

تأثير القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة
(دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية).

The effect of economic value-added on market value-added

(Applied study of a sample of companies listed in the Iraq Stock Exchange)

أ.م.د. علي احمد فارس

Prof. Ali Ahmed Fares

ali.ahmed@uokerbala.edu.iq

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة كربلاء

م. حيدر خضير جوان

Haider Khudair Jawan

hayder.jwan@uokerbala.edu.iq

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة كربلاء

المستخلص:

يسعى البحث إلى اختبار مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة لعينة من الشركات العراقية الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وتمثلت مشكلة البحث في الانخفاض المستمر في قيم الشركات التي تظهرها التقارير المالية المنشورة والتي تدخل في حساب القيمة السوقية المضافة، بالإضافة الى غياب استخدام المقاييس غير التقليدية (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة) من قبل الشركات العراقية، والاكتفاء بالمقاييس التقليدية عند قياس الربحية.

وتم اجراء البحث في سوق العراق للأوراق المالية القطاع الصناعي من إجمالي 25 شركة تمثل مجتمع البحث، بينما تتكون العينة من 4 شركة صناعية فقط لعدم اكتمال البيانات لباقي الشركات. على مدى 14 سنة تمتد من عام 2005 إلى 2018 وقد استخدم الباحثان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لاستخراج الربح الاقتصادي والقيمة السوقية المضافة لاستخراج القيمة التي اضافتها الشركة على القيمة الدفترية للموجودات، وقد اعتمد الباحثان لغرض اختبار تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع على الانحدار البسيط. وظهرت النتائج ان القيمة الاقتصادية المضافة لجميع الشركات كان لها تأثير ذو دلالة معنوية في القيمة السوقية المضافة. وكانت اهم التوصيات بانه ينبغي أن تكون القيمة السوقية المضافة الأساس عند تصميم ووضع استراتيجية الشركات والأعمال. وكذلك ينبغي على المديرين أن يبنوا قراراتهم الاستثمارية من خلال استخدام القيمة الاقتصادية المضافة والمقارنة مع الفرصة البديلة لتحقيق الأداء الأفضل في صنع تلك القرارات.

الكلمات المفتاحية : القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة.

Abstract:

The research seeks to test the impact of the economic value-added on the added market value of a sample of Iraqi industrial companies listed in the Iraqi Stock Exchange.

The research problem was represented in the continuous decline in the values of the companies shown by the published financial reports that are included in the calculation of the added market value, in addition to the absence of the use of non-traditional measures (economic value-added and market value-added) by Iraqi companies, and the sufficiency of traditional measures when measuring profitability.

The research was conducted in the Iraqi Stock Exchange, the industrial sector, out of a total of 25 companies representing the research community, while the sample consisted of 4 industrial companies only because the data for the rest of the companies were not complete. Over the course of 14 years extending from 2005 to 2018, the researchers used the measure of the economic value added to extract the economic profit and the added market value to extract the value added by the company to the book value of the assets. The researchers relied for the purpose of testing the effect of the independent variable on the dependent variable on the simple regression. The results showed that the added economic value of all companies had a significant effect on the added market value. The most important recommendations were that the added market value should be the basis when designing and developing corporate and business strategy. Also, managers should base their investment decisions by using economic value added and opportunity comparison to achieve the best performance in making those decisions.

Keywords: Economic value-added, Market value-added.

المقدمة:

تعتبر القيمة السوقية المضافة عن الفرق بين القيمة السوقية الإجمالية للشركة ورأس المال المستثمر (بما في ذلك كل من المساهمين والدائنين) وهو مقياس للثروة.

بينما تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة عن الربح الاقتصادي الحقيقي الذي تنتجه شركة معينة، وتوفر قياساً للنجاح الاقتصادي للشركة (أو الفشل) على مدار مدة زمنية معينة.

ونتيجة قلة الأبحاث التي تناولت البيئة العراقية والخاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، عليه كان من الضروري إجراء هذا البحث. وكان الغرض من هذه الدراسة هو اختبار مدى تأثير ومساهمة القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة للشركات التي يتم بحثها، بالإضافة إلى المساهمة النظرية في الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع.

وجاءت أهمية الدراسة عبر تقديمها صورة متكاملة لاهم المتغيرات التي يمكن ان تساعد الشركات في الوصول إلى القيمة السوقية المستهدفة، فضلاً عن مساهمتها في معرفة العلاقة التأثيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة.

ومن هنا افترض الباحثان واستناداً إلى مشكلة وهدف البحث بأن القيمة الاقتصادية المضافة لا تؤثر في القيمة السوقية المضافة.

وتم جمع البيانات الخاصة بالميزانية العمومية وكشف الدخل بالإضافة إلى البيانات خارج هذه الكشوفات من نشرات سوق العراق للأوراق المالية والهيئة العراقية للأوراق المالية والبنك المركزي.

