خمس سنوات (2003-2007). باستخدام مؤشري (ROA and ROE) كمؤشر أداء محاسبي بالمقارنة مع EVA كأسلوب محاسبي مبتكر لقياس أداء كل من البنكين عينة الدراسة وأثرهما على عوائد الأسهم. توصلت الدراسة إلى أن كل من أساليب المحاسبة المبتكرة والتقليدية تفسر الاختلافات في عوائد الأسهم لكل من HSBC و Barclays ، إلا أن محتوى المعلومات لمؤشر EVA/E تتفوق في تفسير التغير في عوائد الأسهم لبنك Barclays بينما كان مؤشر ROA يعطي قدرة تفسيرية أكبر لتغير عوائد الأسهم لبنك HSBC. وعلى المستوى المقارن فإن كلا المصرفين يخلقان قيمة، إلا أن Barclays توفر بالمتوسط نسبة EVA/E (EVA per equity) أعلى مقارنة ب HSBC. ومع ذلك، تعمل Barclays تحت تقلب داخلي أعلى مما يؤثر على قياس الأداء بما في ذلك ردود فعل سوق الأوراق المالية والعائد .

4) Chmelíková (2008) : Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector

مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية للأداء في قطاع الصناعات الغذائية في جمهورية التشيك

الهدف من هذه المقالة هو دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية (العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين) ومقارنة قدرتها على قياس خلق ثروة المساهمين في شركات تصنيع الأغذية في جمهورية التشيك. في الجانب النظري ، تمثل EVA أداة إدارية تؤدي إلى الاستخدام الفعال للأصول التشغيلية طويلة الأجل وتؤدي إلى التكلفة الفعالة لقرارات رأس المال وهيكل رأس المال كما تجبر الإدارة على التركيز على القيمة. لكن للبحث فيما إذا كانت هذه النتائج ستعود على حملة الأسهم أيضاً. اختبرت الدراسة الفرضيات التي تبحث بوجود علاقة خطية موجبة قوية بين EVA ومقاييس الأداء التقليدية لـ ROA و ROE وفيما إذا كان مؤشر EVA يعكس التغيرات في ثروة المساهمين بصورة أكثر ثباتاً من مقياس الأداء التقليدي للعائد على ROA و ROE ، تشير نتائج تحليل الانحدار إلى وجود علاقة ايجابية قوية بين EVA ومقاييس الأداء المالي وإظهار محتوى معلومات عالي الجودة لمؤشر EVA فيما يتعلق بالقدرة على تكوين ثروة المساهمين من مقاييس الأداء التقليدية.

5) Kuben (2008) : Financial leverage and firm value

الرافعة المالية وقيمة الشركة

وفقاً لدراسة أجريت في سوق جوهانسبرغ اعتبرت فيها مقياس EVA ومقاييس الأداء التقليدية كمؤشر على قيمة الشركة ، للبحث فيما إذا كان هيكل رأس المال يؤثر إيجابياً أو سلباً على قيمة الشركة وكذلك للبحث في كيفية تأثير تقلبات أسعار الفائدة المحلية على هيكل رأس المال. نظراً لارتفاع مستوى وتقلبات سعر الفائدة المحلية ، اعتمدت على بيانات ثانوية مستمدة من قاعدة بيانات McGregor BFA database للفترة 1998-2007 وشملت العينة 113 شركة مدرجة صنفت حسب الصناعة ، تم إجراء تحليل الانحدار لكل من الاختبارين وتبين أن الزيادة في الرافعة المالية ترتبط سلباً مع قيمة الشركة وفقاً

لمؤشرات الأداء التقليدية لكنها لم تبدي أي علاقة معنوية مع مؤشر الأداء EVA كما أن تأثير أسعار الفائدة على هيكل رأس المال غير واضحة

6) Heffernan and Fu (2008): The Determinants of Bank Performance in China

محددات أداء المصارف في الصين

اعتمدت هذه الدراسة على تقييم مدى تحقق أهداف الإصلاحات التدريجية منذ عام 1978 التي شهدتها النظام المصرفي الصيني بهدف تحسين الكفاءة وتخصيص الموارد. وقد ركزت الإصلاحات الأخيرة على السماح للمصارف بإدراج بعض الأسهم في البورصات المحلية والأجنبية وزيادة مشاركة الأسهم الأجنبية في المصارف الصينية وإقامة مؤسسات مالية ريفية جديدة. ولذلك بحثت الدراسة في تقييم أداء أنواع مختلفة من المصارف الصينية شملت العينة 76 مصرف صيني بين عامي (1999 – 2006)، واختبرت العوامل المؤثرة على الأداء كما قامت بتقييم أربعة مقاييس للأداء لتحديد أي منها يظهر تفوقاً على الأخرى.

شملت المتغيرات المستقلة النسب المالية القياسية التي تعكس الإصلاحات الأحدث تمثلت (بالإدراج، نوع البنك، مدى الملكية الأجنبية) ومتغيرات الاقتصاد الكلي تمثلت (بمعدل البطالة السنوي ، معدل التضخم السنوي ، معدل نمو GDP). وتشير النتائج إلى تفوق مؤشر القيمة المضافة الاقتصادية و هامش صافي الفائدة على مقاييس الربحية التقليدية ROEA, ROAA ، وظهر مؤشر ROEA الأضعف قدرة تفسيرية بين المؤشرات المدروسة . بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والنسب المالية أظهرت علاقة معنوية كبيرة بأداء المصارف وكذلك كان لنوع المصرف تأثير واضح بالأداء ، أما حجم المصرف ، النسبة المئوية للملكية الأجنبية و المصارف المدرجة فليس لهم تأثير ملحوظ

7) Abdoli et al.(2012): Economic Value Added vs. Accounting Residual Income; Which One Is a Better Criterion for Measurement of Created Shareholders Value?

مقارنة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والربح المتبقي ، أي المؤشرين أفضل في قياس القيمة المحققة للمساهمين

طبقت الدراسة على 85 شركة مدرجة في سوق طهران للفترة 2006-2009 ، أستخدم فيها الانحدار المتعدد والبسيط لاختبار الفرضيات التي تبحث حول أي من مؤشرات الأداء الاقتصادي أفضل كمعيار لتقييم الأداء كانت النتيجة أن مؤشر الربح المتبقي هو أكثر معنوية وارتباطاً بمؤشر خلق القيمة للمساهمين creation

shareholder value وأرجع الباحث السبب للتعديلات المحاسبية لاحتساب EVA التي سببت الاختلاف بين المؤشرين الاقتصاديين

8) Sharma and Kumar (2012) : EVA versus Conventional Performance Measures Empirical Evidence from India

مؤشر EVA مقابل مقاييس الأداء التقليدية : أدلة تجريبية من الهند

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو معرفة ما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة EVA يمكن استخدامها كأداة لقياس أداء الشركات الصناعية المدرجة في السوق الهندي وتقديم أدلة على تفوقها كمقياس للأداء بالمقارنة مع مقاييس الأداء التقليدية في الارتباط وتفسير القيمة السوقية المضافة كمؤشر على ثروة المساهم. بالرغم من توصل الدراسة إلى تفوق مقياس EPS كمؤشر أداء مالي تقليدي على EVA ولكن لمؤشر الأداء EVA قدرة أيضاً على تفسير التغيرات في قيمة ثروة المساهمين وبالتالي لابد للمستثمر من تبني مؤشر EVA جنباً إلى جنب مع مؤشرات الأداء التقليدية في تقييم الشركة ووضع استراتيجية الاستثمار

9) Haddad (2012) : The Relationship between Economic Value Added and Stock Returns: Evidence from Jordanian Banks

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم: أدلة من المصارف الأردنية

يهدف البحث إلى دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق المساهمين (ROE) ، ونسبة كفاية رأس المال كمتغيرات تفسيرية لعوائد الأسهم. تتكون عينة الدراسة من 15 مصرف مدرج في بورصة عمان (ASE) خلال الفترة 2000-2009. تستخدم الدراسة نماذج الانحدار المتعدد المجموعة لاختبار هذه العلاقة و للبحث فيما إذا كان مؤشر EVA يشمل محتوى معلوماتي يفوق المقاييس المحاسبية مثل ROA و ROE ونسبة كفاية رأس المال في الارتباط وتفسير عوائد الأسهم . تظهر النتائج علاقة إيجابية وهامة بين EVA وعوائد الأسهم ، ولكن العلاقة غير ذات دلالة بين ROA ، ROE، ونسبة كفاية رأس المال مع عوائد الأسهم

10) Macharia and Gatuhi (2013) :Effect of Financial Performance Indicators on Market Price of Shares in Commercial Banks of Kenya

أثر مؤشرات الأداء المالي على سعر السهم للبنوك التجارية في كينيا

هدفت الدراسة لتحديد ما إذا كانت مؤشرات الأداء المالي للمصارف المدرجة في كينيا تؤثر على سعر السوق للأسهم المقاسة باستخدام المتوسط السنوي لأسعار السوق للأسهم في حين أن مؤشرات الأداء المالي المستخدمة هي؛ إجمالي الموجودات، صافي السلف net advances ، إجمالي المطلوبات، الودائع والأرباح قبل الضرائب. استخدمت البيانات الثانوية للفترة (2004 – 2011). توصلت الدراسة إلى أن للمؤشرات المالية الرئيسية تأثير معنوي كبير على سعر السهم لكن مؤشر مالي واحد لا يكفي للتأثير على سعر الأسهم. لذلك أوصت ، بتوسيع نطاق البحث من خلال إدراج متغيرات إضافية في الأداء المالي مثل ترجيح المخاطر للمصارف وحصة السهم من توزيعات الأرباح وربحية السهم

11) Radwan (2013): Applying Pablo Fernandez Model of Created Shareholder Value in the Egyptian Market: A Case Study of Telecommunications Industry 2008-2012

تطبيق نموذج بابلو في خلق القيمة للمساهمين في السوق المصرية دراسة حالة صناعة الاتصالات

يناقش هذا البحث تعريف وتحليل إنشاء القيمة للمساهمين مقارنة بأساليب تقييم حقوق الملكية مثل القيمة الدفترية لحقوق الملكية والقيمة السوقية لحقوق المساهمين. من خلال تطبيق نموذج " Created Shareholder Value " الذي اقترحه Pablo Fernandez على قطاع الاتصالات في السوق المصري من خلال دراسة حالة الشركات المدرجة، أوراسكوم تليكوم القابضة (OTH) ومصر للاتصالات (TE) للفترة (2008 – 2012). وتوصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من تحقيق الشركات قيد الدراسة في السنوات الأخيرة قيم عالية من القيمة الدفترية والسوقية لحقوق الملكية ، إلا أنها لم تخلق قيمة لمساهميها نظراً لأن عائد الأسهم كان أقل من العائد المطلوب من الأسهم في تلك السنوات

12) Ray (2014) : EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance

EVA كمقياس أداء مالي : العلاقة بين مؤشر EVA وأداء البورصة

بحثت الدراسة في العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وأداء سوق الأسهم في 36 شركة متداولة في الهند. لمحاولة تبرير الادعاء بأن ارتفاع EVA يسبب مكاسب تدريجية في سوق الأسهم، بالاعتماد على أسعار الأسهم اليومية للفترة (2006 – 2012). وتمت مقارنة مؤشر EVA المحتسب للشركات مع مختلف مؤشرات الأداء المحاسبية والمستمدة من السوق مثل ROA، ROE، ROS، العائد المطلوب، علاوة السوق وغيرها. لا تجد نتائج الدراسة دعماً يذكر لحقيقة أن الشركات ذات القيمة الاقتصادية الكبيرة تؤدي إلى ارتفاع أداء سوق الأسهم وخلق قيمة للمساهمين حيث أظهر أداء سوق الأسهم وعلاقته بالقيمة الاقتصادية المضافة اتجاهاً مماثلاً لما أظهره في المقاييس المحاسبية وهذا يناقض وجهة نظر مؤيدي مؤشر EVA. كما لا يوجد فرق كبير بين EVA / share ومقاييس الأداء المالي وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم أكثر حساسية لتوقعات النمو وتنعكس هذه التوقعات من حيث ارتفاع عوائد الأسهم حسب ظنون المستثمرين وتوقعاتهم وليس حسب معلومات وإستراتيجية EVA.

13) Tafirei and sauro (2016): EVA and Stock Returns: Are They Correlated?

هل يوجد ارتباط بين مؤشر EVA وعوائد الأسهم

بحثت الدراسة في علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم في المصارف التجارية المدرجة في سوق جوهانسبرغ Johannesburg وبحثت أيضاً في مقاييس القيمة التقليدية مثل حصة السهم من التوزيعات DPS والعائد على حقوق الملكية لتحديد أي المؤشرات هي الأفضل في قياس قيمة الشركة، تم تحليل البيانات بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية، كانت النتيجة أن للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير معنوي على الأداء المالي للمصرف وهذا يشرح لما قادت مقاييس الأداء التقليدية المستثمر في معظم الدول المتطورة للبحث عن بديل للمؤشرات التقليدية كمقاييس الأداء المعتمدة على القيمة لذلك يمكن استخدام مؤشر EVA بشكل موثوق لقياس قيمة الشركات والأداء في نفس الوقت، وهي تشكل أداة مشجعة ليتم تطبيقها من قبل مصارف جنوب افريقيا والافصاح عنها

14) Gunaratne (2017) : Is EVA an Effective Performance Measure Evidence from Colombo Stock Exchange, Sri Lanka

هل مؤشر EVA أداة قياس فعالة للأداء أدلة من سوق كولومبو للأوراق المالية ، سريلانكا

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتغير القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم في سريلانكا. تتألف عينة الدراسة من 1695 مشاهدة تغطي 113 شركة عامة محدودة مدرجة في بورصة كولومبو (CSE) لمدة 15 سنة من 1999-2013. استندت هذه الدراسة إلى بيانات ثانوية ، تم جمعها من مكتبة بيانات CSE والبيانات المالية المنشورة من الشركات. تم استخدام تحليل معامل ارتباط بيرسون ونموذج التأثير الثابت لبيانات PANEL DATA لتحليل البيانات. كشف التحليل الإحصائي أنه لا توجد علاقة إيجابية كبيرة بين EVA وعوائد الأسهم في سريلانكا أما القدرة التفسيرية للنموذج لم تتجاوز 0.17٪. خلافا لحجج أنصار EVA ، وبناءً عليه في سوق سريلانكا لا يعتبر معيار EVA مقياس أداء مناسباً يستخدم في تفسير عوائد الأسهم في الشركات التي يتم تداول أسهمها في CSE، وبالتالي لابد للمشاركين في السوق من تحديد معايير أداء أخرى بدلاً من EVA لاتخاذ قرارات استثمارية منطقية

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

نجد أن الدراسات السابقة بحثت بالمجمل بتقييم أداء الشركات عينة الدراسة وأثرها على ثروة المساهم والبعض استخدم لتقييم الأداء أدوات مالية مثل دراسة **Macharia and Gatuhi (2013)** أو مقاييس الأداء المعتمدة على القيمة كدراسة **Elali (2007)** والبعض بحث في علاقة مؤشرات الأداء المالي بمؤشر eva كدراسة **Chmelíková (2008)** أو بمقارنة مؤشرات الأداء الاقتصادي كدراسة **Abdoli (2012)** أو البحث في أدوات القيمة كمقارنة مع بعض الأدوات المالية كما في دراسة **{سركسيان (2010) , sharma (2012)}** معبرين عن ثروة المساهم إما بعوائد الأسهم كما بدراسة **{ Takyi and Tettey (2008) , Maditionos et al. (2006) , Haddad (2012) }** أو سعر السهم كما بدراسة **{ الجرجاوي (2008) , Ray (2014) }** عبّر بعضهم عن ثروة المساهم بمقاييس الأداء المعتمدة على القيمة كما في **Kuben (2008)** أما النتائج فقد تفاوتت بين ترجيح القدرة التفسيرية الأكبر لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كدراسة **{Haddad, (2012)}** **{ Tafirei and sauro (2016) , Heffernan and Fu (2008) }** أو مقاييس الأداء المالي كدراسة

{ Maditionos et al. (2006), عبد النور (2015), الكيلاني وآخرون (2012) } أما دراسة Radwan (2013) فقد بحثت بمؤشر Pablo Fernandez Model كمؤشر جديد في التعبير عن خلق القيمة لحملة الأسهم

تتشابه الدراسة الحالية بتبني فكرة المقارنة بين مؤشرات الأداء المالي ومقاييس القيمة الاقتصادية للبحث عن المؤشر الأكثر قدرة على تفسير خلق القيمة لحملة الأسهم

لكنها تختلف بمقارنة الربح المحاسبي بالاقتصادي من حيث مدى ارتباط تحقق أحدهما بالآخر من جهة ومن جهة أخرى باختيار تركيبة المؤشرات المالية وإن شاع استخدام مؤشري العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول لكن نُدّر استخدام مؤشر ربحية السهم أو هامش صافي الفائدة ، كما غلب على الدراسات اختيار مؤشر EVA أو التغير به كمؤشر اقتصادي لكن قلما بحثت في مدى جدوى التعديلات المحاسبية المقترحة في بناؤه من خلال اعتماد مؤشر الربح المتبقي كمؤشر اقتصادي مدروس يشابه طريقة حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دون تعديل على القوائم المالية ، وكذلك تختلف باعتماد العائد غير العادي كبديل عن ثروة المساهم بينما بنيت معظم الدراسات على تبني العائد أو سعر السهم كبديل عن الثروة، بالإضافة إلى تطبيقها على المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من نتائج التطبيق العملي محلياً بينما معظم الدراسات تمحور تطبيقها على الشركات الصناعية

من الملاحظ الانتشار الواسع لمؤشر EVA بين الدول حيث بحثت بإمكانية استخدامه ، وكذلك اختلاف تصنيف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بين الباحثين فالبعض اعتبره ينتمي للمؤشرات الحديث مع إغفال أنه بالأصل يستند إلى مفهوم و طريقة حساب الربح المتبقي المعروف منذ أكثر من مئة عام ، والبعض صنفه ضمن المؤشرات المالية باعتبار أنه يعكس الجانب المالي من المؤسسة لكن هذا التصنيف يغفل تميز المؤشر بأخذه بالاعتبار تكلفة رأس المال وتعبيره عن الربح الاقتصادي وليس المحاسبي على عكس مؤشرات الأداء المالي، كما نسبه البعض أيضاً الى مؤشرات الأداء المعتمدة على القيمة دون تحديد ماهي هذه القيمة المقصودة، ولذلك ارتأت الدراسة الحالية إلى اعتباره مؤشراً من مؤشرات الأداء الاقتصادي وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي كما سنرى لاحقاً

الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث

مؤشرات تقييم الأداء الداخلي و ثروة المساهم في السوق المالي

المبحث الأول : تقييم الأداء في المصارف

المطلب الأول : الإطار المفاهيمي لتقييم الأداء

المطلب الثاني :مداخل قياس الأداء

أولاً: المدخل المالي : مؤشرات الأداء المالي

ثانياً: المدخل الاقتصادي : مؤشرات الأداء الاقتصادي

المبحث الثاني : ثروة المساهم في السوق المالي

الفصل الثاني :

مؤشرات تقييم الأداء الداخلي و ثروة المساهم في السوق المالي

مقدمة

يتكون هذا الفصل من مبحثين يهدف المبحث الأول بصورة أساسية لطرح مفهوم تقييم الأداء كعامل مؤثر في كفاءة المؤسسة وفعاليتها ومدى أهميته في تحسين النتائج داخل المؤسسة مروراً بتحديد أبعاد الأداء المصرفي وبالإشارة إلى محددات أداء المصارف التي تراوحت بين محددات داخلية وأخرى خارجية سواء مالية أو اقتصادية ، وصولاً للحديث عن تطور مؤشرات تقييم الأداء تاريخياً وتقسيمها إلى فترتين ابتدأت بالاهتمام بمعايير الربحية وانتهت بنشوء مفهوم خلق القيمة عملياً حيث أصبح محط اهتمام المساهمين والمدراء على حد سواء، تمهيداً للدخول في المطلب الثاني حول مداخل قياس الأداء الذي تكون من مدخلين مؤشرات الأداء المالي وتم الحديث فيها عن أكثر المؤشرات شهرة، ومدخل مؤشرات الأداء الاقتصادي حيث طرح فيه مفهوم مؤشر EVA من حيث جذوره التاريخية ومزايا تطبيقه والمحددات وكذلك مؤشر العائد المعدل بالخطر ،أما المبحث الثاني فقد تناول الحديث عن ثروة المساهم في السوق المالي من حيث مفهومها ،مؤشر قياس الثروة وطرق تعظيمها

المبحث الأول : تقييم الأداء في المصارف

المطلب الأول : الإطار المفاهيمي لتقييم الأداء :

أولاً - مفهوم تقييم الأداء :

نال موضوع تقييم الأداء اهتماماً واسعاً من الباحثين في مجال الدراسة العلمية الإقتصادية ، الإدارية، المحاسبية ،المالية منها والمصرفية ، لارتباطه بجوانب مهمة من حياة المنظمات والوحدات الإقتصادية على اختلاف أنواعها ، رغم تقارب وجهات نظر الباحثين حول الأداء بوصفه مفهوماً عاماً يعكس مدى نجاح أو فشل المؤسسات في تحقيق أهدافها ، إلا أنهم لم يتفقوا على صيغة نهائية لمفهوم تقييم وقياس الأداء بشكل محدد ودقيق بسبب تنوع المجالات التي تسعى المؤسسة إلى تقييمها.

يشير مزهودة (2001) إلى عملية تقييم الأداء على أنها " تقييم نشاط الوحدة الاقتصادية في ضوء ما توصلت إليه من نتائج في نهاية فترة مالية معينة وهي تهتم أولاً بالتحقق من بلوغ الأهداف المخططة والمحددة مقدماً ، وثانياً بقياس كفاءة الوحدة في استخدام الموارد المتاحة سواء كانت بشرية أو رأسمالية " يتضح من التعريف امكانية الحكم على أداء المؤسسة بقياس النتائج المتحصل عليها في نهاية فترة محددة والتي يمكن أن تفسر فعالية المؤسسة (نسبة انجاز الهدف) وكفاءتها (الاستخدام العقلاني للموارد) (العشي، 2001، ص27) ، وهذا ما يؤكده (Neely 1996) في تعريف قياس الأداء "بأنه عملية قياس كفاءة وفعالية العمل" (Lonnqvist,2004,p31)

يرى البعض أن تقييم الأداء يعد وظيفة إدارية يمثل الحلقة الأخيرة من سلسلة العمل الإداري المستمر وتشمل مجموعة من الإجراءات التي يتخذها جهاز الإدارة للتأكد من أن النتائج تتحقق على نحو مرسوم وبأعلى درجة من الكفاءة ، كما أن مفهوم تقييم الأداء يعتبر مرحلة من مراحل الرقابة الفعالة تستخدم للمقارنة بين الأهداف المخططة والمحقة وبيان الانحرافات وأسبابها وطرق معالجتها لتحقيق الأهداف بكفاءة وفعالية بما يخدم الإدارة والتخطيط ورفع كفاءة العاملين (عوف الله، ص76). و من وجهة نظر مالية كما وردت عن عبد المحسن (2003) تعتبر عملية لاحقة لعملية اتخاذ القرار والغرض منها فحص المركز المالي والاقتصادي للمؤسسة في تاريخ معين كما في استخدام أسلوب التحليل المالي والمراجعة الداخلية (مبروكة ، دزاييت ،2012، ص13).

يمكن القول إن أداء المنظمة يتمثل بتحقيق الأهداف التي تتفاوت بين الوحدات وهذا ما يؤدي إلى اختلاف تقييم الأداء أيضاً بين وجهات النظر ، من الناحية المالية ، أو الزبائن ، العمليات ، النمو لذلك تظهر الحاجة إلى أنماط ونماذج مختلفة لقياس الأداء والذي يمكن أن يكون ذا طبيعة مالية يعكس بعضها الأداء المالي مثل ROE والايادات التشغيلية وبعضها من طبيعة غير مالية مثل (عدد الشكاوي ووقت التسليم) التي تعكس على سبيل المثال الجودة أو رضا العملاء

ثانياً - أهمية تقييم الأداء :

تظهر أهمية قياس وتقييم أداء المؤسسة على صعيد الموارد البشرية في كونه يمثل أداة للتحفيز وخلق روح المنافسة بين العاملين وتحسين النتائج داخل المؤسسة عندما تبنى المكافآت الممنوحة للعاملين على مدى مساهمتهم في تحقيق الانحرافات الإيجابية أي تقديم أكثر من ما هو مطلوب ، كما أن عملية تقييم أداء الأفراد تساعد في معرفة عدد الموظفين الحاليين ومهاراتهم وعملية تدريبهم ، ففي أغلب الحالات يظهر الأداء كعامل محدد لمختلف التنقلات التي تتم في المؤسسة الواعية كالترقية ، النقل ، تخفيض الراتب وغيرها ، وعند قياس وتحليل الانحرافات تساعد في تحديد أوجه القصور في الأداء ، ولتقويم القصور وتحسين الأداء تلجأ المؤسسة إلى تدريب العناصر التي كانت سبباً في حدوث الانحرافات السلبية كما تستطيع المؤسسة بقياسها لأداء المتدربين ومقارنتها بأدائهم السابق في تحسين طرق التدريب .(العشي، 2001، ص34-33)

كذلك يعتبر أحد الركائز التي تبنى عليها عملية المراقبة في توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الإشراف ، و يفيد بصورة مباشرة في تشخيص المشكلات وحلها ومعرفة مواطن القوة والضعف في المنشأة واختبار مدى تحقيق المنشأة الأهداف الموضوعة باستخدام البيانات المالية والإحصائية ومعرفة مدى سلامة السياسات والاستراتيجيات خلال السنة المالية (تميسة، 2014، ص5) . ولذلك قياس الأداء يعتبر أمر بالغ الأهمية للإدارة الفعالة لأي شركة لأن نجاحها يُفسر بواسطة تقييم أدائها على فترة معينة من الزمن (Bt Fadzil, Al-Swidi, and Al-Matari, 2014, P25)

وليس هذا فقط فتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة يسمح بالحكم على الكفاءة و الفعالية حيث أن الفعالية تقوم على تحقيق أهداف المؤسسة وفقاً للاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وبذلك عند اجراء تقييم الأداء المالي يعتبر أداة رئيسية لازمة لإجراء رقابي وتعديل الخطة الموضوعة وترشيد الموارد المتاحة لأن الدور الأساسي للمنظمة يكمن بالاستخدام الأمثل للسيولة وتحقيق فوائض إيجابية تعظم ثروة المساهم (سكينة، سويس، 2012، ص59-60) . وبهذا يحقق المنفعة لجميع الأطراف سواء كانوا مستخدمين

خارجيين باستخدامه للاستثمار والتمويل ولاتخاذ القرارات المرجعية أو مستخدمين داخليين كالمدراء التنفيذيين بهدف النمو والتطور والمكافأة والتعلم (Balsar، Dorestani،and Aliabadi,2013,P22)

ثالثاً - الأبعاد الأساسية لأداء المصارف :

أشار Salhi and Boujelbene (2012) إلى أن تحليل الأداء المصرفي يعتمد على بعدين رئيسيين وهما المخاطر المصرفية والربح المصرفي

أولاً- المخاطر المصرفية :

تُعرّف بأنها "عدم اليقين الذي يؤدي إلى نتائج عكسية فيما يتعلق بالهدف المخطط أو التوقعات أو بعبارة أبسط يتمثل باحتمال الخسارة سواء كانت مالية أو خسارة السمعة" (Fekadeselassie,2015, p9)

تنشأ المخاطر عند عدم التأكد والتي تظهر بسبب الطبيعة الديناميكية لبيئة الأعمال التي تتكون من العوامل الاجتماعية ، السياسة ،الاقتصادية والقانونية حيث يُعتبر التحكم في كل متغيرات هذه البيئة بالأمر الصعب (Tripathi and Tandon,2015,P47)

تعتبر سمة الخطر متأصلة في العمل المصرفي وبتطور الصناعة المصرفية وتنوع مجالات عملها أدى إلى تعرضها لمخاطر جديدة ونظراً لتعدد أبعادها تعددت كذلك مؤشرات قياسها ، صُنفت المخاطر التي يواجهها المصرف في إطار عملياته المنفذة بعدة طرق تتمثل إحداها بالتمييز بين المخاطر المالية وغير المالية ، ففي الأدبيات عادة ما يتم تصنيف المخاطر المالية الرئيسية التي تواجه المؤسسات المالية على أنها مخاطر السوق ،الائتمان والسيولة أما المخاطر غير المالية فهي كالمخاطر الاستراتيجية والعمليات (Geessink,2012,P8)

ثانياً- الأرباح المصرفية:

المقياس الأول لأرباح المصرف هو الربح الصافي الذي يُعبر عن نتيجة الأداء ويمثل أساس بناء العديد من مؤشرات قياس الأداء المالية ، تتشكل هذه الأرباح من قدرة المصرف على إنشاء مصادر دخل جديدة وعلى التغير في أسعار الفائدة والاتجاهات التي تظهرها قروضه المتعثرة وقدرته على التحكم بالتكاليف في مضمار وظيفته الرئيسية بتوجيه رأسمال الفائض للأفراد والمنظمات والحكومات الراغبة في استخدامها وهذا هو السبب في تسميتهم بالوسطاء الماليين

وهذه الربحية لا تقف أهميتها على مستوى المصارف الفردية فحسب ، ولكن أيضاً على مستوى الاقتصاد الكلي ، فلها انعكاس على البيئة التي تعمل فيها و دور حيوي للحفاظ على استقرار النظام المصرفي وتسهم في حالة النظام المالي . ولذا ، فقد اجتذبت محددات الربحية كنتاج للأداء المصرفي اهتمام البحث الأكاديمي والأسواق المالية والمشرفين على المصارف.(Bami,2014,P17)

رابعاً - محددات أداء المصارف :

في الأدب الاقتصادي والمالي لم يتم الإيفاء بشكل كامل حول مسألة تأثير بعض المتغيرات على ربحية المصرف عند قياسه وبينما وجد التأثير المتوقع لبعض العوامل إجماعاً معيناً داخل دائرة الاقتصاديين ، لا يزال الجدل قائم حول مستوى الأثر المتوقع للمتغيرات الأخرى ، فكان السبيل للخروج من الجدل النظري هو بالتجريب فقط . حاولت العديد من الدراسات شرح مساهمة متغير معين في أداء المصارف ولكن في كثير من الأحيان انتهى الباحثون لنتائج متفاوته وحتى متناقضة ، يرجع ذلك أساساً إلى البيانات المستخدمة والتي تغطي مناطق وفترات مختلفة ، كما يرتبط الأداء المصرفي بالمحددات الداخلية (الخاصة بالمصارف) كالحجم -جودة الإدارة- هيكل الملكية – جودة الأصول وغيرها والمتغيرات الخارجية (المالية والاقتصادية) كالتضخم - ناتج محلي الاجمالي – بطالة - بنية مصرفية التي تعكس البيئة الاقتصادية والقانونية التي يعمل فيها المصرف (Abaoub, Salhi and Boujelbene,2012,P34 ; Ochi, and Nouaili ,2015,P411)

فيما يلي استعراض لأهم الدراسات التي تناولت محددات الأداء المصرفي :

دراسة Chouikh and Blagui (2017) التي بحثت في علاقة مجموعة متغيرات داخلية وخارجية و أثرها على أداء المصارف التونسية المدرجة شملت العينة 10 مصارف للفترة (1997 - 2015) تمثلت المتغيرات الداخلية بحجم البنك – الخصخصة – حجم مجلس الإدارة – نسبة رأسمال إلى إجمالي الأصول أما المتغيرات الخارجية فتمثلت بالتضخم ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي ، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عكسية بين حجم مجلس الإدارة والأداء فمجلس الإدارة الأكبر سيؤدي إلى مبادرة غير فعالة بدلاً من أن يؤدي إلى قرارات أكثر حكمة أما المتغيرات الأخرى فكانت غير ذات دلالة احصائية

وهي تشبه دراسة Gerlach et al. (2004) في اختياره للمحددات ونتائجها حيث بحثت كذلك في أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في ربحية المصارف ، ووجدت أن المصارف الصغيرة هي الأكثر تأثراً بكل من

الناتج المحلي الاجمالي والتضخم لكنه أشار أيضاً إلى أن مؤشرات الاقتصاد الكلي الأخرى كالبطالة يمكن أن تكون أكثر أهمية

أما دراسة liu (2009) التي قام فيها بتحليل بعض المصارف اليابانية للفترة (2000 - 2007) باعتماده مؤشرات لقياس الأداء ROA - ROE - NIM توصل إلى أن تحسين مستوى رأس المال وارتفاع كفاءة المصرف بتخفيضه نسبة التكلفة إلى الدخل يمكن أن تحقق مكاسب أفضل وكذلك تركز الصناعة ونمو الناتج المحلي الأجمالي وتطوير سوق الأسهم يلعب دوراً هاماً في تحديد ربحية المصارف .

بدراسة تأثير ملكية القطاع العام والخاص على أداء المصارف كشفت نتائج دراسة Ekanayak (2016) التي أجراها على ١١ مصرف في سريلانكا للبحث في تأثير الملكية (خاصة - حكومي) على كفاءة أداء المصارف التجارية للفترة (2005 - 2014) توصل إلى أن المصارف المملوكة للدولة أظهرت تفوقاً على المصارف الخاصة في نسبة ROE ، نسبة المصروف إلى الدخل ، نسبة المخصصات من اجمالي القروض ونسبة الإيرادات من غير الفائدة ، أما المصارف الخاصة أظهرت تفوقاً بنسبة ROA ونسبة تكاليف التشغيل ولكن بفارق بسيط عما أظهرته المصارف الحكومية لذلك سجلت المصارف المملوكة للدولة مستوى كفاءة أكبر وبهذا لعبت نوع الملكية محدداً هاماً لأداء المصارف عينة الدراسة

وفي دراسة Pasioura, Kosmidou and Tanna (2005) بحثت في تأثير خصائص المصرف، وظروف الاقتصاد الكلي وهيكل السوق المالي على صافي هامش الفائدة للمصرف NIM والعائد على متوسط الأصول (ROAA) في الصناعة المصرفية التجارية في المملكة المتحدة خلال الفترة 1995-2002، استعانت الدراسة بالعديد من المحددات ووصلت لنتائج متفاوتة حيث ظهرت نسبة التكلفة إلى الدخل سالبة وذات دلالة إحصائية في جميع الحالات، أما السيولة فترتبط ارتباطاً سلبياً بصافي هامش الفائدة NIM ولكنها مرتبطة بشكل إيجابي مع ROAA، يؤثر احتياطات خسارة القروض بشكل إيجابي على NIM وهو ذو أهمية إحصائية ، ويعني ضمناً أن المخاطر الأعلى تؤدي إلى هوامش أعلى، أما قوة رأس المال فظهرت كأحد المحددات الرئيسية لأداء المصارف في المملكة المتحدة ، حيث قدمت الدعم للحجة القائلة بأن المصارف ذات رأس المال الجيد تواجه تكاليف إفلاس أقل ، مما يقلل من تكلفة تمويلها. أخيراً ، كانت العلاقة بين الحجم والأداء مهمة فقط في حالة NIM. وبأخذ أثر متغيرات الاقتصاد الكلي ، خلص البحث إلى تأثير إيجابي وكبير على الأداء لكل من التضخم و GDP. اما المتغيرات المستخدمة كوسطاء للتطور النسبي للصناعة المصرفية وسوق الأوراق المالية تعتبر إيجابية وذات دلالة إحصائية للأداء و غير ذات صلة بالمتغيرات المستقلة.

أما دراسة Heffernan and Fu (2010) فقد أثبتت تفوق مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة وصافي هامش الفائدة بكونهما أفضل مقاييس الأداء مقارنة مع مقاييس الربحية العائد على متوسط الأصول (ROAA) والعائد على متوسط حقوق الملكية (ROEA)، بتطبيق الدراسة على عينة بلغت ٧٦ مصرفاً صينياً باستخدام البيانات السنوية للفترة (1999-2006)، تلخصت النتائج أيضاً بارتباط بعض المحددات بعلاقة معنوية مع مؤشرات الأداء مثل الكفاءة التشغيلية واحتياطيات خسائر القروض - نوع المصرف - معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي والبطالة أما المحددات التي لم يظهر لها أثر معنوي واضح تمثلت بحجم المصرف - استثمار الأسهم الأجنبية -العناصر خارج الميزانية و مؤشرات الإصلاح (كالاستثمارات الأجنبية وإدراج المصارف)

من خلال ماسبق نستنتج مدى أهمية تقييم الأداء بالحكم على الكفاءة و الفعالية ، ودوره الجوهرى في حياة المنظمات كما نلاحظ تنوع العوامل التي اعتبرت محدداً من محددات أداء المصارف وتنوعت كذلك المؤشرات التي استُخدمت كمعبر عن ربحية المصرف ومقياساً لأدائه ولهذا لا بد من معرفة تطور هذه المؤشرات تاريخياً

خامساً : تطور مؤشرات تقييم الأداء تاريخياً

من الناحية التاريخية ، تم تطوير أنظمة قياس الأداء (PM) Performance measure كوسيلة لرصد والحفاظ على الرقابة التنظيمية ، وهي تضمن اتباع المنظمة استراتيجيات تؤدي إلى تحقيق الأهداف والغايات العامة. يلعب قياس الأداء دوراً حيوياً في كل مؤسسة نظراً لاعتباره نظام قياس تطلعي يساعد المدراء على التنبؤ بالأداء الاقتصادي للشركة والتركيز على مدى الحاجة لإجراء تغييرات في العمليات. بالإضافة إلى ذلك ، يمكن لقياس الأداء تزويد المدراء والمشرفين بالمعلومات اللازمة لعمل الأحكام والقرارات اليومية. يتم استخدام قياس الأداء بشكل متزايد من قبل المنظمات للتأكد من تحقيق تحسينات مستمرة في عملياتهم من أجل الحفاظ على ميزة تنافسية وزيادة سعر السهم في السوق وكذلك زيادة الأرباح لتعظيم ثروة المساهمين. (aminimehr,2007, P42)

عرفت المؤشرات تطوراً من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985 كما ورد عن عبد الغني (2006،ص42) حيث اتسمت نوعية المؤشرات بالطابع المحاسبي المالي ذات الصلة المباشرة بقياس العوائد والأرباح ،واستمرت هذه النظرة حتى سنة 1995 حيث أصبح الاهتمام بالمؤشرات المحاسبية ذات الصلة بالمروددية سواءً تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو بالأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار.

