

دور المحددات الظرفية في تحقيق الأداء المستند على القيمة وهيكل الملكية متغير وسيط / دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية للمدة 2012-2023

البحث المستل من أطروحة الدكتوراه

المشرف

أ.م.د. محمد جاسم محمد

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

mohammed.jassim@uobasrah.edu.iq

الباحثة

فاطمة احمد عبد الجليل

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

fatima.abdaljalil@uobasrah.edu.iq

عدد و تاريخ إصدار قبول النشر:

2025 /8/31 في 213

المستخلص:

تهدف الدراسة إلى توضيح دور المحددات الظرفية في الأداء المستند على القيمة من خلال هيكل الملكية كمتغير وسيط، وجاءت الدراسة بفرضية رئيسة تنص على وجود علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية للمحددات الظرفية بالأداء المستند على القيمة باعتماد هيكل الملكية كمتغير وسيط، ولإثبات أو نفي فرضية الدراسة الرئيسية تم الاعتماد على عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تمثلت بـ 10 مصارف للمدة (2012-2023) وهي تمثل نسبة 22.7% من مجتمع الدراسة.

كما تم الاعتماد على تحليل المسار لإثبات علاقة الأثر المباشرة وغير المباشرة، واستخدام كل من التطلعات المستقبلية والحجم كمحددات ظرفية، كذلك الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA) كأهم المقاييس المعتمدة للأداء المستند على القيمة، واستخدام نسبة ملكية كبار المساهمين (كبروكسي) لقياس هيكل الملكية، وتنفيذ التحليل باستخدام البرنامج الإحصائي JASP V.19. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات من أبرزها (أظهرت النتائج الإحصائية لتحليل المسار وجود علاقة تأثير مباشرة للمحددات الظرفية في الأداء المستند على القيمة وغير مباشر باعتماد هيكل الملكية كمتغير وسيط)، كما تم الخروج بمجموعة من التوصيات منها (أهمية التركيز على المحددات الظرفية وأهميتها في أداء الشركات، كذلك التركيز على القيمة السوقية المضافة لما تؤديه من دور كبير في تعظيم قيمة المساهمين).

الكلمات المفتاحية: المحددات الظرفية، الركود المالي، التطلعات المستقبلية، الحجم، الأداء المستند على القيمة، القيمة، هيكل الملكية.(MVA)، القيمة السوقية المضافة (EVA) الاقتصادية المضافة

The role of situational determinants in achieving value-based performance and ownership structure as a mediating variable for the period 2012-2023

Fatima Ahmed Abd AL-Jalil Asst. Prof. Dr. Mohammad Jasim Mohammad

College of Administration and Economics College of Administration and Economics

University of Basrah University of Basrah

Abstract :

This study aims to clarify the role of situational determinants in value-based performance through ownership structure as a mediating variable. The main hypothesis of the study posits a statistically significant direct and indirect relationship between situational determinants and value-based performance, with ownership structure serving as a mediator.

To verify or reject the main hypothesis, the study relied on a sample of ten Iraqi banks listed on the Iraq Stock Exchange during the period (2012–2023), representing 22.7% of the study population. Path analysis was employed to test the direct and indirect effects. The study used future outlook and firm size as situational determinants, while value-based performance was measured using Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA). Ownership structure was measured through the ownership ratio of major shareholders (as a proxy). The statistical analysis was conducted using JASP V.19.

The study reached several conclusions, most notably: the results of the path analysis indicated a significant direct effect of situational determinants on value-based performance, as well as an indirect effect through ownership structure as a mediating variable. The study recommended focusing on situational determinants and their importance in corporate performance, and emphasized the significance of Market Value Added (MVA) in enhancing shareholder value.

Keywords: Situational Determinants, Financial Recession, Future Outlook, Size, Value-Based Performance, Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Ownership Structure.

مقدمة:

تسعى الشركات جاهده إلى تحقيق جملة من الأهداف، ويأتي في مقدمتها البقاء والنمو ومن ثم إرضاء مساهمها، وذلك عبر هدف أسمئلاً وهو تعظيم ثروة المساهمين، لذا تحتاج الشركات إلى امتلاك الإرادة للتطور والابتكار، إلا أنها تواجه جملة من المحددات التيكتنف البيئة سواء الخارجية أو الداخلية التي أضحت عوامل تهديد قد تؤثر في قدرة الشركات على تحقيق ذلك.

لذا أصبح الزاماً على الشركات انتهاج منهج مناسب لإدارة وتكييف هذه المحددات والعوامل من جانب، من جانب آخر لم تحظى هذه المحددات بالأهمية الكبيرة في جوانب الدراسة والتحليل، والتي يأتي في مقدمتها المحددات الظرفية مثل الركود المالي والحجم والتطلعات المستقبلية على مدى السنوات القليلة الماضية، باستثناء بعض المحاولات البسيطة، مثل دراسة كل من (Chen & Miller, 2007) التي تناولت المحددات الظرفية التي تؤثر في بقاء الشركة عن طريق البحث والتطوير التي حددتأثر هذه المحددات في قدرة الشركة على البقاء.

و تتمثل المحددات الظرفية بالمحددات التي قد تؤثر بالشركة في أوقات وأسباب معينة، مثل الركود المالي الذي يتمثل بالموارد المالية الفائضة لدى الشركة الذي قد يسمح للشركة في تجربة استراتيجيات جديدة وتطوير مشاريعها الحالية، فضلاً عن ابتكار مشاريع جديدة تساعد على البقاء والاستمرار، أما التطلعات المستقبلية فهي تساعد على التنبؤ بمستقبل الشركة، وتوفير المعلومات حول الآفاق المستقبلية التي تساعد المساهمين في تحقيق أهدافهم، ويمثل النمو المستدام أحد الأنواع الرئيسة والمهمة في التطلعات المستقبلية، فضلاً عن معدل العائد على الموجودات، ونتيجة لزيادة الاهتمام في الآونة الأخيرة بمدى قيام الشركات باستدامة أعمالها والحفاظ على ميزاتها التنافسية واستقرارها المالي في ظل الموارد الاقتصادية المتاحة لها يمثل النمو المستدام مؤشراً على قدرة إدارة الشركة على التنسيق في تحقيق التوازن بين أدائها المالي والتشغيلي، وزيادة قدرة الشركة على البقاء والاستمرار، فضلاً عن القدرة في دعم الوضع التنافسي للشركة وزيادة الحصة السوقية في الأجل الطويل، أما حجم الشركة فهو مؤشر مهم للتطور لما له من تأثير كبير في ربحية الشركة، فضلاً عن التأثير التفاعلي للحجم لجملة من المتغيرات، إذ وجدت الدراسات أن الشركات الكبيرة وذات الأرباح المستقرة تميل إلى الكشف عن تطلعاتها المستقبلية، وتقديم المعلومات عن أرباحها ونشاطاتها في المستقبل.

وعليه ركزت هذه الدراسة على هذه المحددات ومحاولة بيان دورها في أداء الشركات، وبالأخص الأداء المستند على القيمة كونه يمثل أحدث طرق قياس الأداء المستخدمة في السنوات القليلة الأخيرة، نتيجة الأخطاء والانحرافات في طرق القياس التقليدية، والمتمثل بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وقد تم تطوير هذا النهج الجديد في قياس الأداء من قبل شركة Stern & Stewart Co، وتم اللجوء إليها كأفضل وأحدث طريقة لقياس الأداء وتحديد الأهداف واتخاذ القرارات.

ومن جانب آخر قد يكون لهيكل الملكية دور في العلاقة التأثيرية بين المحددات الظرفية والأداء المستند على القيمة في الشركة كونه يمثل توزيع ملكية الشركة على فئات مختلفة من المساهمين، ويختلف هذا التوزيع اعتماداً على جانبين هما الملكية المركزة والملكية المشتتة، فضلاً عن طبيعة المستثمر والتي يعني بها وجود مؤسسات أو مجموعة معينة من الملاك مثل الملكية المؤسسية والملكية الإدارية وغيرها.

وإن اختيار هذه المتغيرات المتمثلة بالمحددات الظرفية كمتغير مستقل والأداء المستند على القيمة كمتغير تابع، وادخال هيكل الملكية كمتغير وسيط في هذه الدراسة يُعد دراسة جديدة في ساحة الدراسات العراقية، كونها متغيرات مهمة وحديثة قد تنشأ بينها علاقة ذات تأثير كبير في أداء الشركات، وبالتالي الأسواق المالية العراقية.

المبحث الأول: المنهجية العلمية للدراسة وبعض الدراسات السابقة

1.1- مشكلة الدراسة

يعد الأداء الجيد للشركات أحد الأهداف التي تسعى الشركات بمختلف القطاعات جاهدةً إلى تحقيقها والكشف عنها عن طريق عدة مؤشرات ومدى انعكاسها في تحقيق الهدف الأسمى للإدارة المالية إلا وهو تعظيم قيمة الشركة، وبالتالي الأداء المستند على القيمة، إلا أن تحقيق هذا الأداء وهذه الأهداف يوجه بمجموعة من المحددات أو العوامل والتي تباينت الأدبيات والدراسات التجريبية المالية في تحديدها كمياً ونوعاً، وكذلك على مستوى التسمية أيضاً، ومدى تأثير الأداء بهذه المحددات أو العوامل في حالة وجود متغير يتوسط العلاقة بينها (متغير وسيط) فقد تباينت النتائج التجريبية في طبيعة هذه العلاقة، وبالتالي أصبحت جدلية تجريبية حفزت إلى العديد من الدراسات، لذا جاءت هذه الدراسة والتي تتمحور مشكلتها حول التساؤل الآتي: (هل هنالك علاقة للمحددات الظرفية في تحقيق الأداء المستند على القيمة؟ وهل لهيكل الملكية دور في هذه العلاقة؟) والتي تأخذ الأبعاد الآتية:-

البعد الأول:- هل أن المحددات المتمثلة بـ (الركود المالي ، حجم الشركة ، التطلعات المستقبلية) تمثل المحددات الظرفية الفعلية للشركة؟
البعد الثاني:- هل أن الأداء المستند على القيمة (المتمثل بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة) يعكس الأداء الجوهرية للشركة، ويختصر الأداء بشكل عام والأداء المالي بشكل خاص؟
البعد الثالث:- هل أن المتغير الوسيط هيكل الملكية المعتمد في الدراسة يأخذ دوراً غير مباشر في تحقيق الأداء المستند على القيمة في ظل تأثير المحددات الظرفية بشكل مباشر؟

2-1- أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة بالنقاط الآتية:-

1- إن متغيرات الدراسة من المتغيرات المالية المهمة والتي لم تحظ بالكثير من الاهتمام من قبل الباحثين والتي استطاعت أن تفسر الكثير من النتائج، فهي تختبر دور المحددات الظرفية في الأداء المستند على القيمة في الشركات في ظل هيكل الملكية كمتغير وسيط.
2- اعتمدت الدراسة في أطوارها الفلسفي والتطبيقي على أهم النماذج، فضلاً عن الأدوات المالية المعاصرة التي توصل إليها الفكر المالي الحديث.
3- لا توجد دراسة سابقة تناولت هذه المحددات (المحددات الظرفية) باستثناء دراسة (Goncalves,2015) التي تعد الأساس الذي انطلقت منها الدراسة باستثناء المتغير التابع ووجود المتغير الوسيط.
ومن ثم تقدم الدراسة إضافة فكرية (نظرية وتجريبية) للمكتبة العربية عامة والعراقية خاصة عن واحد من أهم المواضيع في الإدارة المالية.