وتطلب تحقيق أهداف البحث تقسيمه أربع مباحث تتناول الأول منهجية البحث وتناول الثاني الجانب النظري للبحث، في حين تناول الثالث منها الجانب العملي للبحث واختتم البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث: -

على الرغم من أن موضوع القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة قد نوقش في الأوساط الأكاديمية إلا أنه لا يزال فقيراً، ويلاحظ أيضاً غياب هذه المقاييس المهمة والتي يمكن ان يستخدمها مدراء الشركات عينة البحث لتقييم أداء الشركات اقتصادياً، وهذا الغياب ساعد على الانخفاض المستمر للقيمة السوقية للشركات العاملة في القطاع الصناعي في ظل الظروف الاقتصادية والسياسية غير المستقرة خلال مدة الدراسة، لذلك تكمن مشكلة الدراسة عبر التساؤلات التالية: -

- 1- هل لدى الشركات التي يتم دراستها قيمة اقتصادية مضافة وقيمة سوقية مضافة؟
- 2- هل يمكن قياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركات التي يتم بحثها؟
- 3- هل توجد علاقة تأثيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركات التي يتم بحثها؟

ثانياً: أهمية البحث: -

يعد القطاع الصناعي من أهم القطاعات في الاقتصاديات العالمية المتطورة والنامية بعد القطاع المالي والمصرفي فهو المحرك الأساس للاقتصاد وتحقيق النمو في النواتج المحلية الإجمالية للدول، لذلك فإن محاولة بحث وتحليل وتطوير هذا القطاع تسهم بشكل واضح في تطوير الوحدات الاقتصادية، يمكن بيان أهمية البحث من خلال ما يأتي: -

- 1- إبراز المفاهيم المهمة التي تحسن بعض القرارات التي يتخذها المدبرون من أجل دعم القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.
- 2- تعرف الإدارة على نتيجة القرارات الخاطئة نتيجة إهمال القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

3- مساهمته في معرفة العلاقة التأثيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

4- تقديمه أطراً نظرياً ومنهجية فكرية تحدد مسارات الأبحاث اللاحقة في الموضوع ذاته.

ثالثاً: أهداف البحث: -

يسعى البحث إلى تحقيق هدفين هما: -

- 1- تشخيص مدى تأثير ومساهمة القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة للشركات التي يتم بحثها.
- 2- اختبار مدى تأثير ومساهمة القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة في الشركات التي يتم بحثها.

رابعاً: فرضيات البحث: -

يرتكز البحث على مجموعة من الفرضيات التي من شأنها تحقيق أهدافه وهي كالآتي: -

- 1- لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة اقتصادية مضافة خلال مدة الدراسة.

- 2- لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة سوقية مضافة خلال مدة الدراسة.
 3- لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة.

خامسا: مجتمع وعينة البحث:-

يتكون مجتمع البحث الحالية من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية العاملة في القطاع الصناعي والبالغ 25 شركة لارتباطها بمتغيرات الدراسة ولأهمية هذا القطاع في تعزيز الاقتصاد الحقيقي ولما يعانیه القطاع من تدهور حالياً، اما عينة البحث فهي 4 شركات هي شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD)، العراقية للسجاد والمفروشات (IITC)، شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (IKLV)، شركة الخياطة الحديثة (IMOS). على مدى 14 سنة تمتد من عام 2005 إلى 2018.

سادسا: المقاييس المستخدمة بالبحث:-

استخدم الباحثان المقياسان المستخدمان من قبل اغلب الباحثين، وكما في الجدول (1)

جدول (1) المقاييس المستخدمة في الدراسة

ت	المتغير	المقياس
1	القيمة الاقتصادية المضافة	$\text{Economic Value Added} = \text{Net Operating Profit After Tax} - \text{Cost of Capital}$
2	القيمة السوقية المضافة	$\text{Market Value Added} = \text{Market Value of the firm} - \text{Capital Invested in the firm}$

المبحث الثاني: الجانب النظري للبحث.

يهدف المبحث الحالي الى مناقشة الادبيات والبحوث ذات الصلة في مجال القيمة الاقتصادية المضافة

والقيمة السوقية المضافة لتقديم مراجعة للبحث، وعلى النحو الآتي:

أولاً: القيمة الاقتصادية المضافة ECONOMIC VALUE ADDED

شهدت السنوات الأخيرة المزيد من الضغط على إدارة الشركات من أجل زيادة قيمة الشركة الخاصة في سياق زيادة ثروة المساهمين، وساعد على ذلك تطور أسواق رأس المال وخروجها الى العالمية، وبحث المستثمرون عن فرص لزيادة الأرباح، وتبرير الأجور المرتفعة للمديرين التنفيذيين. (Bluszcz & Kijewska, 2016:110) والابتعاد عن المناهج التقليدية المتعلقة في تقييم عمليات الشركة التي تركز على تحقيق الربح فقط كونه هدف تجاري رئيسي. (Rylková, 2016:117) وعدم قدرة الربح المحاسبي الذي يتم الحصول عليه في نهاية السنة المالية على توفير المعلومات عن القيمة التي يتم إنشاؤها لأصحاب المصالح، كونه يقتصر على إظهار العلاقة بين الإيرادات والمصروفات، لذلك من أجل تعظيم حقوق المساهمين، فقد تم إيجاد أدوات محددة لقياس القيمة حيث تقيس الأداء الإداري التي تربط النتائج التي حصلت عليها الشركة في نهاية السنة المالية مع مصالح المساهمين، وهذا يحقق هدف تعظيم القيمة التي تم إنشاؤها للمساهمين. (Ion & Man, 2019:418)

حيث تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على استخراج المعلومات المحاسبية وتعديلها عند الحساب كون هذه المعلومات اعدت وفقاً للمعايير المحاسبية، فتعديل القيم المحاسبية سوف تعكس القيمة الاقتصادية، ومن خلالها يحول "ربح الفترة" إلى قيمة اقتصادية تسمى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ويتم تحويل "رأس المال" إلى قيمة اقتصادية تسمى إجمالي رأس المال المستخدم. ويشار إلى تحويل القيم المحاسبية إلى قيم اقتصادية على أنه تعديل، وأيضاً يتم تعديل القيمة الاقتصادية المضافة للمعاملات المحاسبية الأخرى التي تحدث خلال العام.