أي الانتقال من مفهوم الفرق بين سعر البيع والتكلفة إلى مفهوم المردودية التي تعبر عن العلاقة بين النتائج المتحصل عليها والإمكانات المستخدمة المادية ، البشرية أو المالية (سويقات، مبروكي، 2013، ص4). وهذا مايفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة، في السياق نفسه تداركت النظرية المالية أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية جنباً وموازرةً مع المؤشرات السوقية لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبنية الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة ، الأمر الذي يفسر أنّ المؤشرات الاقتصادية أخذت بعين الاعتبار الضوابط والوسائط الخارجية التي تواجهها المؤسسة في محيطها الخارجي وذات تأثير فعال على مركزها الداخلي بالإضافة إلى الوسائط الداخلية ذات الصلة مباشرة بسوق البورصة ألا وهي قيمة المؤسسة الناتجة عن الثروة الداخلية المتراكمة .

بذلك تميزت مؤشرات تقييم الأداء بالحركية والتجدد كما ظهر لكل فترة معاييرها الخاصة في تقييم الأداء، وبعرض موجز لتطورها التاريخي قسمت هذه الفترات إلى مرحلتين أساسيتين بحسب مدى تبلور فكرة خلق القيمة كمدخل تطبيقي تستخدمه المنشآت بحسب (السعيد، 2009، ص12؛ لطيفة ، 2016، ص24) :

مرحلة ما قبل سنة 1990 والتي تقسم إلى ثلاث فترات :

١- إلى غاية 1970: حيث اهتمت معايير الأداء في هذه الفترة بحجم المنشأة معبراً عنها بقيمة الأصول ورقم الأعمال

٢- 1970 إلى 1980 : اعتمدت معايير الأداء على العوائد المحاسبية وتقاس : بالأرباح الصافية ، الأرباح الصافية للسهم ، ربحية السهم إلى سعره

٣- 1980 إلى 1990 : المعيار المفتاحي للتقييم تمثل ب" قيمة السيولة المولدة " والتي تقاس بالمؤشرات المختلفة التي تعتمد على التدفقات النقدية cash – flow مثل معيار : التدفقات النقدية المخصومة ، صافي القيمة الحالية

مرحلة مابعد سنة 1990 : وفيها تبلورت فكرة خلق القيمة على فترتين :

١- من 1990 إلى 2000 : برز مفهوم خلق القيمة عملياً وقد اهتم كل من المستثمرين والمنشآت ب: العائد على الأموال المستثمرة ، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic value added والقيمة السوقية المضافة (MVA) market value added، العائد الإجمالي على القيمة

الدفترية (TBR) Total Business Return والعائد الإجمالي للسهم (TSR)

Shareholder Return، نسبة Q توبين TOBIN

٢- من 2000 إلى اليوم : خلق القيمة في إطار التنمية المستدامة وفيه تبحث المنشآت على تعريف

للارفعة التي تسمح بخلق القيمة

في الواقع أصبح تعظيم القيمة للمساهمين النموذج الجديد للشركات، على الرغم من أن المدراء والباحثين قد اعترفوا تقليدياً بتعظيم ثروة المساهمين باعتبارها الهدف النهائي للشركة ، فقد اكتسب هذا المبدأ مكاسب جديدة في السنوات الأخيرة من خلال مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كأداة قياس الأداء التي تعود في صياغتها وتسجيلها لشركة Stern & Stewart Co. (aminimehr,2007, P43).

المطلب الثاني : مداخل قياس الأداء

يعتبر قياس الأداء أحد مراحل عملية التقييم ويتم قياس الأداء عن طريق تحديد الانحرافات فيما تحقق من الأهداف المحددة وتحديد مراكز الخلل لتصويبها ، وقياس الأداء ستستخدم الدراسة مدخلين وهما : **المدخل المالي ، والمدخل الاقتصادي** كما تم تقسيمها وفقاً لصندوق النقد الدولي (2010)

I. مؤشرات الأداء المالي :

الربحية هي خط الدفاع الأول للمصرف أمام الخسائر غير المتوقعة ، حيث أنها تعزز مركز رأس المال وتحسن الربحية المستقبلية من خلال استثمار الأرباح المحتجزة. فالمؤسسة التي تصاب بخسائر مستمرة تستنزف في نهاية المطاف قاعدتها الرأسمالية ، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تعريض أصحاب الأسهم والديون للخطر. جميع الاستراتيجيات المصممة والأنشطة التي يتم تشغيلها في المصرف تهدف لتعظيم الربح، لكن الهدف النهائي لأي منظمة تسعى إلى تحقيق الربح هو الحفاظ على الثروة وخلقها لمالكها (Ally,2013, P136)

يمكن للمصارف تحقيق أعلى ربحية من خلال تعظيم الإيرادات بما تفوق النفقات، تُحصل المصارف إيراداتها من مصدرين رئيسيين ، الرسوم المفروضة على الخدمات المقدمة والفوائد التي تجنيها على أصولها (كالقروض والأوراق المالية)، أما المصدر الرئيسي للمصاريف تتمثل بالفوائد المدفوعة على

التزاماتها (كالودائع والقروض من مصارف أخرى) والمصاريف غير المتعلقة بالفائدة (كنفقات الموظفين و التشغيل وغيرها). (Tan,2013, P8)

يمثل الأداء المالي كما أورده الخطيب (2010، ص45) المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، كما يمثل الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة ويساهم في إتاحة الموارد المالية ويمنحها فرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة التي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم ،ومن مؤشرات الأداء المالي ستستخدم الدراسة مؤشرات الربحية بهدف تقييم الأداء

تستخدم الدراسات التطبيقية الحديثة من وجهة نظر Tan (2013) مؤشرات أداء مالية مختلفة كمؤشرات الربحية التي تشمل بشكل رئيسي العائد على إجمالي الأصول (ROA) والعائد على حقوق المساهمين (ROE) وصافي هامش الفائدة (NIM) وتعتبر من المؤشرات الأكثر شيوعاً واستخداماً بالإضافة إلى مؤشر ربحية السهم لذا سيتم التطرق لدراساتهم نظرياً وعملياً :

(١) مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE):

العائد على حقوق المساهمين يمثل نسبة مالية تشير إلى مقدار الربح الذي حققته الشركة مقارنةً بالمبلغ الإجمالي لحقوق المساهمين المستثمرة، و هو ما ينظر إليه المساهمون مقابل استثماراتهم. من المرجح أن تكون الشركة ذات العائد على حقوق المساهمين المرتفع شركة قادرة على توليد النقد داخلياً. وبالتالي ، كلما ارتفع العائد على حقوق الملكية ، كانت الشركة أفضل من حيث توليد الأرباح. كما أوضح Khrouish (2011) أن معدل العائد هو نسبة صافي الدخل بعد الضرائب مقسوماً على إجمالي رأس المال. العائد على حقوق المساهمين (ROE) هو مقياس أداء داخلي لقيمة المساهمين ، وهو إلى حد بعيد مقياس الأداء الأكثر شيوعاً حيث: (Ally,2013, P136)

- يقترح تقييماً مباشراً للعائد المالي لاستثمار المساهمين
- متاح بسهولة للمحللين ، معتمدين فقط على المعلومات العامة
- يسمح للمقارنة بين شركات مختلفة أو قطاعات مختلفة من الاقتصاد.

كما تكمن أهمية تفسيره لعدة جهات وفقاً لعويذة (2013، ص58) فبالنسبة للمساهمين يسمح لهم هذا المعدل بمعرفة ومتابعة العائد المحقق على أموالهم المستثمرة ، ومن ثمة إعداد واتخاذ قراراتهم الإستراتيجية. أما المدراء الذين يهدفون إلى تعظيم ثروة المساهمين بضمان عائد مناسب لأصحاب حقوق الملكية، فيكون هذا

المعدّل على قدر كبير من الأهمية، خاصة في الحالات التي ترغب فيها الإدارة زيادة أو دعم رأس مال المصرف. وكذلك بالنسبة للأطراف الأخرى حيث تعتبر الربحية إحدى الضمانات الأساسية لملاءة المصرف وقدرته على مواجهة التزاماته تجاه الغير.

لكنه ينطوي على بعض السلبيات التي تفرض قدراً من الحذر عند اعتماده كأساس للحكم عن مدى ربحية مصرف معين، من بين أهم هذه المآخذ نجد (عويذة، 2013، ص59):

a. يعتمد احتساب النسبة في بسطها على نتيجة الربح الصافية التي من الممكن أن تنطوي على بعض العناصر الإستثنائية (كالإيرادات أو المصاريف غير العادية) التي من شأنها التأثير على الهيكل الحقيقي للربحية، بالإضافة إلى ذلك ارتباط النتيجة الصافية بالسياسات الخاصة بتشكيل المخصصات والمؤونات ممّا يجعلها لا تعكس حقيقة الربح المحقق.

b. من العوامل المؤثر باحتساب النسبة الحجم النسبي لحقوق الملكية التي يمتلكها المصرف، حيث يقود المستوى المنخفض لحقوق الملكية إلى معامل ربحية مرتفع، وعلى العكس في حالة ارتفاع حجم حقوق الملكية، وتعبير آخر، استناداً إلى هذا المؤشر إن توصل المصرف إلى تحقيق معامل ربحية مرتفع، قد لا يعكس في الحقيقة المستوى الجيد لربحية المصرف ، وإنما قد يكون نتاجاً لإنخفاض مستوى حقوق الملكية وبالمقابل زيادة درجة المخاطرة التي يتحملها المصرف ، ولذا لا يمكن بأيّ حال الحكم المطلق بأنّ مثل هذا المصرف هو مصرف ذو ربحية عالية.

وبذلك للحكم على ربحية مصرف انطلاقاً من هذا المؤشر يكون إلزاماً التأكد المسبق من مدى ملائمة حجم حقوق الملكية مع المستوى الحقيقي للمخاطر المرتبطة بأنشطة هذا المصرف

(٢) مؤشر العائد على الأصول (ROA) :

هو نسبة مالية توضح الأداء المالي للمصرف ، ويمثل صافي الدخل للسنة مقسوماً على إجمالي الأصول (عادةً ما يُؤخذ متوسط قيمة الأصول على مدار السنة لتعبير أكثر عدالة عن الفترة) ، تقيس هذه النسبة قدرة إدارة المصرف على توليد الدخل من خلال استخدام أصول الشركة تحت تصرفهم. وبعبارة أخرى ، يشير إلى كفاءة إدارة الشركة في توليد الدخل الصافي من جميع موارد المؤسسة وهذا ما أشار إليه Wen (2010) فارتفاع معدل العائد يظهر الشركة أكثر كفاءة في استخدام مواردها (Ally,2013)

ولكنه أيضاً ينطوي على العديد من المآخذ التي تجعل منه معاملاً محدوداً في كثير من الحالات، وتظهر هذه المحدودية من خلال النقاط التالية كما اورثدها عويدة (2013، ص58):

- a. لا يعطي أهمية للأوزان المختلفة لأصول المصرف على الرغم من اختلاف درجة الخطر المرتبطة بكل أصل من هذه الأصول، كما في حالة الزيادة النسبية لحجم العمليات ما بين المصارف – التي عادةً ما تنطوي على هوامش عائد منخفضة – تنعكس مباشرة في معدل عائد منخفض على الأصول
- b. إنّ هذا المعامل لا يأخذ بعين الاعتبار إجمالي نشاط المصرف ، خاصة إذا تعلق الأمر بتلك المصارف ذات الاتجاه المتزايد نحو أنشطة السوق المالي أو أنشطة تقديم الخدمات، التي لا يتم تقييمها ضمن ميزانية المصرف.
- c. لا يقيس معامل المردودية المخاطر المرتبطة بالأنشطة خارج الميزانية، على الرغم من دورها المتزايد في تشكيل أرباح المصرف.

إنّ مثل هذه المآخذ ، تفرض قدراً من الحذر عند اعتماد هذا المعامل كأساس للحكم على ربحية مصرف ما، أو كأساس للقيام بمقارنات بين ربحية العديد من المصارف (حيث تفترض مثل هذه المقارنة تجانساً فيما يخص هيكل الميزانية وكذلك طبيعة الأنشطة الممارسة).

٣) صافي هامش الفائدة (NIM):

هو مقياس للفرق بين إيرادات الفوائد المتولدة من المصارف ومقدار الفوائد المدفوعة إلى مُقرضيها (كالودائع) نسبةً لمقدار أصولهم (ربح الفائدة). يقيس صافي هامش الفائدة الفجوة بين إيرادات الفوائد التي يتلقاها المصرف من القروض والأوراق المالية وتكلفة الفائدة لأمواله المقترضة، كما يعكس تكلفة خدمات الوساطة المصرفية وكفاءة المصرف. كلما ارتفع هامش الفائدة الصافي ارتفعت أرباحه وازداد استقراره ، وبالتالي فهو أحد المقاييس الرئيسية لربحية المصارف. ومع ذلك ، يمكن أن يعكس هامش الفائدة الصافي الأعلى ممارسات الإقراض الأكثر خطورة المرتبطة بمخصصات خسارة القروض الكبيرة (Ally,2013) ولهذه النسبة سلبية أيضاً فهي بحسب Brock and Suarez (2000) لا تأخذ في الحسبان الرسوم المصرفية وإيرادات الدخل المرتبطة بالرسوم والعمولات التي تزيد فعلياً من التكاليف التي يدفعها المقترضون من المصارف وتقلل الإيرادات التي يتلقاها المودعون .

٤) ربحية السهم (EPS):

يُمثل مصطلح "ربحية السهم" (EPS) الجزء من أرباح الشركة (بالصافي من الضرائب وأرباح الأسهم الممتازة) المخصصة لكل سهم من الأسهم العادية. يختلف احتساب مؤشر ربحية السهم بحسب نمط هيكل رأس المال إن كان بسيطاً أو مركباً ، رأس المال البسيط يتضمن أسهم عادية فقط مع استبعاد احتمال الانخفاض بسبب وجود أوراق مالية قابلة للتحويل كالخيارات والضمان أو أية حق يمكن عند تحويله أو استخدامه أن يخفض القيمة الإجمالية لربحية السهم ، في حال رأس المال البسيط تُحتسب ربحية السهم بنسبة صافي الربح المكتسب في فترة إعداد التقارير (عادةً كل ثلاثة أشهر أو سنوياً) إلى المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة (عادة ما يتم استخدام المتوسط المرجح نظراً لتذبذب عدد الأسهم القائمة كحالة توزيع أسهم منحة أو إصدار أسهم أو شراء أسهم خزينة وغيرهم) ، بينما رأس المال المركب يشمل بالإضافة للأسهم العادية بعض العناصر مثل سندات ، أسهم ممتازة قابلة للتحويل و خيار الأسهم .

(Belkaoui,1999, P18)

وبهذا يوجد نوعين لمؤشر ربحية السهم يجب الإفصاح عنهم وفقاً للمعيار IAS 33 وهم الأولي أو الأساسي basic يحتسب بطريقة رأسمال البسيط و ربحية السهم المخففة diluted تحتسب بافتراض تحول جميع السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية واستخدام خيار شراء الأسهم فتؤدي إلى زيادة عدد الأسهم العادية وانخفاض حصة السهم الواحد من الربحية مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير كل منها على ربحية السهم بشكل منفصل لتفاوت أثرها على الربح الصافي -بسط النسبة- ، وأما الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية فهي تفصح في قوائمها المالية على قيمة واحدة لربحية السهم وهي الأساسية وتعتبر معادلة للقيمة المخففة لعدم التعامل بالأوراق المالية السابق ذكرها .

إن كان تعظيم ربحية السهم يمكن اعتباره كهدف مالي للشركة لكن تحقيقه يحتمل أن يؤدي لفشل الشركة بتعظيم الرفاه الاقتصادي للملاك ،فحتى تُعظم الشركة ربحية السهم يجب عليها أن لاتقوم بأي توزيعات واستخدام هذا التمويل للاستثمار داخلياً وتحقيق معدل عائد موجب ، وبهذا اتباع سياسة توزيع الأرباح لاتكون دائماً لمصلحة حملة الأسهم (arora,2010, p186)

ذكر Beaver (1989) أن ربحية السهم هي الرقم الوحيد في البيانات المالية التي تحظى بأكبر قدر من الاهتمام من قبل المستثمرين(Dimitropoulos,2009). لذا سعت العديد من الدراسات للبحث حول علاقة مؤشر ربحية السهم بعوائد الأسهم بالسوق المالي وتفاوتت النتائج بين وجود علاقة سلبية وغير معنوية كدراسة (Mustafa and Al Salamat ,2016) أو بوجود علاقة طردية

معنوية ضعيفة كدراسة (Alfawaerah and Alsharari, Al –Rjoub ,2013) أو قوية كدراسة (Murugesu and Subramaniam ,2013).

II. مؤشرات الأداء الاقتصادي :

تأخذ مقاييس الأداء الاقتصادي في الاعتبار تطور خلق قيمة المساهمين ، وتهدف إلى تقييم النتائج الاقتصادية الناتجة عن استخدام الشركة لأصولها (كجزء من ميزانيتها العمومية) في أي سنة مالية ، وتركز هذه المقاييس بشكل أساسي على الكفاءة باعتبارها عنصر مركزي في الأداء لكنها عموماً تتطلب مستوى عالٍ من المعلومات (صندوق النقد الدولي، 2010) من أهم هذه المؤشرات وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي 2010 :

أولاً : مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA (Economic value added :

١- الإطار التاريخي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة :

لعدة قرون ساد اعتقاد بين الاقتصاديين حتى تحقق الشركة ثروة يجب أن تحقق عائد أعلى من تكلفة الدين وحقوق الملكية ، وفي القرن العشرين تم تفعيل هذا المفهوم تحت مسميات مختلفة بما في ذلك الربح المتبقي، الذي اشتهر بكونه مؤشر أداء داخلي لوحدة الأعمال ومؤشر أداء خارجي للتقارير المالية ويُعبر عنه بالربح التشغيلي بعد الضريبة مطروحاً منه تكلفة رأسمال المستثمر

منذ عهد قريب دافعت شركة Stern Stewart & Company عن وجود نوع من العلامات التجارية للربح المتبقي يمكن استخدامه بدلاً من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية كمقياس للأداء الداخلي والخارجي، كما ناقشت التخلي عن مقاييس الأداء المالية باعتبارها مقاييس مضللة لأداء الشركات كمؤشرات ROA,ROE,EPS واعتبرت أن أفضل مقياس أداء دوري عملي هو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و هو ما يحرك أسعار الأسهم (Biddle ,Bowen,and Wallace, 1996, p302) .

ما يجعل من مؤشر EVA تحدياً ومثيراً للدراسة ، هو اعتماده كإجراء قياس و / أو نظام تعويض الحوافز لمئات الشركات في الولايات المتحدة. علاوة على ذلك ، فقد تم الترويج له بشكل كبير في السنوات الأخيرة في المملكة المتحدة وأستراليا وكندا والبرازيل وألمانيا والمكسيك وفرنسا وغيرها (Günther, Landrock ,and Muche, 2000; Worthington ,and West, 2001) كما أشار

Ehrbar (1998) إلى اعتماد مؤشر EVA من قبل الشركات المملوكة للحكومة النيوزيلندية من أجل تنشيطها ، في حين ناقش While Worthington and West (2001) تبني نظام الإدارة المالية EVA من قبل الشركات في استراليا .(Maditinos, Šević ,and Theriou,2007, p7)

ومن الشركات التي اعتمدت مؤشر EVA كمقياس لتقييم الأداء أو تعويض الحوافز كما وردت لدى Biddle and ,Bowen Wallace (1996) :

AT&T(American telephone & telegraph), Coca Cola, Eli Lilly(pharmaceutical company), Georgia Pacific, Polaroid, Quaker Oats, Sprint, Teledyne and Tenneco

يزعم مؤشر EVA كنظام إدارة مالية تشجيعه للمدراء على التصرف كمالكين من خلال مساعدتهم على اتخاذ قرارات تشغيلية إدارية واستثمارية محسنة ، و تشير الأدلة المقدمة من قبل Wallace (1997) إلى أنّ المدراء اللذين عُوضوا على أساس مؤشر EVA (بدلاً من الأرباح) اتخذوا إجراءات تتفق مع الحوافز المستندة إلى هذا المؤشر أي بما يصب بمصلحة الملاك.

وحول أهمية تطبيقه يقول المدير المالي Basil Anderson من Scott Paper states وفقاً ل (Walbert, 1994) : "اعتدنا على استخدام مقاييس مالية مختلفة لغايات متنوعة ، كالتدفقات النقدية المخصصة و مقاييس أخرى لمكافأة الأداء وما شابه. الآن مؤشر EVA هو أحد المقاييس التي تدمج كل ذلك. يقدم رابطاً ممتازاً لإنشاء قيمة المساهمين". كما عبر المدير المالي لشركة AT & T عن وجهة نظر مماثلة بقوله: "كل قرار يستند الآن إلى EVA، لم يعد الدافع لوحداث أعمالنا مجرد تحقيق الربح ، الدافع هو كسب تكلفة رأس المال.عندما تقود وحدات عملك نحو EVA ، فأنت بالفعل تقود العلاقة مع القيمة السوقية". (Biddle·Bowen,and Wallace,1996, p303)

٢- النظرية الأساسية خلف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

الفرق الرئيسي بين مؤشر EVA ومقاييس الربح المحاسبي كما أورده Grada (2007, P121) هو أن القيمة الاقتصادية المضافة هي اقتصادية مقارنة بالربح المحاسبي أي تعتمد مفهوم الربح الاقتصادي ، فتحقيق الأرباح من منظور اقتصادي بدلاً من منظور محاسبي يتطلب أن تغطي الشركة ليس فقط جميع نفقات التشغيل الخاصة بها ولكن أيضاً جميع تكاليفها الرأسمالية. النظرية التي يستند إليها مؤشر EVA تقوم على وجوب اكساب حملة الأسهم عائد يعوض المخاطر التي يتم اتخاذها. وبعبارة أخرى ، يتعين على رأس المال السهمي أن يحقق على الأقل نفس العائد الذي تحققه الاستثمارات في أسواق الأسهم. إذا لم يكن الأمر

كذلك ، فعندئذ لا يوجد ربح حقيقي وتعمل الشركة فعلياً بخسارة من وجهة نظر المساهمين. إذا كانت قيمة EVA صفراً ، فيجب اعتباره على أنه إنجاز كافٍ لحصول المساهمين على عائد يعوض المخاطر. هذا النهج - باستخدام متوسط عائد السوق المعدل حسب المخاطر كمتطلب أدنى - له ما يبرره حيث يمكن الحصول عليه بسهولة من الاستثمارات طويلة الأجل المتنوعة في أسواق الأسهم ، فمتوسط عائد سوق الأوراق المالية على المدى الطويل يعكس متوسط العائد الذي تولده الشركات العامة من عملياتها .

مفهوم مؤشر EVA ليس جديداً ولا معقداً ، ويعود تاريخه إلى ألفريد مارشال Alfred Marshall حيث كتب قبل أكثر من 100 عام يتوجب على الشركة من أجل تحقيق أرباح حقيقية ، أن تحقق ربحاً يتجاوز تكلفة رأس المال (1890, Marshall). فلا يمكن للشركة أن تخلق قيمة حقيقية لمالكيها ، إلا إذا كانت قادرة على اتخاذ قرارات استثمارية ومالية وتشغيلية سليمة تحقق عوائد تزيد على تكلفة رأس المال. إذا لم يكن هذا هو الحال ؛ عندها لا يوجد أي ربح حقيقي أو قيمة مضافة حقيقية للشركة ، و بالواقع من وجهة نظر المساهمين الشركة تعمل بخسارة. هذه الرؤية القيّمة عن مارشال كانت ممارسة إدارية جيدة لبقاء الأعمال ونموها واستمرارها منذ بداية القرن الماضي.(Elali,2007, p21)

وأعاد Peter Drucker التأكيد على هذه الفكرة في الخمسينات وكذلك في مقالة Harvard Business Review التي صدرت عام 1995 ، بالقول :

"إلى أن تحقق الشركة ربحاً أكبر من تكلفة رأس المال ، فإنها تعمل في حالة خسارة، ناهيك عن أنها تدفع الضرائب كما لو كان لديها ربح حقيقي، فالشركة لا تزال تعود على الاقتصاد بأقل مما تستغله من موارد، ولا تغطي تكاليفها الكاملة إلا إذا تجاوزت الأرباح المعلنة تكلفة رأس المال ، وحتى ذلك الحين فإنها لا تخلق ثروة ؛ بل تدمرها " . (Elali,2007, p21)

وإن كان للمؤشر جذور اقتصادية قديمة إلا أن فكرته تستند أيضاً لفكرة الربح المتبقي بحسب Shil (2009) ظهرت فكرة الربح المتبقي أولاً في الأدبيات النظرية المحاسبية في أوائل هذا القرن وظهرت في أدب المحاسبة الإدارية في الستينات .كما ناقش الأكاديميون الفنلنديون والصحافة المالية هذا المفهوم في السبعينيات حيث تم تعريفه كطريقة جيدة لاستكمال التحكم في العائد على الاستثمار . ووفقاً لسعاد وسميحة (2017، ص402) أطلق على الربح المتبقي سابقاً تسمية الربح الاقتصادي وأعتبر مؤشراً لتقييم أداء المؤسسة ومعرفة قدرتها على إنشاء القيمة من عدمها ، أستخدم لتغطية عيوب مؤشر العائد على الاستثمار في تلك الفترة ، لم يكن الهدف منه الإشارة إلى تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار وإنما على الأقل ضمان ربح يغطي تكلفة الأموال المستعملة .

ومع ذلك في السبعينيات أو ما قبله لم يكن للربح المتبقي دعاية واسعة ولم ينته به الأمر إلى أن يكون مقياس الأداء الرئيسي للكثير من الشركات. لكن ذلك لم يطبق على مؤشر EVA لما حققه من انتشار في السنوات الأخيرة بالرغم من كونه من الناحية العملية يحمل نفس المفهوم لكن باسم مختلف. (Shil,2009,P170)

٣- تعريف ومفهوم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة :

مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كما عرّفه Stewart (1991) " يمثل المقياس الوحيد الذي يراعي بشكل صحيح جميع المقايضات "المبادلات" المعقدة التي ينطوي عليها خلق القيمة " (Grada,2007 ,p122). صُنفت من قبل صندوق النقد الدولي بالمؤشرات المتعلقة بالعائد الكلي للاستثمار و تقوم على أساس مفهوم تكلفة الفرصة البديلة حيث تراعي تكلفة الفرصة البديلة لحملة الأسهم (باحفاظهم بحقوق ملكية إحدى الشركات) و تقيس ما إذا كانت الشركة تحقق معدل عائد اقتصادي أعلى من تكلفة رأسمال المستثمر من أجل زيادة القيمة السوقية للشركة

وإن استند مؤشر EVA على التحليل المالي ، لكنه يهدف لتغيير سلوك الإدارة وأدائها وعلى وجه الخصوص مواءمة أهداف الإدارة بشكل أوثق مع أهداف المساهمين. كما تسمح للمدراء باتخاذ قرارات أعمال أفضل من خلال مقارنة الأرباح بتكلفة رأس المال المستخدم في توليد تلك الأرباح (Andrew, 1999). ويمكن استخدام EVA داخلياً لقياس التغير في قيمة ثروة المساهم التي تم إنشاؤها من قبل الإدارة على أساس مستمر، وخارجياً من قبل المحللين في تقدير قيمة الشركة (Grada,2007, P123)

من منطلق المبدأ الرئيسي لمؤشر EVA ونشوء القيمة عندما يتفوق العائد على الاستثمار لتكلفة رأس المال بحسب Hall (1998,P83) يمكن تحسين EVA (وبالتالي قيمة المساهمين) طالما تُقبل المشاريع الجديدة التي يتجاوز معدل العائد تكلفتها . كما لكونه مقياس أداء داخلي لعمليات الشركة على أساس عام يعكس نجاح جهود مدراء الشركات لإضافة قيمة إلى استثمار المساهمين .وبحسب Stewart (1994) فهو يوفر قاعدة أساسية لصنع القرار ، ويمكنه إصلاح الطاقات وإعادة توجيه الموارد لخلق قيمة مستدامة للشركات ،الزبائن ،الموظفين ،المساهمين ولإداراتهم .(Sengottaiyan and Suresh, 2015, p2)

كما يتمتع المؤشر بأهمية استراتيجية لتوجيه تركيز الإدارة والموظفين على هدف الشركة الأساسي المتمثل في تعظيم قيمة المساهمين. ومع وضع هذا الهدف في الاعتبار ، يمكن استخدام EVA من الناحية التكتيكية في عدد من الطرق بما في ذلك: تقرير المساهمين ، وضع المعايير المالية ، أداة اتخاذ القرارات الإدارية ،

وأساس خطط تعويض الحوافز. كما يعتبر Tully (1993) أنّ تبني فلسفة EVA يُجبر الشركة على إيجاد طرق مبتكرة لتقديم المزيد مع رأس مال أقل، لا يعني هذا أن مفهوم EVA يؤخر النمو إنما يقترح فقط طالما أن الشركة تكسب عائداً على استثماراتها يفوق تكلفة الاستثمار فلا يوجد حد للنمو، فقط عندما تكون المكاسب غير كافية للوفاء بتكلفة الأموال المستخدمة عندها تنشأ الحاجة للحصول على تمويل ، وبالتالي تُجنب أو تُقلل من الاستثمار السيئ أو غير الاقتصادي. (aminimehr,2007, P47)

وفي نفس المضممار أوضح aminimehr أن مؤشر EVA يمثل طريقة لقياس الربحية الحقيقية للشركة مع الاعتراف بحقيقة أن رأس المال المستخدم في أي عمل تجاري له تكلفة - بغض النظر عن الاعتقاد السائد بأن الأسهم لا تتحمل أي تكلفة. وبالتالي ، لا تمثل القيمة الاقتصادية المضافة سوى تكلفة حساب رأس المال وتحديد كفاية أو عدم كفاية الأرباح التي تحققها الشركة لتغطية هذه التكلفة ، أي ما إذا كانت الشركة مولدة للقيمة (منشئة قيمة) أو مدمرة لها . تستند الفكرة الأساسية لهذا المعيار للاقتصاد الجزئي ، من منطلق أن الهدف الرئيسي للشركة هو تحقيق أقصى قدر من الربح، ومع ذلك فإنه لا يعني الربح الدفترى (الفرق بين الإيرادات والتكاليف) بل الربح الاقتصادي، الذي يمثل الفرق بين الإيرادات والتكاليف الاقتصادية التي تشمل تكاليف الدفترية وتكاليف الفرصة البديلة. هذا يؤدي إلى استنتاج أن الربح الاقتصادي يظهر عندما يكون المبلغ المحقق أعلى من الربح "العادي" المستمد من متوسط تكلفة رأس المال المستثمر من قبل الدائنين (تكلفة الفائدة) والملاك - المساهمين (تكاليف الفرصة البديلة). يتم تحديد تكلفة رأس المال الذي تعالجه EVA من خلال معدل العائد المستقبلي الذي سيحتاجه المستثمر قبل الاستثمار في أسهم الشركة، وبذلك يؤكد Stern Stewart أن زيادة EVA ستؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة قيمة المساهمين.

بالحديث عن إيجابيات وسلبيات المؤشر ، لم تصل الدراسات إلى تحديد واضح حولها فما قدمه أنصار المؤشر من إيجابيات لاستخدام المؤشر لمسوا وجودها خلال دراساتهم، ناقدها دراسات أخرى أشاروا من خلالها إلى العديد من السلبيات منها ماتمس طريقة حساب المؤشر ومنها ما يصل إلى حقيقة دوره وأهميته في تقييم الأداء لكن بمعظمها قُوبلت بالرد والتفسير من مؤسسي و أنصار المؤشر.

٤- مزايا تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

من المزايا التي أشار إليها كل من Vasilescu & Popa (2011, p3) وعلي (2008، ص13) رصد قرارات الاستثمار عن كثب ليس فقط على مستوى الشركات ولكن على مستوى الموظفين كذلك ، حيث تعمل على تعزيز التفكير على المدى الطويل على جميع مستويات تنظيم الأعمال من خلال تغيير عقلية

المدراء والموظفين نحو منظور المساهمين فيوفر بذلك مصداقية للاعتراف بالعاملين كقوة مشاركة ومسؤولة وذات سلطة في عملية خلق الثروة مما يؤثر ايجابياً على سلوكهم تجاه الوحدة التي يعملون بها .

واتباع هذا النهج يخلق تركيزاً جديداً على تخفيض رأس المال المرتبط بالعمليات. (Girotra and Yadav,2001) فتكلفة رأس المال هي واحدة من أهم الجوانب التي يعكسها المؤشر، على عكس معظم المؤشرات التقليدية التي أهملت هذا الجانب فأعطت نتائج مضللة بكون الشركة مربحة حتى إن كانت تخالف ذلك في الواقع . وُضع مؤشر EVA ليلعب دور المصحح لهذا الخطأ ، و للاعتراف صراحةً أن استخدام المدراء لرأس المال يُوجب الدّفع بالمقابل ، وطُبق ذلك من خلال الأخذ بعين الاعتبار تكلفة حقوق الملكية لتعبر عن الأرباح الاقتصادية المحققة في كل فترة تقرير. (Vasilescu & Popa,2011, p3)

من أسباب اشتهار تطبيق EVA في السنوات الأخيرة وفقاً لزنغ (ZHENG (2014, P106) لدوره في تعزيز تكامل نظام الإدارة، فهي ليست فقط طريقة فعّالة لتقييم الأداء بل أيضاً مركزاً لتطبيق الإستراتيجية. كما يمكن أن يحفز المسؤولين التنفيذيين على العمل الجاد وإقامة اتصالات فعّالة، وبذلك ترتبط بالعديد من عناصر إدارة القيمة مثل تخصيص رأس المال وتقييم الأداء والتخطيط الاستراتيجي والاتصالات الداخلية.

اثبتَ Stewart&Stern من خلال الأبحاث التي قاموا بها أن الوحدات المطبقة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على الوحدات المنافسة لها بما يقارب (8.6) نقطة سنوياً فيما يتعلق بإجمالي العائد المحقق لحملة الأسهم في الخمس سنوات الأولى بعد بداية تطبيق هذا المقياس . و يساعد استخدامه على التخلص من التناقضات التي تنشأ بسبب استخدام الوحدة لمؤشرات أداء متعددة مثل ربحية السهم والعائد على الاستثمار وغيرها . (علي، 2008)

لخص (Marusak, 2007) المزايا الرئيسية لتطبيق EVA في مايسمى "The Four M": نظام الإدارة ، الدافع ، عقلية ، القياس. (POPA and MIHAILESCU,2009, p172) :

- ✓ النظام الإداري "Management System" (ببساطة قياس القيمة الاقتصادية المضافة يمكن أن يعطي المدراء تركيزاً أفضل على الأداء، كما يوفر أساساً لنظام إدارة مالية شامل)
- ✓ التحفيز "Motivation" (خطط محفزة لجعل المدراء يفكرون كمالكين لأنهم يحصلون على إيراد مثلهم ، كما أنها خطة العلاوات والمكافآت)
- ✓ العقلية "Mindset" (التغييرات ثقافة الشركات - يوفر نظام EVA لغة مشتركة للموظفين في جميع وظائف الشركة - يسهل اتخاذ القرار اللامركزي)

✓ القياس "Measurement" (المقياس الأكثر دقة لأداء الشركة خلال أي فترة زمنية معينة - يترجم الأرباح المحاسبية إلى واقع اقتصادي)

٥- محددات تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

على الرغم من أن EVA قد اجتذب اهتماماً شعبياً بشكل ملحوظ ، إلا أن العديد من الباحثين كأمثال Kramer and Pushner (1997) لم يجدوا ما يكفي من الأدلة لدعم هذه الشهرة في المؤلفات الأكاديمية ، فالأدلة التجريبية المتعلقة بقوة EVA كمقياس للأداء كانت محدودة ولم تقدم دعماً مستمراً للعديد من الادعاءات المقدمة بشأنها. (Prinsloo,2007, P24)

صنف Brewer et al (1999) بعض المحددات والقيود لاستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (ROMPHO,2006, p73) :

١. اختلاف الحجم: بما أن مؤشر EVA يمثل مقياس بالقيمة المطلقة ؛ يشكل عقبة في مقارنة الأداء بين الشركات الكبيرة والصغيرة فمن المنطق أن تميل الشركات التي لديها المزيد من الموارد لتحقيق مؤشر قيمة اقتصادية مضافة أعلى

٢ اتجاه النتيجة: يشكل مؤشر EVA رقم تاريخي فبصدوره يُعلن عن الأحداث التي وقعت بالفعل، لذا يعتبر مؤشر متأخر يظهر في نهاية الفترة حيث لا يمكن تغيير النتيجة .

٣. التوجه قصير المدى: هناك العديد من الطرق لزيادة قيمة مؤشر EVA الحالية مثل خفض نفقات البحث والتطوير، لكن بالمقابل قد يسبب مشاكل خطيرة لتحقيق النجاح طويل الأجل للشركة.

من المآخذ التي أشار إليها علي (2008) مايتطلبه احتساب المؤشر من اجراء العديد من التعديلات على بيانات القوائم المالية كما اقترحها stern & stewart فزيادة عددها يمثل عقبة أمام الوحدة لكونها تزيد من تعقيد وتكلفة تطبيق هذا المقياس مما يجعل العديد من الوحدات تبتعد عن تطبيقه .بالسياق نفسه أشار كل من Birchard (1994) و Nuelle (1996) إلى أن حساب EVA يكون في بعض الأحيان معقداً للغاية بحيث لا يمكن حسابه ، وأنه لا يفسر عوائد المساهمين بشكل أفضل من المؤشرات الأخرى الأقل تعقيداً (Prinsloo,2007). علماً أنّ stewart قد ردّ على هذه الانتقاد من خلال توضيحه أن معظم الوحدات لا تطبق كل التعديلات حيث يتم اجراء بحدود ١٠ تعديلات في الحياة العملية طبقاً للظروف الملائمة للوحدة .

ترى الخولي (2000) أنَّ من العيوب الجوهرية التي يعاني منها المؤشر -كغيره من مقاييس الأداء- تركيزه على تقييم الأداء لسنة مالية واحدة أي قصير الأجل، فلا يأخذ في الحسبان آثار القرارات على السنوات المقبلة ، مما ينجم عنه حاجة الإدارة إلى مقاييس طويلة الأجل خاصة عند تقييم المشاريع الاستثمارية. وكذلك يثار الخوف حول تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة الحالية على حساب الأجل الطويل، من خلال تخفيض المدراء الإنفاق الاستثماري لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير وتحسين المكافآت والحوافز ، دون النظر لمدى أهميته للمؤسسة في الأجل الطويل. كما أن أغلب المساهمين يُصنفون مستثمرين في الأجل الطويل ، يسعون لتحصيل معلومات تمكنهم من معرفة قيمة السهم على المستوى المتوسط وطويل الأجل. (سويسي، 2010، ص64)

وأضاف السويسي (2010) اعتماد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في احتسابه على بيانات القوائم المالية الختامية -في أغلب الأحوال- هو بذلك لا يساعد المدراء على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة. لذا يتجه اهتمام مدراء عمليات التشغيل للتركيز على المقاييس غير المالية ومحركاتها الأساسية بصورة أكبر من المقاييس المالية . وقد ردَّ Stewart على هذا الانتقاد على أن الفائدة الكاملة من استخدام إطار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء تتحقق فقط في حالة ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية والأهداف الإستراتيجية .