3.1- فرضيات الدراسة

الفرضيات الاحصائية للدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى فرضية الارتباط: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة، وعن طريق المؤشرات المستخدمة في الدراسة والموضحة بدءاً من أنموذج الدراسة الفرضية.

الفرضية الرئيسية الثانية فرضية الأثر: توجد علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية للمحددات الظرفية بالأداء المستند على القيمة بإعتماد هيكل الملكية كمتغير وسيط، وتتفرع منها مجموعة من الفرضيات وفق الآتي:-
الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الثانية: توجد علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لمعدل العائد على الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط.
الفرضية الفرعية الثانية للفرضية الرئيسية الثانية: توجد علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لحجم الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط.
الفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الثانية:- توجد علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لمعدل العائد على الموجودات في القيمة السوقية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط.
الفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الثانية: توجد علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لحجم الموجودات في القيمة السوقية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط.

4.1- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من مجموعة من المصارف العراقية التي يتم تداول أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية وللمدة من 2012 لغاية 2023، وقد تم اختيار 10 مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من إجمالي 46 مصرف من المصارف المدرجة في السوق، وهي تشكل ما نسبته 22% من إجمالي المصارف وتم اختيار هذه المصارف للأسباب الآتية:-
توفر البيانات الخاصة بها خلال مدة الدراسة.
استمرار أسهمها في التداول خلال مدة الدراسة.
لم تشهد عمليات اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة.
إن مجموعة الأسباب السابقة جعلها صالحة لاعتمادها كعينة للدراسة وإمكانية استخدامها للقياس.

5.1- بعض الدراسات السابقة

بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغير المستقل المحددات الظرفية

1- دراسة (Almeida Gonçalves, G. B. C. (2015)

Situational Determinants of the Survivability of Portuguese SMEs

المحددات الظرفية لبقاء الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في البرتغال
تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير المحددات الظرفية في فشل الشركات البرتغالية الصغيرة والمتوسطة الحجم في قطاع التصنيع في البرتغال والذي تضمن 763 شركة كبيرة ومتوسطة الحجم خلال المدة 2009-2013 وقد استخدم انحدار كوكس على البيانات اللوحية لتحديد تأثير المحددات الظرفية في الفشل، وقد اظهرت النتائج التجريبية أن كلا من الركود المالي والحجم والتطلعات المستقبلية لها تأثير كبير على نجاح الشركات وفشلها.

2- دراسة (Xie et al., 2016)

Resources , Aspirations , and Emerging Multinationals

الموارد والتطلعات والشركات متعددة الجنسيات الناشئة
تهدف الدراسة إلى تحديد تأثير الموارد والتطلعات على التدويل السريع للشركات في الاقتصادات الناشئة، باستخدام عينة من 257 شركة تصنيع مدرجة في بورصة الصين لمدة خمس سنوات، وجد أن الموارد التكنولوجية وموارد التسويق وهما محرران قائمان على المعرفة يُعرفان تقليدياً بأنهما وراء التدويل فهما لا تُحفزان نمو هذه الشركات في التدويل بشكل

مباشر , بل نجد أن أداء الشركات متعددة الجنسية الناشئة مقارنة بالتطلعات له تأثير على شكل حرف U على نموها في التدويل , بالإضافة إلى ذلك تضخم الموارد التكنولوجية هذا التأثير بينما تضعفه موارد التسويق .

3- دراسة C.Rudy and F.Johnson,2016.

Performance, Aspirations, and Market Versus Nonmarket Investment

الأداء والتطلعات والاستثمار السوقي مقابل الاستثمار غير السوقي

تهدف الدراسة إلى توضيح مستوى انخفاض الأداء دون مستوى الطموح على سلوك المخاطر لدى الشركة , لأكثر 100 شركة مملوكة للقطاع العام في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1980-2006 وقد توصلت الدراسة إلى أن أداء الشركات اقل من مستويات الطموح هذا يؤدي إلى الزيادة في البحث والتطوير في السنة القادمة , كما أن هناك علاقة بين أداء الشركة في السوق والإجراءات التي تتخذها في البيئات السوقية وغير السوقية , كذلك هنالك علاقة مهمة بين انخفاض أداء الشركة دون مستوى الطموح واستثماراتها فضلاً عن الفرق الزمني في حدوث الاستثمارات في كلا البيئتين .

4- دراسة Isik & Unal. 2017.

The effect of firm size on profitability: evidence from Turkish manufacturing sector

تأثير حجم الشركة في الربحية : أدلة من القطاع التركي

تهدف الدراسة الى تحديد فيما اذا كان حجم 112 شركة مدرجة في قطاع التصنيع يؤثر على ربحيتها في تركيا خلال الفترة المحددة خلال المدة 2005-2013 , باستخدام مقاييس الحجم ومؤشرات الربحية فضلاً عن نموذج الانحدار , وأهم الاستنتاجات التي توصلت لها الدراسة بأنها لا تدعم العلاقة بين الحجم والربحية.

5- دراسة Yulianti, A., Jihadi, M., & Nurjannah, D. 2024.

The Influence of Company Size, Business Risk, and Sales Growth on Capital Structure Mediated by Profitability

تأثير حجم الشركة ومخاطر الأعمال ونمو المبيعات على هيكل رأس المال بواسطة الربحية

تهدف الدراسة الى تحديد تأثير حجم الشركة ومخاطر الاعمال ونمو المبيعات على هيكل رأس المال مع الربحية كمتغير وسيط , باستخدام 12 شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا للمدة 2017-2021, وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة ونمو مبيعاتها والربحية لها تأثير كبير على هيكل رأس المال بينما ليس لمخاطر الأعمال تأثير على هيكل رأس المال , كما يؤثر حجم الشركة ومخاطر الأعمال ونمو المبيعات على الربحية بشكل كبير , فضلاً عن تأثيرها الكبير على هيكل رأس المال بواسطة الربحية مما يعني حدوث الوساطة.

بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغير التابع الأداء المستند على القيمة

6- دراسة Sichigea, N., & Vasilescu, L. 2015.

Economic value added and market value added-modern indicators for assessment the firm's value

القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة - المؤشرات الحديثة لتقييم قيمة الشركة
يهدف هذا البحث إلى عرض العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وأثارها على تقييم الشركات , لمدة سنة واحدة على عدد من الشركات المدرجة في بورصة بوخاريس , وكانت نتائج الدراسة تشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على المؤشرات التقليدية في تقييم خلق القيمة كما أن مؤشري الأداء مرتبطان طردياً.

7- دراسة. Quintiliani, A. 2018.

The Relationship between the Market Value Added of SMEs listed on AIM Italia and internal measures of value creation: The role of corporate strategic planning

العلاقة بين القيمة السوقية المضافة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم المدرجة في بورصة إيطاليا والتدابير الداخلية لخلق القيمة ودور التخطيط الاستراتيجي للشركة

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة ومقاييس قيمة المساهمين ووجود خطة استراتيجية رسمية , وقد جرت الدراسة ضمن الأبحاث الوصفية والأرتباطية , وتستخدم منهجية بيانات اللوحة على عينه من الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في بورصة إيطاليا للفترة 2010-2015 , وكانت نتائج الدراسة تشير بأن استخدام الخطط الاستراتيجية يؤثر على العلاقة بين مقاييس أداء القيمة والقيمة السوقية المضافة , كما أن القيمة الاقتصادية المضافة المحسنة ترتبط ارتباطاً أكبر بالقيمة السوقية المضافة مقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة.

8- دراسة. Satwiko, R., & Agosto, V. 2021.

Economic value added, market value added, dan kinerja keuangan terhadap return saham

القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والأداء المالي على عوائد الاسهم
تهدف الدراسة إلى تحديد المتغيرات التي تؤثر على عوائد الأسهم , والمتغيرات المستقلة المستخدمة في هذه الدراسة هي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ونسبة الدين إلى حقوق الملكية والأرباح لكل سهم والسعر إلى القيمة الدفترية وإجمالي الأصول المتداولة والعائد على حقوق الملكية وهامش صافي الربح , أما المتغير التابع فهو عوائد الأسهم , بالاعتماد على 52 شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا للمدة 2013-2017 , وكانت نتائج البحث تشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة الدين إلى حقوق الملكية ودوران اجمال الأصول وهامش صافي الربح والأرباح لكل سهم ليس لها تأثير على عوائد الأسهم , ومع ذلك فإن القيمة السوقية المضافة والعائد على حقوق الملكية لهما تأثير إيجابي على عوائد الاسهم.

9- دراسة. Almulhim, A. (2020)

Effects of corporate governance quality and ownership structure on stock liquidity: Evidence from the alternative investment market (AIM)

آثار جودة حوكمة الشركات وهيكل الملكية على سيولة الأسهم: دليل من سوق الاستثمار البديل

تهدف الدراسة الى بيان تأثير جودة حوكمة الشركات وهيكل الملكية على سيولة الأسهم : دليل من سوق الاستثمار البديل , للمدة 2010-2016 بأعتماد 595 شركة مدرجة في بورصة انجلترا , وقد توصلت الدراسة بأن حوكمة الشركات تؤثر على سيولة الاسهم عن طريق الافصاح عن المعلومات أما هيكل الملكية فأن الملكية المؤسسية وتركيز الملكية لها علاقة سلبية على سيولة الاسهم .

المبحث الثاني : المرتكزات الفكرية والمفاهيمية لتغيرات الدراسة

2.1- المحددات الظرفية

يمكن تقسيم المحددات الظرفية لغوياً إلى المحددات التي تعني تعيين وتخصيص ,أما الظرفية فهي تعني حلول الشيء في غيره أي حقيقة نحو الماء في الكوز أو مجازاً النجاة في الصدق، وهي تدل أيضاً على مكان وزمان وظرف الحدث (ابن منظور،1232: 445). من جانب آخر يُعد البقاء أحد أهداف الشركات الرئيسة (محمد ,البدران،2023:106) لذا تحتاج الشركة إلى الإرادة للتحسين والابتكار من أجل البقاء، وبالتالي هناك عدد من المحددات يمكن أن تؤثر في قدرة الشركات على تحقيق ذلك، ومنها المحددات الظرفية إلا أن هذه المحددات لم تحظ بدراسة كافية ووافية تستحق من قبل الباحثين.

إلا أن كل من Chen & Miller قام بدراسة تأثير المحددات الظرفية في مجالات البحث والتطوير وقدموا أدلة حول آثارها في سلوكيات البحث والتطوير لدى الشركات (Chen & Miller,2007:15), ولكن هذه الدراسة لم تحدد مفهوم واضح للمحددات الظرفية. لأنها تمثل مختلف العوامل والمتغيرات التي يمكن أن تؤثر في أداء الشركات في وقت وظروف وأسباب معينة.

لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مجموعة من المحددات الظرفية, وذلك وفق ما تم طرحه في طيات المؤلفات المالية , وعليه سنتعمد في الجانب التحليلي والقياسي من الدراسة على كل من التطلعات المستقبلية والحجم وفق الآتي :-

1.1.2- التطلعات المستقبلية

تشير التطلعات المستقبلية الى التنبؤات حول مستقبل الشركة التي توفر في النهاية للمساهمين معلومات مفيدة حول الآفاق المستقبلية، ويمكن تحديد ذلك عن طريق تقرير مديري الشركات، إذ فعالاً ما يسأل المساهمون في الشركة الإدارة عن التطلعات المستقبلية بمعنى ماذا سيحدث للشركة في المستقبل؟ وان الإدارة لا تستطيع اعطاء اجابة معينة لما سيحدث في المستقبل ,ولكن يمكنها دراسة وضعها الحالي ومراقبة أحدث واتجاهات الأسواق ثم تقديم توضيحات للمساهمين حول ما تتطلع إليه في المستقبل أو تنوي القيام به, وعلى الرغم من وجود مجموعة متزايدة من الدراسات التي تهدف الى فهم سبب وكيفية اختيار الشركات للتطلعات المستقبلية (Eide et al.,2021:10). إلا أنه لا يوجد إجماع حول مفهوم التطلعات المستقبلية، فقد عرفت التطلعات المستقبلية بأنه قرار السعي لتحقيق النمو (Kolvereid & Isaksen,2017:4). كما أنها تمثل الرغبة الجوهرية للشركات في النمو وفقاً للمواقف والمعايير الخاصة بالشركة، كما تمثل التطلعات المستقبلية استعداد الشركة لاتخاذ الإجراء اللازم لدفع عجلة النمو والتطور في الشركة (Hermans et al.,2015:56). كما عرفت التطلعات المستقبلية بأنها تنبؤات تتعلق بحالة الشركة عن طريق تقديم مجموعة من المعلومات للأطراف المستفيدة (أصحاب المصلحة) مثل المساهمين وغيرهم (Alkhatib,2014:859).

وقد تم التمييز بين مستوى التطلعات المستقبلية بالنسبة للشركات الناشئة والشركات الكبيرة، إذ تستند مستوى التطلعات المستقبلية بالنسبة للشركات الكبيرة إلى الخبرة، بينما مستوى التطلعات المستقبلية للشركات الناشئة ليست كذلك (عدم وجود الخبرة الكافية في بعض الأحيان)، لذا تعرف التطلعات المستقبلية بأنها نية الشركة لتنمية الأعمال القائمة (Efendic et al.,2015:636).

ووفقاً لسلوك الشركة فإن السلوك الاستراتيجي والمبتكر للشركة هو استجابة لتحقيق التطلعات المتعلقة بالأداء (Bromiley & Harris,2018:15). وان الشركات تشكل مستويات التطلعات عن طريق الجمع بين الطموحات

والأداء التاريخي و إداء المنافسين، وان هذه التطلعات تنظمها قواعد التي تحدد الوزن النسبي لكل تطلع واحد مقابل التطلعات الأخرى، أي إنه كلما زاد اهتمام الشركة بنوع ما من التطلعات زاد الوزن الذي تمنحه لهذا التطلع عند تشكيل مستويات التطلعات (posen,2018:23).

ووفقاً لسلوك الشركة فإن السلوك الاستراتيجي والمبتكر للشركة هو استجابة لتحقيق التطلعات المتعلقة بالأداء (Bromiley & Harris,2018:15). وان الشركات تشكل مستويات التطلعات عن طريق الجمع بين الطموحات والأداء التاريخي و إداء المنافسين، وان هذه التطلعات تنظمها قواعد التي تحدد الوزن النسبي لكل تطلع واحد مقابل التطلعات الأخرى، أي إنه كلما زاد اهتمام الشركة بنوع ما من التطلعات زاد الوزن الذي تمنحه لهذا التطلع عند تشكيل مستويات التطلعات (posen,2018:23).

وفي حدود اطلاع الباحثة يمكن أن نتوصل إلى مفهوم التطلعات المستقبلية، والذي يشمل رسالة تسعى الشركة إلى ايصالها للأطراف الأخرى مثل المساهمين والمنافسين والأسواق حول رغبة الشركة في الوصول مستقبلاً إلى أهداف معينة من خلال دراسة وضعها التاريخي والحالي للأسواق التي تعمل فيها الشركة، وكذلك أوضاع منافسها وخطط الإدارة وتقييم الفرص والمخاطر في الأجل القصير والطويل، ويجب أن تعكس هذه الرسالة المعلومات الايجابية التي تعكس ثقة الشركة بأعمالها وقدرتها على تحقيق النجاح والنمو ورفع قيمة الشركة وبالتالي تشكل فئة من المعلومات الطوعية التي تسمح للمستخدمين بتقييم تطلعات الشركة المستقبلية وتوقعاتها.

وهناك شبه اتفاق بين المختصين حول أهمية التطلعات المستقبلية، ولعل أبرزها أنها تمثل رسالة موجزة حول كيفية مساهمة استراتيجية الشركة وحوكمتها أدائها وأفاقها في سياق بينها الخارجية في توليد القيمة على المستوى القصير والمتوسط والطويل الأجل.

من جانب آخر سلطت عدة دراسات حديثة الضوء على الدور المهم الذي تؤديه التطلعات المستقبلية عن طريق تقييم ردود أفعال المستثمرين والمحليلين حول هذه التطلعات ودورها الكبير في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتحليلاتهم الإيجابية حول قيمة الشركة اعتماداً على نظرتها المستقبلية (Li, 2020:537). وقد أُجريت دراسة للشركات المدرجة في إحدى البورصات في الصين للمدة من عام 2007 إلى 2019 كعينة تناولت عن طريقها دور التطلعات المستقبلية في تقليل القيود التمويلية للشركات، وقد توصلت الدراسة إلى أن التطلعات المستقبلية تخفف من القيود التمويل عن طريق التخفيف من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة (Liu et al.,2021:32). كما تؤدي التطلعات المستقبلية دوراً بارزاً وحيوياً في رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، إذ ازداد في الآونة الأخيرة هذا الدور الكبير للتغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومات التي تعيق كفاءة تخصيص الموارد في اقتصاديات الأسواق المالي (Zhao et al,2024:26).

وقد أشارت إحدى الدراسات الى ضرورة تزايد أهمية التطلعات المستقبلية لمستخدمي التقارير المالية، بهدف التحليل المستقبلي للأعمال عن طريق تحيل الوضع المالي الحالي والمستقبلي للشركة وخطط الإدارة واستراتيجياتها والبيئة المحيطة بها (Barth,2018:51).

2.1.2- الحجم

يعد حجم الشركة أحد المؤشرات المهمة التي تستخدم لقياس أهمية وتطور الشركات في الأسواق، وفقاً لعدد كبير من المختصين في المجالات المالية، وغيره يعد الحجم واحداً من أكبر وأهم الخصائص الأساسية للشركات في عدة جوانب للشركات ومنها الربحية (Isik & Tasgin, 2017:92). كما أنه يعد من المتغيرات المهمة في تفسير التطلعات

المستقبلية للشركة نتيجة وجود تأثير تفاعلي بين حجم الشركة والتطلعات المستقبلية من جانب، وكونه أحد التطلعات المستقبلية من جانب آخر، إذ وجد تيار من الدراسات التجريبية أن الشركات الأكبر حجماً وذات الأرباح الأقل تقلباً أكثر ميلاً في الكشف عن تطلعاتها المستقبلية عن طريق تقديم معلومات أكثر عن أرباحها المستقبلية مقارنة بالشركات الأصغر حجماً ذات الأرباح المتقلبة (Uyar & Kilic,2018:21). كما تتمتع الشركات الأكبر حجماً عادة بمزايا تنافسية، وذلك بسبب اقتصاديات الحجم إذ الائتمان الأرخص والقدرة في الوصول إلى سلاسل القيمة العالمية، و لقد ثبت أن حجم الشركة يشكل محركاً رئيساً للابتكار والنمو، لأن الطلب الأكبر على منتج الشركة يزيد من حافز الشركة في الابتكار لأنه يزيد العوائد المحتملة (Yadav et al.,2022:66). و تصف السياسة المالية للشركة قرار الشركة فيما يتعلق بمزيج الديون والأسهم وهيكل الاستحقاق والاحتفاظ بالنقد وطريقة التحوط، والتي تكون بالشركات الكبيرة أكثر اعتماداً على الرافعة المالية من الشركات الصغيرة، وذلك لأن الشركات الكبيرة لديها المزيد من فرص الاستثمار للنمو (Dakua,2018:427). وبالتالي يعني هذا أن الشركات الكبيرة ستكون قادرة على الحصول على المزيد من التمويل، ومن جانب آخر تكون المصارف دائماً أكثر استعداداً لمنح التمويل لهذه الشركات التي تتمتع بجدارة ائتمانية جيدة (Ebil,2018:360).

إلا أن هذا المنطق تباينت حولة نتائج الدراسات التجريبية فقد اثبت البعض هذه العلاقة الإيجابية بين حجم الشركة والتمويل وبالأخص والرافعة المالية (Dang & Hoang,2020:144). بينما أثبت بعضهم بوجود علاقة عكسية بين الاثنين (Graham & Qiu, 2012:155). ومع ذلك يبدو أن النتائج التجريبية وفق النظرة الأولى هي المهيمنة في الأدبيات علاوة على ذلك أن هذه النتائج المتباينة لا تعني أن الحجم مرتبط بشكل إيجابي وسلي في نفس الوقت بالرافعة المالية، ولا يعني أيضاً أن كل هذه النتائج غير دقيقة ولا أن الحجم والرافعة المالية غير مرتبطين تماماً، ولكنها تدل على أن حجم الشركة له تأثير كبير في السياسة المالية.

كما أن سياسة توزيع الأرباح تشرح ما إذا كانت الشركة تدفع أرباحاً للمستثمرين أو تحتجز أرباحها للاستثمارات المستقبلية، إذ تركز الشركات الصغيرة بشكل أكبر على النمو، وهذا العامل يجعلها تدفع أرباحاً أقل وتحتفظ بأرباحها للتوسع في المستقبل، على العكس من ذلك تتمتع الشركات الكبيرة بمزيد من الاستقرار وتوزع الأرباح للمستثمرين لكسب ثقتهم (Maladjian,2014:246).

من منظور نظرية الإشارة توزع الشركات الكبيرة أرباحاً لإعطاء إشارة "جيدة" للسوق بأن الشركة تحقق أرباح كبيرة، وإنها مستقرة مالياً وفي وضع جيد، بدلاً من ذلك فإن عدم توزيع أرباح يعد إشارة غير جيدة من الشركة إلى السوق لأن السوق هو الذي يفسر بأن الشركة ليس لديها أموال كافية، وليست مقبلة على استثمارات مما قد يتسبب في انخفاض سعر سهم الشركة الكبيرة (Ebel,2017:75).