(Naicker, 2017:228) وتنشأ القيمة الاقتصادية المضافة من خلال زيادة الدخل التشغيلي من الموجودات عن طريق خفض التكاليف أو زيادة المبيعات، أو تخفيض تكلفة رأس المال باستخدام الرافعة المالية، أو تقليص حجم رأس المال المرتبط في المشاريع القائمة، دون التأثير على الدخل التشغيلي بشكل كبير من خلال تقليل استثمار رأس المال العامل وبيع الموجودات الفائضة. (Eswara & Venkat, 2015:51)

1- نشأة واسباب ظهور القيمة الاقتصادية المضافة:

لا تعد القيمة الاقتصادية المضافة من الأدوات المالية الحديثة فقد تم تطوير مفهومها لأول مرة في عام 1896 من قبل Marshall تحت اسم الربح الاقتصادي (Koc, 2017:113) حيث يحاول Marshall خلال الربح الاقتصادي إثبات أن الأنشطة التجارية تكون مربحة حقاً عندما تنشئ ثروة لمساهميها، وقياسه يتجاوز مجرد حساب صافي الدخل، فهو يؤكد على أن الشركات يجب أن تخلق عوائد أعلى من تكلفة رأس المال. (Glova, 2006:44)

وبعدها أصبحت القيمة الاقتصادية المضافة علامة تجارية لشركة Stern Stewart & Co تم تسجيلها في أوائل الثمانينيات. لمعرفة الفائض المكتسب بعد فرض رسوم مناسبة على رأس المال المستثمر في الشركة من قبل مساهميها (Aravind& Ramya,2015:19).

اذ حققت Stern Stewart ، أثناء تطبيق هذه الإجراءات نتائج واقعية، تتعلق بإمكانية تعديل المقاييس المحاسبية للأرباح ورأس المال للحصول على تقديرات أكثر منطقية لفائض القيمة. ويروج متبني مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة على أنه العلاج الرائع للألفية في التغلب على جميع مشاكل الشركات بضربة واحدة ويساعد في نهاية المطاف في زيادة ثروة المساهمين، وهو ما يتطابق تمامًا مع تعظيم القيمة المالية (Pal& Kumar,2011:20)

2- فوائد القيمة الاقتصادية المضافة.

قدم مؤيدو القيمة الاقتصادية المضافة الفوائد التالية: (Mohanty& Pattnaik,2016:63)

(Knápková et al.,2014:20) (Bolek et al.,2012:3), (Chunduru,2020:33) ,

أ- القيمة الاقتصادية المضافة تساعد في الحد من الصراع بين الوكالات وتحسين صنع القرار.

ب- تعطي القيمة الاقتصادية المضافة قوة أكبر من القوانين الأخرى عند حساب عوائد الأسهم.

ت- القيمة الاقتصادية المضافة (الربح الاقتصادي) يحسن أداء الأسهم.

ث- القيمة الاقتصادية المضافة تقدم المزيد من المحتوى المعلوماتي في شرح عوائد الأسهم.

ج- يساعد نظام القيمة الاقتصادية المضافة المديرين في القضاء على الأنشطة غير الفعالة لتحديد الأداء المفيد للشركات، اي انها تحمل المديرين المسؤولية عن تحقيق عوائد سليمة على رأس مال الشركة وبالتالي المكافأة.

ح- القيمة الاقتصادية المضافة هي مؤشر قابل للقياس، ومن السهل جدًا المقارنة بين الشركات.

3- مقياس القيمة الاقتصادية المضافة

ان المقياس المستخدم في حساب القيمة الاقتصادية المضافة لفترة معينة عبارة عن خصم تكلفة رأس المال المستخدم في عملية التشغيل من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، وحسب القانون الاتي:

$$\text{Economic Value Added} = \text{Net Operating Profit After Tax} - \text{Cost of Capital} \quad 1 \quad \dots\dots$$

(Dewanti& Rokhim, 2017:77) (Kratz&Kroflin,2016:23) ,

ومن القانون اعلاه يتضمن حساب القيمة الاقتصادية المضافة تحديد كل من صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضريبة ، وكذلك تحديد تكلفة رأس المال.

أ- صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT

هو الجزء المتبقي من الدخل التشغيلي للشركة بعد خصم التكاليف والمصروفات لعملية الإنتاج والتشغيل بالإضافة إلى ضريبة الدخل، فهو يعبر عن الربحية الحقيقية لموجودات الشركة

(Zhang & Aboud,2019:598) .

ب- تكلفة رأس المال Cost of Capital .