وبما يخص احتساب EVA فهو يتضمن استخدام بيانات تاريخية بالقوائم المالية وإجراء عدة تعديلات يكمن مركز القلق بحقيقة أن البيانات التاريخية أحياناً تنحرف عن القيمة السوقية للأصول ، وبحسب De Villiers (1997) عند تقييم الأصل بالتكلفة التاريخية في حال وجود تضخم، تكون القيمة التاريخية ممثل ضعيف جداً للقيمة الفعلية . ردَّ Stewart على هذا الانتقاد أنَّ استخدام القيمة الدفترية أكثر فعالية من حيث التكلفة من استخدام تقدير السوق الحالي أو قيمة استبدالية فالقيمة السوقية تحتاج لتحديث على أساس منظم ، كما عرف الباحثون مشكلة في ذات السياق قد تحدث عند استبدال القيمة الدفترية بالقيمة السوقية حيث لاحظ De Villiers (1997) أن الشركات المتفوقة بالانتاجية تنعكس بقيمة سوقية أعلى ، يمكن بدوره أن تؤدي لانخفاض مؤشر EVA إلى الصفر- لكونها مقطوعة من الربح الصافي عند احتساب المؤشر- والذي يقود إلى اعتقاد أنَّ الانتاجية لم تتحسن (Baker, Deo ,and Mukherjee,2009, P3)

كما أشار بعض النقاد إلى عدم وجود اختلاف بين مؤشر EVA والتدفق النقدي (من منطلق أن تعديلات مؤشر EVA تحول الربح المحاسبي إلى تدفق نقدي) فماهي الحاجة لاحتساب مؤشر EVA الذي يتطلب العديد من التعديلات !. أوضح Stewart (1994) أن مؤشر EVA يقيس الربح الاقتصادي وهو ما يخصه وليس التدفق النقدي ، ولا يهتم فقط بالربح المحاسبي بل أيضاً يركز على تعريف رأس المال المستثمر بالشركة، وأما الاختلاف المفاهيمي بين مؤشر EVA وتحليل NPV يعتمد على تخصيص رأس المال خلال عمر الاستثمار. (Baker, Deo ,and Mukherjee,2009, P7).

كما انتقد اتجاه المؤشر للاهتمام المطلق بالأداء المالي كما أشار له (Baker et al.,2009) فوجوده يصرف اهتمام الإدارة عن تقييم أداء الشركة من وجهة نظر رضا العملاء ،الانتاجية ، علاقة الموظفين ، التحفيز وغيرها من اهتمامات العمل . رد Ray (2001) على هذا الانتقاد بأن اهتمام الإدارة بمؤشر EVA يمكن أن يحسن مالية الشركة ، وهذا يتحقق بتحسين الانتاجية التي تحفز العمال على العمل معاً وتحقق قيمة أكبر للعملاء فمؤشر EVA لا يخلق القيمة إنما يقيسها فقط .

يمكن تلخيص مجموعة الانتقادات الموجهة للمؤشر بانتقادات وجهت لطريقة حسابه و التعديلات المفروضة أو للبيانات المستند إليها لضعف ارتباط البيانات التاريخية بالسوق أو القيمة العادلة ، ولكونه يعكس قيمة تعبر عن نتيجة ولا دور له بإيجاد قيمة مستقبلية متوقعة ، وقصر المدى الزمني المعبر عنه دون أن يلبي حاجة الإدارة أو السوق بالتعبير عن الأداء على الأمد الطويل، ولكن معظم هذه السلبيات قوبلت بالرد والتوضيح من مؤسسي المؤشر ، وإن كانت هذه الانتقادات في الواقع بمعظمها يمكن أن تظهر بمؤشرات الأداء المالي أيضاً كاعتمادها على بيانات تاريخية وكونها مؤشرات تعبر عن النتيجة وقصر الأجل والاهتمام المطلق بها يمكن أن يشغل الإدارة عن تقييم أداء الشركة بوجهة نظر غير مالية ، ولكن يتفرد مؤشر EVA بالتعديلات المفروضة في احتسابه واقتطاع تكلفة رأسمال لتنتج له المجال بالتميز وربما بالتفوق على مؤشرات الأداء المالية فيكون محط أنظار الإدارة كأداة لتحقيق الأهداف.

٦- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في نظام الادارة:

وكما تم توضيحه أعلاه ، فإن مؤشر EVA ليس مجرد أداة لقياس الأداء ، بل يلعب أيضاً دوراً هاماً للغاية في نظام تعويض الحوافز ،الهدف الرئيسي لنظام تعويض الحوافز هو ضمان توافق الإدارة مع مصالح المساهمين. في كثير من الأحيان يفضل المدراء تحقيق ربح في المدى القصير من إنشاء قيمة للمساهمين على المدى الطويل. يضمن مؤشر EVA التوافق الوثيق مع قيمة المساهمين أكثر من أي مقياس تقليدي آخر لأنه يعترف بتكلفة رأس المال، لكن لا يمكن أن يعمل بنفسه إنما يجب دمجه في نظام تعويض الحوافز

خلال فترة طويلة الأجل. الغرض من نظام تعويض الحافز هو تحفيز المدراء والموظفين الآخرين على العمل بجهد أكثر ذكاءً ومكافأةً على الأعمال التي تزيد من قيمة المساهمين، وبالتالي يشكل ذلك الهدف مصب اهتمامهم إلى جوار تحسين الأداء المالي للشركة. (Hovězaková,2010,P29)

الفكرة خلف EVA كنظام للعلاوات (بونص) كما أوردها Makelainen (1998) في بحثه حول مؤشر EVA كأداة إدارية وهي إذا قامت الشركة بربط العلاوات الممنوحة للإدارة بناءً على مؤشر EVA الموجب فإن حملة الأسهم سيحققون دائماً عائد أعلى على رأسمالهم أكثر مما هو متوقع ، هذا النمط من نظام العلاوات هو عادةً مفيد لكل من الإدارة والمساهمين لأن مستوى الأداء هو في الغالب سيتجه نحو الارتفاع، فنظام المكافآت يشجع المدراء على تعظيم مستوى الأداء وحتى بعد دفعها سيكون العائد على حملة الأسهم أعلى مما هو في حال غيابها. و بهذا النظام تتحقق الموضوعية في تحديد العلاوة فيمكن أن تدفع وفقاً لمؤشر EVA الموجب أو بالاعتماد على تحسن المؤشر الموجب بينما تقليدياً تكون في كثير من الأحيان ذات طابع شخصي تحدد وفقاً للميزانيات التفاوضية .

نظام EVA للعلاوات يعتبر جيد أيضاً في تخفيض مشكلة الوكالة ، ترغب إدارة الشركات عادة بالاستثمار في أعمالها كلما سمحت لها الفرصة ، لكنها قلما تستنتج أنّ من الأفضل اتخاذ القرار بمنح تدفق نقدي مجاني للفترة كتوزيع أرباح عند عدم وجود ما يكفي من مشاريع الاستثمار الناجحة، فعادة ماترغب الشركات بأن تبقي الفائض في رأس المال كأصول سائلة أو استثمارها في مشاريع ليست جيدة بما يكفي ، إلا أنّ نظام EVA للعلاوة بما يتمتع به من قوة (بالحافز الكافي والتعويض) يهدف لتجنب هذا النوع من السلوك وذلك لأن كل رأسمال مُنتج لعائد أقل من WACC سوف يُخفض من علاوتهم عندما يكون الحافز مربوط بتغير EVA ،وبذلك فإن فائض رأسمال في الأصول الحالية أو المبالغة في الاستثمار يمكن أن تسبب ضرر كبير للعلاوات . قدم Wallace (1997) أدلة تجريبية قوية تظهر أنه بعد تعريف هذا النظام فإنّ المدراء تجنبوا الاستثمارات التي تنتج أقل من WACC.

قام Wallace (1997) بدراسة السلوك الإداري لعينة من أربعين شركة تبنت خطط تعويض EVA ، لاحظ تأثر سلوك الشركات بعدة نواحي حيث سعت إلى تخفيض حجم استخدامات أموالها (الأصول) وانتقاء استثماراتها المستقبلية بشكل أكثر حذر ، كما التزمت توجيه رأس المال لاستثمارات تعوض على الأقل تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين أو التخلص من رأسمال الفائض الذي لا يحقق هذا الشرط من خلال إعادة شراء الأسهم أو توزيعات الأرباح ، وبذلك استطاعت هذه الشركات تعظيم الربح المتبقي المتحصل و الحصول على فائدة أكثر قوة من أصولهم و زيادة معدل دوران الأصول. وهذا يؤدي إلى استنتاج مفاده أن

النماذج القائمة على EVA يمكن أن توجه القرارات التشغيلية للمدراء نحو زيادة قيمة الشركة وهو المؤشر الذي ينبغي أن يسعوا إلى تحسينه وهو مبدأ ينسجم مع المنطق وراء أنظمة الحوافز . ولذلك فإن دراسة Wallace (1997) قدمت بالفعل أدلة إيجابية لاستخدام نظام EVA كنظام تعويض ، حيث أثرت أنظمة EVA بشكل كبير على سلوك المدير في تحسين ربحية الشركة وتقييمها.(PARAGH,2012, P15)

طور stewart لاحقاً فكرة ربط المكافآت الإدارية للمدراء الشركات بمؤشر EVA للأجل الطويل بدلاً من الأجل القصير وتُجسد الآلية باعتماد الخدمات المصرفية بالشكل التالي :

عندما تحقق الشركة قيمة جيدة لمؤشر EVA فالمدراء سيحصلون على نسبة مؤكدة منها (علاوة) لكن لن تدفع بأكملها للمدراء فقط نسبة منها (كالثالث مثلاً) وما تبقى يوضع في حساب مصرفي خاص بالمكافآت الإدارية ، في السنوات اللاحقة عندما يحقق المدراء مؤشر EVA موجب تعالج بنفس الآلية بمنحهم جزء وزيادة رصيد حساب المكافآت الإدارية بالجزء الآخر ، أما إذا كانت EVA الدورية سالبة عندها العلاوة التي ستوضع في المصرف تكون سالبة و ستخفض من الرصيد المحجوز هذا يُعرض المدراء بشكل جزئي للخطر الذي اعتاد حملة الأسهم على تحمله ، عرض stewert الفكرة في كتابه (1991) فهي تعطي أصفاد ذهبية للأداء الجيد مع (رصيد موجب كبير في المصرف) و بنفس الوقت تشجع على إبعاد الأداء السيء (رصيد سلبي في المصرف) عن الشركة ، وإن أظهرت هذه الطريقة بعض المشاكل في احتساب المؤشر على المدى الطويل عندما لا يشغل الموظفون الرئيسيون نفس المنصب عدة سنوات ، أما على المستوى الإداري فيمكن أن ينتقل الرصيد المُجمع مع الموظف عند انتقاله إلى منصب جديد طوال فترة بقائه داخل المجموعة ، لا يجب أن يؤثر المتقاعدون على تحصيل العلاوة لكن الأنماط الأخرى للرحيل سوف تمحو الرصيد الموجب.

من الطرق الأخرى التي اقترحها stewart (1993) في نفس السياق ربط المكافأة الإدارية من سنة لسنة بتغير EVA بدلاً من القيمة المطلقة فيشكل نظام يؤكد التركيز ع التحسين المستمر ، ففي شركة تعمل بقيمة EVA موجبة لا يوجد معنى بدفع علاوة معتمد على قيمة EVA المحققة حالياً، بدلاً من ذلك يمكن اعتماد تغير القيمة من عام لآخر باعتبار أنَّ التغير على الأغلب ليس عُرضةً للتشويه المحاسبي كما القيمة المطلقة.

كما يمكن اعتماد مؤشر EVA كطريقة لربط نمو الانتاجية مع تعويض خط العمل فيكون بذلك ملائماً للجمع بين اهتمام الإدارة والملاك واعتياد الموظف، تكمن المشكلة بأن أرباح الشركة ترتفع بحسب نمو الانتاجية أما الموظفون فرواتبهم ثابتة لا تحقق رغبتهم بالحصول على حصة من تعظيم الربح كحال المدراء وحملة الأسهم لذلك يطالبون برواتب أعلى ، يعتبر الاقتصاديون أنَّ زيادة الأجور لا يجب أن تكون أعلى

من نمو الانتاجية وإلا سيصبح كل من الربح وكفاءة رأسمال منخفضة من وجهة نظر الملاك وهذا بالمقابل يخفض التوظيف . اعتماد نظام EVA للعلاوة قد يكون طريقة دفع للموظفين بالاعتماد على التغير في الانتاجية، إذا كان الجزء من مؤشر EVA الموجب محقق دائماً من قبل الموظفين فهم لربما قادرون على ادراك صلة الوصل بين ربحية (الانتاجية) الشركة ورواتبهم الخاصة (ففي نهاية المطاف الزبائن والانتاجية هي ماستدفع وليس الملاك) ، و يحقق ذلك بعض المرونة في الدفع أي عندما تكون حالة السوق جيدة فإن الموظفين يحصلون على العلاوة أما عندما تكون حالة الاقتصاد ليست جيدة كفاية لا تمنح علاوة لعدم وجود قيمة موجبة لمؤشر EVA . إذا حدث ارتفاع بالأجور سيؤدي إلى زيادة الطلب ومن ناحية أخرى إذا ارتفعت الأجور أعلى من نمو الانتاجية ليس من الممكن تحصيل EVA موجبة وبذلك لن يكون هناك علاوة بهذه الحالة الزيادة في مؤشر EVA المعتمدة على العلاوات تتبع الزيادة في انتاجية الشركة.

مما سبق ذكره عن أهمية المؤشر ودوره على صعيد إدارة الشركة من جهة ولاتخاذ قرار استثماري من جهة أخرى تم تطوير المؤشر لأشكال جديدة تغطي أوجه القصور والانتقادات التي وجهت له ، كمؤشر القيمة الاقتصادية المعدلة REVA ومقياس الزخم EVAM وبعضها ظهر كمؤشرات مكملات لاثبات علاقته بسوق الأسهم كمؤشر القيمة السوقية المضافة MEVA

٧- أشكال مؤشر EVA كمؤشرات أداء اقتصادي :

١ - القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة *Refined economic value added*

تعد القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (REVA) امتداداً لمنهجية EVA ، حيث توفر إطاراً تحليلياً لتقييم أداء الشركات في سياق خلق قيمة المساهمين (Bacidore et al. , 1997). يرى البعض كأمثال NAKHAEI,ANUAR,HAMID,and NAKHAEI (P74,2016) بأنها قامت لتغطي أحد أوجه القصور في EVA باعتماده على الأرقام التاريخية على الرغم من موثوقية المعلومات المستخدمة إلا أنها ليست بالضرورة مرتبطة بثروة المساهم . تستخدم المنهجية الحالية القيم السوقية لأصول الشركة جنباً إلى جنب مع تكلفة رأس المال المستمدة من السوق، والأساس المنطقي التي تبني عليه أنه في حساب EVA يجب أن يتم اشتقاق تكلفة رأس المال للشركة من متوسط التكلفة المرجح لرأس المال على أساس السوق ، بدلاً من استخدام القيمة الدفترية للأصول.(Artikis,2008, P7)

$$REVA_t = NOPAT_t - kw (MV_{t-1})$$

$NOPAT_t$ = صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة في نهاية الفترة t

MV_{t-1} = القيمة السوقية الإجمالية لأصول الشركة في نهاية الفترة $t-1$

kw = متوسط التكلفة المرجح لرأس المال

(MV_{t-1}) القيمة السوقية الإجمالية لأصول الشركة في نهاية الفترة $T-1$ تُعطى بالقيمة السوقية لأسهم الشركة بالإضافة إلى القيمة الدفترية لإجمالي ديون الشركة ناقص الخصوم المتداولة غير المحملة بالفائدة ، وكلها في نهاية الفترة $t-1$ (أو بداية الفترة t).

بعرض مثال مبسط لفهم الفرق بين **EVA** و **REVA** : نفترض أن القيمة الدفترية للشركة \$ 4000 بينما بلغت القيمة السوقية لها \$ 5000 وأما قيمة $NOPAT = \$450$ بحساب المؤشرين نجد

$$EVA = NOPAT - (\$4,000 \times 10\%) = \$450 - \$400 = \$50$$

$$REVA = NOPAT - (\$5,000 \times 10\%) = \$450 - \$500 = -\$50$$

وفقاً لمؤشر **REVA** فإن الشركة خسرت ٥٠ دولار بقيمة المساهمين

يبني الفرق الرئيسي بين **EVA** و **REVA** على المعاملة المختلفة لرأس مال الشركة، وعلى وجه التحديد يقوم مؤشر **REVA** بتقييم التكلفة الرأسمالية للفترة t على القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة $T-1$ (أو بداية الفترة t) ، بينما تستخدم **EVA** القيمة الدفترية الاقتصادية للأصول الموجودة. تسمح هذه الخاصية لمنهج **REVA** بحسابها باستخدام إما التدفقات إلى حقوق الملكية أو التدفقات إلى جميع الأطراف المالية، وهو أمر غير ممكن مع **EVA** ما لم تكن قيمة السوق والقيمة الاقتصادية متساوية. (Prinsloo, 2007, p28)

يعتقد Bacidore et al (1997) بأن أداء مؤشر **EVA** جيد للغاية من حيث ارتباطه مع خلق قيمة المساهمين، ولكن **REVA** هو مقياس متفوق نظرياً لتقييم ما إذا كان أداء الشركة التشغيلي مناسباً من وجهة نظر تعويض ممولي الشركة عن مخاطر رأسمالهم. علاوة على ذلك يمكن أن تدرك الإدارة أن قيم السوق أكثر صلة بحساب العوائد الاقتصادية مقارنة بالقيم الدفترية ، حيث أننا نقوم بتضمين العوامل غير المالية الحسابية التي تؤثر على القيمة. (Artikis, 2008)

أجرى Bacidore et al. تحليلاً على مجموعة عشوائية مكونة من 600 شركة مستمدة من قاعدة بيانات Stern Stewart & Co. 1000 للفترة من (1982-1992)، ووجدوا أنه على الرغم من نجاح **EVA** من

حيث ارتباطها مع خلق قيمة المساهمين ، إلا أن REVA أظهر تفوقاً إحصائياً. كما وجدوا أن العوائد المحققة لأفضل 25 شركة من شركات REVA كانت أعلى من العوائد المحققة لأفضل 25 شركة من شركات EVA لنفس الفترة، وبالتالي فإن REVA كمقياس أداء أكثر ملاءمة من EVA من وجهة نظر المساهمين ، وينبغي تقييم كبار المسؤولين التنفيذيين وفقاً لذلك ، في حين يمكن استخدام EVA لتعويض مديري الأقسام ومن ينتمون إلى المستويات الأدنى في المنظمة. لكن لم يتفق Leistikow & Furguson (1998) مع نتائج Bacidore وزملائه وادعوا أن REVA لا يتفق مع نظرية التمويل ومع تعظيم الثروات، وهو غير مناسب لقياس الأداء ولتعويض الإدارة وبدلاً من ذلك أوصوا بـ EVA كإجراء أكثر تفضيلاً للتعويض . (Prinsloo,2007)

٢- الزخم *EVA Momentum* :

EVA Momentum هي علامة تجارية مسجلة eVaDimensions في عام 2009 ، برز مؤشر EVA Momentum كأحدث مقياس لأداء الأعمال المتعلقة بـ EVA (Mahoney, 2011) أشار Stewart (2009) أن EVA Momentum تمثل النسبة الواحدة التي تحتوي القصة بأكملها فاعتبره بذلك أفضل أداة قياس أداء واحدة ، وهذا على النقيض مما أشار إليه Kaplan and Norton (1992) بعدم وجود مقياس وحيد مناسب لقياس أداء الأعمال. (Nakhaei,2013, p56)

يمثل بشكل أساسي معدل النمو في مؤشر EVA وتغير حجم الأعمال حسب حجم المبيعات، ارتفاعه يعني ازدياد مؤشر EVA ويقاس الأداء بالهامش وليس في المتوسط ، وهو أمر إيجابي بالنسبة لشركة ذات مؤشر EVA السلبي التي تحسنت وأصبحت أقل سلبية. يحسب وفقاً لـ (Nakhaei,2013):

$$EVA\ Momentum = (EVA1 - EVA0) / Sales0$$

حيث: EVA1 القيمة الاقتصادية المضافة في نهاية الفترة الأولى ، EVA0 القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة السابقة، Sales0 مبيعات الفترة السابقة ،تسمح هذه المنهجية بقياس التغيير في الأداء الاقتصادي للشركة مقارنة بمبيعات خط الأساس للشركة. من الملائم التفكير بمؤشر EVA Momentum ببساطة من جانبين: أولاً، إلى أي مدى تغير هامش EVA الخاص بالشركة خلال هذه الفترة، مما يشير إلى درجة التوسع أو الانكماش في إجمالي الإنتاجية والربحية لنموذج أعمال الشركة الذي يشمل كفاءة الدخل وإدارة الأصول.

أما الثانية فتسمى "النمو المربح" - وهو حرفياً نتاج معدل نمو مبيعات الشركة والهامش الختامي لـ EVA، فالشركة التي تضيف إلى المبيعات بمعدل نمو 10٪ ، وتضيف إلى EVA بمعدل هامش 3٪ ، تولد زخم

0.3% من النمو المربح وهذا يعني أنه إذا كان هامش EVA صفراً أو سلبياً كما هو الحال بالنسبة للعديد من الشركات فإن نمو المبيعات إما غير هام أو مدمر للقيمة. ولهذا زيادة هامش EVA وجعله إيجابياً إلى حد ما شرط أساسي للنجاح الاستراتيجي في أي عمل، فيجب أن يعرف جميع المدراء هامش EVA الذي يحققه نشاطهم التجاري وكيفية دفعه إلى مستوى أعلى.

يذهب EVA Momentum إلى أبعد من EVA بحسب ماورد لدى (Wirawan,2011, p14-15) ينص مؤشر EVA على أنه من أجل تحقيق الشركة للربح الاقتصادي ، يحتاج المدراء إلى اتخاذ قرارات استثمارية تحقق المزيد من صافي أرباح التشغيل بعد الضريبة من تكلفة رأس المال مع أخذ جميع تكاليف العمليات كأمر مسلم به. أما مؤشر EVA Momentum فيتخذ خطوة إضافية حيث تُحقق الشركات أرباحاً اقتصادية إذا تمكن المدراء من تحقيق مبيعات أكثر من تكلفة المبيعات والعمليات ورأس المال مقارنة بالمبيعات التي تم إجراؤها من العام السابق. سيتم تحقيق EVA Momentum عندما تنتج الشركات مكاسب في الكفاءة ، أي تحسين العمليات والتمويل وبالتالي تقل تكلفة العمليات وتكلفة رأس المال لنفس المستوى من إيرادات المبيعات في الفترة السابقة. يمكن للشركة أيضاً أن تحقق نمواً مربحاً ، أي زيادة في إيرادات المبيعات عند هامش EVA إيجابي (المبيعات الهامشية أعلى من تكاليفها الهامشية ، والتي تتكون من تكاليف التشغيل والتكاليف الرأسمالية)

وبالمقابل على الوجه الآخر لم تؤيد جميع الدراسات أهمية EVAM فدراسة Wirawan (2011) لاختبار مزايا EVA Momentum في تحديد عوائد الأسهم هدف لفحص تأثيرات EVA ، EVA Momentum، spread ، ROA على عوائد الأسهم باستخدام عينة من 45 شركة تم اختيارها من مؤشر LQ45 (السوق الاندونيسية) للفترة (2004 – 2008). أظهرت النتائج أن EVA spread و ROA لهما تأثيرات هامة على عوائد الأسهم ، بينما EVA ، EVA Momentum أظهرت عدم وجود أهمية في تفسير عوائد الأسهم وخُص إلى أن ROA لديها أعلى قدرة تفسيرية يليها EVA spread. علاوة على ذلك لم تدعم نتائج البحث أهمية مؤشر الزخم حيث أوصت بأن لا يعتمد المساهمون على EVA Momentum و EVA كمقياس لأداء الشركة.

3- مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA كمؤشر أداء مكمّل :

يستند قياس القيمة السوقية المضافة (MVA) كما أورده (Artikis,2008, P6) على افتراض أن القيمة السوقية الإجمالية للشركة هي مجموع القيمة السوقية لأسهمها والقيمة السوقية لدينها. ويعرف Stewart (1991) القيمة السوقية المضافة على أنها الزيادة في القيمة السوقية لرأس المال (كل من الدين وحقوق

الملكية) على القيمة الدفترية لرأس المال. وبعبارة أخرى، هي الفرق بين القيمة السوقية الحالية لشركة (القيمة السوقية الإجمالية لأسهم الشركة والقيمة السوقية لديها) (V) ورأس المال الذي ساهم به مستثمروها (K):

$$MVA = V - K$$

إذا كان مؤشر MVA إيجابياً ، فقد أنشأت الشركة ثروة لمساهميها. ويذكر Stewart (1991) أن القيمة السوقية المضافة هي مقياس تراكمي لأداء الشركة وأنها تمثل تقييماً لأسواق الأسهم من وقت معين فصاعداً من القيمة الحالية الصافية لجميع المشاريع الرأسمالية الماضية والمتوقعة للشركة. وأما Griffith (2006) فيصف القيمة السوقية المضافة كمقياس للفرق بين "النقد الوارد" (ما ساهم به المستثمرون) و "النقد الصادر" (ما يمكنهم الحصول عليه عن طريق البيع بأسعار اليوم). (Prinsloo, 2007, P27)

بالاستناد إلى مفهوم المؤشر يرى Poldervaart (2010, p18) أنه يكسب الإدارة توجهاً جديداً فلم يعد هدفها تعظيم قيمة الشركة فقط ، بل زيادة قيمة الشركة دون استخدام المزيد من رأس المال، بهذه الطريقة يمكن إنشاء قيمة لمساهمي الشركة. إلا أنه يعاب عليها قياسها القيمة في تاريخ معين وهذا يمكن أن يؤدي لإهمال العوائد النقدية السابقة للمساهمين في الصيغة مما يجعل المقارنة بين الشركات أقل موضوعية.

يُقر Stephen and Melvin (2002) بملاءمة القيمة السوقية المضافة كمقياس لخلق ثروة المساهم لكنهم حددوا بعض الصعوبات المرتبطة به، كحقيقة أن القيمة السوقية المضافة تركز على القيمة الدفترية وأن الأموال المقيدة ضمناً في شهرة المحل المتولدة داخلياً يتم تجاهلها إلى حد كبير ، و كون القيمة المضافة لا تميز بين الثروة التي نشأت في الآونة الأخيرة وبين الثروة التي نشأت في الماضي البعيد ، وكذلك باعتبارها مقياس سعري فهي تعاني من تأثير الحجم وجميعها تشكل قيوداً على المؤشر، لكن يمكن بإدخال بعض التعديلات أن يصبح مؤشراً محسناً إلى حد كبير. وفي نفس السياق أثار Keef and Roush (2002) قليلاً من المخاوف بشأن مؤشر القيمة السوقية المضافة ، حيث يعتبر إحصاء هجين نظراً لكونه من مقياس لاحق (قيمة دفترية للأسهم) ومقياس سابق (القيمة السوقية) وبالتالي ليس من الواضح ما الذي يقيسه وقد يكون محدود الاستخدام كمتنبئ بالمستقبل. (Prinsloo, 2007)

ثانياً : مؤشر العائد المعدل بالخطر RAROC (risk – adjusted return on capital)

بمجرد أن تقوم مؤسسة مالية بتقييم إجمالي تعرضها للمخاطر ، ينبغي أن تحدد رأس المال الاقتصادي اللازم لأنشطة أعمالها لكي يساعدها على الحفاظ على تصنيف ائتماني جيد. ومن أجل ضمان تخصيص رأسمال اقتصادي بطريقة تزيد من قيمة المساهمين ، تطبق المصارف عادة بعض مؤشرات قياس الأداء

المعدلة بالمخاطر RAPM . من المحتمل أن تكون أكثرها شهرة مؤشر العائد على رأس المال المعدل بالمخاطر (RAROC) ، والذي تم تطويره في أواخر السبعينات من قبل مجموعة في Bankers Trust ، وكان هدفها تحديد رأسمال المطلوب في المصارف للحد من التعرض لمخاطر الائتمان. وأما اليوم ، فقد أصبح أداة لتوجيه مؤسسة مالية كاملة ، من خلال تخصيص رأس المال بكفاءة.(Schmid ,2010, P49)

كما أشار Schmid (2010) نقلاً عن Zaik, Walter, Kelling, & James (1996) بوجود سببين أساسيين لأهمية هذا التخصيص بالنسبة للمصرف: أولاً ، الهدف الرئيسي لتخصيص رأس المال الفعّال هو تحديد هيكل رأسمال الأمثل للمصارف ، أي نسبة الدين إلى رأس المال لتقليل تكاليف التمويل الشاملة. ثانياً ، يقوم إطار RAROC بتقييم مساهمة وحدة الأعمال في قيمة حملة الأسهم ويكشف عن وحدات الأعمال التي تخفض قيمة المساهمين. ولذلك فهو يوفر أساساً لوضع ميزانية رأسمالية فعّالة وحافز للتعويض في المؤسسة. وأما لاحتساب المؤشر RAROC كما وردت عن Crouhy, Galai ,and Mark (2005) فيمثل نسبة :

$$RAROC = \text{After Tax Expected Risk Adjusted Net Income} / \text{Economic Capital}$$

العائد المعدل بالخطر = الربح الصافي من الضريبة المعدل بالخطر إلى رأس المال الاقتصادي.

أما Eeghen and Klaassen (2015,P3) فقد أشار إلى طريقة أخرى لاحتسابه :

$$RAROC = (\text{revenues} - \text{operating costs} - \text{expected loss}) / \text{Risk -based required capital}$$

العائد المعدل بالخطر = (الإيراد - تكاليف التشغيل - الخسائر المتوقعة) ÷ رأس المال الاقتصادي

تقوم RAROC بإجراء تعديل في البسط بطرح عامل الخطر من صافي الربح المتوقع (كالخسارة المتوقعة)، تكمن أهمية هذا الطرح بأن هذه التكاليف - كأيّة تكاليف أخرى - تم تسعيرها بالفعل في الأعمال. بينما يمثل رأس المال الاقتصادي مبلغ رأس المال الذي يجب على المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى الاحتفاظ به للحد من احتمال التخلف عن السداد في مستوى ثقة معين خلال أفق زمني محدد، أي يمثل المقدار المالي المطلوب لاستيعاب الخسائر الشديدة غير المتوقعة ، في حين تعرف الخسائر غير المتوقعة بأنها الفرق بين الخسائر الفعلية والخسائر المتوقعة (Schmid ,2010,p41) . ويرى العامري (2012 ص181) بأنه النموذج الذي يهتم بصافي العائد المعدل بالخطر ويُخصم برأسمال الاقتصادي بغية توفير وتنشيط بيئة المخاطر الملائمة في المصرف ككل

وبحسب التعريف Bandyopadhyay and Saha (2008, P1) يمكن استخدام أداة RAROC على مستوى المناطق / الفروع لتقييم ربحية أحد المصارف على أساس دقيق أو لتقييم ربحية محفظة القروض (على سبيل المثال ، محفظة أصول التجزئة ومحفظة أصول الشركات ومحفظة المشاريع الصغيرة والمتوسطة وغيرها). وبمجرد حساب RAROC ، تستطيع الإدارة العليا للمصرف بعد ذلك مقارنته مع معدل مرجعي (تكلفة رأس المال) أي تكلفة الفرصة البديلة لتحمل المخاطر في العمل ، و يقاس وفقاً لسعر السوق بالاعتماد على توقعات المساهمين بشأن رصيد المصرف .

يستطيع RAROC أن يضبط عائد المصرف المعدل بالمخاطر بطريقتين Klaassen and Van (Eeghen,2015, P3) أولاً ، يشتمل البسط على الخسارة المتوقعة المرتبطة بالإقراض بدلاً من الانخفاض الفعلي في قيمة القروض المدرج في بيان الدخل الخاص بالمصرف. يتم احتساب الخسائر المتوقعة على أساس متوسط معدلات السداد على المدى الطويل ومعدلات الاسترداد المرتبطة بمحفظة القروض الفعلية للمصرف، ليُعبّر عن وجهة نظر طويلة الأجل بشأن خسائر القروض. وهذا ما يجعل من مؤشر RAROC ذا اتجاه محايد حول الربحية من خلال الاهتمام بمتوسط خسائر الائتمان في الأجل الطويل بدلاً من ضعف القروض الفعلية التي تتأثر بمرحلة الاقتصاد.

وثانياً، يتعلق بالدخل المعدل كما تم قياسه في البسط لرأس المال المطلوب المستند إلى المخاطر (RRC) risk-based required capital هو مقياس لمقدار رأس المال الذي يحتاجه البنك نتيجة للمخاطر التي يتعرض لها مقابل مبلغ رأس المال متاح.

إذا أراد المصرف تحقيق أقصى قيمة لمساهميهِ ، فيجب عليه الدخول بالأنشطة التي تتجاوز تكلفة رأس المال. ومع ذلك ، قد يكون من غير الفعال مكافأة المدراء التنفيذيين فقط على أساس RAROC ، فمن المرجح أن يرفضوا مشاريع زيادة القيمة التي من المفترض أن تخفض متوسط عوائدهم. وللتخفيف من مثل هذا السلوك ، يجب حساب ما يسمى بالربح الاقتصادي للأنشطة الجديدة ، وهو RAROC مطروحاً منه تكلفة الأسهم (أي الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب للمساهمين) والذي يمكن تحديده من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول مثل CAPM ، ونتيجة لذلك ، تحقيق النشاط التجاري لقيمة موجبة لمؤشر RAROC بعد اقتطاع تكلفة رأس المال هو خلق قيمة المساهمين (Schmid,2010 ,P50)

في أهمية استخدام المؤشر على صعيد المصارف مذكره Klaassen and Van Eeghen (2009) من المعروف أن مخاطر المصرف ترتفع كلما زاد احتمال وجود خسائر غير متوقعة ، وعندها سيحتاج إلى المزيد من رأس المال لحماية نفسه من مخاطر الإفلاس، وهذا ما تطلبه الهيئات التنظيمية من المصارف

كبازل 2 و 3 وبالرغم مما أصبحت عليه هذه اللوائح من التفصيل والحساسية الأكبر للمخاطر، إلا أنها لا تستوعب جميع المخاطر وبعض المخاطر المحسوبة هي تبسيط للمخاطر الحقيقية. ولذلك ، فقد طوّرت بعض المصارف نماذج داخلية لقياس مخاطرها بشكل أكثر دقة وشمولية، ويشار إلى مقاييس رأس المال الداخلي باسم "رأس المال الاقتصادي". و من الناحية المثالية هي ما ينبغي استخدامها في حسابات RAROC، ولكن قلما يتم الكشف عنها وفي حال نشرها، لا تكون المقارنة بين المصارف دائماً ممكنة. (Klaassen and Van Eeghen,2015, P4)

في الجوهر يمكن القول ،إن أهمية مؤشر RAROC تكمن في استخدامه لتقييم ما إذا كانت عوائد المصرف توفر التعويض الكافي عن المخاطر التي يتعرض لها و لتقييم ومقارنة أداء وحدات العمل المختلفة داخل المصرف ، فيوفر في نهاية المطاف معلومات مهمة للإدارة التنفيذية للمؤسسة المالية لسبب إنشاء أو تخفيض قيمة المساهم

قام العرض السابق للمؤشرات على تصنيف صندوق النقد الدولي لمؤشرات الأداء الاقتصادي والذي بنّـد نوعين من المؤشرات في منشوره بعام 2010 وهي مؤشر القيمة الاقتصادي المضافة و العائد المعدل بالخطر وإن كان التصنيف على سبيل المثال لا الحصر ، وخلص الى أن الهدف من وجود مؤشرات الأداء الاقتصادي لتحقيق مفهوم الربح الاقتصادي بالمنشأة وإبعاد فكرة الأموال المجانية المرتبطة بالتمويل عن طريق الأسهم والتي سادت لزمن طويل ، كذلك لايجاد أدوات جديدة تساعد المساهم على اتخاذ قرار استثماري ناجح وانطلاقاً من هذه المبادئ وُضع مؤشر EVA الذي استمر بالتطور بأشكال عديدة لتغطي نواحي القصور التي ظهرت بتطبيقه ، وإن كان التطبيق والاستخدام العملي للمؤشرات بالنهاية محصوراً بمدى توفر البيانات لاحتسابها .