وتقدم نظرية الوكالة التي وضعها جينسنوميكلينج تفسيراً آخر، وتزعم نظرية الوكالة أن المستثمرين ينظرون إلى توزيعات الأرباح بوصفها درعاً يحمي استثماراتهم، لأنهم يشعرون بأن توزيعات الأرباح ستقلل من النقد المتاح للمديرين والذي يمكن استخدامه في غير مصلحة المساهمين (Uwugbe,2012:442). وقد أظهرت النتائج التجريبية أنه كلما توسعت الشركة ونمت وحاولت تجاوز الحدود الوطنية (أن تصبح كبيرة وعلى مستوى عالمي)، كلما زادت تكاليف الوكالة التي يتعين عليها مواجهتها (Jeon,2021:15). وهذا يعني أن المستثمرين في الشركات الكبيرة يرغبون بتوزيعات الأرباح، وإن الشركات الكبيرة ستقوم بتوزيعات أرباح لإرضاء مستثمريها وتقليل تكاليف الوكالة (Raza & Karim,2016:78).

الشركات الكبيرة لديها سياسة استثمارية جيدة واستثمارات كبيرة وذات جدوى يتم توضيحها عن طريق صافية القيمة الحالية (Dong & Yang,2018:163). وبالمثل تتمتع الشركات الكبيرة بسهولة الوصول إلى التمويل ولديها المزيد من الموارد الداخلية مما يجعلها قادرة على القيام بمزيد من الإنفاق الرأسمالي مقارنة بالشركات الصغيرة، وبالتالي هذا يدل على أن حجم الشركة له تأثير كبير في سياسة الاستثمار، إذ تشير سياسة الاستثمار إلى قرارات الاستثمار وتعني الإنفاق الرأسمالي الذي ترغب الشركة في القيام به يجب على الشركات الكبيرة التعامل مع مشاريع أكبر، وبنفس الوقت تتعامل مع المشاريع الكبيرة يمكنها بسهولة جعل تكلفة تقنيات تقييم الاستثمار المعقدة تبدو قليلة (Daunfeldt & Hartwig,2014:105)(محمد و حسين,2023:10).

كما أن الشركات الكبيرة وفقاً لنظرية الوكالة ستكون قادرة على دفع المزيد وإعطاء المزيد من الحوافز للمديرين مقارنة بالشركات الصغيرة، ومن جانب أخرى فإن الشركات الصغيرة مملوكة في معظمها لعائلات ولا يمكنها تحمل خسارة أو تغيير نمط ملكية الأسهم، لذلك سوف تتردد كثيراً في إعطاء خيارات الأسهم للموظفين (Bolarinwa & Obembe,2019:58). ويعد الحجم واحداً من أكبر وأهم الخصائص الأساسية للشركات في تفسير الربحية ومع ذلك، فإن السؤال حول ما إذا كان حجم الشركة الأكبر أو الأقل يؤدي إلى تحسين ربحية الشركة لا يزال موضع نقاش في الأدبيات النظرية والتجريبية، ولقد تم تناول العلاقة بين الحجم والربحية في الأدبيات النظرية عن طريق نظريات مختلفة للشركة وقدمت هذه النظريات آثاراً مختلفة للعلاقة بين الحجم والربحية بالنظر إلى الحجم الأمثل للشركة (de Carvalho, 2023:60).

ويتم قياس حجم الشركة بعدة طرق منها حجم الموجودات أو المبيعات أو الموظفين أو القيمة المضافة وغيرها (Dong & Yang,2020:54) (Yadav et al.,2022:166)(Hashmi et al.,2020:662) (Kent et al.,2018:901) (Lwango et al.,2017:35). وتركز وجهة النظر القائمة على اقتصاديات الحجم أن حجم كل من الموجودات أو المبيعات أو المقاييس المفضلة لقياس حجم الشركة، ووفقاً لوجهة نظر خاصة بالشركة قد لا يكون حجم الموجودات أو المبيعات مقياسين مفضلين، وذلك لأن الاهتمام الأساس هو كيف تؤثر تكاليف المعاملات والوكالة في الربحية (Li: 511). لذا فإن التكاليف المرتبطة في كيفية التحكم بالشركة عن طريق التسلسل الهرمي بدلاً من حجم الموجودات أو المبيعات مهمة في قياس أو حساب قيمة الشركة، لذا فإن القيمة المضافة أو عدد الموظفين هي مقياس أفضل لحجم الشركة. وإن قياس القيمة المضافة مفيد لأنه يشمل الإطار المعقد للشركة، وعادة ما يرتبط هذا التعقيد بمتطلبات القوى العاملة الموهوبة للغاية ومستوى أعلى من التنسيق وضوابط التكلفة، ومن المفهوم أيضاً أن ضوابط التكلفة من حيث العقود والمراقبة تكون أعلى بالنسبة للشركات الأكبر حجماً والمعقدة (Guest,2019:99). إلا أن هنالك بعض المآخذ في قياس القيمة المضافة وهي صعوبة القياس الكمي. إلا أننا سوف نعتمد في دراستنا لحساب حجم الشركة حجم الموجودات عن طريق أخذ للوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات وفقاً للصيغة الآتية:- (Goncalves,2015:12).

2.2- الأداء المستند على القيمة $z = \log \text{Assets}$

قبل الدخول في الأداء المستند على القيمة لابد من توضيح الأداء بشكل عام ثم الأداء أي وصولاً إلى غاية الدراسة وهو الأداء المستند على القيمة إذ يعد الأداء بشكل عام مفهوماً رئيساً بالنسبة للشركات، على اختلاف أنواعها وأحجامها، وبالرغم من تعدد الدراسات والأبحاث التي تناولت الأداء وجوانبه إلا أنه لا يوجد إجماع حول تعريف محدد للأداء، وهذا يرجع إلى تباين وجهات نظر الباحثين حوله وتنوع اتجاهاتهم، فإذا ردنا أن نأخذ في الاعتبار الشكل اللغوي للكلمة فإن قاموس أكسفورد الإنجليزي يأخذ الأداء على أنه مدى جودة أو سوء القيام بشيء ما أو مدى جودة أو سوء عمل شيء ما

وما إلى ذلك (Ghalem et al.,2017:2) . كما عرف أيضاً على أنه القيام بتنفيذ وإنجاز الأعمال (Cole,2019: 49). من جانب آخر يعكس الأداء قدرة الشركة على تحقيق رغبات مساهمها والبقاء في السوق (Demeke & Tao, 2020:90). كما ينظر إلى الأداء على أنه المستوى المحقق من قبل فرد أو فريق عمل أو شركة (4: Ghalem et al., 2016).

ومن المؤكد أن المقياس التقليدي للأداء ومنها الربحية ينطوي على بعض السلبيات لأن العديد من الاستراتيجيات وفرص الأعمال تنطوي على التضحية بالأرباح الحالية لتحقيق مكاسب طويلة الأجل، إذ إن للمساهمين متطلبات مالية تتعلق بالقرارات الاستراتيجية للإدارة أي الاستثمارات الاستراتيجية، وهي القرارات في الشركات التي تخلق القيمة، ولهذا يجب أن يكون واضحاً أن تلك الاستثمارات هي التي ينبغي تقييمها مالياً من وجه نظر المساهمين، إلا أن الأدلة تشير بأن المديرين مهووسون بالأرباح، وقد أظهرت دراسة استقصائية أجريت على 400 من المديرين التنفيذيين الماليين أن الغالبية العظمى منهم ينظرون إلى الأرباح بوصفها أهم مقياس للأداء يقدمونه للمساهمين (Graham et al.,2005: 1-3).

وبالتالي أدت جميع أوجه القصور الملحوظة في أنظمة قياس الأداء السابقة فضلاً عن ثقة المديرين في الأداء المالي إلى قيام العديد من الشركات بالتركيز بشكل أكبر على المقاييس المالية المحسنة التي يُزعم أنها تتغلب على بعض قيود الأداء التقليدي، فقد روجت الشركات الاستشارية لمجموعة متنوعة من مقاييس القيمة للتغلب على بعض هذه القيود (Petraivicius&Tamosiuniene, 2008:197). وهذه المقاييس هي مقياس القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة إذ أجمعت مراجع الفكر المالي الحديث أن هذين المقياسين استحوذا على اهتمام الإدارة المالية في الفترة الأخيرة لكونها تستخدم لتقييم الأداء، بل يوجه بعضهم أن هذين المقياسين يمثلان الفكرة المالية الساخنة (Hot Financial idea) (لأن هذه الفكرة تؤكد على الطريقة المثلى لتعظيم القيمة السوقية، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، والتي سوف تتم عن طريق القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، بل يعتقد عدداً من المؤلفين أن هذه الفكرة قد تصبح هدفاً مهماً وحيوياً واستراتيجياً للإدارة المالية الحديثة نتيجة التغير في مضمون البيئة المالية، وشكل الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها وإن هذا الاقتناع بالفكر الجديد يحفز الشركات إلى إعادة هندسة النظم أي إعادة تصميم وتطبيق النظم الهندسية للمشاكل المالية بهدف إيجاد الحلول الجذرية لها (الزبيدي، 2004: 237).

1.2.2- القيمة الاقتصادية المضافة EVA

على مدى العقدين الماضيين شهد سوق رأس المال العالمي تطورات ثورية في تكنولوجيا المعلومات وانتشار المعلومات التي أدت إلى زيادة المنافسة العالمية، وبالتالي زيادة الضغط على المديرين لتعزيز قيمة المساهمين، يعتمد إنشاء قيمة للمساهمين على تحقيق نمط إيجابي من التدفقات النقدية بما يتجاوز توقعات المستثمرين، ومن أجل تحقيق ذلك قامت العديد من الشركات الرائدة بربط استراتيجية الشركة مباشرة بالقيمة وغيّرت تعويضات الإدارة إلى خلق القيمة، إن تعظيم قيمة المساهمين يعني تعظيم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لمساهمي الشركة بعد سداد التزامات الديون، ومن ناحية أخرى أن تعظيم قيمة الشركة ينظر إلى قيمة التدفقات النقدية الكاملة للشركة قبل خصم مدفوعات الديون، ومن أجل تعظيم قيمة المساهمين أصبح التركيز ينصب على التدفقات النقدية المستمدة من النمو المريح وخلق القيمة الاقتصادية وليس فقط الأرباح المحاسبية (33-35: Ulfayani, 2008). إذ أصبحت نماذج الدخل المتبقية لقيمة الأسهم أدوات معترف بها على نطاق واسع في ممارسة الاستثمار وتمويل الشركات، فمن الناحية النظرية الدخل المتبقي هو صافي الدخل بعد طرح تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين في توليد صافي الدخل كمفهوم اقتصادي، والدخل المتبقي له تاريخ طويل منذ عشرينيات القرن العشرين استخدمت جنرال موتورز هذا المفهوم في تقييم قطاعات

الأعمال وفي الآونة الأخيرة حظي الدخل المتبقي بالعناية والاهتمام المتجددين في شكل القيمة الاقتصادية مضافة أو الربح الاقتصادي (37-38: Asaf,2004).