تعرف تكلفة رأس المال على أنها معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين (المالكين والدائنين) على رأس المال المستثمر عند مستوى مخاطرة المعين، وهي مرتبطة بتكلفة الفرصة البديلة، التي تعبر عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار الذي يضحي به المستثمرون عندما يختارون نوعاً معيناً من النشاط ويضحون في نفس الوقت بالاحتمالات الأخرى المتاحة في لحظة معينة. (Michalak,2016:319)

ويمكن قياس كلفة رأس المال بواسطة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، فكلما انخفضت تكلفة المتوسط المرجح لرأس المال، ارتفعت قيمة الشركة، ويمكن الوصول الى تكلفة رأس المال المرجح من خلال ايجاد تكلفة حقوق الملكية، وايجاد تكلفة الدين، ثم ضرب كلفة الدين في متمم نسبة الضريبة (1- نسبة الضريبة).

$$\text{Cost of Capital} = \text{Cost of Equity} + \text{Cost of debt} * (1 - \text{tax rate}) \quad 1 \quad \dots\dots$$

(Rotela Junior et al.,2019:3)

ت- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

ويعد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الي يرمز له اختصارا (CAPM) الأسلوب الأكثر استخداماً لتقدير تكلفة حقوق الملكية، الذي يعتبر علامة فارقة في تسعير الموجودات، ويقدم تقديراً تقريبياً لما سيكون عائد سعر الموجودات لتعريض الأموال للخطر والتخلي عن نوع آخر من الاستثمار. (Son Turan,2018:2)

اذ وفر أول إطار عمل متماسك لربط العائد المطلوب على الاستثمار بمخاطر ذلك الاستثمار ويعرض العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لموجودات الشركة. (Gelo et al.,2019:80)

ومن هذه العلاقة الخطية يمكن إنشاء توازن الأسواق المالية، النموذج الذي بموجبه يتناسب العائد المتوقع لأي أصل أو سند في سوق كفو، وفقاً للسعر الذي يتم تداوله، مع المخاطر المنتظمة. اذ كلما زادت هذه المخاطر، التي تحددها حساسيتها للتغيرات في عوائد السوق ككل، أي معامل بيتا، زادت علاوة المخاطرة التي تتطلبها الاستثمارات. (Blanco Murillo, 2017:80)

ويمكن الوصول الى العائد المتوقع على الموجودات الرأسمالية من خلال المعادلة الآتية:

$$E(R) = RFR + \beta_{stock} \times (R_{market} - RFR) \quad \dots\dots\dots 2$$

where:

$E(R)$ = Required rate of return, or expected return

RFR = Risk-free rate

β_{stock} = Beta coefficient for the stock

R_{market} = Return expected from the market

$(R_{market} - RFR)$ = Market risk premium

(Галевский, 2019:204) (Soto Herrera & Cordeiro Perobelli, 2018:289)

ثانياً: القيمة السوقية المضافة. Market Value Added

القيمة السوقية المضافة هي مقياس للأداء الخارجي والذي يعتبر أفضل مؤشر على إيجاد قيمة للمساهمين فعندما يرغب المستثمرون في النظر إلى كيفية أداء الشركة لمساهميها، فإنهم ينظرون أولاً إلى القيمة السوقية المضافة اذ تعد القيمة السوقية المضافة لشركة ما مؤشراً على قدرتها على زيادة قيمة المساهمين بمرور الوقت، (Nakhaei, 2016:436) ويمثل ارتفاع القيمة السوقية المضافة دليل على الإدارة الفعالة والقدرات التشغيلية القوية. (Yusbardini, 2017:1684) وتعتبر عن الكفاءة الادارية حيث تستخدم لتعويضات المديرين في حالة نجاحهم في تحقيق هذه القيمة. (Stancu et al., 2017:18) وتعد الشركات ذات القيمة السوقية المضافة العالية جذابة للمستثمرين ليس فقط بسبب الاحتمالية الكبيرة لتحقيق عوائد إيجابية ولكن أيضاً لأنها مؤشر جيد على امتلاكهم قيادة قوية وحوكمة سليمة.

ولهذا السبب تعد مؤشراً على مدى نجاح قادة الشركات في استخدام موجودات الشركة في تكوين ثروة للمساهمين. (Effiong et al., 2019:5)

ويرى (Sareewiwatthana & Wanidwaranan, 2019:66) انه يمكن تفسير القيمة السوقية المضافة على أنها مقدار الثروة التي أوجدتها الإدارة للمستثمرين بالإضافة إلى استثماراتهم في الشركة، وإن استمرار الإدارة الفعالة والتشغيل القوي يعزز من قيمة الشركة، مما يؤدي إلى اضافة قيمة مضافة موجبة للشركة. ويمكن الحصول على القيمة السوقية المضافة من خلال القانون الآتي:

$$\text{Market Value Added} = \text{Market Value of the firm} - \text{Capital Invested} \quad \dots\dots\dots 3$$

in the firm

(Akgun et al., 2018:107-106) (Nakhaei, 2016:436)

وفي نفس السياق، يمكن استخراجها من القانون الآتي:

$$\text{Market value added} = \text{Market Value of Shares} - \text{Book Value of Shareholders' Equity} \quad \dots\dots\dots 4$$

(Akgun et al., 2018:108)

وكلتا القانونان يحققان نفس النتائج.