المبحث الثاني : ثروة المساهم في السوق المالي

١- تمهيد ومفهوم قيمة المساهم:

تؤكد النظرية المالية الشائعة في أن الهدف الرئيسي للشركة هو زيادة القيمة لمساهميها. تأسست فلسفة وفكرة خلق القيمة في السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي بقيادة Rappaport الذي طور " تحليل قيمة المساهمين" استناداً إلى ما يسمى بمحركات القيمة الرئيسية للشركة وما نشره Alfred Rappaport في عام 1986 حول "خلق قيمة المساهم" قدم تقييماً جديداً ومتعمقاً للمنطق الذي اتبعه في نهج SHV قيمة المساهم بالإضافة إلى الأدوات اللازمة لتطبيقه كمعيار لأداء العمل وشكل بهذا محور بحث لكثير من الدراسات التي تطرقت إلى مفهوم قيمة المساهم . (Elali,2007, P13)

إنّ القيمة الإجمالية للشركة أو وحدة الأعمال تساوي مجموع (قيم حقوق المساهمين ودينها)، وتسمى هذه القيمة الاقتصادية أو الاستراتيجية للنشاط التجاري بقيمة الشركة أما جزء حقوق الملكية فيسمى " بقيمة المساهمين ". ويمكن عندئذ كتابة قيمة الشركة على النحو التالي:

$$\text{Corporate value} = \text{Debt} + \text{Shareholder value}$$

$$\text{قيمة الشركة} = \text{قيمة المساهم} + \text{قيمة الدين}$$

إعادة ترتيب هذه المعادلة من أجل حساب قيمة المساهمين يعطي (Nyiramahoro and Shooshina,2001, P23):

$$\text{Shareholder value} = \text{corporate value} - \text{debt}$$

$$\text{قيمة المساهم} = \text{قيمة الشركات} - \text{قيمة دين}$$

في هذه الصيغة ، يقصد بالدين القيمة السوقية للديون والقيمة السوقية للمطالبات الأخرى مثل الأسهم الممتازة ، قيمة الشركة هي قيمة الشركة الكلية أو وحدة الأعمال وتشمل ثلاثة مكونات :

١ - القيمة الحالية للتدفقات النقدية من العمليات خلال فترة التوقعات

٢ - القيمة المتبقية التي تمثل قيمة الأعمال المنسوبة إلى الفترة التي تتجاوز الفترة المتوقعة

٣ - القيمة الحالية للأوراق المالية القابلة للتداول والاستثمارات الأخرى التي يمكن تحويلها إلى

أموال نقدية وليست ضرورية لتشغيل الأعمال

إن فكرة قياس قيمة المساهمين من خلال مقارنة التدفقات النقدية الناتجة عن الأعمال مقابل تكلفة رأس المال المستخدمة في توليد هذه التدفقات توفر فهم واضح لخلق القيمة أوللتدهور بمرور الوقت داخل كل وحدة عمل وأضاف Serven (1999) إن ما يهم المساهمين هو ما يحدث لسعر سهمهم ، ثم يحدد قيمة المساهم باعتبارها القيمة السوقية للأسهم العادية. كما كتب Scott (1998) أن قيمة المساهمين هي مصطلح آخر للقيمة الإجمالية لحقوق المساهمين في الشركة أو "القيمة السوقية". و القيمة السوقية للشركة المتداولة علناً تتسم بدرجة عالية من الشفافية وتعادل عدد الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط سعر السهم (Nyiramahoro and Shooshina,2001)

٢- الفرق بين قيمة و ثروة المساهم:

لقد وصل نشاط حملة الأسهم إلى مستوى غير مسبوق، جزئياً بسبب تكامل الأسواق المالية وجزئياً بسبب الإصلاحات التنظيمية (من حيث متطلبات الإفصاح وحماية المستثمر) وهذا ما أدى إلى زيادة الضغط على الشركات لزيادة قيمة المساهمين بشكل متواصل. مجرد كسب الربح لا يكفي ، بل يجب أن تحقق الشركة ربحاً كافياً لتغطية تكلفة رأس المال وخلق الثروة.

عند التعامل مع مفهوم قيمة المساهمين ، لابد من الإشارة إلى الفرق الدقيق للتمييز بينها كما ورد لدى كل من (Larsen,2010, P20) ، (Bhasin,2013, P185). يستند منظور القيمة على قياس القيمة مباشرة من المعلومات القائمة على المحاسبة مع بعض التعديلات أي قيمة المساهم هي قيمة حقوق الملكية وتنتج بعد اقتطاع الديون من قيمة المؤسسة، في حين يعتمد منظور الثروة بشكل أساسي على معلومات سوق الأوراق المالية حيث يمثل خلق قيمة المساهمين التدفق النقدي الحر للسنة مخصوماً منه تكلفة رأس المال.

وتمثل قيمة الأسهم جميع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الشركة إلى مساهميها ، أو التدفق النقدي الذي يتم دفعه لأرباح الأسهم ، أو قيمة الأسهم عند تحقيقها ، أو إعادة شراء الأسهم تعتبر طرق لتقييم الأسهم العادية ، وبذلك فإن القيمة المشتركة لجميع أسهم الشركة تساوي القيمة الإجمالية للمساهمين. وجد Mäenpää (2016, P17) أن المستثمرين يعتمدون على مساهماتهم حسب توقعاتهم للأرباح الاقتصادية المستقبلية مخصومة من تكلفة رأس المال، فهذه التوقعات تؤثر على أسعار سوق الأوراق المالية للشركة.

و يرتبط إنشاء قيمة المساهم بإنشاء قيمة الشركات وإن كانا لا يمثلان نفس الشيء تماماً، يتم إنشاء قيمة المساهمين في حالة زيادة مدفوعات الأرباح و / أو زيادة أسعار الأسهم بمبلغ يتجاوز معدل العائد المعدل بالمخاطر في سوق الأسهم (Dalborg,1999). القيمة المؤسسية للشركة كما وجدناها سابقاً تساوي مجموع

قيم ديونها وحقوق المساهمين ، حيث يمكن أن تسمى حقوق الملكية قيمة المساهمين (Rappaport,1986). وقيمة المساهمين هي القيمة الاقتصادية المطلقة في الفترة المتوقعة و يتم إنشاء قيمة المساهمين إذا كان هناك تغيير إيجابي في القيمة خلال فترة التوقعات. (Poldervaart,2010, P15)

٣- قياس ثروة المساهم:

وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي تمثلّ الصنف الثالث لتقييم الأداء بمؤشرات السوق ومن المؤشرات الرئيسية التي يستخدمها المساهمون لتحديد ما إذا كانت قيمة ممتلكاتهم في الشركة في تحسن أو انخفاض : إجمالي عائد المساهمين ، ربحية السهم ، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية M/B ،نسبة السعر إلى الربحية P/E ، نسبة السعر إلى القيمة الدفترية P/B وغيرها من المؤشرات الأخرى، أما الدراسة الحالية فستقوم على اعتماد مؤشر العائد غير العادي كمؤشر على ثروة المساهم ، كدراسة حردان(2009) ودراسة Jones(2008)

يمثل العائد غير العادي abnormal return (AR_i) الفرق بين العائد الفعلي للأصل المالي R_{i t} والعائد المتوقع (العادي) E(R_{i t}) . (Utami & Asandimitra,2017,P84)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

و لفهمه لابد من شرح مفهوم كل من العائد الفعلي (TSR) والعائد العادي المطلوب أو المتوقع

١ - إجمالي عائد المساهمين (Total shareholder return):TSR

يعتبر مؤشر TSR أفضل دليل لنجاح الشركات حيث يقيس العوائد التي حققها الاستثمار خلال فترة ملكيته بما في ذلك التدفقات النقدية. يستخدم في الغالب كمؤشر طويل الأجل ليعبر عن النجاح النسبي الذي حققته الشركة من خلال خلق القيمة لمساهميها في السوق التنافسية ، وينظر له المستثمرون المحتملون بانتظام كمقياس مهم لإنشاء القيمة ، ينقسم إلى أجزاء أساسية : الأداء التشغيلي للشركة ، تقييم سوق الأسهم في بداية فترة القياس ، التغيرات في توقعات سوق الأسهم حول أدائها وفعاليتها المالية.

(Shah and Sengupta,2014, P542)

ويحسب المؤشر بالعلاقة : (معاليم و بوحفص ،2017،ص404)

$$TSR=(P_{t1}-P_{t0}+D_{t1})/P_{t1}$$

P_{t0} سعر السهم في بداية الفترة

حيث P_{t1} سعر السهم في نهاية الفترة

D_{t1} الأرباح الموزعة خلال الفترة

يرى بحري (2011، ص19) أنَّ معدل العائد الإجمالي للمساهمين يعتبر مقياساً كاملاً لكل الأنشطة أو القرارات المتخذة من طرف إدارة المنشأة (مثل: التغيرات في توزيعات الأرباح، عمليات إعادة شراء الأسهم، الاستحواذات، التغيرات في الهيكل المالي، توسع المنشأة) ويقدم هذا المقياس إشارة إنذار فعالة للمستثمرين عندما تقل فعالية الإستراتيجيات المتبعة من طرف المنشأة، و ينم اختيار مقياس TSR كمقياس لخلق القيمة عن قدرته على تلبية رغبات المستثمرين الأفراد من جهة باعتباره يضم المكاسب الرأسمالية و توزيعات أرباح الأسهم المشكّلة لمحفظه أوراقه المالية وتلبية رغبات المدراء الماليين من جهة أخرى لكونه يسمح بتحديد مكافآت الإدارة و القدرة على اجتذاب رؤوس الأموال في المدى الطويل . كما أشار TICE (2015، P29) إلى أنه يمثل تقييم مباشر لمواءمة الاهتمام بين المدراء والمساهمين، وحسابه أكثر توحيداً عبر الشركات من مقاييس الأداء النسبية الأخرى كالعائد على رأس المال المستثمر.

أما بالنسبة لسلبيات هذا المقياس فتتمثل وفقاً لبحري (2011) في كونه لا يمتاز بالقوة على اعتبار أنه يتأثر بالإضطرابات التي تصيب السوق المالي، و نظراً لإعتماده على عوائد الأسهم في السوق المالي فإنّه يعد كمقياس أداء غير مثالي لتحديد قيمة المكافآت عند استخدامه من طرف الشركات غير المدرجة في البورصة أو وحدات الأعمال التابعة للمنشأة .

كما قد لا يعكس الأداء الفعلي للشركة وإدارتها حيث أن قدرة المدراء على التأثير في TSR تعتمد بشكل كبير على موقع نشاطهم التجاري في دورة توقعات المساهمين من البداية إلى النضج وهذا يعتبر خارج عن سيطرتهم مما يجعل TSR لوحده مقياساً غير عادلٍ لأدائها. بالإضافة إلى ذلك عندما يتم تحليل TSR بالطريقة التقليدية فإنه لا يُظهر المدى الذي ساهمت فيه التحسينات في الأداء التشغيلي في المؤشر ككل، بالرغم من أن العمليات المحسنة تشكل الجزء الوحيد من المقياس الذي يخلق قيمة طويلة الأجل ويقع في نطاق سيطرة الإدارة. كما قد تزداد أو تنخفض TSR في جميع المجالات لجميع الشركات بسبب عوامل خارجة عن سيطرة الإدارة ، كتغيير أسعار الفائدة. و بالمعنى الدقيق للكلمة ، يجب ألا تلعب هذه العوامل أي دور في تعويضهم. (Goedhart, Koller, Wessels, McKinsey & Company, 2010, p45)

العائد العادي أو المطلوب هو العائد الذي يطلبه المستثمر لإجراء استثمار في أصل أو مشروع ، و يعكس التعويض الذي يتلقاه عن المخاطر التي يتحملها . يحتسب العائد العادي وفقا لنماذج تسعير الأصول كنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ،نموذج التسعير بالمراجعة APT ونماذج متعددة العوامل كنموذج Fama-French ثلاثي العوامل ونموذج Carhart لأربعة عوامل، وفي الجانب التطبيقي للبحث أعتمد نموذج CAPM لاحتساب العائد المطلوب

تنص نظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM على أنّ معدل العائد المطلوب على الاستثمار لورقة مالية يتكون من جزئين، العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة أي أن كمية الخطر الموجودة في أي استثمار يجب أن تنعكس على العائد المطلوب ، يعود فضل استحداث نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لأعمال (Fama1968,Mossin 1966 ,Linter 1965, Sharp 1964) و يعد نموذج توازني يوضح بشكل جيد العلاقة الخطية بين العائد والمخاطرة ، و يعبر عنه بالنموذج: (قاسم ، العلي ،2010،ص 133،142)

$$E(R)_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

تتكون المعادلة من جزئين : العائد الخالي من المخاطر + علاوة الخطر

R_f : العائد الخالي من الخطر الذي يعوّض عن القيمة الزمنية للنقود

$\beta_i (R_m - R_f)$: هو الجزء من معدل العائد المطلوب يطلب زيادته على العائد الخالي من المخاطر

كتعويض عن الخطر الإضافي (علاوة المخاطر السوقية)

يقوم النموذج على مجموعة من الافتراضات منها أن المستثمر رشيد وكاره للمخاطر ولهذا لقبوله بالخطر يجب تعويضه بعائد أكبر، يُتخذ القرار الاستثماري بناء على المفاضلة بين العائد والمخاطرة، وللمستثمرين توقعات متشابهة حول العائد وتباين العائد على الأصول وجميعهم يستثمرون بنفس الفترة ، ويحصلون على المعلومات الجديدة دون فارق زمني وبأقل تكلفة (ergio and Fabozzi,2004, p512) من الملاحظ أن هذه الفروض نظرية ولا يمكن تحقيقها حتى في أكثر الأسواق كفاءة ،حيث شكلت أحد الانتقادات الجوهرية التي وجهت للنموذج إلا أن الهدف منها أن تجعل من الممكن النظر للمتعاملين في

السوق على أنهم وحدة واحدة للوصول إلى نموذج عام يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة وأعتبر أيضاً محدود الأبعاد لافتراضه أن معدل العائد المطلوب يتوقف على متغير واحد وهو المخاطر المنتظمة و رغم هذه الانتقادات وغيرها مازال النموذج يستخدم في العديد من التطبيقات كتقدير تكلفة رأسمال الشركات وأداء مدراء المحافظ وتحديد العائد المطلوب .

من طرق احتساب العائد المطلوب أيضاً، باستخدام نظرية التسعير بالمراجعة التي وُضعت كذلك للبحث بالعلاقة بين العائد والمخاطرة من قبل Ross في دراسة نشرت عام 1976 وأعتبرت كنظرية بديلة لنموذج CAPM ، تستخدم هذه النظرية مايسمى بنموذج العوامل أي إنَّ العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين رئيسيين من العوامل عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق (التي تمثل المخاطر المنتظمة) وعوامل خاصة بالمنشأة المصدرة للورقة المالية d_i وهنا يكمن اختلافها عن نظرية CAPM التي اعتبرت أنَّ المتغير الوحيد الهام هو درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العائد على محفظة السوق بيتا . ويمكن التعبير عن العلاقة بالشكل التالي: (قاسم ، العلي ، 2010، ص152)

$$R_i = E(R)_i + b_{i1}\delta_1 + b_{i2}\delta_2 + \dots + b_{ik}\delta_k + d_i$$

حيث أن العائد على الورقة المالية R_i خلال فترة معينة يعادل العائد المتوقع عليها $E(R)_i$ إذا كان التغير بالعوامل الرئيسية δ_k يعادل الصفر ، بدرجة حساسية b_i للتغير بالعوامل الرئيسية تقوم بدورها على مجموعة افتراضات كالمنافسة التامة بسوق رأس المال وسعي المستثمرين إلى زيادة ثروتهم وتمائل توقعاتهم وغيرها ، بالرغم من اقترابها أكثر من الواقع بالحديث عن عوامل داخلية وخارجية لكن تكمن مشكلتها الأساسية في عدم تحديد هذه العوامل .

ولتدارك غياب تحديد العوامل في نموذج المراجعة وضع Fama and French (1993) نموذج ثلاثي العوامل الذي افترض وجود ثلاث عوامل تؤثر في العائد العادي واعتبره نموذج توازني إذا أخذ المستثمر كل من الحجم ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية إضافة إلى مخاطر السوق بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار الاستثمار (Huang, 2012, P46)، ثم وُسع النموذج على يد Carhart (1997) بإضافة العامل الرابع وهو عائد الزخم . (الزوبعي، 2017، ص74)

- و بالإشارة إلى بعض العوامل التي يمكن أن تؤثر في المتغير التابع (العائد غير العادي) كعمر الشركة وتوزيعات الأرباح ودور الإعلان عن اجراء توزيعات ، توصل Smith & Watts (1992) في دراستهم

إلى أثر عمر الشركة فكما طالت مدة وجود الشركة في البورصة كلما توقع المستثمرون على الأرجح البدء في توزيع الأرباح من منطلق التصنيف الجيد الذي عادة ماتحصله الشركات القديمة من شركات التصنيف . كما تعد توزيعات الأرباح إحدى العوامل التي جادل بعض الباحثين أمثال Schultz (2004) و Jin (2000) حول كونها أداة حاسمة للعوائد غير العادية عبر توضيح رد فعل السوق لإعلان توزيعات الأرباح من جهة وارتفاع نسبة الأرباح الموزعة ستكون إشارة جيدة للمستثمر الخارجي من جهة أخرى أي أنها مؤشر حول عمل الشركة بشكل جيد ، و أشار البعض كأمثال Dyl et al. (1998) في دراستهم لمستوى مخاطر الشركة إلى أهمية دور قرار بدء دفع توزيعات الأرباح بنقل المعلومات للمستثمر و اعتبار أن الشركة مستقرة و مستوى المخاطرة في حده الأدنى أي لا تتوقع الإدارة أي مخاطر عالية في المستقبل القريب . (Sare and Esumanba,2013, p8)

٤- طرق خلق وتعظيم ثروة المساهم :

تعظيم ثروة المساهم تعني تعظيم صافي القيمة الحالية لدورة العمل ، والتي تمثل الفرق بين القيمة الحالية للمنافع والقيمة الحالية للمصاريف ، فالأحداث المالية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة تخلق الثروة لحملة الأسهم ، بينما التي تنتج صافي قيمة حالية سالبة يجب رفضها ، وبهذا تقبل فقط المشاريع ذات NPV الأعلى. تخلق الثروة عبر الشركة من خلال الأحداث والأفعال التي تنعكس بقيمة الشركة في السوق ، وبالتالي أساس تعظيم ثروة المساهم تبنى على تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة التي يعبر عنها بسعرها بالسوق المالي وتمثل انعكاس للقرارات المالية بالشركة . (arora,2010, p187)

من وجهة نظر اقتصادية وكما أشار إليها (Bhasin,2013, P185)، يتم إنشاء القيمة عندما تولد الإدارة عوائد أعلى من التكاليف الاقتصادية لتوليد هذه الإيرادات. تأتي التكاليف من أربعة مصادر: أجور الموظفين وفوائدهم (المواد والإمدادات)، الاستهلاك الاقتصادي للأصول المادية، الضرائب، وتكلفة الفرصة البديلة لاستخدام رأس المال، فيتم إنشاء القيمة فقط عندما تتجاوز الإيرادات جميع التكاليف بما في ذلك التكلفة الرأسمالية. تتراكم هذه القيمة في الغالب لحملة الأسهم لأنهم هم المالكون المتبقون للشركة، وهذا ما يتوقعه المساهمون لكن إذا لم يحصلوا على عائد عادل لتعويضهم عن المخاطر التي يتعرضون لها ، فسيحبون رؤوس أموالهم بحثاً عن عوائد أفضل حفاظاً على القيمة. ويشير Wessels and Goedhart, Koller (2005) إلى أن الشركات تستطيع أن تخلق قيمة من خلال استثمار رأس المال بمعدلات عائد تفوق تكلفة رأس المال، وكلما زاد رأس المال الذي يمكن أن يستثمره

في معدلات عائد جذابة ، كلما زادت القيمة التي سيخلقونها ، وما دامت عوائد رأس المال تتجاوز تكلفته فإن النمو الأسرع سيخلق قيمة أكبر. (Madikizela,2007, P20)

و في كيفية ايجاد عائد استثمار أكبر من تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال ورد عن (Poldervaart,2010, P15) يمكن إنشاء قيمة المساهمين من خلال تحسين العديد من محركات القيمة للشركة value drivers. وهي عوامل ذات تأثير كبير على النتائج المالية والتشغيلية للشركة ، كما يمكن استخدامها أيضاً لفهم المعلومات غير المالية (Knight, 1998). هناك العديد من محركات القيمة داخل الشركات والمؤسسات وقد أشار Rappaport (1986) إلى سبعة محركات للقيمة تعتبر مهمة في تحديد قيمة الشركة ، حيث يتم توزيع هذه العوامل على ثلاث مجالات مختلفة للشركة: التشغيل والاستثمار والتمويل. يحدد نمو المبيعات وهامش الربح التشغيلي ومعدل ضريبة الدخل قيمة مجال التشغيل للشركة، يتم تغطية مجال الاستثمار من قبل محركات القيمة وهي استثمار رأس المال العامل واستثمار رأس المال الثابت، بينما تغطي مجال التمويل تكلفة رأس المال. وبذلك فإن القيمة المجتمعة لمحركات القيمة هذه تحدد القيمة الإجمالية للشركة. تحاول مؤشرات الأداء المالي أخذ أكبر عدد من عوامل القيمة (المذكورة سابقاً) في الحسبان ووضعها في مقياس واحد لتحديد فاعلية الشركة.

من وجهة نظر Naidoo (2006,P19) يتطلب خلق القيمة أن تكون الإدارة فعالة في تحديد وحصاد فرص الاستثمار الجيدة، و فهم العوامل التي تحدد قيمة المساهم أولاً ثم التقييم وبحسب Mäenpää (2016, P17) لتعظيم القيمة للمساهمين تحتاج الشركة إلى إنشاء أداء فعال والحفاظ على القوى العاملة الجيدة والتركيز الشديد على تقديم فوائد لجميع المساهمين، كما تحتاج إلى تبني قيمة المساهمين كجزء من أهداف الحوكمة و لتحقيق ذلك تقوم الشركة تلقائياً بإضافة قيمة المساهمين كمعايير للتخطيط الاستراتيجي واتخاذ القرار حينها تُعتمد المعايير على جميع مستويات الأعمال في المنظمة، وهذا يستلزم إجراء بحث مستمر عن الاستراتيجيات والأعمال التي تساهم في تحقيق قيمة أكبر للمساهمين.

ودور الشركات هذا لا يخلو من بعض التحديات في خلق قيمة لحملة الأسهم كالتنافس في مناخ اقتصادي يزداد تعقيداً ، تقييم قرارات الاستثمار التي تفرض قدراً أكبر من عدم اليقين والمخاطر ، ضغط الوقت ، فضلاً عن الأولويات المتضاربة. يتعرض المدراء لضغوط متزايدة لتبسيط الممارسات المعقدة ، للحد من عدم اليقين والمخاطر. والهدف من ذلك تسهيل اتخاذ القرارات العاجلة والحازمة ، مما سيساعد على تجنب حدوث تضارب في الأولويات وتعزيز التوازن في الإدارة. تحاول الشركات مواجهة هذه التحديات من خلال طرق مختلفة كتحليل استراتيجية العمل ، تعويض الإدارة عن خلق القيمة وتوفير المحفزات لمساعدة المدراء على التركيز على الجوانب الخاصة بتطوير استراتيجية العمل.(Naidoo ,2006)

عادة ما يتم تحديد طرق مختلفة لإنشاء قيمة المساهمين في الشركات وفقاً لدالبورغ (Dalborg 1999) حدد أربعة أركان أساسية في خلق القيمة للمساهمين : التميز في العمليات، الحصول على الهيكل المالي الصحيح، التركيز ونمو أرباح ذو مصداقية. ولتحقيق النجاح في خلق القيمة للمساهمين ،تحتاج الشركة لتكون في وضع جيد في هذه المجالات كما وردت في دراسة .

(Naidoo,2008, P20 ; Shooshina& Nyiramahoro,2001, P29)

١- التميز في العمليات:

لكي يتحقق التميز في العمليات ، يجب أن تحقق الأعمال الحالية أقصى نمو مستدام مربح من قاعدة الأصول ، و بتحقيق كفاءة التشغيل التي تلعب أهمية كبيرة بخلق القيمة لأنها تساهم في الربحية الإجمالية ويمكن اعتبارها مطلباً أساسياً لتحقيق النمو.

٢- الهيكل المالي الصحيح :

في ظل افتراض كفاءة الأسواق ، يجب على الشركة التي تهدف إلى تعظيم قيمة حقوق المساهمين متابعة الاستثمارات التي تتماشى مع إستراتيجية الشركة ولها معدل عائد معدل بالمخاطر يتجاوز تكلفة حقوق الملكية. وبالتالي ، من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار الصحيحة تحتاج إلى معرفة تكلفة الأسهم الخاصة بها، التي تختلف حسب مستوى مخاطر الشركة وهيكل الديون ، لذا لا بد للشركة من أن تبقى نسبة الملاءة المالية عالية بشكل مناسب فيما يتعلق بالمخاطر في العمليات وخطط التوسع في المستقبل القريب. كما أن الحصول على الهيكل المالي يرتبط أيضاً ارتباطاً وثيقاً بالتدفق النقدي الحر نظراً لأنه يتعامل مع مسائل رأس المال والمخاطر وأرباح الأسهم ، وتتمثل النقطة المهمة في إدارة رأس مال الشركة بما يحقق مصلحة المساهمين.

٣- التركيز :

من أحد اللبّات الأساسية في تقييم الأسهم وجوب تمتع الشركات باستراتيجية واضحة حول كيفية تركيز الجهود، فالمستثمرون يدركون أن احتياجات العملاء لا يمكن تلبيتها من قبل شركة واحدة وهو ما يجب أن يتم ايصاله بفعالية إلى موظفي الشركات لإدراك الآليات المناسبة للمتابعة. على سبيل المثال ، يمكن للشركات الدخول إلى المناطق التي تتمتع فيها بميزة تنافسية وتخفيض حجم العمليات أو تجريد أو إغلاق تلك التي لا تملك القدرة على خلق قيمة ، يبدأ ذلك على المستوى الاستراتيجي للمجموعة و يجب أن يكون مفهوماً ومقبولاً من قبل المستويات المتعاقبة للتسلسل

الهرمي، كما يرتبط التركيز بشكل كبير بمجالات الربحية وإدارة الشركة بشكل أفضل كي لا تتجه الأرباح نحو التدهور. وفي السياق نفسه أشار Van and Linde (1998) إلى أن تقليص الاستثمار وتحويل رأس المال من الأنشطة وخطوط الأعمال التي لا تحمل معنى اقتصادي أي أنها لا تولد عوائد تزيد على التكلفة المطلوبة للأسهم يمكن أيضاً أن تخلق قيمة

٤- نمو الأرباح:

يساهم النمو في إضافة أصول جديدة توفر أرباحاً مستقبلية لذلك فإن إعلان الشركة عن النمو مهم جداً في خلق قيمة لحملة الأسهم. وكذلك الابتكارات في تقديم منتجات جديدة تجعل الشركات تحقق نتائج مذهلة في خلق القيمة ، حيث يكافئ السوق الاستثمارات لنموها عندما تبدو خطط التوسع كما لو أنها ستخلق قيمة.

بحسب Doorley and Donovan (1999) إذا كانت الشركة تطمح إلى مستوى عالٍ من الإنجاز ، فيجب عليها أن تنمو وأن الشركات التي لديها تركيز شبه متعصب على النمو تتفوق على غيرها. من المرجح أن تحقق الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة عوائد عالية على المساهمين ، أما الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة فمن المرجح أن تحقق عوائد منخفضة. ولكن لا يشترط ذلك بالضرورة فيمكن أن يتوفر نمو دون إضافة قيمة. لذلك ، قبل الالتزام بتطوير أعمال محددة ، من المهم للشركة تحديد ما إذا كانت عوائدها تتجاوز تكلفة رأس المال أم لا. و ناقش Zook and Allen (2000) العلاقة المحتملة بين النمو وخلق قيمة الأسهم ، ووجدوا أن الإيرادات المستدامة ونمو الدخل الصافي هي الطريقة الوحيدة الموثوقة لخلق قيمة المساهمين.

لخصاً Burksaitiene (2009) مجموعة من الطرق يتعين على الشركة القيام بها لإنشاء قيمة :

(١) زيادة التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول الموجودة . ويتم ذلك عن طريق تصفية الاستثمارات الفقيرة، تحسين الكفاءة التشغيلية ، خفض العبء الضريبي ، خفض النفقات الرأسمالية الصافية على الأصول الموجودة وعن طريق تخفيض رأس المال العامل غير النقدي.

(٢) زيادة معدل النمو المتوقع في الأرباح. يتم ذلك عن طريق زيادة معدل إعادة الاستثمار ، زيادة العائد على رأس المال ، تعظيم قرارات التسعير ووضع استراتيجية الاستحواذ.

(٣) زيادة طول فترة النمو المرتفع. ويتم ذلك من خلال تبني مزايا تنافسية ، كميزة "اسم العلامة التجارية" ومزايا التكلفة والحماية القانونية للبراءات والتراخيص وغيرها.

(٤) الحد من تكلفة رأس المال المطبق على خصم التدفقات النقدية. يتم ذلك عن طريق تغيير مخاطر التشغيل، من خلال خفض الرافعة التشغيلية ، أو تغيير نوع و مزيج التمويل.

وإلى جانب الإجراءات المذكورة أعلاه التي يمكن اتخاذها لزيادة القيمة لابد أن تأخذ الشركة بعين الاعتبار وجود عوامل أساسية تؤثر في تحقيقها لها و تتمثل في السرعة التي تتولد بها القيمة ومدى سيطرة الشركة على خلق القيمة. لكن ماثير التساؤل هل حقيقة تعظيم ثروة المساهم يجب أن تحتل الأولوية في أهداف الشركة على حساب مصالح من هم على تعامل وتماس مباشر بالشركة العاملة ،وهنا وجب طرح مفهوم المقارنة بين هذه الأهداف للركون إلى الغاية ذات الأولوية القصوى لتصنيفها في مقدمة أهداف الشركات المساهمة .

٥- مقارنة مبدأ أولوية المساهمين مع حقوق أصحاب المصالح:

نقرأ في الأدبيات - ببعض الأحيان - "يجب على إدارة الشركة العمل ليس فقط لأجل المساهمين ولكن بشكل أعم لأجل أصحاب المصالح " (freeman, 2007,2008;Harrison et al.,2010)أو "وجوب خلق القيمة لأجل أصحاب المصالح "(Post,preston, and sachs,2002) أو أنه" من الواجب عليها خلق أعظم قيمة ممكنة لأصحاب المصالح أو لأجل أصناف محددة مثل الموظفين او العملاء" (argandona,2011,p1). وتطرح هذه الأفكار جدلاً حول مسألة مهمة ،ما إذا كان ينبغي اعتبار أن هدف الشركة يتمثل بتحقيق الحد الأقصى من قيمة المساهمين.

وهنا لابد من مقارنة مبدأ أولوية المساهمين مع حقوق أصحاب المصالح ، حيث يفترض مبدأ أولوية المساهمين أن الواجب الوحيد لمدراء الشركات هو زيادة قيمة المساهمين إلى أقصى حد ،باعتبار أنهم وعلى عكس الجهات الأخرى أصحاب المصلحة يملكون الحافز الأكبر لضمان وصول الأرباح إلى الحد الأقصى، وهذا بدوره سيعود بالفائدة على جميع الأطراف في الشركة وذلك لأن زيادة الأرباح إلى الحد الأقصى يجب أن تزيد من ثروة الشركة مما يسمح لها على سبيل المثال ، بالتوسع وتوظيف المزيد كما يؤدي تركيز الإدارة على تعظيم قيمة المساهم إلى خفض تكاليف اتخاذ القرار والتقدير الإداري و المراقبة لضمان الوفاء بولايتها.

يُنْتَقَد مبدأ أولوية حملة الأسهم لعدم التمييز بين الحالات التي ينغمس فيها المدراء في تفضيلاتهم الشخصية وتلك التي تُقيد فيها الاعتبارات الأخلاقية سلوك تعظيم الأرباح ، كما قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات تنطوي على مخاطرة مفرطة وإلى التركيز على الأرباح قصيرة الأجل

بالمقابل قد تم اقتراح نهج "قيمة أصحاب المصلحة" كبديل عن ثروة المساهم التي تأخذ في الاعتبار أهداف كل من لهم مصلحة في الشركة ، يعرف freeman (1984) أصحاب المصالح بأنهم "أية مجموعة أو فرد يمكن أن يؤثر على عمليات المؤسسة أو يتأثر بها" (Moore and Fan,2016,p12). باعتبار أن الشركة تدمج مجموعات المصالح من جميع القطاعات (المساهمين ، أصحاب الديون ، الموظفين ، العملاء ، الموردين ، الدولة ، إلخ) وكلهم يتمتعون برأي متساوٍ في تحديد أهداف الشركة وقياس أدائها .

لكن مبدأ أصحاب المصالح انتُقد أيضاً بدوره فكان مما وجه إليه كما ذكرها Mohanty and Chari (2009, P15) فشله في قياس القيمة غير الملموسة التي أنشأتها الشركة لأصحاب المصلحة ، مثل تحسين مهارات الموظفين بسبب التدريب ، ونقل التكنولوجيا إلى الموردين لتحسين جودة المدخلات ، إلخ. وعدم القدرة على تحديد القيمة الإجمالية التي أنشأتها الشركة لكل فئة من فئات أصحاب المصلحة ، بما في ذلك القيمة المالية وغير المالية، و لا يساعد أيضاً في العثور على القيمة الإجمالية التي تم إنشاؤها من قبل الشركة لجميع أصحاب المصلحة معاً، ففي غياب آلية التسجيل المناسبة يصبح من المستحيل قياس إنشاء القيمة من قبل الشركة بطريقة شاملة. إضافة لذلك فهو لا يوفر هدف واحد لتعظيم القيمة بل أهداف متعددة ليست موضوعية ، ومن ثم عندما تكون هناك مصالح متضاربة بين مختلف أصحاب المصلحة ، لا يوجد وضوح كافٍ يتعين من خلاله إيلاء الأولوية لمصلحة جهة محددة وكيف ينبغي اتخاذ القرار.

نتيجة لما ذكر أعلاه من أسباب ، فإن الشركة غير قادرة على اعتماد القيمة القصوى لجميع أصحاب المصلحة كهدف مالي وقلما ترغب به عن هدف تعظيم ثروة المساهم . فتبنّي نظرية أصحاب المصلحة يجعل الشركة دون إدارة واضحة للرقابة أو إدارة الأداء ونظام القياس وذات أهداف متعددة باتجاهات متعارضة في بعض الأحيان ، بينما اعتمادها لهدف استراتيجي واحد يجعلها أكثر قدرة والتزاماً بتحقيقه ، و كما أن تعظيم قيمة حقوق المساهمين لا يعني بأي حال من الأحوال أن حقوق أصحاب المصالح مهملة، بل على العكس فأى خرق للاتفاقات الصريحة أو الضمنية من شأنه أن ينفي تعظيم قيمة الشركة، وفي الواقع عندما تخدم هذه المصالح شركة سليمة وصحية مالياً ، تعتبر الطريقة الوحيدة لضمان المرتبات العالية ، والوظائف الآمنة والجذابة ، رضى الموردين ، مدفوعات الضرائب ، وما إلى ذلك .

الفصل الثالث : الدراسة التطبيقية

مقارنة أثر مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي في ثروة المساهم

ويتضمن :

المبحث الأول: الدراسة الاحصائية

تمهيد

أولاً: مجتمع البحث

ثانياً: متغيرات البحث والإطار المنهجي المتبع في احتسابها

ثالثاً: التحليل البياني ومقارنة الربح الاقتصادي بالربح المحاسبي

رابعاً: التحليل الاحصائي للبيانات المدروسة من حيث اختبار:

- التوزيع الطبيعي

- الاستقرار

- التكامل المشترك

- إيجاد العلاقة الارتباطية

خامساً: أساليب الانحدار في نماذج Panel data وطرق الاختيار بينهم

المبحث الثاني : بناء نماذج الانحدار واختبار الفرضيات

المبحث الأول: الدراسة الاحصائية

تمهيد :

يهدف البحث إلى مقارنة مؤشرات الأداء المالي ومؤشرات الأداء الاقتصادي للمصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2011-2017 وذلك لاستعراض واقع أدائها خلال فترة الحرب على سورية التي اتسمت بغياب الاستقرار الاقتصادي وإجراء مقارنة بين قدرتهم على تحقيق ربح محاسبي وكذلك اقتصادي مروراً بتحديد مدى وجود ارتباط قوي من حيث تحققهما معاً في نفس العام أو عدم اشتراط وقوع أحدهما عند وقوع الآخر، وكما يهدف البحث لإجراء المقارنة بين مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي من منظور ثروة المساهم ولهذا لابد من دراسة درجة ارتباط كل منهما بثروة المساهم بالسوق المالي لاستخلاص المؤشر الأكثر أهمية احصائية وقدرة تفسيرية على تفسير المتغير التابع ، ولتحقيق هذه الأهداف لابد من إجراء الدراسة الاحصائية بما تترافق من اختبارات كاختبار خضوع البيانات للتوزيع الطبيعي والتأكد من استقرارها تجنباً للوقوع بالانحدار الزائف وصولاً لاختبار التكامل المشترك للتأكد من استمرار الاستقرار على المدى الطويل، وبما يليه من ايجاد نموذج Panel الأفضل لبناء معادلة الانحدار لاختبار الفرضيات والإجابة عن أسئلة البحث لتحديد مدى حقيقة إدعاء تفوق ارتباط مؤشرات الأداء الاقتصادي على مؤشرات الأداء المالي في تفسير ثروة المساهم

❖ أولاً : مجتمع البحث :

تمثل مجتمع البحث بجميع المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ولإجراء التحليل البياني تم الاعتماد على القوائم المالية السنوية للمصارف التقليدية المستمدة من منشورات سوق دمشق للأوراق المالية ،أما الدراسة الاحصائية فقد اعتمدت على القوائم المالية الربعية المنشورة للمصارف التقليدية والمستمدة أيضاً من سوق دمشق للأوراق المالية للفترة 2011-2017 ، ولهدف تجميع البيانات والوصول إلى النتائج تم الاستعانة ببرنامج Excel وبرنامج الاحصائي Eviews10 و SPSS 15

تمثلت المصارف المدروسة :	بيبلوس	بيمو	عودة	الدولي للتجارة والتمويل
العربي	الأردن	الشرق	سوريا والمهجر	
سوريا والخليج	فرنسبنك	قطر		

❖ ثانياً : متغيرات البحث و الإطار المنهجي المتبع في حسابها :

تتمثل متغيرات الدراسة بنوعين من المؤشرات المستخدمة لتقييم الأداء كمعبر عن الأداء الداخلي وهي مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي لتحقيق غاية الدراسة واجراء المقارنة باستخلاص المؤشر الأفضل ، بُني اختيار مؤشرات الأداء الاقتصادي على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهو ممثل لجوهر الدراسة والبحث في حقيقة الادعاءات التي أُسس عليها من حيث تفوقه على مؤشرات الأداء المالية في ارتباطه بثروة المساهم وقدرته العالية على تفسيرها ، أما سبب اختيار مؤشر الأداء الاقتصادي الثاني (RI الربح المتبقي) يعود إلى التشابه الكبير في آلية احتسابه مع مؤشر EVA فكلهما اعتمد مفهوم الربح الاقتصادي من حيث قدرة الربح على تغطية تكلفة رأسمال لكن الاختلاف يكمن بالتعديلات المحاسبية التي اقترحها مؤسسوا مؤشر EVA والتي وصلت حتى 160 تعديل لكن ارتقت الدراسات إلى أهم التعديلات والتي لم تتجاوز 6 أو 10 في أقصاها وبذلك تكمن الغاية من وجوده إلى معرفة مدى أهمية اجراء هذه التعديلات أم أنها لا تسبب فرق كبير يذكر ، أما بما يخص مؤشرات الأداء المالي فقام اختيارها على اعتماد مؤشرات تقييم الأداء الأكثر انتشاراً واستخداماً في مضمار التحليل المالي ، وبالنسبة للمؤشر المعبر عن ثروة المساهم فقد تمثل بمؤشر العائد غير العادي الذي بُني على بيانات مستمدة من السوق للوصول إلى إجابة صريحة لتساؤلات البحث

الإطار المنهجي المتبع في حساب المتغيرات:

➤ المتغيرات المستقلة Independent Variables :

أولاً- مؤشرات الأداء المالي:

(١) return on assets (ROA)

العائد على اجمالي الأصول = صافي الربح بعد الضريبة ÷ متوسط اجمالي الأصول

(٢) return on equity (ROE)

العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد الضريبة ÷ متوسط حقوق الملكية

(٣) net Interest margin (NIM)

صافي هامش الفائدة = الربح من الفوائد والعمولات ÷ متوسط اجمالي الأصول

Earnings per share (EPS) (٤)

ربحية السهم = صافي الربح ÷ عدد الأسهم المتداولة

وتلزم المصارف عادة بالافصاح عن مؤشر EPS في القوائم المالية ، و تحسب جميع مؤشرات الأداء المالي لكل ربع سنة خلال فترة الدراسة

ثانياً- مؤشرات الأداء الاقتصادي:

١ . القيمة الاقتصادية المضافة *Economic value added*

$$EVA = NOPAT - (\text{Capital invested} \times \text{Cost of Capital})$$

القيمة الاقتصادية المضافة = الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب - (رأس المال المستثمر × تكلفة رأس المال المستثمر)

لابد من البحث في المنهجية المتبعة والتعديلات اللازمة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمصارف التجارية ، فبالرغم من كون صيغة مؤشر EVA واضحة في الحساب لكن اقترح Stewart& Stern مجموعة من التعديلات المحاسبية ، تهدف لضبط الآثار المحاسبية الناتجة عن Generally Accepted Accounting Principles GAAP على صافي الربح والتي قد تشوه الواقع الاقتصادي للمصرف ، حيث تستهدف هذه التعديلات تخفيض أثر الاختلالات إلى أدنى حد مما يعكس الوضع الاقتصادي الحالي بدقة أكبر ، وكما أشار (Fiordelisi and Molyneux, 2006, p69) يؤخذ NOPAT ورأس المال المستثمر من وجهة نظر اقتصادية بدلاً من وجهة النظر المحاسبية بهدف جعل NOPAT أقرب إلى التدفق النقدي الناتج عن استثمار الشركة لرأس مالها (أي المقياس الدقيق لتقييم دخل المساهمين) ، و يصل عددها إلى 164 تعديلاً ومع ذلك في معظم الحالات لا تكون جميعها ذات صلة وينفذ عدد قليل فقط ، بحسب Erasmus (2008, p42) في المتوسط يتم النظر في 25 تعديلاً في حين يتم تنفيذ ما يتراوح من خمسة إلى عشرة تعديلات، وفي دراسة weaver (2001) بحثت في طريقة حساب أنصار EVA للمؤشر وتوصلت إلى أن عدد التعديلات يختلف باختلاف الشركات المدرجة ففي استبيانها لاحظ 19 تعديلاً في المتوسط ضمن مدى يتراوح من 7 حتى 34 تعديل. إن هذه التعديلات في معظمها لا يستطيع محلل خارجي القيام بها حيث تحتاج إلى محلل داخلي أو مدير مطلع على المعلومات الداخلية ، وبحسب عدد التعديلات التي يتم اجرائها تختلف تسمية مؤشر EVA المحسوبة حيث يمكن تعريف أربع أشكال لها وهي الأساسية **basic** تعبر عن الربح الاقتصادي دون اجراء أي تعديلات على القوائم المالية ، المفصح عنها

disclosed تقوم على اعتماد بعض التعديلات يمكن استخدامها من قبل محلل خارجي وعادةً يتم نشرها في قاعدة بيانات Stewart & Stern ، الصحيحة **true** والتي يحتاج احتسابها إلى جميع المعلومات الداخلية التي تعكس الظروف الاقتصادية الصحيحة للشركة أما التناسبية **tailored** فتقوم على استخدام معلومات داخلية محددة مثل الهيكل التنظيمي ،الاستراتيجيات ،مزيج الأعمال ، مزيج الحسابات لتعديل المؤشرات المحاسبية .وأشار Uyemura et al (1996,P101) إلى أربع معايير لابد من استخدامها لاختيار تعديلات EVA الضرورية : يجب أن تكون التعديلات ذات أثر معنوي بالشكل الكافي ليظهر تأثيرها في قياس الأداء – تؤثر على السلوك وتساعد في تحسينه فلا يجب أن تكون سبب في زيادة التلاعب -سهولة الفهم وواضحة للإدارة – توفر البيانات التي ستخضع للتعديل فيجب أن تكون متاحة للوصول ومتوفرة في التقرير

اقترح النموذج اجراء تعديلات لكل من الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب و رأس المال المستثمر قبل احتسابه ومن أهم هذه التعديلات وفقاً لما أشار له كل من {حردان (2009)

، Chuluunbaatar (2010) ، Uyemura et al (1996) ، POPA& MIHAILESCU (2009) ،

أولاً : الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

يتمثل في ثلاث تعديلات أساسية :

١- إضافة مخصص تدني التسهيلات الائتمانية بالصافي من الديون التي تم شطبها فعلياً إلى رقم صافي الربح.