وتعد شركة Stern Stewart & Co. (المشار إليها فيما يلي باسم Stern Stewart) ذات العلامة التجارية "القيمة الاقتصادية المضافة" (EVA) بمثابة تكييف خاص للشركة للدخل المتبقي EVA وهي نسخة معدلة من الدخل المتبقي إذ تتكون من التعديلات المحاسبية المصممة لتحويل الدخل المحاسبي ورأس المال المحاسبي إلى الدخل الاقتصادي ورأس المال الاقتصادي، وبالتالي فإن أهمية الفرق بين القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي تعتمد على تأثير هذه التعديلات المحاسبية، ويتميز نهج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بسمة مميزة، لأنه يسمح بإدراج أسعار سوق رأس المال عن طريق استخدام نسبة القيمة السوقية المضافة (MVA) ذات الصلة الوثيقة لتوفير مقارنة تعتمد على تقييم السوق (33: Shah,2020).

وهناك طريقتان شائعتان لتعريف القيمة الاقتصادية المضافة، وهما الطريقة المحاسبية وطريقة التمويل، من منظور محاسبي، يتم تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الفرق بين صافي الربح التشغيلي للشركة بعد الضريبة (NOPAT) ومتوسط تكلفة رأس المال المرجح، ونتيجة لذلك تختلف القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) عن المقاييس المحاسبية التقليدية لأرباح الشركات بما في ذلك الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA) وصافي الدخل، وحتى NOPAT لأنها تمثل بشكل كامل التكاليف الرأسمالية الإجمالية للشركة، ويعد هذا الاختلاف التحليلي مهمًا لأصحاب الشركة، لأن مقياس القيمة المضافة (EVA) يكون صافيًا من التكلفة المباشرة للدين والتكلفة غير المباشرة لرأس مال الأسهم، كما ينعكس في العائد المطلوب للمساهمين على الأسهم العادية.

ومن منظور مالي تعريف القيمة الاقتصادية المضافة من حيث مدى ارتباطها "بالقيمة السوقية المضافة" للشركة، وفي هذا السياق فإن MVA (أو NPV) تساوي القيمة الحالية لقيمة EVA المستقبلية المتوقعة للشركة وبما أن القيمة المضافة تساوي القيمة السوقية للشركة مطروحًا منها القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم في الأعمال، فمن السهل إثبات أن القيمة الاقتصادية المضافة ترتبط بالقيمة الجوهرية للشركة وديونها المستحقة وأوراقها المالية، وإن ذكر هذه المفاهيم بعبارات أكثر رسمية يؤدي إلى العلاقة المألوفة القائمة على القيمة بين "القيمة السوقية المضافة (MVA)" للشركة و"القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)" (Grant, 2003:4). من الناحية النظرية، ويمكن التعبير عن قيمة القيمة المضافة (EVA) على أنها القيمة الدفترية المعدلة الحالية للموجودات، فضلاً عن القيمة الحالية لنمو

الشركة، ويعتمد مقياس EVA على العملة وإجراء بعض التعديلات على البيانات المحاسبية لحساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT)، ويخصم كل من كلف الدين ورأس المال المستثمر في الشركة باستخدام معدل WACC لنحصل على القيمة الاقتصادية المضافة، والتي يمكن التنبؤ بها في المستقبل بناءً على التوقعات المالية المبدئية للخطة المالية للشركة (40: Asaf,2004).

والفكرة وراء القيمة الاقتصادية المضافة هي أن المساهمين يجب أن يحصلوا على عائد يعوض المخاطر التي تم تحملها، جوهر مؤشر EVA هو أن مقدار الربح الاقتصادي يختلف عن مقدار الربح الذي تظهره الطرق المحاسبية. يتم تضمين تكاليف رأس المال المقدم من الآخرين في الربح الذي تم الحصول عليه وفق الطريقة المحاسبية، ولا يتم تحديد ذلك بمقياس دقيق مثل سعر الفائدة ولكن يجب تقديره ويتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل، مثل مخاطر الشركة المعينة وسعر الفائدة ومعدلات العائد الخالي من المخاطرة وما إلى ذلك (1211: Pavelkova & Knapkova, 2011).

ويمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق المعادلة الآتية: (104-103: Brigham, 2008)

$$\text{Economic value added (EVA)} = \text{NOPAT} - (\text{NOPAT} * \text{IC})$$

2.2.2- القيمة السوقية المضافة MVA

تمثل القيمة السوقية المضافة المقياس الثاني الذي سوقت له شركة Stern & Steward Co كمعيار لتقييم الأداء المالي في الشركات، ويقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر فيها من قبل الملاك والمقرضين، لذا وفق هذه النظرة تمثل القيمة السوقية المضافة من وجهة نظر الشركة المسوقة معياراً فائقاً وشاملاً يعمل على قياس وخلق الثروة، كما أنها تمثل مقياس للفاعلية التشغيلية في الشركة، ومن هنا نستطيع أن نميز بين مضمون هذين المقياسين فالقيمة الاقتصادية المضافة تمثل نمطاً ومنهجاً لتقييم الأداء الداخلي، بينما القيمة السوقية المضافة تمثل منهجاً ونمطاً لتقييم الأداء الخارجي، وبالتالي فإن القيمة السوقية المضافة تعكس كل من ثروة حملة الأسهم وتقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة (الزبيدي، 2004: 261). وتستخدم القيمة السوقية المضافة (MVA) لتقييم ما إذا كانت الشركة قد أنشأت قيمة أو دمرت من وجهة نظر المستثمرين، ومن أجل معرفة القيمة السوقية المضافة يجب مقارنة القيمة السوقية لإجمالي رأس مال الشركة سواء رأس المال أو الدين، مع مقدار رأس المال المستخدم، وبالتالي فإن القيمة السوقية المضافة هي الفرق بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الدفترية لرأس المال المستثمر وتحسب وفق المعادلة الآتية (Johan,2018:28).

$$\text{MVA} = \text{Market value of stock} - \text{Equity shareholder}$$

وبالنسبة لمعظم الشركات فإن المبلغ الإجمالي لرأس المال الذي يقدمه المستثمر هو مجموع حقوق الملكية والديون والأسهم المفضلة، ويمكننا حساب المبلغ الإجمالي لرأس المال المقدم من المستثمرين مباشرة من قيمهم المعلنة في القوائم المالية، إن القيمة السوقية الإجمالية للشركة هي مجموع القيم السوقية للأسهم العادية والديون والأسهم المفضلة، ومن السهل العثور على القيمة السوقية للأسهم إذ أن أسعار الأسهم متاحة بسهولة ولكن ليس من السهل دائماً العثور على القيمة السوقية للديون، ومن ثم يستخدم العديد من المحللين قيمة الدين الواردة في القوائم المالية أو القيمة الدفترية للدين كتقدير لقيمتها السوقية، في حين أن MVA تقيس آثار الإجراءات الإدارية منذ بداية الشركة، فإن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تركز على الفعالية الإدارية في سنة معينة (Brigham,2008:103-104). بالتالي فإن القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس لفترة واحدة يتم تقديره باستخدام البيانات المحاسبية السابقة، وتستند القيمة السوقية المضافة إلى أسعار الأسهم ويمكن استخدامها لشرح عوائد الأسهم كمقياس نسبي للتقييم، ومن ثم يمكن تقديم ثلاثة تفسيرات للقيمة الاقتصادية المضافة كمحدد لعوائد الأسهم (Nita,2011:98-99).

1. القيمة السوقية المضافة هي بديل للمخاطر التي تؤثر في توازن العوائد المتوقعة.
 - 2- يشير انخفاض القيمة السوقية المضافة إلى أن الشركة لم تستثمر رأس مالها بشكل فعال في الماضي، ولكنها ستحقق نموًا أعلى من المتوسط في المستقبل كفضيلة عكس المتوسط، ويمكن للشركة زيادة قيمتها السوقية عن طريق تطوير التغييرات الاستراتيجية المناسبة كالاستحواذ والاكتمال والاندماجات.
 - 3- إذا كان السوق يعني قيمة سوقية منخفضة للشركة فقد يؤدي ذلك إلى انخفاض القيمة المضافة، وبالتالي فإن شراء أسهم MVA منخفضة قد يؤدي إلى عوائد فائضة كبيرة في المستقبل.
- وتستخدم القيمة السوقية المضافة (MVA) أيضاً لتكون بمثابة مقياس للأداء المالية، ويتم تعظيم الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة ومبلغ رأس المال المدفوع الذي تم استثماره عن طريق ثروة المساهمين عن طريق تعظيم

قيمة القيمة السوقية المضافة، إذ كلما ارتفعت القيمة السوقية المضافة كلما كان العمل الذي قام به المدير لمساهمي الشركة أفضل (Sari & Lusiana, 2024:27). الهدف الرئيس من القرارات المالية هو تحقيق أقصى قدر من الرخاء لمالك الشركة، وبالنسبة للشركات المدرجة في البورصة يمكن أن تكون أسعار الأسهم إشارة إلى ازدهارها يمكن تعظيم ثروة المساهمين إلى أقصى حد عن طريق تعظيم الفرق بين القيمة السوقية للأسهم ورأس المال المستثمر في الشركة من قبل المساهمين، وهذا الاختلاف ما يسمى القيمة السوقية المضافة (MVA) وفق نظرية الإشارة من المفترض أن القيمة المضافة الإيجابية تشير إلى أن أسهم الشركة هي بقيمة أكبر من القيمة الدفترية لأسهم الشركة وفق الملكية، و كلما ارتفعت مكاسب رأس المال و توزيعات الأرباح تزداد أيضاً عوائد الأسهم التي حصل عليها المساهمون مما يدل على أن MVA لديها التأثير الإيجابي في عوائد الأسهم.

3.2- مفهوم هيكل الملكية

تم تقديم مفهوم هيكل الملكية في عام 1932 من قبل بيرل ومينز، إذ أصبح هيكل الملكية مهمًا في تحديد أهداف وأهمية الشركات وأرباحها وتعظيم ثروة مساهمين الشركة، وهو هدف المستثمرين الأساس (Ogaluzor&Omesi, 2019:67). وعلى الرغم من تعدد الدراسات واختلافها التي تناولت الجوانب المختلفة لهيكل الملكية والآثار المترتبة عليه إلا أنه لا يوجد سوى عدد قليل من الدراسات التي تناولت مفهوم هيكل الملكية بشكل مركز ومتخصص..