ومن تعريف القيمة السوقية المضافة، يظهر انها يحتوي على الآتي:

أ- القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية للدين.

تهدف الشركات بشكل رئيسي الى زيادة القيمة السوقية (الاسعار) لأسهمها، وبالتالي يمكن لها أن تعطي أقصى قدر من الازدهار للمساهمين عند زيادة تلك الاسعار (Winarto, 2015:329) فوفقاً للتوقعات المنطقية تشير عملية التقييم إلى أن سعر السهم هو دالة لتوقعات التدفقات النقدية المستقبلية للأسهم بمعدل يعكس العائد المطلوب لذلك مع افتراض ثبات باقي المتغيرات، إذا كانت هناك توقعات بنمو أعلى في التدفقات النقدية، يجب أن تكون أسعار الأسهم أعلى.

(de Vasconcelos & Martins, 2019:296) اذ يعكس التدفق النقدي الصورة الفعالة للنمو المستقبلي للشركة وتقدير سعر السهم كونه مؤشراً قوياً على صحة الشركة وسيولتها في وقت معين (Effiong et al., 2019:5) وبشكل عام يستند قياس القيمة السوقية للأسهم إلى معلومات غير واردة بالضرورة في بيانات القوائم المالية ومن الواضح أنه لا يمكن حسابه بشكل مباشر إلا للشركات المتداولة علناً، حيث يتم الوصول اليه من خلال ضرب عدد الاسهم في السعر القائم للسهم (Ross et al., 2017:63) ويتم التعبير عن السعر للسهم الواحد (القيمة السوقية) عن طريق متوسط اسعار الاسهم لسنة معينة (Jamkarani & Banafi, 2017:1144)

ب- رأس المال المستثمر.

رأس المال المستثمر والذي يطلق عليه أيضا رأس المال الاقتصادي هو المبلغ "الذي يتم وضعه في الشركة وهو أساساً الموجودات الثابتة بالإضافة إلى صافي رأس المال العامل". (Bognárová, 2017:794), (Bognárová, 2018:813)

حيث يتم توظيف هذا المبلغ في الاستثمارات من أجل الحصول على مزايا في المستقبل وتقسيم عادةً الاستثمارات إلى استثمارات طويلة الأجل (موجودات ثابتة) والتي تسمى أيضاً استثمارات رأس المال وهي مخصصة للإنتاج أو توفير الخدمات وهي ضرورية لبدء الأعمال التجارية وتوسيعها وانها تشمل كذلك بناء أعمال تجارية جديدة، ومحلات تجارية، وكذلك تشمل عادة بناء القدرات الإنتاجية الحالية واستبدال المعدات وكلما زادت هذه الاستثمارات زادت سرعة النمو الاقتصادي وتعكس هذه الاستثمارات التكاليف النقدية التي من المتوقع أن تستفيد منها في المستقبل لكسب التدفقات النقدية وتلقي صافي الدخل ومن السمات المميزة لهذا النوع من الاستثمار طبيعتها طويلة الأجل وتعقيدها (Beniušytė & Zonienė, 2014:105)

ويشير مفهوم الموجود الثابت أيضاً إلى تلك الموجودات التي يمتلكها المشغل الاقتصادي، لعدة سنوات مالية ويستخدمها إما لإنتاج سلع أخرى أو لتقديم خدمات أو لأغراض إدارية.

ويمكن استخدام هذه السلع في عدة دورات تصنيع لأنها تستهلك تدريجياً (Floştoiu & Milandru, 2020:31) وتشكل الموجودات الثابتة غالباً الجزء الأكبر من الموجودات الأخرى وتقوم الشركة بإعادة تقييم الموجودات الثابتة بحيث تكون قيمة الموجودات المسجلة في البيانات المالية بالقيمة العادلة وتعطي إشارة جيدة لمستخدمي معلومات القوائم المالية، لتكوين ثقة عالية في المعلومات المقدمة (Kirana et al., 2020:801-802)

والنوع الآخر من الاستثمارات هي الموجودات المتداولة، وهي مجموعة من الموجودات التي تخدم العملية الاقتصادية الحالية والمستهلكة بالكامل خلال دورة تشغيلية واحدة. وهي كذلك مجموعة من الموجودات السائلة ذات دورة حياة تصل إلى عام واحد والتي تخدم مباشرة الأنشطة التشغيلية للشركة، ونظراً لمستوى السيولة المرتفع لديها، يجب أن تضمن قدرتها على الوفاء بالالتزامات المالية الحالية.

(Kuprina & Chernenko, 2018:29)

وقد اكتسبت في السنوات الأخيرة أهمية حيث أدرك المدراء والأكاديميون أهمية الإدارة الفعالة لسيولة الشركة باعتبارها أمراً حيوياً في بقاء الشركة، خاصة في وقت الاضطرابات المالية العالمية، وأن إدارة الموجودات المتداولة تستغرق الكثير من الوقت والجهد، وبالتالي فهي تكتسب أهمية كبيرة، وهناك ضرورة ملحة لجعل الموجودات المتداولة جزءاً لا يتجزأ من استراتيجية الشركة الشاملة لزيادة قيمة المساهمين. وإن إدارة الموجودات المتداولة تكتسب أهمية حيوية في إدارة التوازن بين الربحية والسيولة للشركة. (Nobanee & Abraham, 2015:2)

وهناك مجموعة من العوامل تؤثر في هيكل الموجودات المتداولة تتمثل بنوع نشاط الشركة والفرع الذي تعمل فيه المؤسسة وميزات دورة التشغيل ومدتها وقوة العمل والأهمية النسبية للمنتجات وأشكال الحسابات التي تطبقها الشركة للمستهلكين والموردين المنتجين وما إلى ذلك. (Chubka et al., 2018:167)

المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للبحث

يهدف المبحث الحالي إلى التحليل المالي للقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للتحقق من الفرضية الأولى والثانية، بعدها يتم اختبار فرضيات البحث احصائياً لمعرفة تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع.