يتم عمل التعديلات على NOPAT بالطرح المباشر لخسائر التسهيلات الائتمانية الفعلية (المستخدم خلال السنة) بالصافي مما تم رده خلال الفترة بدلاً من المخصص ، وذلك حتى يعكس خسائر الفترة الحالية بدلاً من الخسائر المستقبلية المتوقعة .

حيث يتضمن المخصص عادة أي تعديلات على تقديرات الخسائر للقروض الموجودة مسبقاً ، بالإضافة إلى تقدير لخسائر القروض المستقبلية المتعلقة بالقروض المنشأة حديثاً ، في حين أن هذه الطريقة متحفظة بالتأكيد إلا أنها تشوه قياس الأداء. في الأساس ، جميع خسائر القروض تكون "مسبقة التمويل" من الأرباح الحالية، و نتيجة للمتابعة المستمرة من قبل الإدارة لخسائر القروض تميل هذه المخصصات إلى أن تكون أكبر من اللازم عندما يحقق المصرف أرباح تشغيلية قوية ،وأصغر عندما تكون الأرباح ضعيفة. فيؤدي ذلك إلى نتائج عكسية في قياس الأداء الاقتصادي. في الواقع الأداء الاقتصادي محفوف بالمخاطر، تتجلى

هذه المخاطر بتقلب في الأرباح الاقتصادية أي NOPAT، و على الأقل لأغراض تقييم الأداء ينبغي الاعتراف بالمخاطر على أساس "الوقت الفعلي" وليس على أساس ذاتي متوقع. لذلك ، ينبغي ألا يتضمن مقياس المصرف لأرباح التشغيل (NOPAT) مخصصات تدني التسهيلات الائتمانية وإنما ينبغي أن ينظر إليه باعتباره عنصراً من عناصر رأس المال الاقتصادي للشركة كما وصفه Uyemura & Pettit (1996, P102)

٢- إضافة مخصص ضريبة الدخل بالصافي من ضريبة الدخل المدفوعة فعلياً .

لأفضل تمثيل للواقع الاقتصادي للمصارف تتم التعديلات على NOPAT بالاعتراف بالمبالغ المدفوعة فعلياً لضريبة الدخل بدلاً من المخصص لهذه الضرائب ويتم ذلك باستبعاد الضرائب المدفوعة وإضافة المخصصات الدفترية والمتعلقة بالسنوات المستقبلية ، لأن ما يجب تحميله على الأرباح هو الضرائب المدفوعة وليس ما سيتم دفعه مستقبلاً ، تظهر عادة الأرصدة الضريبية المؤجلة في الشركات نتيجة اختلافات مستمرة بين "مخصصات دفاتر الحسابات" ومدفوعات ضرائبها النقدية لذلك يجب اعتبار الضرائب المؤجلة مصدر تمويل دائم أي بمثابة رأس المال.

٣- استبعاد أي أثر لأرباح / خسائر الموجودات والأدوات المالية من الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب NOPAT لألغاء أثر الأنشطة غير التشغيلية لهذه المصارف ، حيث تستثنى هذه الأرباح والخسائر من الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب، بهذه الطريقة لا تتأثر EVA بقرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو بيعها.

- تتمثل الفكرة الرئيسية وراء NOPAT في الحصول على الربح التشغيلي للأعمال الأساسية للشركة ، وبالتالي يتم استبعاد إيراد ومصرف الفائدة للشركات غير المالية من NOPAT. تكمن أهمية هذا التعديل بالنسبة للشركات غير المصرفية باعتبار أن الدين يشكل جزء لا يتجزء من عملية التمويل، ولكن بالنسبة للمصرف، فإن أعماله الأساسية تنطوي بالفعل على تمويل الديون حيث أنها بمثابة مدخلات تستخدم "لإنتاج" أصول مدرة للدخل ، أو بعبارة أخرى فهي تشابه تكلفة البضاعة المباعة في الشركات غير المصرفية. لذلك يتم تضمين إيرادات ونفقات الفوائد في حساب مؤشر EVA، ولهذا الغرض تم اعتماد الربح الصافي المعدل كبديل عن NOPAT .

ثانياً: رأس المال المستثمر Capital Invested

يتضمن رأس المال المستثمر المعدل للمصارف التجارية القيمة الدفترية لحقوق المساهمين ، ومخصص تدني التسهيلات الائتمانية، وأية أرصدة ضريبية دائنة مؤجلة أخرى (أي باضافة جميع المخصصات التي تم استبعادها عند التعديل على صافي الربح للقيمة الدفترية لحقوق المساهمين).

○ من جانب آخر ، فإن رأس المال المستثمر والربح الصافي لكل مصرف من المصارف التجارية موضع الدراسة لا تحسب لنفس الفترة بل لفترتين مختلفتين ، من منطلق أنّ صافي الربح يمثل نتيجة عمل المشروع نهاية الفترة (السنة المالية) بينما رأس المال هو استثمارات المالكين في بداية الفترة (السنة المالية) ، ولذلك فقد احتسبت القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر في بداية الفترة وليس في نهايتها ، وهذا يتناسب مع توقعات المستثمرين الذين يتوقعون الحصول على العائد على استثماراتهم (ربح صافي) من رأس المال المستثمر في بداية الفترة وليس في نهايتها .

ثالثاً: تكلفة رأس المال المستثمر Cost of Capital invested

تمثل تكلفة رأس المال المستثمر العائد المتوقع تحقيقه على رأس المال و تقدر باستخدام نموذج تسعير

الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model

$$R_i = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

R_f يعبر عن العائد الخالي من المخاطر ولتقديره تم اعتماد العائد على شهادات الاستثمار كبديل عن العائد على أدونات الخزينة نظراً لعدم توفرها -إلا في تجربة وحيد بعام 2010 لكن لايمكن اعتماد سعر الفائدة المطبق حينها بسبب التضخم - وأما مبرر اعتماد هذا البديل يعود لوجود عدة نقاط تشابه كجهة الإصدار حيث تصدر من وزارة المالية (عن طريق مصرف التسليف الشعبي) فهي بمثابة الضامن لها ،كما أنها تُعدّل كل فترة لكي تواكب التضخم و ليس لها مدة لكن يمكن استردادها في أي وقت بسعر الإصدار مضاف لها الفائدة لذلك تعتبر بحكم قصيرة الأجل .

R_m يعبر عن العائد على محفظة السوق ولكن غالباً مايعتمد العائد على مؤشر السوق كبديل عن محفظة السوق وهذا ماُبْنيت عليه الدراسة حيث احتسب العائد وفقاً لمعادلة العائد الرأسمالي

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1}$$

I_{t-1} يمثل سعر إقفال المؤشر في الشهر السابق ل t

من ثم تم احتساب متوسط عائد المحفظة عن كل ثلاثة أشهر للوصول إلى عائد المحفظة الربع سنوي

Bi تعبر عن المخاطر السوقية المنتظمة حيث تقيس مدى حساسية عائد الأصل للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق ،يمكن حسابها بنسبة متوسط العائد الربع السنوي للأصل إلى متوسط العائد على المؤشر لنفس الفترة

وقام البحث على استخدام مؤشر EVA في شكلين : كقيمة عند اجراء مقارنة مع قيمة الربح الصافي ، وكنسبة إلى رأسمال المستثمر للفترة T-1 عند اجراء معادلة الانحدار وبناء النموذج لتحقيق الانسجام مع باقي المؤشرات وتم الترميز له ب EVAC

٢. الربح المتبقي *Residual Income*

الربح المتبقي = الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب - (رأس المال المستثمر x تكلفة رأس المال المستثمر)

يحسب كل من الربح الصافي ورأس المال المستثمر أيضاً لفترتين مختلفتين ولكن دون الحاجة لاجراء أية تعديلات عليهما وتم التعبير عن المؤشر خلال الدراسة كنسبة من رأسمال المستثمر للفترة T-1 ويحمل الرمز RIC

➤ المتغير التابع *Dependent Variable* :

يُعتمد متغير أساسي للتعبير عن ثروة المساهم :

العوائد غير العادية للأسهم: يعبر عن العائد الرأسمالي إضافة لعائد التوزيعات التي جرت خلال العام مطروحاً منه معدل العائد المطلوب وفقاً CAPM

لحساب العائد الربع سنوي لأسهم المصارف عينة الدراسة وذلك لكل سنة من السنوات لابد من إيجاد العائد الشهري أولاً باعتبار عدم وجود توزيعات للأرباح وفقاً للمعادلة :

$$R_t = P_t - P_{t-1} / P_{t-1}$$

Pt سعر إغلاق السهم في نهاية الشهر t

Pt-1 سعر إغلاق السهم في نهاية الشهر t-1

ومنه تم الوصول إلى العائد الربع سنوي بأخذ متوسط العوائد الشهرية لكل مصرف في كل ثلاث أشهر ثم يطرح منه العائد المطلوب لفترة ثلاثة أشهر المحسوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

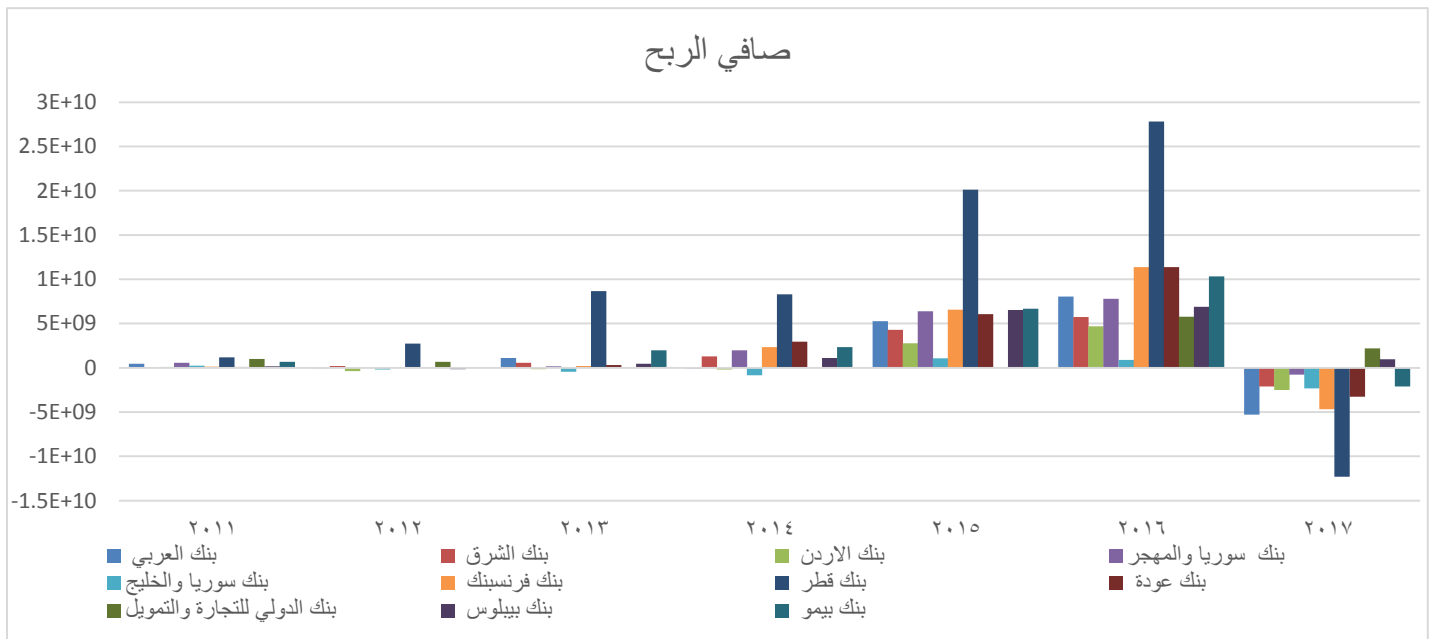
❖ ثانياً: التحليل البياني و مقارنة الربح الاقتصادي بالربح المحاسبي :

يهدف التحليل البياني لكل من الربح المحاسبي والاقتصادي لمقارنة واستخلاص مايمكن الحصول عليه من نتائج و الإطلاع على واقع أداء المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وصولاً لتحديد المصارف التي استطاعت تحقيق ربح اقتصادي والأخرى التي اكتفت بالربح المحاسبي أو التي ساءت أوضاعها وحالت دون قدرتها على بلوغ هدفها بتحقيق نتيجة أداء جيدة ، وكذلك للوصول إلى معرفة هل تحقيق الربح الاقتصادي يعني بالضرورة تحقيقها لربح محاسبي وهل هذا يعني وجود رابط قوي بين نتيجتي الأداء المالي والاقتصادي أم أنه لا يستوجب ذلك بالضرورة

A - التحليل البياني لصافي الربح المحاسبي :

بالنظر إلى الشكل البياني المعبر عن نتيجة الأداء وفقاً للربح المحاسبي :

شكل رقم (١) العرض البياني لمؤشر الربح الصافي للمصارف التقليدية المدروسة



١- تميزت جميع المصارف التقليدية بالمتوسط بتحقيقها ربح اتصف بالتزايد التدريجي من 2011 (429) مليون حتى 2016 (9.1) مليار وإن تكبدت جميعها تراجعاً خلال عام 2012 محققة (276) مليون، لكن استمرت نتيجة الأداء العام بالتحسن خلال الثلاث سنوات اللاحقة، أما عام 2017 فشهد نتيجة الأداء الأكثر خسائر وصلت بالمتوسط حتى (-2.9) مليار وهذا مالم يسبق أن تكبدته المصارف من 6 سنوات سبقت

،وبالنظر إلى القوائم المالية نجد أن الحصة الأكبر المساهمة في تكوين الربح/الخسائر الصافي تمثلت بأرباح/خسائر القطع البنوي باعتباره يصنف ضمن الربح التشغيلي

٢- تميز بنك **قطر الوطني** باحتلاله المركز الأول بالربح الصافي حيث ظهر بارتفاع تدريجي من 2011 (1.17) مليار حتى 2016 (27.8) مليار حيث حقق أقصى قيمة للربح الصافي لكنه بالمقابل شكل المصرف الأكثر خسائر في 2017 بين المصارف في العينة المدروسة (-12.2) مليار، بتحليل قائمة بنك قطر نجد أنه تميز في تحقيق صافي ربح مرتفع يعود في أساسه لأرباح القطع البنوي التي وصلت في أقصاها إلى ما تعادل (27.1) مليار بعام 2016 أي 97% من صافي الربح بالمقابل فإن حصة أرباحه من الرسوم والفوائد لم تتجاوز 7% ، ونتج الحجم الكبير لأرباح القطع البنوي عن تقييم رأسمال المكتتب بالدولار الأميركي بالليرة السورية خصوصاً في مرحلة تراجع قيمتها أمام الدولار ويعود مصدر رأس المال الأجنبي بشكل أساسي لتملك بنك قطر الوطني- قطر مانسبته 50.81% من رأسمال المصرف من نوع أسهم الفئة ب وهي أسهم تسدد قيمتها بالعملات الأجنبية حسب سعر صرف المصرف المركزي وهو ما شكل لديه حصيلة جيدة من القطع الأجنبي ، وكذلك بالعودة إلى قوائم المصرف وافصاحاته والاطلاع على مصاريفه التشغيلية نجد تركز الحصة الأكبر منها بما يشكله من مخصص تدني تسهيلات تم تصنيفها إلى نوعين فردية تخص كل تمويل على حدا وجماعية تطبق على جميع القروض والسلف ذات السمات المتشابهة بمخاطر الائتمان وتقيم بشكل جماعي لانخفاض القيمة وبالتالي جميعها تُبنى على قيم تقديرية حيث يقوم المصرف بالاجتهادات حول وضع المدين المالي وصافي قيمة الضمانة المتوقع تحقيقها ،ازدياد حجم المخصص يوحي بانخفاض ثقة المصرف بقدرة عملائه على السداد ولربما بتحسين السياسة الائتمانية المتبعة قد تساهم بتخفيض حجم المخصصات التقديرية ومنه انخفاض حجم المصاريف التشغيلية.

٣- وعلى النقيض احتل مصرف **سوريا والخليج** المرتبة الأخيرة بحجم الربح الصافي المحاسبي لما أصابه من خسائر متتالية خلال ثلاث سنوات حيث ازدادت من (-185) مليون بعام 2012 حتى (-841) مليون بعام 2014 وبالرغم من تحسن أدائه بعام 2015 (1) مليار لكنه عاد للتراجع بعام 2016 حتى بلغ (896) مليون وفي كلا العامين بقي أدائه أقل من المتوسط المحقق للمصارف التقليدية المدرجة (5.9) مليار و (9.1) مليار على التوالي، أقصى خسائر مصرف سوريا والخليج كانت لعام 2014 حيث أن فوائده المدينة تفوقت بشكل كبير على الدائنة مانج عنه صافي خسارة تعود بصورة أساسية إلى سياسة عمله حيث تراجع حجم قروضه المؤسساتية وكذلك الحسابات الجارية المدينة وسنداته المحسومة وحتى مع وجود ربح من القطع البنوي ظهرت نتيجة الأداء سالبة ،وبالرغم من تكبدها لخسائر أكبر في 2013 تمثلت بارتفاع كبير في حجم المصاريف التشغيلية وصلت حتى (3.2) مليار مقارنة مع (1.7) مليار في 2014 لكن بوجود إيراد من الضريبة بما يعادل (510) مليون ساهم بانحسار أثر الأداء السلبي حتى (425) مليون

٤- بالرغم أن مصرف الشرق حقق أقل حجم بصافي الربح خلال 2011 (48) مليون لكنه استطاع تحقيق زيادة تدريجية مستمرة خلال السنوات اللاحقة حتى 2016 (5.7) مليار ،تعود بجزء منها لتحسن حجم القروض والسلف الممنوحة ماساهم في زيادة رصيد الفوائد الدائنة فكان المصرف الأكثر استقرار بالأداء. أما مصرف سوريا والمهجر فقد حقق استقرار نسبي في إيرادات الفوائد والعمولات خلال الأعوام الثلاث الأخيرة حيث سعى للتخفيض التدريجي للمصاريف التشغيلية كمؤونة أعباء محتملة كما استرد مخصص خسائر قروض سابقة ،وجود هذه العوامل ساعدت على إظهار تحسن واستقرار أدائه المالي دون أن يكون للقطع البنوي أثر في ذلك

٥- أما بنك بيبيلوس فقد سجل ربح صافي بقيم قليلة استمرت بتزايد تدريجي من عام 2013 حتى وصلت أقصى قيمة مسجلة له بعام 2016 حيث حقق ارتفاع كبير بصافي الربح لعامي 2015 و2016 وصلت حتى 6 مليار بعدما كانت قرابت 1 مليار بعام 2014 ليظهر أرباح ضخمة بنقلة سريعة دون أثر تدريجي ،وبتفسير التغيرات وفقاً لقوائم المصرف وافصاحاته نجد أن هذه الأرباح تعود إلى استرداد المصرف لما يعادل 6 مليار تخص أعباء محتملة تكبدها تجاه موجودات ثابتة للفروع والنقد الموجود فيها واسترداد مخصص دعاوي قضائية وكذلك مخصص لقاء كفالات معطاة لمصارف خارجية نتيجة زوال الظروف الاستثنائية فهي ليست أرباح ناتجة عن تحسن الأداء، وإن أشارت أرباح الفوائد والعمولات إلى تحسن طفيف خلال السنوات الثلاث الأخيرة لكنه قابلها بارتفاع أيضاً بالمصارف التشغيلية ، وكذلك الحال في المصرف الدولي للتجارة والتمويل ظهور قوائمه بأرباح موجبة بعام 2017 لربما تعود إلى استرداد مخصصات بما تعادل 3 مليار مقابل المخاطر التي تتعرض لها الفروع في المحافظات وذلك بعد تحديث تقديرات الإدارة وانتفاء الخطر ، وهنا نجد أثر غياب الاستقرار المالي ليس فقط في تفاوت حجم التسهيلات الممنوحة بل بارتفاع تخوف المصرف والذي انعكس بكبر حجم المخصصات ومارافق ذلك من أرباح وهمية حسنت نتيجة أداء المصارف لم تنجم عن أداء تشغيلي بل من استرداد سابقة تم انتفاء الحاجة لها وربما تعود إلى ضعف تقدير المصرف لحجم المخصصات اللازمة التي اقتطعها سابقا .

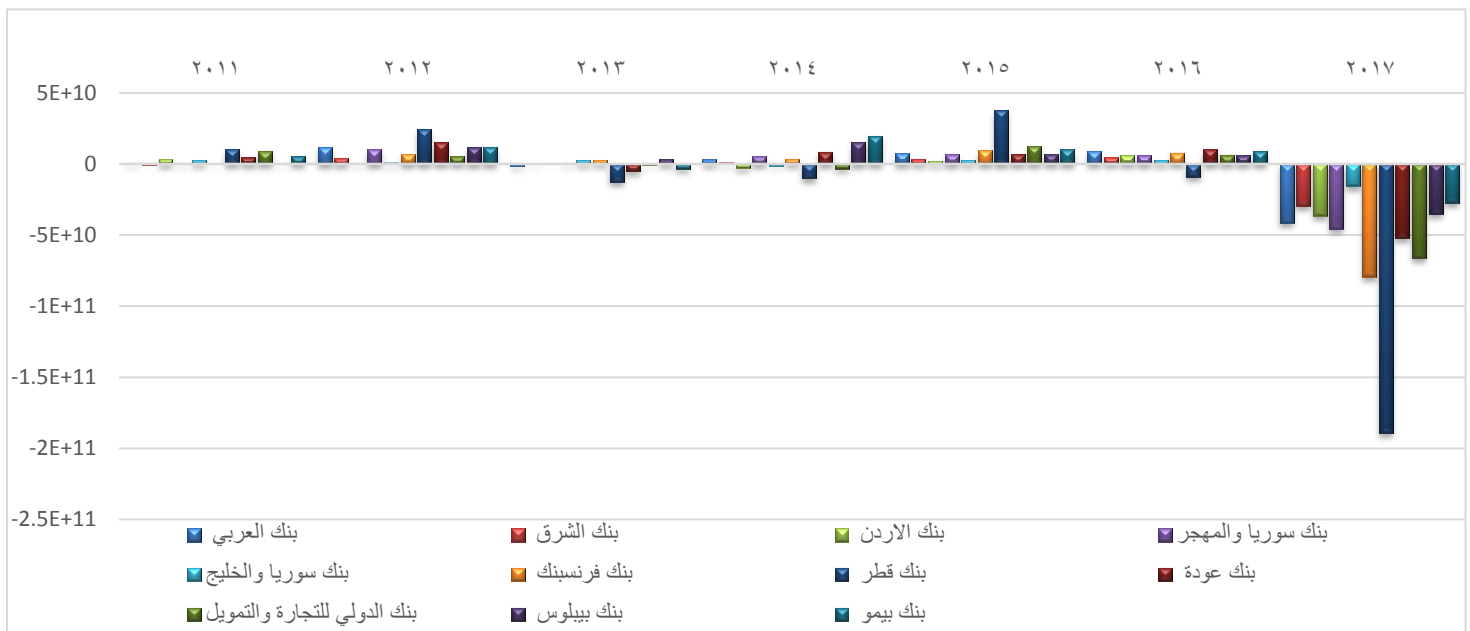
٦- بشكل عام سجل 2016 العام الأفضل للأداء حيث بلغت (9.1) بالمتوسط وهو أعلى صافي ربح محاسبي محقق خلال أعوام الدراسة أما عام 2017 فقد شكل الأسوأ لتكبد المصارف خسائر كبيرة وصلت حتى (2-) مليار يستثنى منها مصرف بيبيلوس والدولي للتجارة والتمويل اللذان أظهرتا انخفاض في نتيجة الأداء لكنها بقيت نتيجة موجبة ،أظهر بنك بيمو نتيجة أداء جيدة تحسنت من عام 2011 حتى 2016 وبالرغم من خسائره بعام 2017 إلا أنه كان من ضمن المصارف الأقل خسارة ، كل من مصرف الشرق وفرنسبنك وعودة أظهرت نتيجة أداء ضعيفة جداً في الثلاث سنوات الأولى لكنها تحسنت تدريجياً في ثلاث سنوات اللاحقة ،تقارب أداء كل من مصرفي عودة وفرنسبنك وكلاهما أظهرتا تفوق في الأداء على مصرف الشرق

لكن بعام 2017 سجل فرنسبنك خسائر 4.6 مليار تعادل ضعف خسائر بنك الشرق أما بنك عودة سجل 3- مليار، وحالة ضعف الأداء العام في السنوات الأولى من الدراسة شملت أيضاً كل من مصرف الأردن والعربي وبيبلوس لكن الأداء السيء لهم استمر حتى 2014 ثم مالبت أن تحسن بعامي 2015 و2016 بوصول أرباح بنك العربي إلى ضعف ماحققه بنك الاردن وأما خسائر عام 2017 ففتفوق أيضاً فيها بنك العربي مسجلاً 5 - مليار مقابل 2.4- مليار بينك الاردن بينما بنك بيبيلوس سجل ربح وصل 964 مليون بعد استعراض التحليل البياني للربح المحاسبي للمصارف المدروسة وتشابه الأداء العام في سنوات واختلافه في أخرى نجد صعوبة بالوصول إلى قاعدة عامة حول سير نتائج الأداء المالية وإن كانت بيئة العمل هي ذاتها لكن السياسات الداخلية للمصرف وقراراته الإدارية تلعب الدور الأكبر لتفاوت الاستجابة للآثار الخارجية، وهنا يكمن السؤال حول نتيجة الأداء الاقتصادي هل يشبه مآثرته المصارف من تحسن وتراجع بنتيجة أدائها المالي

B- التحليل البياني للربح الاقتصادي وفقاً لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة :

بتحليل الشكل البياني المعبر عن الربح الاقتصادي نستطيع ملاحظة مايلي :

الشكل رقم (٢) العرض البياني لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف التقليدية المدروسة



١- استطاعت المصارف المدروسة بالمتوسط تحقيق قيمة اقتصادية موجبة خلال 2011 (3.4) مليار والتي أظهرت تحسناً كبيراً في الأداء خلال 2012 (9.3) مليار لكن انخفضت إلى مؤشر سالب لعام 2013 (-1) مليار عادت للتحسن التدريجي والارتفاع حتى 2015 (9.6) مليار ثم انخفضت مرة أخرى 2016 (5.3)

مليار واستمرت بالانخفاض لتحقيق قيمة سالبة لعام 2017 وحيث شكلت أقصى انخفاض خلال أعوام الدراسة وصل حتى (56-) مليار وبهذا أفضل ربح اقتصادي حققته المصارف بالمتوسط سُجل بعام 2015 والأسوء بعام 2017

٢- احتل مصرف قطر الوطني المرتبة الأولى في معظم أعوام الدراسة في تحقيقه لقيمة اقتصادية موجبة وذلك في 2011 (10) مليار وارتفعت بعام 2012 حتى (24) مليار لكنها سرعان ما تراجعت حتى 2014 (-10-) مليار محققة أقصى انخفاض أمام المصارف الأخرى لكنها عادة للانتعاش بعام 2015 محققة أعلى قيمة (37.7) مليار أما عام 2016 فتراجعت القيمة الاقتصادية المضافة لتصبح سالبة (-8.7-) مليار وتنفرد في ذلك أمام نتائج المصارف الأخرى الموجبة ويستمر التراجع ليصل إلى (-189-) مليار بعام 2017 متجاوزة بذلك جميع المصارف الأخرى

وفقاً لدراسة حول بعض العوامل الداخلية التي تؤثر في القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف التقليدية المدرجة بسوق دمشق -التي قامت بها الباحثة لمجلة جامعة البعث- تبين أن الملاءة المالية للمصرف ممثلة بنسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول تؤثر بشكل ايجابي بتحقيق المصرف لربح اقتصادي ، ظهر متغير ملاءة المصرف قادر على تفسير (13.14) من التغيرات بالقيمة الاقتصادية المضافة وتصل قدرته التفسيرية مع مؤشر حجم المصرف إلى 45% ، وبالتالي يمكن اعتبار أن أحد العوامل التي أثرت على سير الربح الاقتصادي لبنك قطر ارتفاعاً وانخفاضاً تمثلت بحركة ملائته المالية ، كارتفاع حجم ملائته وربحه الاقتصادي ب2012 وتحقيقه لأعلى قيمه ب2015 بملاءة وصلت إلى (0.44) وربح اقتصادي حتى (37) مليار وحتى بعام 2017 عندما شهد خسائر تراكمت مع تراجع ملائته حتى (-0.16-) وهذا يؤكد على الدور المهم وغير الوحيد للملاءة المالية للمصرف في ربحه الاقتصادي ، وكذلك بما يخص حجم المصرف الذي يفسر ما يقارب 4.5 من تغير الربح الاقتصادي أظهر تراجعاً بسيطاً بعام 2013 وزيادة بسيطة مستمرة حتى 2015 حقق المصرف فيها أقصى حجم له خلال الفترة ثم اتجه للانخفاض بالعامين الأخيرين وهو بالتالي من العوامل التي أثرت على قدرة المصرف في تحقيق ربحه الاقتصادي

٣- سجل مصرف سوريا والخليج أدنى قيمة اقتصادية مضافة مقارنة بالمتوسط المحقق للمصارف المدروسة وذلك في 2011 حيث بلغت (2.7) مليار واستمرت خلال 2013 (2.5) مليار تراجعت خلال 2014 أكثر حتى (-886-) مليون لكنها تحسنت خلال 2015 (2.7) مليار واستمرت مع زيادة بسيطة وصلت (2.9) مليار خلال 2016 أما في عام 2017 فقد احتلت المرتبة الأخيرة بقائمة الانخفاض المسجلة للمصارف المدروسة ، سجل المصرف ملاءة مالية سالبة بلغت حتى (-0.5-) و (-0.81-) في كل من عامي 2014 و2017 على التوالي وتراكمت بظهور مؤشر سالب للربح الاقتصادي في كلا العامين وأما عامي 2015 و2016 شهدت قيمة موجبة في كل من ملائته وربحه الاقتصادي

يعود سبب انخفاض حجم الملاءة المالية للمصرف بعام 2014 إلى ارتفاع رصيد الخسائر المتراكمة المحققة الناجمة عن إعادة تقييم مركز القطع البنوي (والتي تظهر في بند منفصل عن رصيد الأرباح المدورة وفقاً لقرار مجلس النقد والتسليف رقم 362 لعام 2008 والتعميم رقم 100/952 عام 2009) ، وأما عام 2017 شهد انخفاض كبير باجمالي حقوق الملكية تعود إلى الخسائر غير المحققة الناتجة عن تقييم القطع البنوي بما يقارب (2.3) مليار تخص عام 2017 والتي تم تخفيضها من الأرباح المدورة ، أما ارتفاع عام 2015 يعود إلى زيادة رأسمال المصرف وارتفاع حجم الأرباح المدورة ساعده على دعم ملائته المالية حتى بلغت (0.48) والتي تراجعت حتى (0.25) خلال 2016 لارتفاع اجمالي أصول المصرف بما يفوق الزيادة الحاصلة في حقوق الملكية وبالتالي يمكن الإشارة إلى دور الملاءة في دعم قدرة المصرف على تحقيق ربح اقتصادي

٤- حقق كل من مصرفي **بيبلوس وبيمو** ربح اقتصادي موجب حتى 2016 كان أقصاها بعام 2014 حققا فيها (15) مليار و(19) مليار بالترتيب أما خسائر عام 2017 وصلت إلى (35) مليار و(27) مليار بالترتيب ، أما كل من مصرفي **العربي وعودة** فقد أصابا قيمة اقتصادية موجبة في معظم سنواتهم أقصى ماحققاه كان بعام 2012 بلغت (11) مليار **بنك العربي** و(5) مليار **بنك عودة** أما القيمة الاقتصادية السالبة فظهرت في عامي 2013 و2017 ، بما يخص مصرف **سوريا والمهجر** فقد سجل نتيجة أداء موجبة في جميع السنوات ماعدا خسائر العام الأخير أقصى قيمة موجبة محققة بعام 2012 بلغت (10) أما خسائره وصلت إلى (45-) مليار بعام 2017 وأداؤه يشابه أداء مصرف **فرنسبنك** إلا أن أقصى قيمة موجبة كانت بعام 2015 بلغت (9) مليار ، **بنك الشرق** بدء أدائه بقيمة اقتصادية سالبة ثم تحسن بشكل متذبذب مابين ارتفاع وانخفاض ضمن قيم موجبة حتى عام 2017 سجل خسائر (29-) مليار، مصرف **الدولي للتجارة والتمويل** سجل خسائر بعدة سنوات بكل من 2013 -2014 -2017 بينما سجل أفضل قيمة موجبة له بعام 2015 وصلت حتى (12) مليار، بشكل عام حققت جميع المصارف أداءً متقارباً بقيمة اقتصادية مضافة موجبة خلال 2016 باستثناء مصرف **قطر** أما عام الأداء الأسوأ فكان من نصيب 2017

من خلال المقارنة نستطيع القول :

- تحقيق المصرف لربح محاسبي لا يعني بالضرورة تحقيقه لربح اقتصادي حيث أن **بنك قطر** بالرغم من تحقيقه لربح محاسبي مستمر وتدرجي خلال الفترة حتى 2016 لكنه قوبل بقيمة اقتصادية مضافة سالبة لأعوام 2013 ، 2014 ، 2016 وكل من **بنكي بيمو و عودة** حقق ربح محاسبي موجب في جميع السنوات حتى 2016 وحقق خلال ذات الفترة ربح اقتصادي باستثناء عام 2013 سجلا فيها قيمة اقتصادية مضافة سالبة .