ويقصد بهيكل الملكية بأنه توزيع ملكية الشركة على فئات المساهمين (Jiang, 2020:4). كما عرف هيكل الملكية بأنه مجموع الفئات التي تمتلك حصة من رأس مال الشركة Linda (2019:766)، فضلاً عن كونه يمثل الأنماط المختلفة من الملكية الموجودة داخل الشركة أو نسبة الأسهم التي يمتلكها المساهمون الداخليون وأصحاب الأسهم الخارجيون، أو النسبة المئوية من الأسهم المملوكة من قبل جميع أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين (Chen, 2016:12). كما يُعرف هيكل الملكية بأنه النسبة المئوية من مجموع أسهم الملكية الإدارية المتمثلة بالمديرين والملكية المؤسسية المتمثلة بالمؤسسات والملكية الحكومية المتمثلة بالدولة والملكية الأجنبية المتمثلة بالمستثمرين الأجانب والملكية الأسرية المتمثلة بالأسرة (Åberg, et al., 2017:44). ويميّز (Barzel) بين المفاهيم الاقتصادية والمفاهيم القانونية لهيكل الملكية، ويرى أن المفهوم الأكثر صلة بهيكل الملكية هي الحقوق الاقتصادية (Chen et al., 2020:77).

عن طريق النظرة المفاهيمية السابقة ترى الباحثة أن هيكل الملكية يعكس هوية المساهمين وحجم ملكيتهم للأسهم، فهو يمثل عنصر داعم لحوكمة الشركات، وبالتالي ينعكس في أداء الشركة وقيمتها، وهذا التنوع في هيكل الملكية يعد أداة رقابية على إدارة الشركة وتقليل تكاليف الوكالة فضلاً عن الدور الكبير للتأثير على القرارات المالية في الشركة.

المبحث الثالث: الجانب القياسي

1.3- التحليل الإحصائي واختبار فرضيات الدراسة

اختبار علاقة الإثر المباشر وغير المباشر

لغرض إثبات أو نفي الفرضية الخاصة بالتأثير المباشر وغير المباشر تم اللجوء إلى تحليل المسار، وتوضيح التأثير المباشر للمتغير المستقل المحددات الظرفية في المتغير المعتمد الأداء المستند على القيمة والتأثير غير المباشر للمتغير المستقل في المتغير التابع عن طريق المتغير الوسيط هيكل الملكية تم استخدام تحليل المسار وباستخدام البرنامج الإحصائي JASP V.19.

1- اختبار الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الإحصائية الثانية

من النتائج الجدول (17-3) نلاحظ أن التأثير المباشر للمتغير ROA في متغير EAV بلغ 0.21 ومن قيمة (Z-Value=4.233; P<0.001) نستنتج معنوية التأثير المباشر للمتغير ROA في المتغير EAV كما تبين نتائج الجدول أن التأثير غير المباشر للمتغير ROA في المتغير EAV عن طريق المتغير الوسيط EQU بلغ 0.506، ومن قيمة (Z-Value=3.835; p=0.007) نستنتج معنوية علاقة التأثير غير المباشر ودلالة الإحصائية أن التأثير الكلي للمتغير ROA في المتغير EVA بلغ 0.716، كما يوضح الشكل معاملات المسار للتأثير المباشر وغير المباشر للمتغير ROA في المتغير EVA.

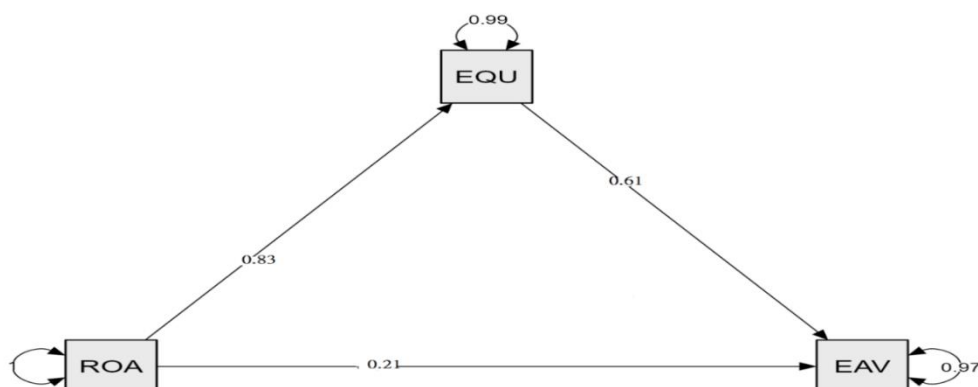
وبالعودة إلى الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية والتي تنص على وجود علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لمعدل العائد على الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط، وبالاستناد إلى النتائج أعلاه يتم قبول الفرضية، وبالتالي هنالك تأثير ذو دلالة معنوية مباشر للعائد على الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة وتأثير غير مباشر للعائد على الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية.

الجدول (1) نتائج تحليل المسار

للتأثير المباشر والتأثير غير المباشر للمتغير ROA في المتغير EAV والمتغير الوسيط EQU

Parameter estimates								
Direct effects							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
ROA	→	EAV	0.21	0.09	4.233	<0.001	-0.156	0.198
Indirect effects								
				Std. estimate	Std. error	z-value	P	
ROA	→	EQU	→	EAV	0.506	0.017	3.835	0.007
Total effects							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
ROA	→	EAV	0.716	0.091	3.078	0.008	0.172	0.986
Path coefficients								
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
EQU	→	EAV	0.61	0.089	3.844	0.005	0.339	0.843
ROA	→	EAV	0.21	0.09	3.233	0.003	0.156	0.398
ROA	→	EQU	0.83	0.091	0.933	0.351	0.693	0.962

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.



الشكل (1) قيم معاملات المسار بين المتغير ROA والمتغير EQU والمتغير EAV. المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي JASP V.19.

2- اختبار الفرضية الفرعية الثاني للفرضية الاحصائية الثانية

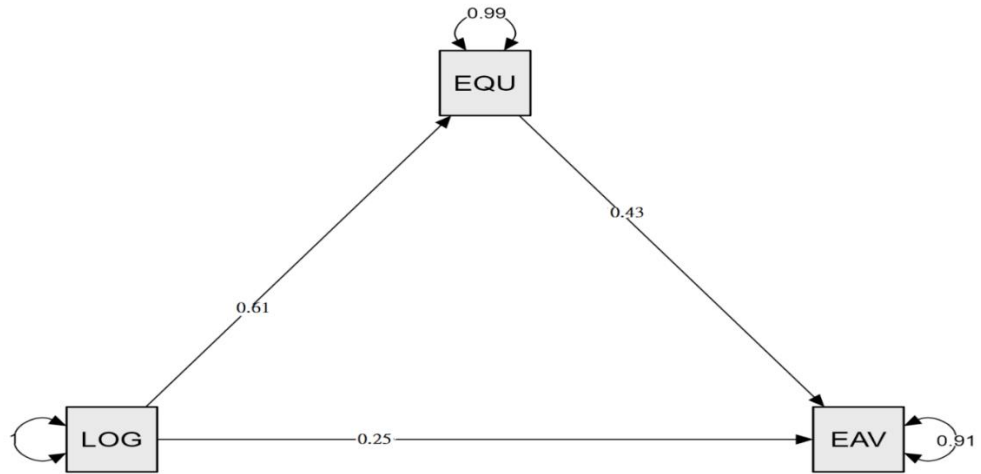
من النتائج الجدول (3-18) نلاحظ ان التأثير المباشر لمتغير LOG في متغير EAV بلغ 0.254، ومن قيمة (Z-Value=2.992; P=0.003) نستنتج معنوية التأثير المباشر للمتغير LOG في المتغير EAV، كما تبين نتائج الجدول أن التأثير غير المباشر لمتغير LOG في متغير EAV، عن طريق المتغير الوسيط EQU بلغ (0.267) ومن قيمة (Z-Value=2.985; p=0.005) نستنتج معنوية علاقة التأثير غير المباشر ودلالة الإحصائية، كما أن التأثير الكلي لمتغير LOG في المتغير EAV بلغ 0.521، يوضح الشكل معاملات المسار للتأثير المباشر وغير المباشر لمتغير LOG في المتغير MVA. وبالعودة إلى الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثانية والتي تنص على وجود علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لحجم الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط، وبالاستناد إلى النتائج أعلاه يتم قبول الفرضية وبالتالي هنالك تأثير ذو دلالة معنوية مباشر لحجم الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة، وتأثير غير مباشر لحجم الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية.

الجدول (2) نتائج تحليل المسار

للتأثير المباشر والتأثير غير المباشر للمتغير LOG في متغير EAV والمتغير الوسيط EQU

Parameter estimates								
Direct effects								
							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	p	Lower	Upper
LOG	→	EAV	0.254	0.085	2.992	0.003	0.088	0.42
Indirect effects								
					Std. estimate	Std. error	z-value	P
LOG	→	EQU	→	EAV	0.266728	0.016	2.985	0.005
Total effects								
							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
LOG	→	EAV	0.520728	0.085	3.182	0.001	0.103	0.635
Path coefficients								
							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
EQU	→	EAV	0.433	0.087	2.531	0.006	-0.304	0.637
LOG	→	EAV	0.254	0.085	2.992	0.003	0.088	0.42
LOG	→	EQU	0.616	0.09	2.289	0.008	-0.293	0.06

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.



الشكل (2) قيم معاملات المسار بين المتغير ROA والمتغير EQU والمتغير EAV. المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.

3- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الإحصائية الثانية

من النتائج الجدول (3-19) نلاحظ أن التأثير المباشر لمتغير ROA في المتغير MVA بلغ 2098.534، ومن قيمة Z- Value=4.526; P<0.001 نستنتج معنوية التأثير المباشر للمتغير ROA في المتغير MVA، كما تبين نتائج الجدول أن التأثير غير المباشر لمتغير ROA على متغير MVA عن طريق المتغير الوسيط EQU البالغ 74.409، ومن قيمة Z- Value=4.835; p<0.001 نستنتج

معنوية علاقة التأثير غير المباشر ودلالة الإحصائية، أن التأثير الكلي لمتغير ROA في المتغير MVA البالغ 2172.943، كما يبين الشكل معاملات المسار للتأثير المباشر وغير المباشر لمتغير ROA على متغير MVA.

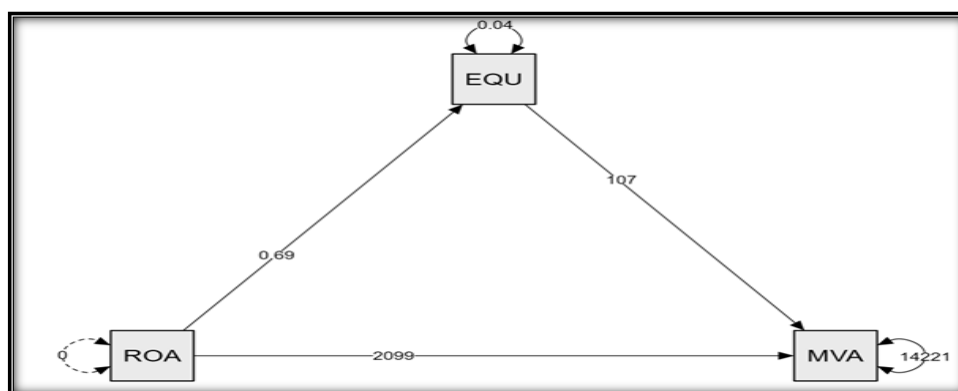
وبالعودة إلى الفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الثانية والتي تنص على وجود علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لمعدل العائد على الموجودات في القيمة السوقية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط، وبالاستناد إلى النتائج أعلاه يتم قبول الفرضية وبالتالي هنالك تأثير ذات دلالة معنوية مباشر لمعدل العائد على الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة وتأثير غير مباشر لمعدل العائد على الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية.