جدول (2) نتائج القيمة الاقتصادية المضافة للشركات عينة البحث الارقام بالدنانير

ت	الشركات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x
1	(IBSD)	-14226	-25401	-60106	-77574	29261	29385	33397	13845	17012	-1814	-9134	1279	1316	2038	-
2	(IITC)	33.9	-81.7	-750.9	-644.6	-90.7	-180.9	-159.5	-84.9	-137.9	-10.1	-66.4	41.3	127.3	215.9	-127.8
3	(IKLV)	97.8	57.0	146.4	73.1	435.5	829.5	979.8	1132.9	762.4	-	59.6	71.2	316.9	51.2	330.3
4	(IMOS)	-1445.7	1320.5	2413.5	2055.6	-816.5	-694.8	-360.9	-306.3	-302.9	-91.2	-	-97.2	148.1	257.7	-688.3

الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج ال(Excel).

جدول (3) نتائج القيمة السوقية المضافة للشركات عينة البحث الارقام بالدنانير

ت	الشركات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x
1	(IBSD)	233288.2	10518.7	9753.7	18388.6	9661.7	-	42324.9	30973.9	221953.5	111252.5	174339.9	95092.8	168607.0	303546.7	99973.3
2	(IITC)	581.9	235.7	41.1	141.3	536.5	514.5	615.1	365.7	69.3	65.0	149.3	678.4	1953.6	1840.7	556.3
3	(IKLV)	5320.5	715.1	373.5	1037.5	2088.2	3136.7	1839.8	8461.7	7113.6	801.5	444.2	-	-1968.6	1113.8	2069.6
4	(IMOS)	2857.5	231.5	106.5	147.3	828.1	-114.3	-126.6	2414.7	1605.6	2114.8	1483.9	2951.6	3345.9	1930.8	1412.7

الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج ال(Excel).

اولاً: التحليل المالي.

يظهر من الجدول (2) عند استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على البيانات المستخرجة من الميزانية العمومية للشركات عينة البحث، وكذلك البيانات المستخرجة من النشرة الاقتصادية للبنك المركزي. يظهر تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة وسالبة للشركات على امتداد السنوات، وهذا أدى الى نقض فرضية العدم التي تنص على (لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة اقتصادية مضافة خلال مدة الدراسة).

يظهر من الجدول (3) عند استخدام مقياس القيمة السوقية المضافة على البيانات المستخرجة من النشرات المالية لسوق العراق للاوراق المالية والنشرات المالية السنوية لهيئة الاوراق المالية. يظهر امتلاك الشركات قيمة سوقية مضافة موجبة وسالبة على امتداد السنوات، وهذا أدى الى نقض فرضية العدم التي تنص على (لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة سوقية مضافة خلال مدة الدراسة).

ثانياً: اختبار الفرضيات احصائياً لمعرفة تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع.

الجدول (4) اثر المتغير المستقل في المتغير المعتمد للشركات عينة البحث

الشركة	α	β	F المحسوبة	مستوى معنوية الاختبار
(IBSD)	146366119315	2.45	8.49	0.012
(IITC)	730854785	1.36	6.58	0.024
(IKLV)	671792281	4.23	7.22	0.019
(IMOS)	1969239522	0.80	4.96	0.045

الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج ال(Excel).

يظهر من الجدول (4) الآتي:-

1- شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD): تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة تأثير ايجابي في القيمة السوقية المضافة بمقدار (2.45)، وقد بلغت قيمة F المحسوبة (8.49) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما يتضح ان قيمة معنوية الاختبار اقل من (5%) وبذلك يتم رفض فرضية العدم بمعنى يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة بمقدار 2.45.

2- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC): تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة تأثير ايجابي في القيمة السوقية المضافة بمقدار (1.36)، وقد بلغت قيمة F المحسوبة (6.58) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما يتضح ان قيمة معنوية الاختبار اقل من (5%) وبذلك يتم رفض فرضية العدم بمعنى يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة بمقدار 1.36.

3- شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (IKLV): تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة تأثير ايجابي في القيمة السوقية المضافة بمقدار (4.23)، وقد بلغت قيمة F المحسوبة (7.22) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما يتضح ان قيمة معنوية الاختبار اقل من (5%) وبذلك يتم رفض فرضية العدم بمعنى يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة بمقدار 4.23.

4- شركة الخياطة الحديثة (IMOS): تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة تأثير ايجابي في القيمة السوقية المضافة بمقدار (0.80)، وقد بلغت قيمة F المحسوبة (4.96) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما يتضح ان قيمة معنوية الاختبار اقل من (5%) وبذلك يتم رفض فرضية العدم بمعنى يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة بمقدار 0.80.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات.