- وكذلك تحقيق المصرف لربح اقتصادي لايعني بالضرورة أن المصرف قد حقق ربح محاسبي جيد بل يعتمد على مصدر هذا الربح هل نجم حقيقة عن الأعمال التشغيلية للمصرف أم أنّ لحجم المخصصات دوراً في تشكيله، حيث أن احتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يقوم بداية على اجراء تعديلات محاسبية للقوائم في البنود التي يحتمل وقوعها في مضمار إدارة الأرباح وبذلك يحمل السنة ماجرى عليها حقيقة من مصاريف وايراد وبهذا يكون حجم الاقطاع الحقيقي أقل مما تظهره القوائم المالية فيظهر مؤشر القيمة الاقتصادية موجباً بينما لا يرتبط بتحقيق ربح محاسبي موجب ونلاحظ ذلك في حالة بنك الاردن الذي تميز بتحقيقه لقيمة اقتصادية مضافة موجبة وإن كانت ضئيلة خلال الفترة المدروسة ماعدا عامي 2014-2017 لكنه بالمقابل كربح محاسبي أظهر قيمة سالبة 2012 حتى 2014 وأيضاً في 2017 وحتى في حال استبعاد أثر القطع البنوي من الربح أظهر خسائر متتالية بجميع السنوات وبنك سوريا والخليج حقق خسائر محاسبية بعامي 2012 -2013 بالرغم من تسجيلها لمؤشر اقتصادي موجب لنفس الفترة وكذلك بنك بيبيلوس في 2012

- أما سلوك أداء بنك سوريا والمهجر فقد أشار إلى احتمالية سير المؤشرين بالتوازي معاً فتحقيق أداء محاسبي جيد ترافق مع تحقيق مؤشر قيمة اقتصادية مضافة جيد وربما يعود إلى عدم مبالغته باقطاع حجم مخصصات مرتفع كمخصص تدني تسهيلات ائتمانية ومخصص الضريبة وتحقيقه لربح مستقر نسبياً من نشاطه الأساسي من الفوائد والعمولات ،وتحققت النتيجة أيضاً لبنك الشرق بالفترة من 2012 حتى 2017

مما سبق يمكن القول أنه لا نستطيع الجزم بوجود علاقة ثابتة وواضحة بين نتيجة الأداء المالي والاقتصادي وتحققهما معاً في نفس الفترة الزمنية، فكل من المصارف (الشرق ، فرنسبنك ، سورية والمهجر، قطر، عودة، الدولي للتجارة والتمويل، بيمو) استطاعوا تحقيق مؤشر ربح صافي محاسبي موجب خلال الفترة المدروسة ، والمصارف (سورية والمهجر، فرنسبنك، بيبيلوس) استطاعوا الحفاظ على مؤشر قيمة اقتصادية موجب- باستثناء عام 2017 -وهذا يعني تحقيقهم لقيمة اقتصادية مضافة وربح قادر على تغطية تكلفة رأسمال وليس فقط التكاليف المحاسبية ، وبهذا ظهر كل من مصرف (سورية والمهجر وفرنسبنك) بقدرته على تحقيق ربح اقتصادي ومحاسبي معاً بينما تفرد بنك بيبيلوس بتحقيقه لربح اقتصادي دون اشتراط حفظه على ربح محاسبي خلال الفترة المدروسة

وبذلك يمكن قبول فرضية العدم التي تعتبر بعدم وجود علاقة تزامنية ذات دلالة معنوية في تحقيق المصرف لربح محاسبي واقتصادي معاً ، وبعد الاطلاع على واقع الأداء المالي والاقتصادي للمصارف و التأكد من اختلاف ظروف كل من المؤشرين وعدم اشتراط تحقق أحدهما عند وقوع الآخر وانفصالهما،

نستطيع الدخول لاختبار فرضيات البحث التي تقوم على المقارنة بين نوعي المؤشرات لكن ببدئ ذي بدء لابد من التأكد من سلامة نموذجي الأداء المالي والاقتصادي واخضاعهم للاختبارات الاحصائية

❖ ثالثاً: التحليل الاحصائي للبيانات

(١) اختبار التوزيع الطبيعي Normality Test :

عادة ما يتم دراسة خضوع المتغيرات للتوزيع الطبيعي تحقيقاً لفرضيات تحليل الانحدار الكلاسيكي من حيث اتصاف سلسلة البيانات بالتوزيع الطبيعي Normality واستقلالية البواقي Independence وتجانس التباين Homoscedasticity للوصول إلى امكانية اجراء انحدار وفقاً لطريقة لمربعات الصغرى العادية OLS

يمكن اختبار خضوع السلسلة للتوزيع الطبيعي من خلال ثلاث مؤشرات اختبار جاك-بيرا ومعاملَي الالتواء و التفلطح .يقوم مؤشر جاك-بيرا Jarque-Bera على فرضية عدم تفيد بخضوع سلسلة البيانات للتوزيع الطبيعي ، نقبل بخضوع السلسلة للتوزيع الطبيعي بتحقيقها قيمة احتمالية تفوق 5% وبقية احصائية لا تتجاوز 5.99 . يفترض معامل الالتواء Skewness تناظر سلسلة البيانات حيث يقيس توزع السلسلة حول وسطها الحسابي فالتواء التوزيع الطبيعي هو الصفر وبهذا تحقيق قيمة موجبة تعني الالتواء مائل نحو اليمين والعكس صحيح ، أما معامل التفلطح Kurtosis فيقيس ذروة تفلطح أو تقعر توزيع سلسلة البيانات حيث يفترض أن تسطح سلسلة البيانات طبيعي وقيمه تعادل 3 وبهذا مايزيد عن القيمة الطبيعية تعني وجود ذروة أما انخفضها فيشير لتوزيع منبسط (آغا،العواد ،حميدان ،الجاعوني ،2004،ص233،237)

بالنظر إلى الجدول رقم (1) نلاحظ عدم خضوع المتغيرات للتوزيع الطبيعي سواءً وفقاً لمؤشر جاك بيرا أو معاملي الالتواء والتفلطح وكذلك وجود تباين كبير بين الحد الأعلى والأدنى مما أثار الشك حول وجود قيم شاذة في البيانات لذا تم الاستعانة بمخطط box plot ملحق رقم (5) الذي أظهر وجود نسبة عالية للقيم المتطرفة من إجمالي المشاهدات ، لكن بالعودة إلى مفهوم القيم الشاذة كما عبّر عنها Jobbery-Al (1976) تمثل القيمة غير المنسجمة مع بقية بيانات المجموعة لظاهرة أو لمتغير من المتغيرات (سالم،خير،أحمد،2016،ص15) .أي بمثابة مجموعة عناصر تختلف صفاتها عن الأغلبية وبالتالي تكون بعيدة عن تجمع أو تكتل عناصر البيانات المتشابهة ، ولكن في البيانات الحالية نسبتها المرتفعة من إجمالي المشاهدات تلغي صفة عدم الانسجام فيما بينها .

تعالج القيم الشاذة عادةً بعدة طرق منها الحذف والإسقاط لكن لهذه الطريقة محاذير تتمثل في تقليص عدد المشاهدات، أو بإضافة قيمة ثابتة إلى البيانات يتم اختيار عادة أدنى قيمة ضمن المشاهدات وإضافتها بإشارة معاكسة إلى بيانات السلسلة لكن نظراً لوجود قيم شاذة موجبة فلا يفضل استخدامها

أما خيار أخذ لو غرتم جميع البيانات فقد تم استبعاده لوجود قيم سالبة وهذا يؤدي إلى فقدان كبير بالمشاهدات وكذلك اعتماد لو غرتم القيمة الموجبة فقط يعني ذلك تحيز المشاهدات أكثر نحو القيم السالبة ولا يساعد في إزالة القيم الشاذة

لذلك تم اللجوء إلى طريقة trimmed في برنامج spss لتحديد القيم الشاذة واستبدالها بمتوسط القيمة السابقة واللاحقة ولكن لم يساعد ذلك في تحول المتغيرات غير المعنوية إلى معنوية أو اقتراب التوزيع من التوزيع الطبيعي (بتخفيض التباين وتقليص مؤشر جاكوبيرا)، ولهذا سيتم اعتماد متغيرات البحث وفقاً للبيانات الخام دون اجراء تعديل كي لا يكون ذلك مبرر للتعديل على البيانات ودراستها بوضعها الحقيقي، ولكون حجم العينة يفوق 40 مشاهدة يمكن اعتبارها من العينات الكبيرة وتجاوز شرط خضوع البيانات للتوزيع الطبيعي لتطبيق معادلة الانحدار بحسب طريقة المربعات الصغرى

جدول رقم (1) الاحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث

	Y	RIC	EVAC	EPS	NIM	ROA	ROE
Mean	18.86557	-3.120896	25.76682	12.43932	-0.721731	-6.489773	0.961104
Median	-0.084148	0.453792	0.689441	5.415000	0.043044	0.060000	0.915000
Maximum	1511.346	1508.354	1513.440	151.1800	20.05420	32.62000	46.61000
Minimum	-680.3970	-6808.515	-413.3590	-98.17000	-193.6891	-2094.940	-27.52000
Std. Dev.	150.6432	417.7968	158.5254	35.07301	11.38467	119.4407	4.529606
Skewness	6.090080	-13.79793	6.037216	0.687372	-16.00133	-17.44109	3.982294
Kurtosis	55.72900	231.0624	46.76094	6.197019	270.1973	305.4645	51.75044
Jarque-Bera	37585.03	677266.3	26447.08	155.4226	929371.3	1189670.	31313.84
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	5810.595	-961.2358	7936.181	3831.310	-222.2930	-1998.850	296.0200
Sum Sq. Dev.	6966866.	53588131	7715002.	377645.6	39790.47	4379689.	6298.820
Observations	308	308	308	308	308	308	308

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

- يشمل الجدول الاحصاء الوصفي من وسيط ومتوسط وأعلى وأقل قيمة ومعاملي الالتواء والتفطح للمتغيرات المستقلة المدروسة المعبر عنها بمؤشرات الأداء المالي والاقتصادي وتمثل المتغير التابع بالعائد غير العادي المعبر عنه بالرمز Y
- أعلى قيمة للمتوسط كانت لمؤشر $evac$ وأقلها لمؤشر roa
- المدى الكبير بين أعلى وأقل قيمة للمتغيرات المدروسة يدل على وجود تفاوت وتباين كبير بين القيم وتؤكد ذلك القيمة العالية لمجموع مربعات الأخطاء العشوائية
- معامل الالتواء لجميع المتغيرات لا يساوي الصفر ويعني عدم تماثل توزيع البيانات حول وسطها الحسابي ورفض فرضية العدم وتدل قيمة الالتواء الموجبة على ميل توزيع السلسلة نحو اليمين والقيمة السالبة تدل على ميلها نحو اليسار
- معامل التفطح تزيد عن القيمة المعيارية للتوزيع الطبيعي (3) وهذا يعني ان توزيع سلسلة البيانات بارزة ولها ذروة وبالتالي رفض فرضية العدم التي تعتبر بتسطح السلسلة وخضوعها للتوزيع الطبيعي

(٢) دراسة استقرارية السلسلة :

تعتبر سلسلة زمنية ما مستقرة اذا توفرت فيها الخصائص (ثبات متوسط القيم عبر الزمن – ثبات التباين عبر الزمن -أن يكون التباين بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التباين ويتطلب الاستقرار أن يكون هذا التباين مساوياً للصفر أو لا يختلف جوهرياً عن الصفر أو متناقص بدرجة كبيرة مع زيادة الفجوة الزمنية) يمكن اختبار الاستقرار وفق عدة طرق منها اختبار جذر الوحدة و الارتباط الذاتي AC في حال غياب صفة الاستقرارية فإن الانحدار الذي سنحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالباً مايكون زائفاً فيظهر حينها معامل التحديد بقيمة عالية ومعنوية احصائية قوية للمعاملات المقدرة لكن مع وجود مشكلة ارتباط ذاتي الذي يدل عليه قيمة معامل $Durbin-Watson$ دربن واتسن، ويرجع هذا إلى أن البيانات الزمنية غالباً مايوجد بها عامل الاتجاه $Trend$ الذي يعكس ظروفًا معينة تؤثر على جميع المتغيرات فتجعلها تتغير بنفس الاتجاه بالرغم من عدم وجود علاقة حقيقية تربط بينها (عطيه، 2004، ص 643-650)

اختبار جذر الوحدة يمثل أداة لوصف السلسلة إن كانت مستقرة أو غير مستقرة ويمكن اختباره بعدة طرق تقدمها البرامج الجاهزة كنموذج (فيليس بيرون PP، ديكي فولر الموسع ADF، Levin، Hadri، Im،

(Pesaran) وغيرهم، جميع هذه الطرق تختبر استقرارية السلسلة من خلال فرضية العدم التي تعتبر بوجود جذر وحدة في البيانات أي أن السلسلة غير مستقرة باستثناء اختبار Hadri الذي يعتبر بعدم وجود جذر وحدة وأن السلسلة مستقرة نجد وفقاً للجدول رقم (2) أن بيانات السلسلة لجميع المتغيرات مستقرة عند المستوى وإن كان كل من اختباري Hadri و Levin أظهر عدم استقرار المتغيرات (eps,roa,nim) لكن نرجح نتيجة معظم الاختبارات باستقرار المتغيرات المدروسة عند المستوى، وهذا يعني إمكانية إجراء اختبار التكامل المشترك لاختبار وجود علاقة معنوية على المدى الطويل وإمكانية إجراء معادلة الانحدار والثقة بنتائج الدراسة وخلوها من الانحدار الزائف

جدول رقم (2) اختبار استقرار سلسلة المتغيرات التابعة والمستقلة وفقاً لدرجة حرية 5%

المتغير	Levin, Lin & Chu t		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF – Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square		Hadri Z-stat		درجة التكامل
	قيمة الاختبار	sig	قيمة الاختبار	sig	قيمة الاختبار	sig	قيمة الاختبار	sig	قيمة الاختبار	sig	
y	-9.734	0.00	-7.4472	0.00	95.3526	0.00	185.551	0.00	0.83615	0.2015	I(0)
Evac	-6.2545	0.00	-6.6776	0.00	85.3237	0.00	180.092	0.00	1.31271	0.0946	I(0)
Ric	-7.8870	0.00	-6.6574	0.00	87.1201	0.00	166.763	0.00	0.488	0.3125	I(0)
eps	-1.5225	<u>0.0639</u>	-4.2777	0.00	56.0785	0.0001	123.09	0.00	-0.9302	0.8239	I(0)
Roa	-6.4396	0.00	-7.9334	0.00	106.225	0.00	195.017	0.00	1.90545	<u>0.0284</u>	I(0)
Roe	-5.2387	0.00	-6.8949	0.00	88.079	0.00	193.329	0.00	1.02673	0.1523	I(0)
Nim	-8.0321	0.00	-7.7305	0.00	100.199	0.00	215.961	0.00	1.87262	<u>0.0306</u>	I(0)

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

(٣) اختبار التكامل المشترك :

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر بحيث تؤدي التقلبات في أحدهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تكون السلاسل الزمنية مستقرة كمجموعة، ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة ويتطلب حدوثه أن تكون البواقي متكاملة من الرتبة صفر، يمكن القول أنه يمثل التعبير الاحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل فلو أن هناك متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل بالرغم من امكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير وتنعكس هذه الانحرافات في البواقي (عطيه، 2004، ص 670-671) ، أي من الممكن أن تظهر السلاسل الزمنية غير مستقرة ولكنها تتحرك معاً بمرور الوقت – لربما لوجود بعض التأثيرات على السلسلة (كقوى السوق) – فيعني ضمناً انحرافها بالمدى القصير لكن ارتباطها سيعود على المدى الطويل .

(brooks,2014, P374)

تبنى فرضية العدم على نفي وجود علاقة متكاملة على المدى الطويل وبهذا نقبل الفرضية في حال ظهرت القيمة الاحتمالية لمؤشرات الاختبار p_v أكبر من 5% ، عند اجراء الاختبار لمؤشرات الأداء الاقتصادي (EVAC, RIC) مع العوائد غير العادية (كمؤشر لتعظيم الثروة) وفقاً لعدة مؤشرات- يقدمها برنامج ايفيوز 10 - كانت النتيجة بمعنوية تعادل الصفر وهذا يعني رفض فرضية العدم والتأكيد على وجود علاقة طويلة الأمد بين مؤشرات الأداء الاقتصادي و العوائد غير العادية وأنها متكاملة من الرتبة صفر(من المستوى) أي إن مؤشرات الأداء الاقتصادي ذات علاقة طويلة الأجل ومتزنة مع العائد غير العادي

جدول رقم (3) اختبار التكامل المشترك لمؤشرات الأداء الاقتصادي

	Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	15.57723	0.00
Panel rho-Statistic	-6.860831	0.00
Panel PP-Statistic	-3.16979	0.0008
Panel ADF-Statistic	-5.899738	0.00
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10		

وكذلك دلت مؤشرات الأداء المالي (ROA,ROE,EPS) في معظم الاختبارات إلى وجود علاقة طويلة الأجل مع العائد غير العادي، فالمصرف صاحب الأداء المتراجع عبر الزمن سينتهي به المطاف إلى انسحاب وتقلص عدد المساهمين وانخفاض حجم تداوله وانعكاسه سلباً في ثروة المساهم ، وإن ضعف مدلول هذه العلاقة في المدى القصير لكن سيعود ارتباطها على المدى الطويل

جدول رقم (4) اختبار التكامل المشترك لمؤشرات الأداء مالي

	Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-2.925664	0.9983
Panel rho-Statistic	-3.320916	0.0004
Panel PP-Statistic	-8.311939	0.00
Panel ADF-Statistic	-8.317409	0.00
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10		

٤) إيجاد العلاقة الارتباطية بين المتغيرات :

تكمن أهمية مصفوفة معاملات الارتباط في كونها تعبر عن قوة واتجاه علاقة المتغيرات التفسيرية بالمتغير التابع من جهة وعلاقتها فيما بينها من جهة أخرى فيساعد بالكشف عن احتمال وجود مشكلة تعدد خطي

يقوم تطبيق انحدار المربعات الصغرى العادية على افتراض عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة وعندها تكون متعامدة مع بعضها أي إن أية إضافة أو حذف لأحد المتغيرات المستقلة من معادلة الانحدار لا تؤدي إلى تغير قيم معاملات المتغيرات الأخرى ، في أي سياق عملي تكون العلاقة بين المتغيرات التفسيرية غير صفيرية فوجود درجة صغيرة من الارتباط لن تؤدي إلى فقدان الثقة ، لكن تحدث المشكلة عند وجود درجة ارتباط قوية مع بعضها البعض ، وتعرف هذه المشكلة باسم multicollinearity فيصبح من الصعوبة بمكان تحديد أي المتغيرات المستقلة هي متؤثر فعلياً بالمتغير التابع (brooks,2014, P218)

عند وجود مشكلة التعدد الخطي تميل المتغيرات عادةً للتغير معاً عبر الزمن نظراً لتأثرها بنفس العوامل ويؤدي وجودها إلى ارتفاع معامل التحديد مع عدم معنوية المعاملات المقدرة هذا مايجعل من التقديرات غير دقيقة ويُترجم ذلك بكبر الأخطاء المعيارية للمعاملات المقدرة و زيادة فرصة قبول فرضية العدم وهذا من شأنه أن يزيد احتمال الوقوع في الخطأ من النوع الثاني حيث يتمثل في قبول فرض هو في حقيقة الأمر خطأ ،يوجد عدة طرق لعلاج المشكلة كإسقاط المتغير في حال كان قليل الأهمية في التأثير على الظاهرة أو

زيادة حجم العينة باعتبار أنها مشكلة عينة أو بتحويل قيمة المتغيرات المرتبطة إلى نسب دون أن يخالف النظرية الاقتصادية (عطيه، 2004، ص ص 471-492)

من خلال الجدول رقم (6) نستطيع ملاحظة العلاقة الارتباطية للمتغيرات المستقلة لكل من مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي كل على حدى فيما بينها ومع المتغير التابع العوائد غير العادية، نلاحظ قوة العلاقة بين المتغيرين roa, nim مما يعني احتمال وقوع النموذج بمشكلة التعدد الخطي، أي ارتفاع بقيمة الأخطاء المعيارية وانخفاض القيمة المعنوية للمتغيرات، لذا يفضل التخلي عن أحد المؤشرين عند بناء النموذج و يتم الاستغناء عن المؤشر الأقل ارتباطاً بالمتغير التابع ولكن باعتبار أن المؤشرين يحققان نفس درجة الارتباط لذا سيتم اختيار متغير nim صافي هامش الفائدة لاستبعاده، يمكن من خلال قيم العلاقة الارتباطية أن نستنتج حجم تأثير المتغيرات المستقلة بالتابع، جميع المؤشرات ارتبطت بعلاقة طردية مع ثروة المساهم لكن مؤشرات الأداء الاقتصادي حققت أعلى قيم ارتباطية أمام مؤشرات الأداء المالي وتفوق مؤشر $evac$ بتحقيقه لنسبة 88% وهو دليل لوجود علاقة طردية قوية ثم تلاه مؤشر ric 36% ومؤشر eps بقيمة 21% بعلاقة طردية دون المتوسط أما مؤشرات الأداء المالي المتبقية ROA, ROE فقد أشارت إلى معدل ارتباط ضعيف بالمتغير التابع وهذا يوحي لاحقاً بوجود قدرة تفسيرية منخفضة

جدول رقم (5) معاملات الارتباط بين متغيرات البحث

	Y	EPS	ROE	ROA	RIC	EVAC	NIM
Y	1.000000						
EPS	0.218695	1.000000					
ROE	0.006031	0.043117	1.000000				
ROA	0.007178	-0.037335	-0.008666	1.000000			
RIC	0.369119	-0.002425	-0.009926	-0.001226	1.000000		
EVAC	0.883329	0.290711	0.008153	0.006747	0.317393	1.000000	
NIM	0.007663	-0.030696	-0.011369	0.971562	-0.001647	0.006435	1.000000

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

إن مصفوفة معاملات الارتباط تقدم مؤشر أولي عن الارتباط بين المتغيرات وتقتض هذه المصفوفة أن التغير في المتغير التفسيري يؤثر تأثيراً مباشراً في المتغير التابع لكن لاختبار الفرضيات لا يمكن الاكتفاء بمصفوفة معاملات الارتباط إنما لابد من معادلة الانحدار لتحديد المعنوية الكلية والقدرة التفسيرية للنموذج

❖ رابعاً: أساليب الانحدار في نماذج البيانات الزمنية المقطعية Panel Data وطرق الاختيار

بينهم :

نماذج Panel Data : تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة. تعطي البيانات الطولية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وأقل تعددية خطية بين المتغيرات ومحتوى معلوماتي أكثر وقدرة أفضل على التحكم في عدم تجانس التباين . (زكريا ،2012،ص 268)

تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي : نموذج الانحدار التجميعي (Model Pooled Regression)، نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model (REM) نموذج التأثيرات الثابتة و (Fixed Effects Model (FEM)

١- أساليب الانحدار في نماذج البيانات الزمنية المقطعية:

- أسلوب الانحدار التجميعي أو المجمع (Model Pooled Regression) : PRM

يهمل تأثير الزمن أو الوحدات المقطعية في المتغيرات المستقلة حيث يفترض أن ثابت المعادلة β_1 وكذلك معاملات الميل للمتغيرات المستقلة ثابتة ومشتركة بين جميع الوحدات المقطعية المدروسة ولجميع الفترات الزمنية ، وهي افتراضات ذات قيود عالية يمكن أن تشوه الصورة الحقيقة للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع وعبر Baltagi (2008، P 57) عن نموذج المجمع بكونه نموذج مقيد يُكوّن من نفس المعلمات بمرور الوقت ومختلف المناطق أما النماذج غير المقيدة فتتيح حرية تغيير المعلمات بتغير الزمن أو المناطق ووفقاً لهذا الأسلوب يمكن إجراء انحدار المربعات الصغرى العادية OLS

يعبر عنها :

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + U_{it}$$

- أسلوب الانحدار الثابت (Fixed Effects Model (FEM):

من أحد الطرق التي تأخذ بعين الاعتبار الفردية الخاصة بكل شركة حيث تتيح لثابت النموذج حرية الاختلاف بين الشركات β_{1i} لكن معاملات الميل تبقى ثابتة عبر الشركات β_2 وربما يعود هذا الاختلاف إلى وجود مزايا خاصة بكل مصرف أو شركة مدروسة ،وسمي بنموذج الآثار الثابتة لأنه على الرغم من إمكانية اختلاف الثابت بين الشركات (المشاهدات المقطعية) لكن كل ثابت فردي لا يتغير عبر الزمن time invariant يتم الاستعانة عادة بالمتغيرات الوهمية للسماح للثابت بالتغير عبر المشاهدات المقطعية ثم يستخدم انحدار (Gujarati,2003, P642) : least-squares dummy variable model (LSDV)

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

يفترض أن ثابت معادلة الانحدار هو ثابت عبر الزمن ولكل وحدة مدروسة وهو مايشكل التأثير الثابت وينتج عنه مايسمى بالآثار غير الملحوظة unobserved heterogeneity في النموذج بينما المتغيرات المستقلة تشكل الآثار الملحوظة أما البواقي تحوي المتغيرات المتبقية المحذوفة .

- أسلوب الانحدار العشوائي : THE RANDOM EFFECTS APPROACH

وفقاً لنموذج الآثار العشوائية فإن الثابت لكل وحدة مقطعية من المفترض أن ينشأ عن الثابت المشترك β_1 (و هو مشترك لجميع الوحدات المقطعية وبجميع الفترات الزمنية) إضافة إلى المتغير العشوائي ε_i الذي يختلف ويتنوع مقطعياً لكنه ثابت طول الزمن ويقاس الانحراف العشوائي لثابت كل وحدة مقطعية (كل مصرف) عن الثابت المشترك أو العام β_1 (global) (Gujarati,2003, P647)

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_i + U_{it}$$

$$W_{it} = \varepsilon_i + U_{it}$$

حيث تعبر β_1 عن القيمة المتوسطة لثابت جميع البيانات المقطعية أما مكون الخطأ العشوائي ε_i فيعبر عن عشوائية انحراف القاطع الفردي عن المتوسط بمتوسط يعادل الصفر وتباين σ_{ε}^2 وبهذا أصبح لجميع المصارف عينة البحث قيمة متوسطة مشتركة لثابت المعادلة بينما تظهر الاختلافات الفردية المقطعية بقيم

الثابت لكل مصرف في الخطأ العشوائي ومن هنا يفترض بعشوائية تأثير العوامل الفردية المقطعية بالظاهرة المدروسة وعدم ارتباطها بالمتغيرات المستقلة

يمكن الاختلاف بين النموذج ذو الآثار الثابتة والعشوائية حيث يفترض نموذج الآثار الثابتة بتغير ثابت المعادلة واختلافه بين الفترات أو / والمقاطع الفردية وتعتمد المتغيرات الوهمية في معادلة الانحدار ، بينما نموذج الآثار العشوائية يفترض أنّ كل مصرف و / أو كل فترة تختلف في حدها العشوائي و يتم اجراء الانحدار باستخدام المربعات الصغرى المعممة GLS الذي يمثل طريقة للتقدير القياسي أكثر مرونة من طريقة المربعات الصغرى العادية حيث يمكن استخدامه في حال غياب واحد أو أكثر من شروطها ، لكن بالمقابل فإنّ نموذج الآثار العشوائية يعتمد جزء الخطأ ϵ_i الذي يتطلب مجموعة من الافتراضات كاستقلاله عن المتغيرات التفسيرية ، متوسطه يعادل الصفر ، مستقل عن مشاهدات الخطأ العشوائي للنموذج uit و لديه تباين ثابت.

وكذلك من الناحية التقنية ، فإن إجراء انحدار المربعات الصغرى المعممة GLS في إطار نهج التأثيرات العشوائية لن يستبعد المتغيرات التفسيرية التي لا تتغير بمرور الوقت وبالتالي يمكن أخذ أثرها على y_{it} ، كما نظراً لوجود عدد أقل من المتغيرات التي يتم تقديرها في نموذج التأثيرات العشوائية (باعتبار عدم وجود متغيرات وهمية) يتم حفظ درجات الحرية ، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يجب أن ينتج تقديراً أكثر كفاءة من طريقة التأثيرات الثابتة. (Brooks,2014, P573)

ومع ذلك ، فإن نهج التأثيرات العشوائية له عيب كبير ينشأ من حقيقة أنه صحيح فقط عندما يكون مصطلح الخطأ المركب غير مرتبط بالمتغيرات التفسيرية، هذا الافتراض يعتبر أكثر صرامة من المقابل في حالة التأثيرات الثابتة ، لأنه مع التأثيرات العشوائية لا بد أن يكون كل من ϵ_i و uit مستقلين عن X_{it} .

يظهر الجدول رقم (6) والجدول رقم (7) مقارنة نتائج نماذج الانحدار الثلاث وفقاً لأسلوب نماذج البيانات الطولية وهي نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الانحدار ذو الأثر الثابت و ذو الأثر العشوائي لكل من مؤشرات الأداء المالي و الاقتصادي

انطلاقاً من معادلة النموذجين :

$$Y=C+EPS+ROA+ROE+\epsilon_i$$

١- نموذج مؤشرات الأداء المالي :

$$Y=C+EVAC+RIC+ \epsilon_i$$

٢- نموذج مؤشرات الأداء الاقتصادي :

جدول رقم (6) مقارنة نتائج انحدار نماذج البائل لمؤشرات الأداء المالي

المتغيرات	نتائج الانحدار التجميعي	نتائج الانحدار الثابت	نتائج الانحدار العشوائي
C	7.373752	7.741557	7.378760
Eps	*0.942394	*0.909108	*0.942115
Roa	0.019349	0.028642	0.019665
Roe	0.109616-	0.001256	0.109084-
R-squared	0.048074	0.288616	0.048045
Adjusted R-squared	0.038680	0.182042	0.038650
F-statistic	5.117525	2.708117	5.114246
Prob(F-statistic)	0.001815	0.000001	0.001823
Durbin-Watson stat	2.120886	2.048776	2.049834
* يشير إلى معنوية المتغيرات في مستوى دلالة 5% المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10			

جدول رقم (7) مقارنة نتائج انحدار نماذج البائل لمؤشرات الأداء الاقتصادي

المتغيرات	نتائج الانحدار التجميعي	نتائج الانحدار الثابت	نتائج الانحدار العشوائي
C	1.885191-	2.020508-	1.881208-
evac	*0.809639	* 0.813829	*0.809488
ric	*0.035588	* 0.026821	*0.035616
R-squared	0.789030	0.808963	0.789066
Adjusted R-squared	0.787646	0.781163	0.787683
F-statistic	570.3511	29.09918	570.4744
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000	0.000000
Durbin-Watson stat	2.019162	2.104841	2.020863
* يشير إلى معنوية المتغيرات في مستوى دلالة 5% المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10			

٢- اختيار النموذج الأفضل لمعادلة الانحدار لنماذج panel data:

لاختيار طريقة التقدير المناسبة لبيانات الدراسة يتم عادة البدء بالتأكد من وجود تلك الآثار غير الملحوظة (unobserved heterogeneity)، بمعنى هل هناك فعلاً اختلافات بين المصارف أو عبر الفترات الزمنية للدراسة من أجل تطبيق طرق تقدير نماذج البيانات الطولية (FEM) و (REM)، وهنا يتم اختبار النموذج بقاطع خاص لكل مصرف مقابل نموذج بقاطع مشترك لجميع المصارف باستخدام طريقة F فيشر أو اختبار Redundant الذي يقدمه برنامج الايفيز، في حال تفوق نموذج الانحدار التجميعي يُعتبر هو النموذج الأفضل لاجراء الانحدار ونقبل بوجود قاطع مشترك لجميع المصارف ، أما في حال تفوق نموذج الآثار الثابت نجري اختبار Hausman للاختيار بينه بين نموذج الآثار العشوائية وصولاً إلى نموذج الانحدار الأفضل ومايرافق ذلك بالتأكد من خلو بواقي نموذج الانحدار من المشاكل الاحصائية كالارتباط الذاتي وعدم تجانس تباين البواقي

- اختبار Redundant لمؤشرات الأداء المالي والاقتصادي:

يساعد هذا الاختبار على الاختيار بين أسلوب الانحدار التجميعي و الثابت حيث تفترض فرضية العدم بعدم وجود تأثيرات غير ملاحظة وهي التغيرات الناتجة عن تغير الثابت أي إنّ تأثير الآثار الثابتة هو غير معنوي وأن النموذج الملائم للانحدار هو النموذج التجميعي حيث يكون فيه ثابت معادلة الانحدار ثابتاً لكل المقاطع وكل الأزمنة ،وبهذا إن كانت معنوية الاختبار أقل من مستوى الدلالة 5% يعني ذلك رفض فرضية العدم أي يوجد تغيرات غير ملاحظة ناتجة عن تغير ثابت الانحدار بتغير الزمن والمصرف المدروس ويكون حينها أسلوب الانحدار الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة

بالعودة إلى الجدول رقم (8) يظهر نتيجة الاختبار لمؤشرات الأداء الاقتصادي في حال اختيار أسلوب الآثار الثابتة للبيانات المقطعية والفترة الزمنية معاً في برنامج الايفيز 10 فتُظهر النتيجة معنوية الاختبار وفقاً لثلاث حالات للبيانات المقطعية على حدة والبيانات الزمنية على حدة والبيانات المقطعية والزمنية معاً ، من خلال القيمة الاحتمالية للحالات جميعها نجد أنها تفوق 5% وهذا يعني قبول فرضية العدم والانحدار وفق أسلوب التجميعي هو الأفضل وبذلك يوجد ثابت انحدار واحد وميل واحد باختلاف الزمن والبيانات المقطعية المدروسة ولا يوجد أثر ثابت مقطعي خاص بكل مصرف أو بكل فترة زمنية أو بكليهما معاً تؤثر في المتغير التابع ثروة المساهم

جدول رقم (8) اختبار Redundant لمؤشرات الأداء الاقتصادي

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.070839	(10,268)	0.3850
Cross-section Chi-square	12.067153	10	0.2806
Period F	0.628576	(27,268)	0.9257
Period Chi-square	18.911919	27	0.8732
Cross-Section/Period F	0.755763	(37,268)	0.8471
Cross-Section/Period Chi-square	30.568462	37	0.7634

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

و بإجراء الاختبار على مؤشرات الأداء المالي أظهرت النتيجة عدم معنوية أسلوب الآثار الثابتة في حالة البيانات المقطعية فقط ومعنويته في حالة الفترة الزمنية والتغيرات خلال الفترة المقطعية والزمنية معاً ، وهذا يعني قبول أن ثابت معادلة الانحدار يتغير خلال الفترة الزمنية وهي هنا ربع سنوية وتغير المصرف والفترة الزمنية معاً أي يوجد آثار مقطعية فردية خاصة بالفترة الزمنية و بالمصارف وبكليهما معاً تؤثر على قيم المتغير التابع ولا يمكن إهمالها ، ولا يوجد أثر ثابت مقطعي خاص بكل مصرف مدروس يؤثر بالمتغير التابع .

جدول رقم (9) اختبار Redundant لمؤشرات الأداء المالي

Redundant Fixed Effects Tests

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.001119	(10,267)	0.4427
Cross-section Chi-square	11.337248	10	0.3319
Period F	2.971619	(27,267)	0.0000
Period Chi-square	80.926813	27	0.0000
Cross-Section/Period F	2.440035	(37,267)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	89.712618	37	0.0000

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

أشارت نتيجة الاختبار إلى قبول فرضية العدم بعدم وجود تأثير ثابت في حالة الأثر المقطعي فقط لكنه معنوي في حالة الفترة الزمنية والمقطعية معاً وبهذا نرجح أسلوب الأثر الثابت على المجمع في أفضلية اجراء معادلة الانحدار وأن ثابت النموذج ليس ثابت بين جميع البيانات المقطعية . ولكن ، هل قيمة الثابت تمثل قيمة ثابتة لكل وحدة مقطعية أم أنها ذات قيمة عشوائية لمعرفة الإجابة و الوصول إلى نموذج الانحدار الأمثل لابد من اجراء اختبار هاوس مان Hausman

- اختبار Hausman لمؤشرات الأداء المالي :

كما أشرنا سابقاً يفترض نموذج الآثار الثابتة بوجود متغيرات غير ملاحظة ناجمة عن وجود ثابت خاص لكل وحدة مقطعية لا يتغير مع الزمن وهذه المتغيرات ترتبط مع المتغيرات التفسيرية وتساهم بدورها بالتأثير بالمتغير التابع بينما الثابت في نموذج الآثار العشوائية يتكون من جزء عام وآخر عشوائي وبهذا يسعى اختبار هاوسمان Hausman عند اجراء انحدار النموذج العشوائي إلى البحث ما إذا كانت أي من المتغيرات غير الملحوظة المحذوفة (والتي كان مسموحاً بها بسبب وجود ثوابت مختلفة لكل وحدة مقطعية) غير مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية المدرجة. فإذا كانت غير مرتبطة ، يمكن استخدام منهج التأثيرات العشوائية؛ أما في حال خلاف ذلك يكون نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل. (Brooks,2014, P537)

واستناداً إلى افتراض عدم وجود ارتباط مع المتغيرات التفسيرية تعتبر فرضية العدم بصلاحية نموذج الآثار العشوائي ، أما الفرضية البديلة فتشير إلى صلاحية نموذج الآثار الثابتة ووجود الارتباط بين المتغيرات غير الملحوظة والمتغيرات التفسيرية .

باجراء الاختبار على مؤشرات الأداء المالي نجد أن معنوية الاختبار تفوق مستوى الدلالة 5% حيث تشير إلى تفوق نموذج الانحدار ذو الأثر العشوائي وأن ثابت النموذج يتكون من جزأين أحدهما ثابت لجميع المقاطع والأزمنة والآخر يدخل في تشكيل الخطأ العشوائي ولا يرتبط بالمتغيرات المستقلة

جدول رقم (10) اختبار Hausman لمؤشرات الأداء المالي

Correlated Random Effects - Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq.		
	Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.873882	3	0.8317
Period random	0.024363	3	0.9990
Cross-section and period random	0.404368	3	0.9393

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

يستخدم نموذج الانحدار ذو الأثر العشوائي طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS والتي تتميز بتعاملها مع البيانات في حال وجود مشكلة عدم تجانس التباين وبهذا يمكن الثقة بنتيجة الانحدار دون الحاجة لإجراء اختبار التأكد من تجانس تباين البواقي ، أما في حالة نموذج الآثار المجمعة المستخدم لمؤشرات الأداء الاقتصادي فهو يعتمد انحدار OLS وكما ذكرنا سابقاً إجراء الانحدار وفق هذا النموذج يستلزم وجود مجموعة من الافتراضات الكلاسيكية سبق وأن أسقط شرط التوزيع الطبيعي منها لكبر حجم العينة ، ووفقاً للجدول رقم (7) يُظهر مؤشر داربن واتسن خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ، ولذا تبقى الكشف عن احتمال وجود مشكلة عدم تجانس تباين البواقي باستخدام اختبار Heteroskedasticity الذي يقدمه برنامج الايفيوز 10

- اختبار عدم تجانس تباين البواقي Heteroskedasticity لمؤشرات الأداء الاقتصادي:

تعتمد كفاءة إجراء الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية وصلاحية النموذج لتقدير الخطأ العشوائي والاختبار الاحصائي على مدى صلاحية الافتراضات الأساسية التي تبنى عليها طريقة المربعات الصغرى، إحدى أهم هذه الفرضيات تتمثل في تجانس تباين البواقي تظهر مشكلة عدم تجانس البواقي عندما لا يكون تباين السلسلة ثابتاً طوال العينة، ويأتي ذلك نتيجة لوجود توزيع ملتوي أو قيم متطرفة عالية أو منخفضة تؤدي إلى اختلاف تباين الأخطاء عبر القيم أو عند عدم توصيف النموذج بشكل صحيح بإهمال بعض المتغيرات المهمة

بالرغم من أنه في حال غياب هذا الشرط يبقى بالإمكان إجراء الانحدار باستخدام ols لكنه سيؤدي إلى معاملات ذات تقديرات متحيزة ونموذج انحدار غير كفوء وبالتالي لم يعد أفضل مقياس خطي غير متحيز

best linear unbiased estimator (BLUE) -أي لم يعد لديه الحد الأدنى من التباين بين فئة التقديرات غير المتحيزة، والسبب هو أن تباين الخطأ σ^2 لم يعد يلعب أي دور في الدليل على أن نموذج OLS متناسق وغير متحيز، لذا فإن استخدام OLS في وجود heteroscedasticity قد ينتج أخطاء معيارية خاطئة، كبيرة جداً بالنسبة للثابت وبالتالي تؤدي إلى استدلالات مضللة.