الجدول (3) نتائج تحليل المسار

للتأثير المباشر والتأثير غير المباشر للمتغير ROA في متغير MAV والمتغير الوسيط EQU

Parameter estimates								
Direct effects								
			Std. estimate	Std. error	z-value	p	95% Confidence Interval	
							Lower	Upper
ROA	→	MVA	2098.534	463.652	4.526	< 0.001	1189.792	3007.276
Indirect effects								
				Std. estimate	Std. error	z-value	P	
ROA	→	EQU	→	MVA	74.409	89.146	4.835	<0.001
Total effects								
			Std. estimate	Std. error	z-value	p	95% Confidence Interval	
							Lower	Upper
ROA	→	MVA	2172.943	468.88	4.317	< 0.001	1105.137	2943.113
Path coefficients								
			Std. estimate	Std. error	z-value	p	95% Confidence Interval	
							Lower	Upper
EQU	→	MVA	107.257	56.495	3.899	0.008	3.47	217.985
ROA	→	MVA	2098.534	463.652	4.526	< 0.001	1189.792	3007.276
ROA	→	EQU	0.694	0.747	0.929	0.353	-0.769	2.157

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.



الشكل (3) قيم معاملات المسارين المتغير ROA والمتغير EQU والمتغير MAV.

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.

4- اختبار الفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الإحصائية الثانية

من نتائج الجدول (3-20) نلاحظ أن التأثير المباشر لمتغير LOG في متغير MVA بلغ 0.316 ومن قيمة Z-Value=4.592; P<0.001 نستنتج معنوية التأثير المباشر للمتغير LOG في المتغير MVA، كما تبين نتائج الجدول أن التأثير غير المباشر لمتغير LOG في متغير MVA عن طريق المتغير الوسيط EQU بلغ 0.216 ومن قيمة Z-Value=3.729; p=0.008، نستنتج معنوية علاقة التأثير غير المباشر ودلالة الإحصائية، أن التأثير الكلي لمتغير LOG في المتغير MVA بلغ 0.532، يوضح الشكل معاملات المسار للتأثير المباشر وغير المباشر لمتغير LOG في المتغير MVA.

وبالعودة إلى الفرضية الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسية الثانية والتي تنص على وجود علاقة أثر مباشر وغير مباشر ذات دلالة معنوية لحجم الموجودات في القيمة السوقية المضافة عن طريق هيكل الملكية كمتغير وسيط،

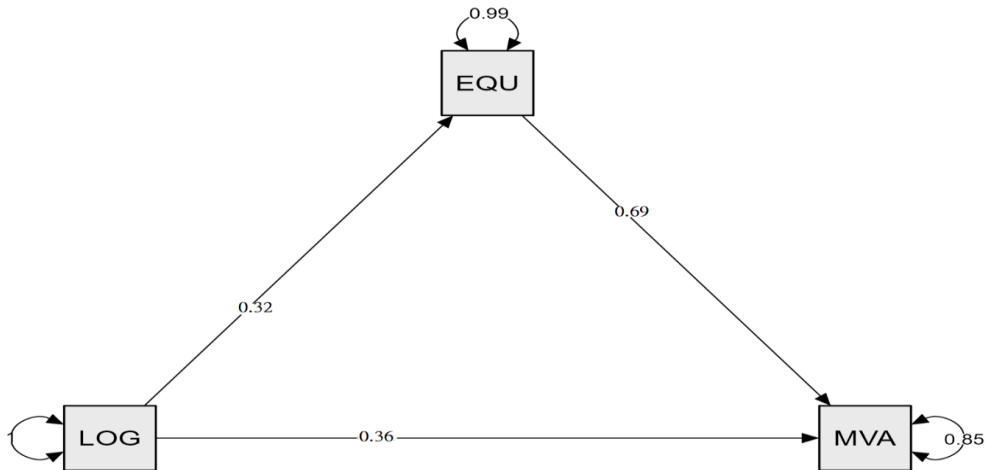
وبالاستناد إلى النتائج أعلاه يتم قبول الفرضية وبالتالي هنالك تأثير ذو دلالة معنوية مباشر لحجم الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة وتأثير غير مباشر لحجم الموجودات في القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق هيكل الملكية.

الجدول (4) نتائج تحليل المسار

للتأثير المباشر والتأثير غير المباشر للمتغير LOG في متغير MAV والمتغير الوسيط EQU

Parameter estimates								
Direct effects								
							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	p	Lower	Upper
LOG	→	MVA	0.316	0.079	4.592	< 0.001	0.208	0.519
Indirect effects								
					Std. estimate	Std. error	z-value	P
LOG	→	EQU	→	MVA1	0.21646	0.012	3.792	0.008
Total effects								
							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
LOG	→	MVA	0.53246	0.079	4.756	< 0.001	0.22	0.728
Path coefficients								
							95% Confidence Interval	
			Std. estimate	Std. error	z-value	P	Lower	Upper
EQU	→	MVA	0.685	0.085	-1.005	0.315	0.251	0.881
LOG	→	MVA	0.364	0.079	4.592	< .001	0.208	0.519
LOG	→	EQU	0.316	0.09	-1.289	0.198	0.293	0.606

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.



الشكل (4) قيم معاملات المسارين المتغيرين EQU والمتغير MAV. المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي JASP V.19.

الاستنتاجات:

- على وفق ما تم الحصول عليه من بنية مصرفية, فضلاً عن المناقشات في كل من الجانب النظري والدراسات السابقة تم التوصل الى جملة من الاستنتاجات منها الآتي :-
- 1- تعد المحددات الطرفية إحدى المصطلحات التي دقت أبواب العالم المالي حديثاً, وهي تعد مجموعة من أهم المتغيرات التي تلجأ الشركات الى تحديدها بحسب الظروف المحيطة بها لمواجهة ديناميكية بيئة الأعمال المتغيرة.
 - 2- أتضح أن الشركات تواجه مجموعة من المحددات الطرفية, وتعد المحددات الأبرز في ضوء الدراسات السابقة, وفي ضوء النظرية المالية هي الركود المالي والتطلعات المستقبلية والحجم.
 - 3- إن التحديات التي تواجه الشركات نتيجة انقلابات بيئة الأعمال وعدم اليقين الذي يشوبها جعلت من المحددات الطرفية متغيرات مهمة تحدها الشركات لمسايرة الفرص المتاحة والتعامل مع التهديدات على كونها قد تكون فرصة تميز بها الشركة عن سواها عند أستغلالها بالشكل الصحيح.
 - 4- يعد الأداء المستند على القيمة من أهم مؤشرات الأداء وأحدثها, لأنها تعتمد على الوضع الداخلي والخارجي للشركة فنجد أن MVA ركزت على الجوانب الخارجي للشركة, أما EVA فقد ركزت على الجوانب الداخلية للشركة, ولهذا يعد تقييم الأداء المستند على القيمة أفضل من بقية طرق قياس وتقييم الأداء التقليدية .
 - 5- في ضوء نتائج الدراسات السابقة أتضح أن هيكل الملكية له دور في كثير من العلاقات كون محدد اساسي في الأداء لذا يعد متغير وسيط جيد .
 - 6- تمثل المحددات الطرفية المتمثلة ب (الركود المالي والتطلعات المستقبلية والحجم) وعلاقتها بالأداء المستند على القيمة المتمثل ب (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة), بوجود المتغير الوسيط هيكل الملكية علاقة مؤثرة ولها دور مهم في تقييم الشركات العراقية ومعرفة قدرتها على تعظيم قيمة المساهمين التي تمثل الهدف الأول للإدارة المالية.
 - 7- هنالك جدل متواصل , حول المحددات الطرفية وأنواعها, وبالتالي لا يوجد اتفاق على أنواع المحددات الطرفية, وإنما تحديد نوع المحدد الظرفي يعتمد على الظرف الذي تمر به الشركة في وقت معين واعتباره محدد ظرفي بالنسبة لها وقد لا يكون محدد ظرفي لشركة أخرى .
 - 8- نجد أن الركود المالي يمثل محدد مهم للشركة يؤثر بشكل كبير على إنتاجيتها, وبالتالي تحقيق أرباحها, لأن زيادة الموارد الراكدة يؤثر سلباً في أداء الشركة كذلك يؤثر على نظرية الوكالة, فضلاً عن تأثيره الإيجابي من ناحية منح الشركة مساحة للتمويل الداخلي بدلاً من اللجوء للتمويل الخارجي.
 - 9- تمثل التطلعات المستقبلية نوع للتنبؤ بمستقبل الشركة تسهم في توفير معلومات مهمة للمساهمين, وايضاً المدراء للآفاق المستقبلية للشركة نتيجة فشل المعلومات التاريخية في ايصال الرؤية الحقيقية للشركة, والتي تتناسب مع قدراتها الإدارية والمالية فضلاً عن حجم الشركة .
 - 10- اثبتت الدراسات الحديثة إن حجم الشركة يمثل محدداً مهماً لتطوير الشركة وتوسيعها وتأثيره على التطلعات المستقبلية لها نتيجة التأثير التفاعلي بينهم وتمكينها من المنافسة في الأسواق المالية .

11- بحسب الجانب القياسي للدراسة توجد علاقة أثر مباشر وغير مباشر بحسب ما ظهر في تحليل المسار لعينة الدراسة، وبالتالي تم قبول الفرضية.