اولاً الاستنتاجات:

1- أظهرت النتائج بان جميع الشركات عينة البحث لها قيمة سوقية مضافة موجبة، وهذا قد لا يشير الى ان هذه الزيادة ناتجة عن زيادة القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن الى سلوك المستثمرين وربما قيام الشركات بجعل أسهمها تبدو في بعض الأحيان أكثر جاذبية للمستثمرين..

2- أظهرت النتائج بان جميع الشركات عينة البحث لها قيمة اقتصادية مضافة سلبية، وهذا يشير إلى أن الإدارة لم تحقق الثروة المثلى للشركة، وبالتالي فإن ثروة المساهمين ليست بالشكل الأمثل.

3- قد يكون لانخفاض القيمة الاقتصادية المضافة عواقب فورية، منها عدم القدرة على النمو في الظروف الطبيعية وكذلك، الإضرار بصورة الشركة، والتلكؤ في تسديد التزامات القروض قصيرة الأجل، إلخ. كل هذه التبعات تؤدي الى انخفاض القيمة السوقية المضافة مستقبلاً.

ثانياً: التوصيات

استناداً الى ما جاء بالاستنتاجات يقترح الباحث عدد من التوصيات هي:

- 1- ينبغي استخدام القيمة السوقية المضافة كأداة في مكافئة المديرين، إذ يتوقع أن يميل المديرين عند تعويضهم على أساس القيمة السوقية المضافة إلى تعظيم المكافآت. وإنشاء وحدة منفصلة داخل الشركات لتقييم وإدارة القيمة المضافة من أجل الاستفادة من جميع الموجودات لكسب أداء مالي أعلى.
- 2- قيام إدارة الشركة بإرشاد المستثمرين عند اختيار الأسهم في استخدام القيمة السوقية المضافة، وهي طريقة سهلة نسبياً، حيث يمكن للمستثمرين تفسير قيمة MVA الإيجابية على أنها معلومات عن الزيادة في ثروة الشركة الناتجة عن سعر السوق الذي يزيد على القيمة الدفترية.
- 3- ينبغي أن تكون القيمة السوقية المضافة الأساس عند تصميم ووضع استراتيجية الشركات والأعمال.
- 4- ينبغي على المديرين أن يتصرفوا بصفتهم رواد أعمال وأن يبنوا قراراتهم الاستثمارية من خلال استخدام القيمة الاقتصادية المضافة والمقارنة مع الفرصة البديلة لتحقيق الأداء الأفضل في صنع تلك القرارات.

books

- 1- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. (2017). Essentials of Corporate Finance, Ninth Edition, Printed in the United States of America. McGraw-Hill Education.

Scientific Journals

- 2- Akgun, A. I., Samiloglu, F., & Oztog, A. O. (2018). The impact of profitability on market value added: evidence from turkish informatics and technology firms. International Journal of Economics and Financial Issues, 8(4), 105-111.
- 3- Aravind, M., & Ramya, K. (2015). Relationship between EVA (Economic Value Added) and share prices of select companies in BSE-Sensex-an empirical study. Journal of Commerce & Accounting Research, 4(3), 19-26.
- 4- Beniušytė, E., & Zonienė, A. (2014). Financial model of investments to fixed assets. Buhalterinės apskaitos teorija ir praktika, (16), 105-113.
- 5- Blanco Murillo, M. A., Munoz Pena, F. A., & Palacio Leon, O. (2017). Optimization of project portfolio through the application of linear programming and CAPM. REVISTA CIENCIAS ESTRATEGICAS, 25(37), 71-86.
- 6- Bluszcz, A., & Kijewska, A. (2016). Factors creating economic value added of mining company. Archives of mining sciences, 61(1), 109-123.
- 7- Bognárová, K. J. (2017). Analysis of the relationship between economic value added and market value added. Challenges of the Knowledge Society, 793-796.
- 8- Bognárová, K. J. (2018). The effect of leverage and economic value added on market value added. Challenges of the Knowledge Society, 812-816.
- 9- Bolek, M., Kacprzyk, M., & Wolski, R. (2012). The relationship between economic value added and cash conversion cycle in companies listed on the WSE. e-Finanse: Financial Internet Quarterly, 8(2), 1-10.
- 10- Chubka, O. M., Politylo, M. P., & Moroz, N. V. (2018). Management of current assets in the context of macroeconomic development. Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики, (2), 165-174.
- 11- Chunduru, S. (2020). Building a culture of performance: implementing economic value added (eva) for stakeholder value creation. Journal of Contemporary Management Research, 14(1), 31-42.
- 12- de Vasconcelos, L. N. C., & Martins, O. S. (2019). Value and growth stocks and shareholder value creation in Brazil. Revista de Gestão, 26(3), 293-312.
- 13- Dewanti, L., & Rokhim, R. (2017). Comparative economic value added on Southeast Asian banking industry. Economic Journal of Emerging Markets, 9(1), 74-83.
- 14- Effiong, S. A., Oti, P. A., & Akpan, D. C. (2019). TRIPLE BOTTOM LINE REPORTING AND SHAREHOLDERS'VALUE IN OIL AND GAS MARKETING FIRMS IN NIGERIA. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23(5), 1-16.
- 15- Eswara, D., & Venkat, P. S. (2015). An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies. The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, 14(3), 49-65.
- 16- Floştoiu, S., & Milandru, M. (2020, June). Evaluation of Tangible Fixed Assets. In International conference knowledge-based organization, 26(2), 31-36.
- 17- Gelo, T., Vrban, Ž., & Pudić, D. (2019). Allowed Revenue of Network System Operators in the Croatian Energy Sector and Interest Rate Changes on the Croatian Capital Market. Zagreb International Review of Economics and Business, 22(s2), 73-91.
- 18- Glova, J. (2006). Hodnotová orientácia Economic Value Added-EVA. Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration. 10,44-51.
- 19- Ion, E. I., & Man, M. (2019). Economic Value Added Relevance for Stakeholders Regarding the Quality of Performance Analysis of Romanian Metallurgical Companies. Calitatea, 20(S1), 417.