يمكن علاج المشكلة من خلال تحويل المتغيرات كالتحويل اللوغرتمي الذي يساعد على إعادة تنسيق البيانات والتخلص من القيم المتطرفة لكن لا يمكن تطبيقه في الحالات التي يكون فيها للمتغير قيم سالبة أو صفرية (Brooks, 2014, PP 183-186)

من طرق التعامل مع بيانات تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين هي المربعات الصغرى المعممة أو الموزونة GLS، تعطي نتائج صحيحة نظرياً للأخطاء القياسية للمعاملات واختبارات المعنوية المختلفة، و تهدف إلى تقليل مجموع مربعات الأخطاء العشوائية في النموذج، يُعبر عن الوزن بمقلوب التباين $weights = 1/variance$ غالباً ما تُستخدم المربعات الصغرى المرجحة كأساس للقيام بالانحدار "robust" باستخدام الايفيز حيث يتم إعطاء القيم المتطرفة وزن أقل من النقاط الأخرى (Mutiu, 2015, P47)

باجراء الاختبار على مؤشرات الأداء الاقتصادي وبفرضية العدم التي تشير إلى تجانس التباين لبواقي النموذج نجد معنوية النموذج أصغر من مستوى الدلالة 5% وبهذا تُرفض فرضية العدم ونموذج الانحدار يعاني من مشكلة عدم ثبات التجانس والذي يظهر في بيانات كل من السلسلة الزمنية والمقطعية

جدول رقم (11) اختبار heteroscedasticity للبيانات المقطعية و الزمنية لمؤشرات الأداء الاقتصادي

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
Null hypothesis: Residuals are homoskedastic
Equation: UNTITLED
Specification: Y EVAC RIC C

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	622.6934	11	0.0000

Panel Period Heteroskedasticity LR Test
Null hypothesis: Residuals are homoskedastic
Equation: UNTITLED
Specification: Y EVAC RIC C

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	2652.986	11	0.0000

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بعد تطبيق طريقة OLS والتأكد من مدى تحقق الافتراضات و اختبار البواقي يمكن الوصول إلى إحدى النتائج الثلاث لبناء نموذج الانحدار وهي إما :

١- $Var(\epsilon_{it}) = \sigma^2$ وجميع تباينات ما بين الأخطاء تعادل الصفر (وهنا يطبق انحدار OLS دون أوزان (no weight

٢- $Var(\epsilon_{it}) = \sigma^2_i$ وجميع تباينات ما بين الأخطاء تعادل الصفر (وهنا لدينا عدم تجانس بين البيانات المقطعية cross-sectional heteroscedasticity ويطبق انحدار GLS من خلال اعتماد أوزان البيانات المقطعية)

٣- $Var(\epsilon_{it}) = \sigma^2_i$, $Cov(\epsilon_{it}, \epsilon_{jt}) = \sigma_{ij}$ وهذا يعني وجود مشكلتي ارتباط ذاتي وعدم تجانس التباين ويتم علاجها بانحدار GLS باعتماد خيار SUR weights

نجد أن نموذج مؤشرات الأداء الاقتصادي يعاني من مشكلة عدم تجانس تباين البواقي وبناءً على النتيجة الثانية يتم اعتماد طريقة GLS باستخدام البيانات المقطعية الموزونة cross-section weights وذلك للتخلص من مشكلة عدم تجانس التباين (باعتبار أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي). الهدف من علاج المشكلة هو إبعاد نتيجة الانحدار عن التحيز والعوامل المؤثرة في القدرة التفسيرية للنموذج ولتحقيق هذا الهدف يتيح برنامج الايفيز10 اجراء طريقة الانحدار الموزونة إما على البيانات المقطعية أو الفترة الزمنية لكن عند اجراء الانحدار باستخدام الفترة الزمنية الموزونة لم تساعد في حل مشكلة عدم التجانس كما يجب حيث نتج نموذج انحدار ذو قدرة تفسيرية أقل مما كانت عليه قبل اجراء المعالجة لذلك تم اعتماد البيانات المقطعية الموزونة cross-section weights دوناً عن Period weights لاجراء انحدار GLS

الهدف من بناء واستخدام معادلة الانحدار هو الكشف عن تأثير كل متغير من المتغيرات المدروسة بوجود المتغيرات الأخرى وبما ينسجم مع النتائج السابقة من مصفوفة معاملات الارتباط

المبحث الثاني : بناء نماذج الانحدار واختبار الفرضيات

- معادلة الانحدار الخطي المتعدد :

يتم بناء النموذج باعتماد معادلة الانحدار وفقاً لطريقة المربعات الصغرى المعممة GLS لدراسة العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة المتمثلة بمؤشرات الأداء المالي (ROA,ROE,EPS) ومؤشرات الأداء الاقتصادي (EVAC,RIC) كل مجموعة على حدى مع المتغير التابع (العائد غير العادي) باعتماد أسلوب random effect لمؤشرات الأداء المالي و pooled effect لمؤشرات الأداء الاقتصادي ويمكن بداية إيضاح مايلي:

- ١- تستخدم احصائية T-statistic عادةً لتعبر عن المعنوية الجزئية لمتغيرات الدراسة من خلال احتمالية P-value حيث تنص فرضية العدم على عدم معنوية المتغيرات وبالتالي ترفض الفرضية ونعترف بمعنوية المتغيرات عندما تكون $P-v \leq 0.05$ ومن الجدير بالذكر أن القيمة الاحتمالية تتناسب عكساً مع احصائية T-statistic ، فكلما كانت قيمة T-statistic أكبر ارتبطت مع قيمة احتمالية أصغر، يتم الحصول على قيمة T-statistic بنسبة المعامل Coefficient إلى الخطأ العشوائي Std. Error وبهذا كلما ارتفع الخطأ العشوائي ارتبط بقيمة T-statistic أقل وباحتمالية أعلى وهذا يعني غياب معنوية المتغيرات وقبول فرضية العدم
 - ٢- تشير احصائية F-statistic عادة إلى المعنوية الكلية للنموذج بوجود جميع المتغيرات المستقلة وتأثيرها بالمتغير التابع وكذلك يقوم على فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية النموذج ككل ويتم قبولها أو رفضها بمقارنة القيمة الاحتمالية مع 5% ، حيث أن رفض فرضية العدم والاعتراف بمعنوية النموذج ككل يشكل مصدر ثقة حول القيمة التفسيرية للنموذج
 - ٣- يعبر R-squared عن القدرة التفسيرية للنموذج فهو مؤشر يعطي مقدار مايفسر المتغيرات المستقلة من التغيرات التي تطرأ في الظاهرة المدروسة أما النسبة المكملية من التغير في المتغير التابع تفسرها عوامل ومتغيرات تفسيرية أخرى تظهر بالخطأ العشوائي ولم تُعتمد بالنموذج
- أما Adjusted R-squared فيكون عادةً ذا قيمة أقل من قيمة معامل التحديد و يعبر عن معامل التحديد المصحح ، يتمتع بخصائص أكثر أهمية في توضيح القوة التفسيرية للنموذج فهو لا يتأثر بالزيادة أو الحذف للمتغيرات التفسيرية في النموذج بينما يتسم معامل التحديد عادة بحساسيته لعدد المتغيرات التفسيرية حيث يرتفع بزيادتها وينخفض بانخفاضها.

٤- تستخدم احصائية داربين واتسن Durbin-Watson لغرض معرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي بين الانحرافات عن الخط المقرر أم لا، أي هل هناك تأثير لقيم السنوات الماضية على قيم السنوات الحالية، والقاعدة العامة باقتراب قيمة d.w من قيمة 2 يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي

- نموذج انحدار مؤشرات الأداء المالي :

يظهر الجدول رقم (12) معادلة الانحدار لمؤشرات الأداء المالي بعلاقتها بثروة المساهم (العوائد غير العادية) ظهرت المتغيرات التفسيرية غير معنوية في معظمها كالعائد على حقوق الملكية والعائد على إجمالي الأصول أما مؤشر ربحية السهم فظهر بقيمة معنوية مشيراً إلى وجود علاقة طردية وكذلك قدرة تفسيرية في تفسير تغيرات المتغير التابع

الجدول رقم (12) نموذج الانحدار ذو الأثر العشوائي RE لمؤشرات الأداء المالي

Dependent Variable: Y العائد غير العادي				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.378760	9.200864	0.801964	0.4232
EPS	0.942115	0.241422	3.902351	0.0001
ROA	0.019665	0.070827	0.277653	0.7815
ROE	-0.109084	1.867557	-0.058410	0.9535
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			4.197488	0.0008
Idiosyncratic random			148.0650	0.9992
Weighted Statistics				
R-squared	0.048045	Mean dependent var		18.65682
Adjusted R-squared	0.038650	S.D. dependent var		150.5945
S.E. of regression	147.6556	Sum squared resid		6627858.
F-statistic	5.114246	Durbin-Watson stat		2.049834
Prob(F-statistic)	0.001823			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.048074	Mean dependent var		18.86557
Sum squared resid	6631941.	Durbin-Watson stat		2.048572
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10				

يُعبّر عن نموذج الانحدار المتعدد لمؤشرات الأداء المالي بالمعادلة التالية:

$$Y = 7.378 + 0.942 \text{ EPS} + 0.0196 \text{ ROA} - 0.109 \text{ ROE}$$

القدرة التفسيرية الكلية للنموذج بلغت 3.8% أي أن مؤشرات الأداء المالي قادرة على تفسير 3.8% من تغيرات المتغير التابع الممثل بثروة المساهم وأن 96.2% من التغيرات تفسرها متغيرات أخرى لم يتم إدخالها بالنموذج تظهر في الأخطاء العشوائية ، تدعم القيمة المنخفضة لاختبار F-statistic هذه النتيجة أما احتماليته فتشير إلى أن النموذج معنوي ($0.001823 < 0.05$) والتي لربما استمدت من معنوية مؤشر ربحية السهم وقدرته على تفسير ثروة المساهم ، بينما ظهرت مؤشرات الربحية الأخرى غير معنوية وهذا يعني انخفاض معاملات ارتباطها وكذلك قدرتها على تفسير تغيرات المتغير التابع حيث ظهر مؤشر ربحية السهم يفسر 0.942 من تغيرات المتغير التابع ويرتبط معه بعلاقة طردية أما مؤشر العائد على حقوق الملكية فيفسر 0.109 من تغيرات المتغير التابع ويرتبط معه بعلاقة عكسية و العائد على إجمالي الأصول فيفسر 0.0196 من تغيرات العائد غير العادي.

وأما احصائية داربن واتسن Durbin-Watson فتشير إلى أن النموذج لا يعاني من مشاكل ارتباط ذاتي لكونه يعادل قيمته المعيارية كما يمكن تأكيد النتيجة من خلال اختبار الارتباط الذاتي ملحق رقم (6) حيث ظهرت القيمة الاحتمالية تتجاوز 5% أي نقبل فرضية العدم والاعتراف بعدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي بين المشاهدات المدروسة وبيانياً نلاحظ عدم تجاوز المشاهدات أي من الحدين الأيمن والأيسر .

وبالرغم من ضعف مدلول العلاقة من حيث قدرتها التفسيرية بين نموذج مؤشرات الأداء المالي المدروسة وثروة المساهم، إلا أنّ تحقيق المصرف لأداء داخلي جيد يعكس بتعظيم ثروة المساهم بالسوق المالي وهذا ماأظهره مؤشر ربحية السهم بارتباطه بعلاقة معنوية مع ثروة المساهم على العكس من المتغيرات الأخرى ، يمكن تفسير ذلك بأن مؤشر ربحية السهم يرتبط بشكل مباشر بثروة المساهم وهو يشكل محط أنظار حملة الأسهم لمعرفة حصتهم من الأرباح المحققة في نهاية الفترة لذلك تشكل تمثيل حقيقي وارتباط مباشر بالثروة خصوصاً إن قامت الشركة بتوزيعات للأرباح ، بينما مؤشر العائد على إجمالي الأصول والعائد على حقوق الملكية فهو مؤشر دفتري يستند الى بيانات تاريخية أكثر من كونه مؤشر واقعي منسجم مع نتيجة الأداء ، فحقوق الملكية مثلاً يُعبّر عنها بقيمة دفتريّة تختلف تماماً عن قيمتها السوقية كما شمولها للأرباح غير المحققة أو غير القابلة للتوزيع كأرباح القطع البنوي تؤثر على حجم النسبة دونما ارتباط مباشر بالسوق المالي .

كما استناداً لمؤشر ROE إن توصّل المصرف إلى تحقيق معامل ربحية مرتفع، قد لا يعكس في الحقيقة المستوى الجيد لربحية المصرف ، وإنما قد يكون نتاجاً لإنخفاض مستوى حقوق الملكية وبالمقابل زيادة

درجة المخاطرة التي يتحملها المصرف ولذا لا يمكن الحكم المطلق بأنَّ المصرف ذو ربحية عالية لمجرد تحقيقه لنسبة ROE مرتفعة ، أي لم ينتج ارتفاع النسبة عن تحقيقه لربح جيد ينعكس بتحسين أداء السهم بالسوق إنما نتجت عن تراجع بحقوق الملكية (الناجم عن انخفاض حجم رأس المال مثلاً) والذي لربما ينعكس بانخفاض العائد المطلوب مايعني ارتفاع بالعائد غير العادي ومنه مؤشر ثروة المساهم وفقاً لعلاقة عكسية

نستنتج مما سبق ولضعف القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي على التفسير والارتباط بثروة المساهم، تدل على عدم قدرة المساهم على الاكتفاء بمؤشرات الأداء المالي للحكم على حركة ثروته بالسوق المالي من حيث تعظيمها أو انخفاضها ، و كذلك بالنسبة للمستثمر المستقبلي لا بد له من البحث عن مؤشرات أخرى داعمة لاتخاذ قرار واضح حول توجيه أمواله للاستثمار بالأسهم ،ولكن هذا لايلغي أن لمؤشرات الأداء المالي أهمية داخلية تساعد الإدارة على اتخاذ قرارات مالية من المفترض أن تصب بمصلحة الملاك .

- نموذج انحدار مؤشرات الأداء الاقتصادي :

الجدول رقم (13) نموذج الانحدار المجمع الموزون GLS لمؤشرات الأداء الاقتصادي

Dependent Variable: Y العائد غير العادي				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVAC	0.943652	0.013104	72.00986	0.0000
RIC	0.018378	0.006480	2.836180	0.0049
C	-0.510425	0.956614	-0.533575	0.5940
Weighted Statistics				
R-squared	0.957587	Mean dependent var		33.62807
Adjusted R-squared	0.957309	S.D. dependent var		284.9265
S.E. of regression	59.26697	Sum squared resid		1071335.
F-statistic	3443.133	Durbin-Watson stat		1.839530
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.770083	Mean dependent var		18.86557
Sum squared resid	1601801.	Durbin-Watson stat		2.002977
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10				

يُعبّر عن نموذج الانحدار المتعدد لمؤشرات الأداء الاقتصادي بالمعادلة التالية:

$$Y = -0.5104 + 0.943 \text{ EVAC} + 0.0183 \text{ RIC}$$

من مدلول القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء الاقتصادي نجد أنها تستطيع تفسير 95% من التغيرات في المتغير التابع الممثل لثروة المساهم وأن 5% من التغيرات تعود إلى متغيرات تفسيرية أخرى تظهر في الأخطاء العشوائية لم يتم ادخالها في النموذج. ظهور مؤشر F-statistic بقيمة وبمعنوية عالية جداً يدعم نتيجة الاختبار كما يمكن القول أن معنوية النموذج الكلية مستمدة من معنوية المتغيرات التفسيرية الداخلة في تكوينه وهي مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والربح المتبقي

يُفسر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة 0.944 من تغيرات ثروة المساهم بخطأ معياري قدره 0.01 وكذلك الربح المتبقي يُفسر 0.02 من تغيرات ثروة المساهم بخطأ معياري قدره 0.006 ، تكمن أهمية انخفاض مؤشر الخطأ المعياري بارتفاع مؤشر t-Statistic وهذا يشير إلى معنوية عالية للمتغيرات التفسيرية ، لا يحوي النموذج على مشاكل ارتباط ذاتي وفقاً لمؤشر Durbin-Watson ويمكن تأكيد هذه النتيجة من خلال اختبار الارتباط الذاتي ملحق رقم (7) حيث ظهرت القيمة الاحتمالية تتجاوز 5% أي نقبل فرضية العدم والاعتراف بعدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي بين المشاهدات المدروسة وبيانياً نلاحظ عدم تجاوز المشاهدات أي من الحدين الأيمن والأيسر

وبهذا تحقيق المصارف لربح اقتصادي من خلال أدائها يساهم في اكساب المساهم لعائد غير عادي يؤدي لتعظيم ثروته ، كما يمكن مبدئياً استنتاج تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشر الربح المتبقي لظهوره بقيمة معامل أعلى أي قدرة أكبر على تفسير التغيرات بالمتغير التابع

يمكن تفسير العلاقة الارتباطية والقدرة التفسيرية القوية لمؤشرات الأداء الاقتصادي بصورة أساسية بمفهوم المؤشر نفسه الذي يعترف بتكلفة رأسمال كمصروف يطرح من صافي الربح ، وتحسب تكلفة رأسمال بناءً على معدل العائد المطلوب المستمد من السوق وهذا ما يجعل من المؤشر على صلة بأسعار وعوائد الأسهم بالسوق المالي ، وأما مبرر تفوقه على مؤشر الربح المتبقي فيعود لما يتميز به من تعديلات تم اقتراحها لاحتساب المؤشر كوسيلة لتحميل السنة ماحققته من أرباح وخسائر فعلية ورسملة ما لا يخص العام وهذا ينسجم مع ادعاءات أنصار مؤشر EVA في اثبات تفوقه على مؤشرات الأداء المالي من جهة وعلى مؤشر الربح المتبقي من جهة أخرى في ارتباطه وتفسيره لثروة المساهم

تظهر القدرة التفسيرية عند تثقيل المصارف أكبر مما هي في حالة عدم التثقيل وهذا يعني تمتع بعض المصارف بأثر أكبر من المصارف الأخرى في دعم القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء الاقتصادي فليست جميع المصارف قد حققت ربح اقتصادي كنتيجة لأدائها خلال الفترة المدروسة كما ظهر في العرض البياني لمؤشر EVA وبالتالي ظهر عدم التجانس فيما بينها

بمقارنة نتائج نموذجي الانحدار نصل إلى :

قبول فرضية البحث التي تنص على أن لمؤشرات الأداء الاقتصادي قدرة أكبر في تفسير ثروة المساهم الممثل بالعائد غير العادي في المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مقارنة بمؤشرات الأداء المالي، أي تفوق مؤشرات الأداء الاقتصادي على مؤشرات الأداء المالي بقدرتها على الارتباط وتفسير ثروة المساهم وهذه النتيجة تدعم ادعاءات أنصار مؤشر الأداء الاقتصادي وتتوافق مع دراسة Tafirei and sauro (2016) التي توصلت إلى إمكانية استخدام مؤشر EVA بشكل موثوق لقياس قيمة الشركات والأداء في نفس الوقت وكذلك دراسة Awan , Siddique & Sarwar - Chmelíková (2008) - Parvaei& Farhadi (2013)

ويعارض ماتوصلت إليه دراسة Ray - (2010) الكيلاني - Wallace, Bowen& Biddle (1998) - (2014) Biddle ,Wallace & Bowen ، و دراسة Maditionos , Sevic, & Theriou (2006) التي توصلت إلى تفوق مؤشر ربحية السهم على مؤشر EVA إلا أنه بالمقابل يضيف قدرة تفسيرية عالية لأرباح السهم في شرح عوائد الأسهم وهي تشابه نتيجة Sharma and Kumar (2012) فبالرغم من تفوق مؤشر EPS على EVA لكن لمؤشر الأداء EVA أيضاً قدرة على تفسير التغيرات في قيمة ثروة المساهمين و يمكن القول أن الدراسة الحالية اتفقت معهم في الوصول إلى تفوق مؤشر ربحية السهم على مؤشرات الأداء المالي بالارتباط وتفسير ثروة المساهم

وبالتالي طريقة احتساب مؤشرات الأداء الاقتصادي تجعل منها مؤشراً داخلياً لكن مرتبطاً بالسوق يأخذ بالحسبان مايطالبه المستثمرون من عوائد مبنية على توقعاتهم حول درجة المخاطر المستعدين لتحملها ، فالسوق يتأثر بقوة سلوكية تتمثل بالشائعات ورغبات المتعاملين والتوقعات التي لا تبنى بالضرورة على إطلاع على آلية العمل ودراسة القوائم المالية والبحث في حقيقة نتيجة الأداء ومصدر الأرباح التي تظهرها القوائم الربعية أو السنوية وهذا يعني وجود عوامل أخرى ذات معنوية تؤثر بثروة المساهم في السوق المالي وتنعكس بالعائد المطلوب، بينما تظهر مؤشرات الأداء المالي معزولة نوعاً ما عن السوق المالي لأثرها

الضئيل بثروة المساهم وربما يعود ذلك لكونها بعيدة عن عوامل السوق وتوقعات المستثمرين فهي تمثل انعكاس للأداء الداخلي فقط كمتوسط حجم الأصول أو حقوق الملكية ،صافي الربح المحاسبي وغيرها مما تظهره القوائم المالية التي تعتبر ذا بيانات تاريخية متراكمة

وبهذا يمكن القول إنّ تحقيق المصرف لنتيجة أداء داخلي جيدة متمثلة بربح اقتصادي وربح محاسبي تدل على قدرته على تحقيق عوائد غير عادية لحملة الأسهم ، وبالتالي حفاظ المصرف على قيمة المؤشر موجبة يعني تعظيمه لثروة المساهم في السوق المالي لكن مدلول مؤشر الربح الاقتصادي ظهر ذا قدرة أكبر على التعبير عن هذه النتيجة .

ولمعرفة على وجه التحديد أي من مؤشرات الأداء الاقتصادي ذات القدرة الأكبر بتفسير ثروة المساهم واختبار الفرضية الثالثة نلجأ الى نموذج الانحدار البسيط لمقارنة القدرة التفسيرية لكل من المتغيرين المعبرين عن الربح الاقتصادي

من خلال اختبار فرضية البحث الأولى وبعد تبين اختلاف ظروف تحقق الربح المحاسبي والربح الاقتصادي وعدم اشتراط ارتباطهما قام البحث بدراسة المقارنة بين النموذجين (مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي) لمعرفة مدى تفوق أحدهما على الآخر في ارتباطه وتفسيره لثروة المساهم وبعد قبول تفوق مؤشرات الأداء الاقتصادي ، كان لابد من اختبار الفرضية الثالثة لمعرفة مدى نجاح وجود تعديلات على القوائم المالية بالوصول إلى مؤشر ذا قدرة تفسيرية أفضل لثروة المساهم ، بالرغم من أن دراسة معادلة الانحدار المتعدد لمؤشرات الأداء الاقتصادي أظهرت مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ذا قيمة معامل أكبر من الربح المتبقي وكذلك جدول معاملات الارتباط أشار إلى ارتباطه بنسبة 88% بالمتغير التابع مقارنة مع نسبة 37% للربح المتبقي وهي إن دلت على شيء فتدل على تفوق مؤشر EVA ، ولكن للتأكد من مدى جدوى التعديلات المفترضة بالوصول إلى متغير أكثر ارتباطاً وتفسيراً لابد من مقارنة القدرة التفسيرية لكل مؤشر من مؤشرات الأداء الاقتصادي على حدى من خلال اجراء نموذج انحدار بسيط 'وفقاً لما سبق اختباره واختياره باستخدام نموذج بانل المجمع و التنقيط المقطعي لمؤشري القيمة الاقتصادية المضافة والربح المتبقي والمقارنة بين القدرة التفسيرية لكل منهما بالارتباط وتفسير العوائد غير العادية، بالاطلاع على مخرجات نموذج الانحدار البسيط لمؤشرات الأداء الاقتصادي مع العائد غير العادي جدول رقم (14) لمؤشر الربح المتبقي نجد معامل التحديد المصحح بلغ 31.6% بينما بلغت القدرة التفسيرية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة 96% وكلا المؤشرين ذا معنوية

جدول رقم (14) مخرجات نموذجي الانحدار البسيط بين مؤشرات الأداء الاقتصادي والعائد غير العادي

المتغير التابع العائد غير العادي Y						
Variable	C	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	R- Adjusted squared	Prob(F-statistic)
EVAC	0.577849-	0.964491	0.011165	86.38258	0.960479	0.000000
RIC	1.234361	0.315700	0.026411	11.95316	0.316073	0.000000
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10						

يُعبّر عن نموذج الانحدار البسيط لمؤشرات الأداء الاقتصادي كل على حدى بالمعادلة التالية:

$$Y = - 0.577849 + 0.964491 \text{ EVAC}$$

$$Y = 1.234361 + 0.315700 \text{ RIC}$$

وبالتالي من خلال ماسبق وبتفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يظهر مدى أهمية اجراء تعديلات القوائم في تحميل الفترة ما يخصها من ربح وخسائر حقيقية وهذا يعني رفض فرضية البحث التي تنص على أنه لا يوجد أهمية معنوية للتعديلات المحاسبية المفترضة لاحتساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تشكيل مؤشر ذا قدرة أكبر على تفسير ثروة المساهم والاعتراف بالأهمية المعنوية للتعديلات المحاسبية على القوائم في تخفيض أثر التلاعب والوصول إلى مؤشر ذا قدرة أكبر على الارتباط وتفسير ثروة المساهم

النتائج :

١- اتصفت فترة الدراسة بغياب الاستقرار الاقتصادي الذي أصاب المؤسسات المالية بصورة عامة وظهر أثره بالمصارف بانخفاض حجم الودائع وتقلبات سعر الصرف وتراجع حركة الإقراض ، مآثر ذلك على نتيجة أدائها التشغيلي وهيكلية قوائم الدخل لديها من حيث ارتفاع حجم إيراداتها غير المحققة من القطع البنوي وحجم مخصصات تدني التسهيلات الائتمانية ومااحتاجت لاقتطاعه من مخصصات مقابل المخاطر التي تتعرض لها الفروع في المحافظات والتي أثرت على نتيجة الأداء سواءً عند الاقتطاع أو الاسترداد (بانتفاء الحاجة لها) مما يعني تباين نتائج الأداء بين المصارف وخلال السنوات، وإن انعكس هذا التباين بدوره باستجابة متفاوتة لإدارة المصارف لتخفيض حدة تأثيره على أدائها الظاهر بالقوائم المالية إلا أنها بالمجمل تمكنت من إدارة الوضع دون وقوع أية حالات إفلاس .

٢- ظهرت مؤشرات الأداء الاقتصادي كمؤشرات حديثة جذبت الأنظار إليها بعد فترة الاهتمام بالربح المحاسبي والمردودية لما أظهرته من قصور في رصد إجمالي تكاليف الاستثمار فأهملت تكلفة رأس المال المستثمر وصنفت الأسهم كأموال مجانية دونما اعتبار للتكاليف إلا ماأظهرته القوائم المالية ، وإن صح هذا الاعتقاد في الشركات الفردية أو الشخصية إلا أنه أخطأ بجانب الشركات المساهمة ،فلتكلفة رأس المال أهمية لا تقل عن غيرها من التكاليف وخصوصاً وأن العائد المطلوب من قبل المستثمر ارتبط باعتقاده حول أداء سهم الشركة ولما لتأثيره في قرار المساهم من حيث استمرار استثماره بأسهم الشركة أو سحب أمواله للاستثمار بقنوات أخرى تحقق له عائد يتناسب مع درجة المخاطر المحتملة ومن منطلق هذه الأهمية ظهرت الحاجة لوجود مؤشرات أداء كمعبر عن الربح الاقتصادي المحقق للشركات المدرجة

٣- تلعب المخصصات دور جوهري في المصارف كمخصص تدني تسهيلات ائتمانية ومخصصات الضرائب وغيرها من العناصر التي يغلب عليها الطابع التقديري فهي مشتقة من طبيعة عملها وتتماشى في تشكيلها مع التعاميم والقرارات الداخلية منها والخارجية ،إلا أن احتسابها يعود الى تقديرات الإدارة الداخلية حول درجة الخطر المتوقع حدوثه ووجود عامل التقدير الخاص دون قيود أو محددات يجعل منها وسيلة تُعرّض القوائم المالية للتلاعب بشكل كبير سواء أكان هدف الادارة بلوغ نتيجة أداء موجبة من خلال تخفيض التقديرات أو تخفيض حجم أرباح العام انسجاماً مع أعوام سابقة

من خلال زيادة حجم المخصصات، أو باستردادها لفائض المخصصات في أعوام ذات نتيجة أداء سالبة تساعد في التخفيف من حدة أثر هذه الخسائر وتظهر القوائم بقيم موجبة من جديد فتحقق الإدارة غايتها بالوصول لنتيجة أداء مستقرة لعدة أعوام ، شكلت هذه الثغرات التي تعاني منها معظم مؤشرات الأداء المالي التي تبنى على النتيجة النهائية للقوائم المالية دون البحث في حقيقة مكوناتها ، إلا أن مؤشرات الأداء الاقتصادي قد سعت لتلافي وترميم هذا النقص وهذا ماظهر عليه مؤشر EVA بافتراضه لمجموعة من التعديلات تفيد بتحميل العام ما يخصه للوصول الى العرض الحقيقي لنتيجة الأداء

٤- مما توصل إليه البحث في اختبار فرضيات وجود دلالة احصائية معنوية ذات قدرة تفسيرية منخفضة لمؤشرات الأداء المالي مجتمعة بالارتباط وتفسير ثروة المساهم ، وتفرد مؤشر ربحية السهم بتحقيق قدرة تفسيرية معنوية من بين المؤشرات المالية المدروسة ، ولكن لوجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين مؤشرات الأداء المالية وثروة المساهم وإن كانت القدرة التفسيرية منخفضة فتعني وجود دور لمؤشرات الأداء الداخلية بالتأثير بأداء السهم بالسوق المالي و أن المصرف يجب أن يحقق نتيجة أداء مالية جيدة لتساهم بدورها بتعظيم ثروة المساهم على المدى الطويل ولذلك لا يمكن نفي ماتحمله مؤشرات الأداء المالي من أهمية .

٥- تُحقق مؤشرات الأداء الاقتصادي قدرة تفسيرية تفوق قدرة مؤشرات الأداء المالي على تفسير ثروة المساهم يشير ذلك إلى قبول فرضية البحث وبذلك ليستطيع المصرف تعظيم ثروة المساهم يحتاج إلى تحقيق ربح اقتصادي حقيقي كنتيجة للأداء، لاينتج عن حركة المخصصات والتقديرات تظهر بمؤشر قيمة اقتصادية مضافة وبربح متبقي موجب ،ولذا يمكن للمساهم الحالي أو المستثمر المستقبلي عند اتخاذ قرار الاستثمار بالسوق المالي الاعتماد على مؤشرات الأداء الاقتصادي وعدم الاكتفاء بمؤشرات الأداء المالي

٦- توصل البحث إلى تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية ضمن مؤشرات الأداء الاقتصادية المدروسة وهي تتشابه نتيجة دراسة (Elali (2007) ومنه تظهر أهمية التعديلات المقترحة من قبل مؤسسي المؤشر في أهمية تخفيض أثر التلاعب في القوائم (كحركة المخصصات بين السنوات والتقدير الذاتي في تشكيله) ولتحميل الفترة ماتكبدته من خسائر وماحققته من أرباح ، وبهذا يمكن قبول فرضية البحث

التي تعتبر بوجود أثر معنوي للتعديلات المقترحة في احتساب النموذج وقدرتها على تحسين القدرة التفسيرية لمؤشر يستند إلى الربح الاقتصادي ، وهي تعارض نتيجة دراسة (Abdoli and other- (2012) Sharma and Kumar التي توصلت لتفوق مؤشر الربح المتبقي على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير ثروة المساهم

٧- لا يعني بالضرورة تحقيق المصرف لربح محاسبي أنه قد حقق ربح اقتصادي والعكس صحيح وهذا يعود إلى آلية احتساب كل من المؤشرات فالربح الاقتصادي يقوم على اقتطاع تكلفة رأس المال وبالتالي يعني ذلك انخفاضه عن الربح الظاهر بالقوائم ، ولكن من ناحية أخرى فإن مكونات الربح الاقتصادي تختلف من حيث أخذها بعين الاعتبار لكل من الأرباح والخسائر الحقيقية خلال الفترة المحسوبة دون أن يشمل المخصصات المأخوذة بهدف الحيلة والحذر كمخصصات تدني التسهيلات الائتمانية والضرائب لما لحجمها التقديري من تأثير على نتيجة الأداء نهاية العام ، وبذلك فإن مؤشر الربح الاقتصادي يشكل قيمة مضافة للمصارف يجب أن تفصح عنه ضمن القوائم المالية إلى جانب الربح المحاسبي

التوصيات :

١- لم يسعى أنصار مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى إيجاد تعديلات في القوائم تتعارض مع المبادئ والمعايير المحاسبية ، إنما سعوا إلى إثبات وجود مؤشر يمكن الحصول عليه من اجراء قوائم إضافية تنشر مع الإفصاحات تكون مرشد لكل من الإدارة والمساهم على أن ماتم اتخاذه من قرارات تصب في مصلحة الملاك وهذا مايمكن الدعوة إلى تبنيه في إفصاحات المصارف التقليدية السورية أو باعتماد نشر واحتساب المؤشر من قبل سوق دمشق للأوراق المالية بكونه مؤشر جديد يساعد المساهم على اتخاذ قرار استثماري ناجح يصب في مصلحته ويحقق له عوائد غير عادية و استخدامه كأسلوب وهدف إداري لتقييم أداء الإدارة والقرارات المتخذة لمصلحة المساهمين بالاعتماد عليه ومنه تساهم في تطوير الأداء

٢- إنّ بذل الجهد الإعلامي من قبل السوق المالي ونشر مفهوم مؤشرات الأداء الاقتصادي عامة ومفهوم مؤشر EVA بشكل خاص له أهمية كبيرة في التوعية حول هذه المؤشرات وكذلك الجهد الأكاديمي في البحث والتعمق حول مفهومها ودورها والعوامل المؤثرة بها واعتمادها في المناهج الدراسية إلى جانب مؤشرات الأداء المالي

٣- تلعب مؤشرات الأداء الاقتصادي دور جوهري في حال تم تبنيها من قبل المصرف المركزي كأداة للحكم على أداء المصارف من منطلق الربح الاقتصادي ومقارنته مع الربح المحاسبي بضبط حجم مايقطع من مخصصات والبحث في الحجم اللازم لها إلى أن تتقارب نتيجة الأداء المالي والاقتصادي فيشكل بذلك مؤشر تقريبي لتخفيض أثر التلاعب

٤- استخدام الشركات لمؤشر EVA الموجب كأساس لمنح العلاوات للإدارة هذا النمط من نظام العلاوات هو عادةً مفيد لكل من الإدارة والمساهمين لأن مستوى الأداء هو في الغالب سيتجه نحو الارتفاع، فنظام المكافآت يشجع المدراء لتعظيم مستوى الأداء وحتى بعد دفعها سيكون العائد على حملة الأسهم أعلى مما هو في حال غيابها ، بهذا النظام تتحقق الموضوعية في تحديد العلاوة كبديل عن التقديرات ذات طابع شخصي المحددة وفقاً للميزانيات التفاوضية .