التوصيات

- 1- توصي الدراسة بالتركيز على المحددات الظرفية مفهوماً وتطبيقاً خاصة في ظل ديناميكية بيئة الأعمال وعدم اليقين الذي يحيط بها، والذي يقابله تغييرات كبيرة ومستمرة في قواعد المنافسة التي تشجع على الأبحار في شواطئ الشركات المتحضرة والمتقدمة على الرغم من مد الفرص وجزر التهديدات.
- 2- العمل على تحديد أنواع أخرى من المحددات الظرفية، ودراستها وبيان أثرها في عمل الشركات والإفادة من فرصها للانطلاق في عالم الشركات الحديث.
- 3- التركيز على استخدام طرق تقييم الأداء الحديثة مثل الأداء المستند على القيمة وغيرها، كونها تمثل الفكرة المالية الساخنة لقدرتها العالية في تحديد نقاط القوة والضعف التي تواجه الشركات على مستوى البيئة الداخلية والخارجية.
- 4- نوصي بدراسة الركود المالي كنوع من المحددات الظرفية عن طريق ربطه بمتغيرات أخرى ومعرفة تأثيره في أداء الشركات واستغلال هذه الدراسة كمنطلق.
- 5- نطمح أن توجه الشركات العراقية أنظارها نحو أهمية القيمة الاقتصادية المضافة، ومحاولة رفع قيمتها لديهم عن طريق تحسين المتغيرات التي تعتمد عليها لما لها من تأثير كبير في أداء الشركة ورفع قيمة المساهمين، وهو الهدف الذي يشغل فكر الإدارة المالية.
- 6- نوصي بأن تعمل الشركات العراقية على زيادة دقة وشفافية بياناتها المطروحة في القوائم المالية، فضلاً عن زيادة الايضاحات المقدمة فيها والعمل على إصدار القوائم في الوقت المحدد لها لما له من أهمية لتقييم أداء الشركات من قبل الباحثين والدارسين والمستثمرين.
- 7- توصي الدراسة إدارة الشركات ومجلس الإدارة فيها مراعاة طبيعة هيكل الملكية عند تقييم أداء الشركات وبالأخص الإداء المستند على القيمة.
- 8- على الجهات الرقابية الاهتمام وحماية صغار المساهمين من عمليات فرض السطوة و السيطرة على القرار في الشركات.
- 9- ربط المحددات التي تؤثر في أداء الشركات بهيكل الملكية عند اتخاذ المعايير أو المقاييس المختصة بتقييم الأداء، لما لها من تأثير مباشر أو غير مباشر.
- 10- العمل على تحديد طبيعة المحددات سواء كانت كلية أو جزئية نابعة ومتكاملة من العوامل الكلية أو الجزية التي لها تأثير في الشركات وأدائها.

المصادر:

أولاً :- المصادر العربية

أ) الوثائق الرسمية

- 1- النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2012-2023.
- 2- النشرة السنوية للبنك المركزي العراقي \ المديرية العامة للإحصاء والأبحاث للمدة 2011-2023.
- 3- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي للمدة من 2012-2023 .

ب) الكتب

- 1- أبين منظور , لسان العرب , 445,1232 .
- 2- الزبيدي , حمزة محمود, (2004) , " الإدارة المالية المتقدمة" عمان , مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

ج) الرسائل والأطاريح

- 1- الشهاب , أيمن .(2015)و, :اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا) , كلية الإدارة والاقتصاد, جامعة حلب أطروحة دكتوراه.

د) البحوث

- 1- محمد ,حسين, محمد جاس محمد و وزهراء عبد النبي حسين , امكانية التنبؤ بعوائد الاسهم على وفق نظرية التسعير المرجح دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2012-2021 , بحث مستل من رسالة ماجستير, جامعة البصرة كلية الادارة والاقتصاد 2023.
- 2- محمد, الدران, محمد جاسم محمد وعبد الخالق ياسين البدران , أثر تفاعل القرارات المالية بقيمة الشركة في ظل القيود المالية دراسو تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة 2008-2016 , بحث مستل من اطروحة دكتوراه , جامعة البصرة كلية الادارة والاقتصاد.

ثانياً :- المصادر الاجنبية

- 1- de Almeida Gonçalves, G. B. C. (2015). Situational Determinants of the Survivability of Portuguese SMEs (Master's thesis, Universidade de Lisboa (Portugal)).
- 2- Alkhatib, K. (2014). The determinants of forward-looking information disclosure. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 109, 858-864.
- 3- Asaf, S. (2004). Executive corporate finance: the business of enhancing shareholder value. Pearson Education.
- 4- Barth, M. E. (2018). The future of financial reporting: Insights from research. Abacus, 54(1), 66-78.
- 5- Bolarinwa, S. T., &Obembe, O. B. (2019). Firm size—profitability nexus: An empirical evidence from listed financial firms. Global business review, 20(5), 1109-1121.

- 6- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2008). *Financial Management; Theory and Practice* (Book and diskette package). Harcourt College Publishers.
- 7- Bromiley, P., & Harris, J. D. (2014). A comparison of alternative measures of organizational aspirations. *Strategic Management Journal*, 35(3), 338-357.
- 8- Chen, W. R., & Miller, K. D. (2007). Situational and institutional determinants of firms' R&D search intensity. *Strategic management journal*, 28(4), 369-381.
- 9- Dakua, S. (2019). Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 427-436.
- 10- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- 11- Daunfeldt, S. O., & Hartwig, F. (2014). What determines the use of capital budgeting methods?: Evidence from Swedish listed companies. *Journal of Finance and Economics*, 2(4), 101-112.
- 12- Dong, N., Wang, F., Zhang, J., & Zhou, J. (2020). Ownership structure and real earnings management: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 106733.
- 13- Ebel Ezeoha, A. (2018). Firm size and corporate financial-leverage choice in a developing economy: Evidence from Nigeria. *The journal of risk finance*, 9(4), 351-364.
- 14- Efendic, A., Mickiewicz, T., & Rebmann, A. (2015). Growth aspirations and social capital: Young firms in a post-conflict environment. *International Small Business Journal*, 33(5), 537-561
- 15- Eide, A. E., Moen, Ø., Madsen, T. K., & Azari, M. J. (2021). Growth aspirations in SMEs: managerial determinants and organizational outcomes. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(4), 640-665.
- 16- Ghalem, A., Okar, C., Chroqui, R., & Semma, E. (2016). Performance: A concept to define! La performance: Un concept à définir!. *LOGISTIQUA* 2016.
- 17- Graham JR, Li S, Qiu J (2012) Managerial attributes and executive compensation. *Rev Financ Stud* 25(1):144–186.
- 18- Grant, J. L. (2003). *Foundations of economic value added* (Vol. 99). John Wiley & Sons.
- 19- Hashmi, S. D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., & Naz, I. (2020). Sensitivity of firm size measures to practices of corporate finance: evidence from BRICS. *Future Business Journal*, 6, 1-19.
- 20- Hermans, J., Vanderstraeten, J., Van Witteloostuijn, A., Dejardin, M., Ramdani, D., & Stam, E. (2015). Ambitious entrepreneurship: A review of growth aspirations, intentions, and expectations. *Entrepreneurial growth: Individual, firm, and region*, 127-160.

- 21- Isik, O., & Tasgin, U. F. (2017). Profitability and its determinants in Turkish manufacturing industry: Evidence from a dynamic panel model. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 66-75.
- 22- Jeon, H. (2021). Investment and financing decisions in the presence of time-to-build. *European Journal of Operational Research*, 288(3), 1068-1084.
- 23- Johan, S. (2018). The relationship between economic value added, market value added and return on cost of capital in measuring corporate performance. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 2(1).
- 24- Kent Baker, H., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2018). The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70-91.
- 25- Kolvereid, L., & Isaksen, E. J. (2017). Expectations and achievements in new firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(3), 649-668.
- 26- Li, D., Cao, C., Zhang, L., Chen, X., Ren, S., & Zhao, Y. (2021). Effects of corporate environmental responsibility on financial performance: The moderating role of government regulation and organizational slack. *Journal of Cleaner Production*, 166, 1323-1334.
- 27- Li, D., Li, T., Yi, K., & Liu, Y. (2022). Size effect and the measurement of firm size. *Managerial and Decision Economics*, 43(4), 894-905.
- 28- Liu* Xi'an Jiaotong University, China Junrui Zhang Zi'an Jiaotong University, China Jie Wu Yangtze University, China, Forwarding-Looking Statements in Annual Report and Firms' Financing Constraints: A Machine-Learning Approach, 2022.
- 29- Maladjian, C. (2013). Determinants of the dividend policy: an empirical study on the Lebanese listed banks (Doctoral dissertation, Notre Dame University-Louaize).
- 30- Nita, B. (2011). The use of market value added in performance evaluation of investment centers. *Research Papers of Wroclaw University of Economics*, (177).
- 31- Pavelkova, D., & Knapkova, A. (2011, January). Factors Influencing Economic Value Added in The Selected Sector of The Industry. In *The Seventh International Conference on Global Business and Economic Development* (pp. 1210-1221).
- 32- Petravičius, T., & Tamošiūniene, R. (2008). Corporate performance and the measures of value added. *Transport*, 23(3), 194-201.
- 33- Posen, H. E., Keil, T., Kim, S., & Meissner, F. D. (2018). Renewing research on problemistic search—A review and research agenda. *Academy of Management Annals*, 12(1), 208-251.
- 34- Raza, S. A., & Karim, M. Z. A. (2016). Do liquidity and financial leverage constrain the impact of firm size and dividend payouts on share price in emerging economy. *Journal of Finance and Economics Research*, 1(2), 73-88.

- 35- Rudy, B. C., & Johnson, A. F. (2016). Performance, aspirations, and market versus nonmarket investment. *Journal of management*, 42(4), 936-959.
- 36- Sari, A. P. A. M. P. The Influence of Financial Slack on Firm Innovativeness: The Moderating Role of Board Size, 2023.
- 37- Satwiko, R., & Agosto, V. (2021). Economic value added, market value added, dan kinerja keuangan terhadap return saham. *Media Bisnis*, 13(1), 77-88.
- 38- Shah, A. (2020). Impact of EVA or Traditional Accounting Measures on MVA-A Study of BSE Listed Companies. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 9(3), 33-40.
- 39- Sichigea, N., & Vasilescu, L. (2015). Economic value added and market value added-modern indicators for assessment the firm's value. *Annals of the Constatin Brancusi University of Targu Jiu, Economic Series, Eco-Trend*, 488-493.
- 40- ULFAYANI-NIM, R. I. N. A. (2009). Pengaruh Economic Value Added dan Rasio Profitabilitas terhadap Market Value Added (Studi Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index) (Doctoral dissertation, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta).
- 41- Uwuigbe U, Jafaru J, Ajayi A (2012) Dividend policy and firm performance: a study of listed firms. *Account Manag Inf Syst* 11(3):442.
- 42- Uyar, A., & Kilic, M. (2018). Influence of corporate attributes on forward-looking information disclosure in publicly traded Turkish corporations. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 244-252.
- 43- Xie, E., Huang, Y., Peng, M. W., & Zhuang, G. (2016). Resources, aspirations, and emerging multinationals. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 23(2), 144-161.
- 45- Yadav, I. S., Pahi, D., & Gangakhedkar, R. (2022). The nexus between firm size, growth and profitability: new panel data evidence from Asia–Pacific markets. *European Journal of Management and Business Economics*, 31(1), 115-140.
- 46- Yulianti, A., Jihadi, M., & Nurjannah, D. (2024). The Influence of Company Size, Business Risk, and Sales Growth on Capital Structure Mediated by Profitability. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 4(2), 106-
- 47- Zhao, J., Cheng, X., & Guo, J. (2024). How do aspirations work? Financial performance shortfalls and firms' green innovation. *Business Strategy and the Environment*.
- 48- Ogaluzor, O. I., & Omesi, I. (2019). Ownership structure and financial performance of listed consumer goods manufacturing companies in Nigeria. *Journal of Accounting Information and Innovation*, 5(1), 13-26.

49-Chen, H., Jory, S., & Ngo, T. (2020). Earnings management under different ownership and corporate governance structure: A natural experiment with master limited partnerships. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76, 139-156.

50-Aberg, C., Kazemargi, N., & Bankewitz, M. (2017). Strategists on the board in a digital era. *Business and Management Research*, 6(2), 40-51.