- 20- Jamkarani, R. G., & Banafi, M. (2017). Sticky of Selling, General and Administrative Expenses: The Role in Market Value Added and Economic Value Added. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(3), 1141-1149.
- 21- Kirana, D.J., Ningsih, E.J., & Wijayanti.A. (2020). Incentives for Fixed Asset Revaluations. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 13(10), 799-812.
- 22- Knápková, A., Homolka, L., & Pavelková, D. (2014). Utilization of Economic Value Added and the Effect of Its Use on the Financial Performance of Companies in the Czech Republic. *Trends Economics and Management*, 8(19), 18-26.
- 23- Koc, F. (2017). Economic value added approach in measurement of financial performance: an investigation on economic added values of holdings and investment companies processed in BIST 100 in Turkey. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 3(4), 109-136.
- 24- Kratz, N., & Kroflin, P. (2016). The relevance of net working capital for value based management and its consideration within an Economic Value Added (EVA) framework. *Journal of Economics & Management*, 23(1), 21-32.
- 25- Kuprina, N., & Chernenko, I. (2018). Current assets of the enterprise: theoretical and practical aspects. *Економіка харчової промисловості*, 10(1), 28-37.
- 26- Michalak, A. (2016). The cost of capital in the effectiveness assessment of financial management in a company. *Oeconomia Copernicana*, 7(2), 317-329.
- 27- Mohanty, M., & Pattnaik, S. (2016). Information Content of Economic Value Added: Evidence from Indian Banking Industry. *Sruti Management Review*, 9(2), 61-71.
- 28- Naicker, M. (2017). The impact of the deferred tax adjustment on the Economic Value Added (EVA) measure. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(3), 227-242.
- 29- Nakhaei, H. (2016). Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies. *Iranian Journal of Management Studies*, 9(2), 433-455.
- 30- Nobanee, H., & Abraham, J. (2015). Current assets management of small enterprises. *Journal of Economic Studies*, 42(4), 1-22.
- 31- Pal, K., & Kumar, J. (2011). Economic value added vis-à-vis thinking of indian corporate managers: a survey analysis. *International Journal of Financial Management*, 1(3), 19-32.
- 32- Rotela Junior, P., Fischetti, E., Araújo, V. G., Peruchi, R. S., Aquila, G., Rocha, L. C. S., & Lacerda, L. S. (2019). Wind Power Economic Feasibility under Uncertainty and the Application of ANN in Sensitivity Analysis. *Energies*, 12(12), 1-10.
- 33- Rylková, Ž. (2016). Economic value added in managerial economics. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration*. 38, 117-128.
- 34- Sareewiwatthana, P., & Wanidwaranan, P. (2019). Alternative analyses of market value added: a case study of Thailand. *Investment management and financial innovations*, (16, Iss. 1), 65-78.
- 35- Son Turan, S., & Kılıç, E. (2018). X-Capm revisited: the institutional extrapolative capital asset pricing model (IX-CAPM). *Eurasian Journal of Business and Management*, 6(3), 1-9.
- 36- Soto Herrera, C. J. J., & Cordeiro Perobelli, F. F. (2018). Comparação CAPM x Modelos Lower Partial Moments nos Mercados Brasileiro e Americano. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(2), 285-335.
- 37- Stancu, I., Obrejabraşoveanu, L., Ciobanu, A., & Stancu, A. T. (2017). Are company valuation models the same?-a comparative analysis between the discounted cash flows (dcf), the adjusted net asset, value and price multiples, the market value added (mva) and the residual income (ri) models. *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research*, 51(3), 5-20.
- 38- Winarto, J. (2015). The determinants of manufacturer firm value in Indonesia stock exchange. *International Journal of Information, Business and Management*, 7(4), 323-349.
- 39- Yusbardini, Y. (2017). Economic Value Added vs Firm Performance. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 11(1), 1683-1691.
- 40- Zhang, J., & Aboud, A. (2019). Determinants of economic value added (EVA) in Chinese listed banks. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 595-613.
- 41- Галевский, С. Г. (2019). Модификация модели capm для корректного учета рисков в методе дисконтированных денежных потоков. *Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки*, 12(1), 201-212.

النشرات

- 1- النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للأعوام 2004-2018.
- 2- التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي لعام 2005 ولغاية 2018.
- 3- التقرير السنوي لحركة التداول لهيئة الأوراق المالية لعام 2007 ولغاية 2018