٥- شكلت المخصصات كمخصص تدني التسهيلات الائتمانية المقنطرة من الأرباح وفقاً لأساس توقعي عنصراً جوهرياً بالتأثير على نتيجة الأداء المالي واختلافها عن الواقع وبالتالي وجود عوامل تساعد في

تخفيضها كمؤسسة لضمان مخاطر القروض يمكن أن تساعد بتخفيض حجم المخصصات المقطوعة و دعم عملية تمويل المشاريع فيساعد ذلك على زيادة حجم الربح الحقيقي و تقريب نتيجة أداء مؤشرات الأداء المالي بالاقتصادي

٦- وجود قاعدة بيانات عالمية تتبع لشركة Stern & Stewart Co حول أعلى 1000 شركة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ساعد على انتشار الأبحاث عالمياً بكثرة منذ نشوءه وحتى وقتنا الحاضر لكن معظم الدول العربية ومن ضمنهم سوريا لم تُشمل بقاعدة البيانات وبالتالي لابد من احتسابه يدوياً و لربما صعوبة احتسابه هي ما اعاقت توسع البحث المحلي حوله فوقاً لاطلاع الباحثة يسبق هذه الدراسة دراسة واحدة نشرت في جامعة حلب وتناولت الجانب المحاسبي في تشكيل المؤشر واحتسابه حيث طُبّق على شركات صناعية دون البحث بعلاقته بالسوق المالي وهذا يتيح مجالاً واسعاً للباحثين للإهتمام بإجراء أبحاث مستقبلية حوله سواءً من حيث:

- تطبيقه على جميع القطاعات للشركات المدرجة في سوق دمشق والمقارنة فيما بينهم من حيث القدرة المعنوية للمؤشر بارتباطه وتفسيره للثروة باختلاف القطاع
- التوسع بالبحث حول مؤشرات اقتصادية أخرى ومقارنتها مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وصولاً للمؤشر الأفضل ارتباطاً بثروة المساهم واستخدام مؤشرات جديدة تمثل ثروة المساهم
- نشر استبيان للبحث حول امكانية تطبيقه كمنهج إداري داخلي في الشركات وأثره على اتخاذ القرار بما يصب بمصلحة المساهم .
- تقييم أداء الشركات بمؤشرات أداء غير مالية و البحث في مدى تفوقها على مؤشرات الأداء المالي والاقتصادي بتأثيرها وتفسيرها لثروة المساهم

المراجع باللغة العربية :

الكتب باللغة العربية :

١. آغا، عمار ناصر، حميدان، عدنان عباس، العواد، منذر، والجاعوني، فريد. (2004). مبادئ الإحصاء، دمشق : منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد
٢. دويري، رجاء وحيد. (2000). البحث العلمي اساسياته النظرية وممارساته العملية ، الطبعة الأولى ، دار الفكر ، دمشق
٣. قاسم ، عبد الرزاق ، والعلي ، أحمد .(2011). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، دمشق : منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد
٤. عطية ، عبد القادر محمد عبد القادر. (2004). الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الاسكندرية: الدار الجامعية
٥. كنعان ، علي .(2015). إدارة المصارف والسياسات المصرفية ، دمشق : منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد

الرسائل العلمية العربية :

١. بوشوشة، محمد. (2016). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية ، أطروحة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر ،بسكرة ، الجزائر
٢. تمسية ، سهام .(2014). تقييم أداء البنوك التجارية باستخدام نموذج camels- دراسة حالة البنك الوطني الجزائري (2008- 2012)، أطروحة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر
٣. الجرجاوي ، حليلة خليل . (2008). دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم- دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ،رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الإسلامية، غزة
٤. حردان ، عبد الله صلاح سعود. (2009). نموذج مقترح لقياس وتحليل أثر طرق تقييم الأداء على القيمة السوقية للبنوك التجارية في الأردن في ضوء التجارب العالمية والواقع الاقتصادي الأردني، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا ،جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، الأردن

٥. الزوبعي ، محمد فائز حسن.(2017). بناء محفظة نشطة متفوقة باستعمال استراتيجيات التداول المعتمدة على الزخم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، أطروحة دكتورا ، قسم العلوم المالية والمصرفية ،كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق
٦. سالم،نسرین خليفة محمد ،خير ، زينب جبريل ابراهيم ،وأحمد ، زمزم علي عمر.(2016). تقليل تأثير القيم الشاذة على مقدرات المربعات الصغرى الخطية باستخدام المقدرات LTS وLMS، بحث لدرجة البكالوريوس ،قسم الإحصاء ، كلية العلوم ، جامعة سبها ، ليبيا
٧. سرکسیان،تاتول أودیس.(2010).العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العمدة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية،كلية الأعمال ،جامعة الشرق الأوسط ، الأردن
٨. سمیة ،بن عویدة .(2012). الربحية في تقييم أداء البنك -دراسة حالة بنك القرض الليوني ، أطروحة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري،قسنطينة،الجزائر
٩. عشي ،عادل.(2001).الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم - دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة (2000- 2002)، أطروحة ماجستير، قسم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية،جامعة محمد خيضر ،بسكرة ، الجزائر
١٠. عوف الله ،سعاد .(د.ت). استراتيجيات إدارة التعثر المصرفي -تجارب دول عربية ، أطروحة دكتورا ،قسم العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة حسيبة بن بو علي ، الشلف ،الجزائر
١١. لطيفة ،بكوش .(2016).مساهمة التسيير على أساس الأنشطة في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة الحالة : مجمع صيدال ،أطروحة دكتورا ،قسم علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ،بسكرة ، الجزائر
١٢. مبروكة ،معطالله، ودزايت ،خديجة .(2012). تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة شركة البناء للجنوب و الجنوب الكبير بورقلة-BATISUD ، أطروحة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة ، الجزائر

المقالات باللغة العربية :

١. الجمال،زكريا يحيى .(2012).اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية ،المجلة العراقية للعلوم الاحصائية ،العدد21،ص ص 266-285

٢. العامري، نبراس محمد عباس.(2012). استعمال أنموذج عائد رأس المال المعدل بالمخاطر في إدارة المخاطر المصرفية دراسة في عينة من المصارف العراقية الخاصة، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد 21، العراق، ص ص 169-207
٣. معاليم، سعاد، و بوحفص، سميحة.(2017). انشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA -دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل بسكرة، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 30، الجزائر
٤. سويسبي، هواري.(2009). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، عدد 7، جامعة ورقلة، الجزائر، ص-ص 55-70
٥. عبد الغني، دادان.(2006). قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، عدد 4، جامعة ورقلة، الجزائر، ص-ص 41-48
٦. عبد النور، شنين، و زرقون، محمد.(2015). قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)، محلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 1، ص ص 239-251
٧. علي، مقبل علي أحمد.(2008). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، عدد 5، اصدار 11، ص ص 118-136
٨. قريشي، محمد جموعي.(2004). تقييم أداء المؤسسات المصرفية -دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية -خلال الفترة 1994/2000، مجلة الباحث، عدد 3، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة
٩. الكيلاني، قيس أديب، قدومي، ثائر عدنان، و العمارنة، أسماء ابراهيم.(2012). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، سلسلة العلوم الانسانية، المجلد 14، العدد 1، الأردن، ص ص 1-18

أخرى :

- ١- السعيد، بريكة، وسمير، مسعي.(2009). تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول : صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف - مسيلة، الجزائر

المراجع الأجنبية :

الكتب باللغة الأجنبية :

1. Brooks, C. (2014). **Introductory Econometrics for Finance**, THIRD EDITION, Cambridge: Cambridge University Press.
2. Gujarati,D.N.(2003).**Basic Econometrics**, FOURTH EDITION, New York: The McGraw-Hill Companies
3. Koller,T., Goedhart,M.,& Wessels,D.(2010). **VALUATION MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES**, FIFTH EDITION, Hoboken- New Jersey, Published by John Wiley & Sons Inc.
4. Kaufman,R.L.(2013). **Heteroskedasticity in Regression: Detection and Correction**, united states of America : SAGE Publications

الرسائل العلمية الأجنبية :

1. AMINIMEHR, A.(2007).**STUDY OF MEASUREMENT OF WEALTH CREATION BY CAR MANUFACTURERS THROUGH ECONOMIC VALUE ADDED CONCEPT BETWEEN 2001 TO 2005** ,DEGREE OF DOCTOR ACCOUNTANCY ,FACULTY OF COMMERCE , DEPARTMENT OF COMMERCE
2. Chuluunbaatar,T.(2010). **BANK PROFITABILITY IN MONGOLIA**, MASTER THESIS, Charles University in Prague, Czech Republic
3. Elali,W.(2007).**EVA and Shareholder Value Creation: An Empirical Study**, degree of Doctor, Westminster University , London, England
4. Fan,L.,& Moore,A.(2016).**CSR and financial performance in the banking sector in scandinavia**, Bachelor's thesis, University of Gothenburg , Gothenburg, Sweden
5. Fekadeselassie,T.(2015). **Risk Management Practice of Ethiopian Commercial Banks**, Degree of Master, College of Business and Economics,Addis Ababa University, Ethiopia

6. Grada,M.(2007). **The Impact of Economic Value Added Measure in Assessing the Business Performance of UK Construction Companies** , degree of Doctor, Nottingham Trent University, Nottingham, England
7. Geessink,I.(2012). **ENTERPRISE RISK MANAGEMENT AND BANK PERFORMANCE DURING A FINANCIAL CRISIS**, MASTER THESIS, University of Twente, Enschede, Netherlands
8. Hall,J.(1998). **VARIABLES DETERMINING SHAREHOLDER VALUE OF INDUSTRIAL COMPANIES LISTED ON THE JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE**, degree DOCTOR IN BUSINESS , ECONOMIC AND MANAGEMENT SCIENCES University of Pretoria ,PRETORIA
9. Henderson,G.(2009). **THE POSSIBLE IMPACTS OF “ENLIGHTENED SHAREHOLDER VALUE” ON CORPORATIONS’ ENVIRONMENTAL PERFORMANCE**, degree of Master, University of Toronto, Canada
10. Huang,Y.(2012). **Long-term Abnormal Stock Performance: UK evidence**, degree of Doctor, University of Exeter, England
11. Iva Hověžíková, B.A.(2010). **The project of the Economic Value Added implementation into the management of the company XY s.r.o. in order to raise its economic performance**, Diploma thesis, Tomas Bata University, Zlín, Czech Republic
12. Lonnqvist ,A.(2004). **Measurment of Intangible Success Factors: case studies on the Design -Implementation and use of measures**, degree of Doctor, University of Tampere, Finland
13. Mäenpää,m.(2016). **The Importance of Shareholder Value in Decision-Making**, Bachelor Thesis , Vaasa University of Applied Sciences, Finland
14. NANDI,J.k.(2012). **PERFORMANCE EVALUATION OF SELECTED BANKING COMPANIES IN INDIA: A STUDY**, DEGREE OF DOCTOR, THE UNIVERSITY OF BURDWAN, Bardhaman, India

15. Naidoo, P. (2006). **Creating and Measuring Shareholders' Value through Acquisition A Case Study on Sage Plc**, degree of MASTERS, University of KwaZulu-Natal, Durban, South Africa
16. Nyiramahoro, B., & Shooshina, N. (2001). **Creating and Measuring Shareholder Value: Applicability and Relevance in Selected Swedish Companies**, Master Thesis, Göteborg University, Sweden
17. Paragh, A. (2012). **Economic Value Added and its Effect on Managerial Behaviour- An Investigation into the Effectiveness of an Economic Value Added Compensation System**, Bachelor Thesis, Erasmus School of Economics, ERASMUS UNIVERSITY ROTTERDAM, Rotterdam, Netherlands
18. Poldervaart, R. (2010). **EVA vs traditional performance measures in Europe: Analyses on stock based performance and influence of IFRS**, Master Thesis, Erasmus School of Economics, ERASMUS UNIVERSITY ROTTERDAM, Netherlands
19. Prinsloo, J. J. (2007). **A COMPARATIVE ANALYSIS OF ECONOMIC VALUE CREATED BY SOUTH AFRICAN MINING COMPANIES IN A GROWING PLATINUM INDUSTRY**, degree of MASTERS, the Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, Sandton, South Africa
20. Rayan, K. (2008). **Financial leverage and firm value**, Master thesis.- Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, South Africa
21. Radwan, A. (2013). **Applying Pablo Fernandez Model of Created Shareholder Value in the Egyptian Market: A Case Study of Telecommunications Industry 2008-2012**, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2356569>
22. Schmid, P. (2010). **RISK-ADJUSTED PERFORMANCE MEASURES – STATE OF THE ART**, Master's Thesis, University of St. Gallen, Switzerland
23. Tamamy, M. (2013). **Investigating the explanatory power of Economic Profits (EVA®) versus accounting profits on stock returns as a measure of shareholders wealth creation. An empirical study of the FTSE 100**, Master of Finance, school of business and finance, London

24. Tan,Y.(2013). **Essays on the analysis of performance and competitive condition in the Chinese banking industry**, degree of Doctor, University of Portsmouth, England
25. Tettey,I. and Baffoe,I.T.(2008) .**INVESTIGATING SHAREHOLDERS' ECONOMIC VALUE CREATION IN THE BANKING INDUSTRY- The case of the HSBC and Barclays plc UK** , MASTER'S THESIS, School of Management,Bleking Institute of Technology
26. TICE,f.M.(2015). **THE EFFECT OF RELATIVE PERFORMANCE EVALUATION ON INVESTMENT EFFICIENCY AND FIRM PERFORMANCE**, degree of DOCTOR, Texas A&M University, College Station, Brazos, Texas
27. Wirawan,D.I.(2011). **EFFECTS OF EVA (ECONOMIC VALUE ADDED), EVA SPREAD, EVA MOMENTUM AND RETURN ON ASSETS ON STOCK RETURN (Empirical Study in Indonesian Stock Market)**, Master THESIS, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, Indonesia

المقالات باللغة الأجنبية

1. Abdoli ,M., Shurvarzi,M., and Farokhad ,A.D.(2012). **Economic Value Added vs. Accounting Residual Income; Which One Is a Better Criterion for Measurement of Created Shareholders Value?** ,World Applied Sciences Journal ,17 (7), pp 874 – 881
2. Aliabadi,S., Dorestani,A.,& Balsara,N.(2013). **The Most Value Relevant Accounting Performance Measure by Industry**, Journal of Accounting and Finance, vol. 13(1) ,PP 22-34
3. Ally,Z.(2013). **Comparative Analysis of Financial Performance of Commercial Banks in Tanzania** , Research Journal of Finance and Accounting, Vol.4, No.19,PP133-143
4. Artikis,P.(2008).**Wealth Added Financial Management Research**, MIBES E-Book , Available <http://mibes.teilar.gr/ebook/ebooks/artikis%202-17.pdf>
5. Asandimitra,N.,& Utami,D.P.(2017). **Analysis of Abnormal Return, Trading Volume, And Bid-Ask Spread At the Period of Stock Split Announcement**, IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Volume 8, Issue 4, PP 83-93

6. Bacidore, J. M., Boquist, J. A. , Milbourn, T. T. , and Thakor A. V. (1997). **The Search for the Best Financial Performance Measure** , Financial Analysts Journal, vol 52 no (3), pp. 11-20
7. Bhasin,M.(2013). **Economic Value Added and Shareholders' Wealth Creation: Evidence from a Developing Country** , International Journal of Finance and Accounting ,2(4),PP 185-198
8. Biddle,G.C., Bowen,R.M., Wallace,J.S .(1997). **Does EVA beat earnings ? Evidence on associations with stock returns and Firm values**, Journal of Accounting and Economics , vol. 24, issue 3, PP 301-336
9. Brock,P.L.,& Suarez,L.R.(2000). **Understanding the behavior of bank spreads in Latin America**, Journal of Development Economics,Vol. 63 ,Issue.1,PP 113–134
10. Burksaitiene,D.(2009). **MEASUREMENT OF VALUE CREATION: ECONOMIC VALUE ADDED AND NET PRESENT VALUE**, ECONOMICS & MANAGEMENT ,pp709-714, [\[www.ktu.lt\]](http://www.ktu.lt)
11. Chari,L,& Mohanty, R. P.(2010). **Understanding Value Creation: The Shareholder Value Perspective**, Available at <https://www.semanticscholar.org/paper/Understanding-Value-Creation-%3A-The-Shareholder-Chari-Mohanty/28ed3463df8455e8840969c048f31f48b3771177>
12. Chouikh,A.,& Blagui,Y.(2017). **The Determinants of Bank Performance: The Case of Tunisian Listed Banks**, Journal of Finance and Accounting, Vol. 5, No. 2, PP53-60
13. Chattopadhyay,A.,& Rakshit,D.(2010). **MEASURES OF SHAREHOLDERS' VALUE CREATION : AN ASSESSMENT**, Vidyasagar University Journal of Commerce,Vol. 15,PP5-21
14. Drozdowska,M.I.,& Witkowski,B.(2016). **Determinants of Banks' Performance: the Case of ROE Of G-SIBs in Central - Eastern and South-Eastern Europe**, Journal of Management and Business Administration. Central Europe ,Vol. 24, No. 1,pp46–63

15. Ekanayake, E., & Premerathne, D. (2016). **Impact of ownership structure on Bank performance evidence from sri lanka**, Asia Pacific Journal of Advanced Business and Social Studies, volume: 2, Issue: 1, PP 18-28
16. Fiordelisi, F., and Molyneux, P. (2007). **Value Creation in Banking**, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=965441>
17. Gunaratne, Y.M.C. (2017). **Is EVA an Effective Performance Measure; Evidence from Colombo Stock Exchange-Sri Lanka**, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol 9, No 2, PP 238-253
18. Haddad, F.S. (2012). **The Relationship between Economic Value Added and Stock Returns: Evidence from Jordanian Banks**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 89, Available https://www.researchgate.net/publication/287275812_The_relationship_between_economic_value_added_and_stock_returns_Evidence_from_Jordanian_banks
19. Klaassen, P., Eeghen, I.V. (2015). **Analyzing bank performance – linking RoE, RoA and RAROC: U.S. commercial banks 1992–2014**, The Journal of Financial Perspectives, Volume 3 – Issue 2
20. Kosmidou, K., Tanna, S., & Pasiouras, F. (2005). **Determinants of profitability of domestic UK commercial banks: panel evidence from the period 1995-2002**, Money Macro and Finance Research Group, <https://ideas.repec.org/p/mmfc/mmfc05/45.html>
21. Macharia, P. I., and Gatuhi, S. K. (2013). **Effect of Financial Performance Indicators on Market Price of Shares in Commercial Banks of Kenya**, International Journal of Management & Business Studies, Vol. 3, Issue 3, PP 60-57
22. Maditinos, D.I., Šević, Z., & Theriou, N.G. (2009). **Economic Value Added (EVA®) Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature**. The case of Athens Stock Exchange (ASE), Journal of Modelling in Management, 4 (3), PP 182-201

23. Matari,E.M., Swidi ,A.K.,& Fadzil ,F.H.(2014). **The Measurements of Firm Performance's Dimensions**, Asian Journal of Finance & Accounting , Vol. 6, No. 1,PP24-49
24. Mutiu,S.(2015). **Application of Weighted Least Squares Regression in Forecasting**, International Journal of Recent Research in Interdisciplinary Sciences (IJRRIS) ,Vol. 2, Issue 3, pp 45-54
25. Nakhaei,H.(2013).**EVALUATION OF COMPANY PERFORMANCE WITH ACCOUNTING AND ECONOMIC CRITERIA IN BURSA MALAYSIA**, JOURNAL OF GLOBAL BUSINESS AND ECONOMICS,VOL.6,NUM.1,PP49-62
26. Nouaili ,M. , Abaoub,E.,& Ochi,A.(2015). **The Determinants of Banking Performance in Front of Financial Changes: Case of Trade Banks in Tunisia** , International Journal of Economics and Financial Issues, 5(2),PP 410-417.
27. POPA,G.,&MIHAILESCU,L.(2009).**EVA–Advanced method for performance evaluation in banks**, Investments and Economic Recovery, Economia seria Management, Vol.12, Nr. 1 ,PP 172 -168
28. Porter,R.L.,& Sopranzetti,B.J.(2014). **Understanding the Channels of Bank Value Creation During Times of Crisis: Deconstructing ROA**, Journal of Accounting and Finance ,vol. 14(5) ,PP 11-23
29. Ray,K.K.(2014). **EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance**, European Journal of Business and Management, Vol.6, No.11,PP 105-114
30. Sare,Y.A.,& Esumanba,S.V.(2013). **Determinants of Abnormal Returns on the Ghana Stock Exchange**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.4, No.11,PP7-16
31. Salhi,B., & Boujelbene,Y.(2012) .**Performance of Tunisian Banks Following Transformations of Banking Activities**, International Journal of Business and Management, Vol.7, No.23,PP31-44
32. Saha,A.,& Bandyopadhyay,A.(2007). **RAROC & EVA :The New Drivers of Business Growth in Indian Banks**, Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/8920/>

33. Shah,A.,& Sengupta,S.(2014). **A Study on Financial Performance and Valuation Metrics: Application of EVA, MVA, CVA and TSR Techniques**, IES Management College and Research Centre,PP538-546,available <https://www.semanticscholar.org>
34. Sharma ,A.K.,& Kumar,S.(2012). **EVA VERSUS CONVENTIONAL PERFORMANCE MEASURES – EMPIRICAL EVIDENCE FROM INDIA**, Proceedings Of ASBBS, Volume 19 ,Num.1,PP 804-815
35. Shil ,N.C.(2009). **Performance Measures: An Application of Economic Value Added** , International Journal of Business and Management , Vol. 4, No. 3,PP169-177
36. Suresh,S.,and Sengottaiyan,A.(2015) **A Study on Shareholders Value Creation and Financial Performance of Selected Auto Mobile Companies in India**, International Journal of Humanities Social Sciences and Education,Volume 2,Issue 8,PP 95-102
37. Tafirei, M. and, sauro ,M .(2016). **EVA and Stock Returns: Are They Correlated?** , Financial Assets and Investing, Vol 7, No 2, PP 34-51
38. Uyemura,D.G., Kantor,C.C.,& Pettit ,J.M.(1996). **EVA® for Banks: Value Creation**, Risk Management, and Profitability Measurement, Journal of Applied Corporate Finance, volume 9 (2),PP 94-113
39. ZHENG,X.(2014).**THE APPLICATION OF ECONOMIC VALUE ADDED ON PERFORMANCE EVALUATION OF LISTED BANKS IN CHINA** , JOURNAL OF ACADEMIC RESEARCH IN ECONOMICS, VOL.6, Nr.1, PP103-118

أوراق عمل :

1. Argandona,A.(2011).**stakeholder theory and value creation**, working paper, IESE business school ,university of Navarra, Pamplona, Spain
2. Heffernan,S.,and Fu,M.(2008). **The Determinants of Bank Performance in China**, EMG Working Paper Series, Cass Business School, City University, London
3. Guru, B.K. , Shanmugam, B. & Staunton J.(2002). **Determinants of commercial bank profitability in Malaysia**, working paper, University multimedia

4. Liu,H.,& Wilson,G.O.(2009). **The Profitability of Banks in Japan: The Road To Recovery?**, WORKING PAPER SERIES, WP 06/09, Cass Business School, City University London

أخرى :

1. European Central Bank. (2010). **BEYOND ROE – HOW TO MEASURE BANK PERFORMANCE**, Appendix to the report on EU banking structures
2. evaDimensions.(2011). **Using EVA and EVA Momentum to measure**, benchmark and project financial performance and shareholder wealth creation, for the Manufacturers Alliance/ MAPI, www.mapi.net
3. Jones,wesleyM.Jr.,and George Lowry .(2008). Does EVA Really help long Term stock performance? Proceeding ,44th Annual meeting of the southeastern chapter of the institute for operations reearch and the management sciences,PP 417-421
4. Gerlach,S., Peng,W.,& Shu,C.(2004). **MACROECONOMIC CONDITIONS AND BANKING PERFORMANCE IN HONG KONG: A PANEL DATA STUDY**, Research Department, Hong Kong Monetary Authority

مواقع الكترونية :

١. سوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy>
٢. مصرف سورية المركزي ،التشريعات والقوانين <http://cb.gov.sy/ar/legislations-laws>
٣. مصرف التسليف الشعبي <http://www.pcb-bank.sy/Services/InvestmentCertificates>
٤. هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية <http://scfms.sy>
٥. www.eviews.com/help/content

الملاحق :

ملحق رقم (1) جدول قيم صافي الربح للمصارف المدروسة

المصرف	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بنك العربي	460,442,091.00	(44,386,252.00)	1,114,453,925.00	(84,815,136.00)	5,252,418,751.00	8,043,902,264.00	(5,274,377,347.00)
بنك الشرق	48,860,768.00	214,882,130.00	559,738,212.00	1,276,344,155.00	4,299,688,129.00	5,733,908,638.00	(2,123,500,775.00)
بنك الاردن	103,962,887.00	(359,869,629.00)	(165,163,689.00)	(206,945,752.00)	2,780,725,053.00	4,679,029,569.00	(2,492,367,496.00)
بنك سوريا والمهجر	570,491,247.00	60,673,656.00	172,681,080.00	1,987,166,439.00	6,401,012,869.00	7,801,971,045.00	(755,783,033.00)
بنك سوريا والخليج	257,893,204.00	(185,102,855.00)	(425,926,112.00)	(841,024,961.00)	1,068,489,353.00	896,073,404.00	(2,339,819,650.00)
بنك فرنسبنك	150,373,123.00	56,754,308.00	198,583,277.00	2,353,152,579.00	6,557,476,486.00	11,392,749,291.00	(4,671,744,670.00)
بنك قطر	1,178,307,142.00	2,750,045,612.00	8,659,699,755.00	8,321,378,013.00	20,116,204,494.00	27,827,785,000.00	(12,293,371,851.00)
بنك عودة	114,396,570.00	5,586,946.00	316,574,204.00	2,961,706,960.00	6,077,180,871.00	11,382,625,214.00	(3,270,886,719.00)
بنك الدولي للتجارة والتمويل	1,009,017,399.00	661,752,851.00	2,645,104.00	5,222,850.00	20,454,286.00	5,760,300,436.00	2,179,845,660.00
بنك بيبيلوس	169,292,440.00	(157,311,970.00)	452,603,065.00	1,100,317,998.00	6,528,822,794.00	6,909,247,851.00	964,565,027.00
بنك بيمو	659,504,453.00	41,206,390.00	1,979,270,514.00	2,332,496,283.00	6,673,791,454.00	10,341,740,108.00	(2,094,673,697.00)
المتوسط	429,321,938.55	276,748,289.73	1,169,559,939.55	1,745,909,038.91	5,979,660,412.73	9,160,848,438.18	(2,924,737,686.45)

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية النهائية للمصارف المدروسة

ملحق رقم (2) جدول القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف المدروسة

المصرف	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بنك العربي	757,017,490.00	11,878,953,031.89	(1,434,565,822.33)	3,108,029,050.33	7,329,858,292.20	9,104,009,257.29	(41,163,993,601.30)
بنك الشرق	(6,468,782.90)	4,098,697,655.95	474,753,309.50	1,108,588,713.95	3,496,429,821.81	4,399,716,764.95	(29,256,785,763.24)
بنك الاردن	3,222,280,605.13	879,911,437.12	71,143,627.50	(2,640,847,223.55)	2,200,498,228.36	5,788,565,723.43	(36,373,738,700.28)
بنك سوريا والمهجر	661,824,820.80	10,059,213,606.42	848,468,526.28	5,242,144,655.78	6,572,646,126.88	5,918,949,684.35	(45,400,592,790.85)
بنك سوريا والخليج	2,717,792,570.50	1,009,803,245.92	2,562,193,595.78	(886,603,323.11)	2,732,499,657.12	2,924,893,667.97	(15,604,147,985.51)
بنك فرنسبنك	419,006,093.30	6,759,626,039.86	2,876,658,151.91	3,518,713,387.35	9,564,977,241.28	7,752,915,267.97	(79,599,166,089.52)
بنك قطر	10,276,284,340.98	24,386,311,108.22	(12,520,103,510.43)	(10,094,022,438.60)	37,744,356,343.14	(8,775,321,551.01)	(189,053,586,334.04)
بنك عودة	4,527,131,447.70	15,162,175,587.10	(5,081,714,344.73)	8,565,983,950.81	6,901,811,899.57	10,158,825,625.92	(51,794,535,346.50)
بنك الدولي للتجارة والتمويل	9,089,966,548.36	5,111,652,082.57	(656,504,999.81)	(3,217,978,986.47)	12,368,853,956.19	6,421,620,242.36	(66,203,727,334.99)
بنك بيبيلوس	548,807,649.60	11,554,905,839.16	3,484,819,365.05	15,250,064,737.89	6,757,741,840.19	5,972,302,740.05	(35,022,644,099.93)
بنك بيمو	5,574,430,067.95	12,057,517,998.08	(3,219,840,979.43)	19,758,197,445.35	10,091,051,636.16	8,938,318,798.66	(27,334,771,554.02)
المتوسط	3,435,279,350.13	9,359,887,966.57	(1,144,972,098.25)	3,610,206,360.89	9,614,611,367.54	5,327,708,747.45	(56,073,426,327.29)

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية النهائية للمصارف المدروسة

ملحق رقم (3) نسبة الملاءة المالية للمصارف المدروسة

حقوق الملكية/ اجمالي الاصول	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بنك العربي	0.159242567	0.157770519	0.1626348	0.156148967	0.222127055	0.280445551	0.22430571
بنك الشرق	0.144195373	0.153028524	0.178202776	0.166914806	0.245903958	0.395439762	0.265578061
بنك الاردن	0.167163347	0.151539427	0.133164211	0.131705486	0.212029231	0.326692759	0.23796994
بنك سوريا والمهجر	0.081247721	0.101009603	0.064125027	0.074720787	0.099727039	0.112928883	0.119010983
بنك سوريا والخليج	0.121981103	0.097481632	0.07010144	0.033474862	0.065899765	0.068944054	0.034392268
فرنسبنك بنك	0.129756734	0.122349509	0.103224071	0.13062244	0.152153062	0.218477275	0.201972417
بنك قطر	0.719164794	0.764744778	0.764282851	0.739755612	0.792268434	0.779572002	0.727328784
بنك عودة	0.109843806	0.141727118	0.133889495	0.157827676	0.19857099	0.262717224	0.218016162
بنك الدولي للتجارة	0.127358478	0.148358023	0.130191785	0.122741224	0.099006221	0.114503543	0.118074633
بنك بيبيلوس	0.141198747	0.148405393	0.148279397	0.146589051	0.196343621	0.288951894	0.330569371
بنك بيمو	0.092817467	0.084160154	0.077089367	0.081809419	0.104901964	0.121042889	0.110233406

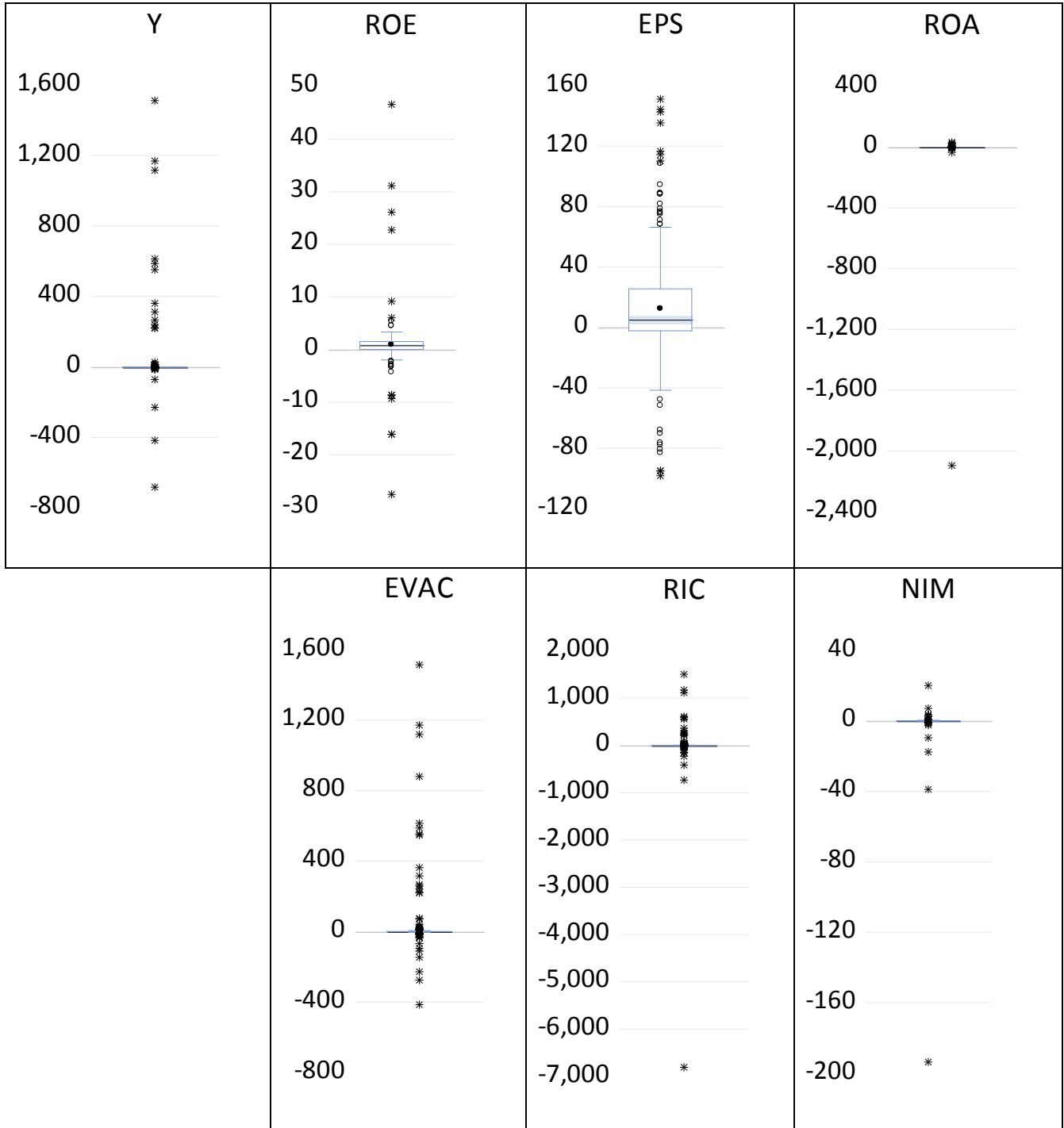
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية النهائية للمصارف المدروسة

ملحق رقم (4) حجم المصرف المعبر عنه باللوغرتم الطبيعي لاجمالي الأصول

حجم البنك	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بنك العربي	24.34280569	24.344596	24.48728837	24.51581749	24.72762151	25.00153963	24.92273528
بنك الشرق	23.48408668	23.51769971	23.56579613	23.97897364	24.27665913	24.31046675	24.54798543
بنك الاردن	23.59849407	23.56287623	23.62215313	23.54367546	23.88198007	24.11105649	24.12988301
بنك سوريا والمهجر	24.96450247	24.76199575	25.24380973	25.38122012	25.68696527	25.99855629	25.91334027
بنك سوريا والخليج	23.83035609	23.98456519	24.13100514	24.36269099	24.58669893	24.79267901	24.64177503
فرنسبنك بنك	24.16089414	24.2436836	24.47660647	24.70413438	25.21639503	25.48690017	25.37435381
بنك قطر	23.80682355	23.90674344	24.29211095	24.59239479	24.97342191	25.39566966	25.30552429
بنك عودة	24.87323048	24.62876565	24.7197348	24.88901443	25.12782762	25.37885783	25.43937252
بنك الدولي للتجارة	24.84176254	24.77014807	24.90106764	24.96062466	25.17792466	25.54909941	25.66047542
بنك بيبيلوس	24.56173032	24.49676996	24.56854056	24.71965986	25.02311717	25.02697459	24.93655594
بنك بيمو	25.04927839	25.15279951	25.48736141	25.65647038	25.87026385	26.18197892	26.2488355

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية النهائية للمصارف المدروسة

ملحق رقم (5) مخرجات اختبار boxplot لمتغيرات الدراسة وفقا لبرنامج evIEWS 10



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EvIEWS 10

ملحق رقم (6) نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لمؤشرات الأداء المالي

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.005	0.005	0.0088	0.925
		2	-0.020	-0.020	0.1323	0.936
		3	-0.005	-0.005	0.1396	0.987
		4	-0.014	-0.014	0.1993	0.995
		5	-0.017	-0.017	0.2946	0.998
		6	-0.002	-0.003	0.2965	1.000
		7	0.011	0.010	0.3344	1.000
		8	-0.002	-0.003	0.3357	1.000
		9	-0.011	-0.011	0.3769	1.000
		10	-0.012	-0.012	0.4202	1.000
		11	-0.002	-0.003	0.4220	1.000
		12	-0.012	-0.012	0.4684	1.000

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

ملحق رقم (7) نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لمؤشرات الأداء الاقتصادي

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.006	-0.006	0.0100	0.920
		2	-0.007	-0.007	0.0263	0.987
		3	-0.002	-0.002	0.0273	0.999
		4	-0.015	-0.015	0.0970	0.999
		5	-0.000	-0.000	0.0970	1.000
		6	-0.013	-0.013	0.1476	1.000
		7	-0.001	-0.002	0.1482	1.000
		8	-0.002	-0.003	0.1500	1.000
		9	-0.007	-0.007	0.1641	1.000
		10	-0.003	-0.003	0.1669	1.000
		11	-0.043	-0.043	0.7595	1.000
		12	-0.002	-0.003	0.7613	1.000

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

ملحق رقم (8) مخرجات نموذج الانحدار البسيط لمؤشر الربح المتبقي

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Total panel (balanced) observations: 308				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIC	0.315700	0.026411	11.953160	0.0000
C	1.234361	2.620780	0.470990	0.6380
Weighted Statistics				
R-squared	0.318300	Mean dependent var	15.33290	
Adjusted R-squared	0.316073	S.D. dependent var	147.7330	
S.E. of regression	122.7630	Sum squared resid	4611648.	
F-statistic	142.8780	Durbin-Watson stat	2.064938	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.135565	Mean dependent var	18.86557	
Sum squared resid	7911329.	Durbin-Watson stat	2.070474	

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

ملحق رقم (9) مخرجات نموذج الانحدار البسيط لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Total panel (balanced) observations: 308				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVAC	0.964491	0.011165	86.38258	0.0000
C	-0.577849	0.965727	-0.598356	0.5500
Weighted Statistics				
R-squared	0.960607	Mean dependent var	35.96449	
Adjusted R-squared	0.960479	S.D. dependent var	295.0939	
S.E. of regression	59.07536	Sum squared resid	1067909.	
F-statistic	7461.950	Durbin-Watson stat	1.838885	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.761651	Mean dependent var	18.86557	
Sum squared resid	1660548.	Durbin-Watson stat	2.003608	

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

Abstract

The objective of the research is to judge the performance of the conventional banks listed on the Damascus Securities Exchange in terms of achieving financial and economic gain to determine the extent of the correlation and the requirement to achieve them together, To study their effect as an internal performance indicator for banks in the wealth of a shareholder derived from the stock market to judge that maximizing the wealth of stockholders in the market is largely related to good internal performance and to distinguish between these indicators to determine which ones have the greatest explanatory power by influencing the variable to support or refute allegations Assumptions that financial performance measures are misleading and considered that economic performance measures are the best indicator to determine the extent of the institution's ability to create wealth for shareholders, To achieve the objective of the study, the independent variables were the indicators of financial performance expressed (return on equity, return on assets, net interest margin, earnings per share) and economic performance indicators (economic value added, residual profit). Each in the shareholder's wealth for the period 2011-2017.

The descriptive method approach was used to present the concepts of variables in addition to the statistical method using the normal distribution test, unit root, the Choose OF the best model between cross-sectional time models, the correlation between the independent variables. The simple linear regression equation was constructed using the GLS From the absence of the model of statistical problems using the software EViews 10 ,SPSS 15. The results showed that there is no statistically significant relationship between the Bank's achievement of an accounting profit and its achievement of economic profit and the superiority of the economic value added index on the indicators of financial performance on the one hand and the remaining profit index on the other hand and the interpretation of the shareholder's wealth. The study recommended the need to pay attention to indicators of economic performance and to rely on them to make a better investment decision and not just indicators of financial performance

**Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Department of banking and Insurance**



**Comparison of financial and economic performance indicators
from a perspective of maximizing the shareholder's wealth
Study in traditional Syrian banks**

**Submitted in Partial Fulfillment of the
Requirements for the Master Degree in Banking and Financial Sciences**

**WRITTEN BY
NOUR ALBAWAB**

**SUPERVISOR
DR. RANIA ZRAIRE**

Damascus 2019