المجلة العربية للمحاسبة
المجلد العشرون، العدد الثاني
ديسمبر 2017
ص ص 59 - 91

مدى ملاءمة القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية

دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان

أيمن حامد المصاروة
كلية عمان الجامعية – الأردن
ayman-1999@windowslive.com

نضال عمر زلوم
جامعة البلقاء التطبيقية – الأردن
zalloum@bau.edu.jo

المجلة العربية للمحاسبة
المجلد العشرون، العدد الثاني
ديسمبر 2017
ص ص 59 - 91

مدى ملاءمة القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية

دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان[1]

أيمن حامد المصاروة

كلية عمان الجامعية - الأردن

نضال عمر زلوم

جامعة البلقاء التطبيقية - الأردن

ملخص

هدفت الدراسة إلى تقييم مدى ملاءمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان. اجريت الدراسة على عينة مكونة من (187) مشاهدة انطبقت عليها الشروط، خلال الفترة (2005 - 2015)، جُمعت البيانات الخاصة بالشركات قيد الدراسة من خلال تقاريرها السنوية المنشورة في بورصة عمان. لاختبار فرضيات الدراسة، اُستخدم منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، من خلال نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية. خلصت الدراسة إلى أن المؤشرات المالية التقليدية أكثر ملاءمة في قياس العوائد السوقية غير العادية. كما بينت النتائج لدى إعادة اختبار الفرضيات مع إدخال حجم الشركة كمتغير معدل، أن هناك تحسنًا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس العوائد السوقية غير العادية، مع بقاء الأفضلية للمؤشرات المالية التقليدية.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة، المؤشرات المالية التقليدية، العوائد السوقية غير العادية.

---

1. البحث مستلٌ من رسالة علمية

The Arab Journal of Accounting
Volume 20**, Number** 2
December 2017
Pp 59 **-** 91

Suitability of the Economic Value Added (EVA) and Traditional Financial Indicators to Measuring the Abnormal Market Returns An Empirical Study of Service companies listed on Amman Stock Exchange

Ayman Hamed Al Masarwh

Amman University College- Jordan

Nidal Omar Zalloum

Al-Balqa Applied University- Jordan

Abstract

The main aim of the study was to assess the suitability of (the economic value added index and the traditional financial indicators) in measuring the Abnormal market returns of the shares of service companies listed on the Amman Stock Exchange. The study was conducted on a sample consisting of (187) observations to which the conditions were applied, during the period (2005-2015). In this study the companies' data was collected from the annual reports published on the Amman Stock Exchange. Furthermore, a Panel data Approach were used to test the study hypotheses, through both the fixed effects model and the random effects model. The study concluded that traditional financial indicators are more appropriate in measuring Abnormal market returns. The results of the study also showed when retesting the assumptions with the company size being entered as a moderating variable, that there is an improvement in the economic value added index in measuring the Abnormal market returns, with the preference remaining for the traditional financial indicators.

Keywords: Economic value added, Traditional financial indicators, Abnormal market returns.

المقدمة:

أظهر المستثمرون إهتماما خاصا بالقوائم المالية للشركات، لما توفره القوائم من قراءات تساهم في التعرف على أداء تلك الشركات، والتنبؤ بالعوائد التي من المتوقع تحقيقها في المستقبل (Vanza et al., 2018)، كما تساعد مستخدمي القوائم المالية في تقييم أداء الإدارة وبيان مدى كفاءتها في تحسين أداء الشركات وتعظيم ثروة الملاك (التميمي وآخرون، 2012).

تعد المؤشرات المالية أداة مساعدة في عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية، وذلك من خلال إيجاد علاقة بين تلك المؤشرات المالية والعوائد المتوقعة (Al Qaisi et al., 2016). إلا أن هذه المؤشرات أصبحت وحدها غير فاعلة في قياس وتقويم الأداء في ظل البيئة الاقتصادية الحديثة، نظراً إلى تأثر المؤشرات المالية بالطرق المحاسبية المتبعة في إعداد التقارير المالية (Nakhaei & Nakhaei, 2016)، والتي بدورها تتسم بالجودة المنخفضة ونقص ارتباطها بالبيئة الخارجية المتغيرة والغنية بالمعلومات (Mashayekhi & Bahavarnia, 2009).

وفي ظل تزايد الانتقادات الموجهة للمؤشرات المالية التقليدية مثل ضعف القدرة التنبؤية لها خاصةً فيما يتعلق بعوائد الأسهم، وعدم تفسير هذه المؤشرات للتغير بالقيمة السوقية للأسهم بشكل كاف، كان لا بد من إيجاد أساليب بديلة أو مساندة للأساليب التقليدية في التحليل تكون أكثر دقة، وهذا ما عملت عليه شركة (Stern & Stewart Co.)، حيث قامت هذه الشركة عام (1990) بإيجاد أداة جديدة لقياس الأداء تركز على القيمة الاقتصادية المضافة، لتقييم الاسهم المتداولة في السوق المالي، من خلال الاهتمام بالربح الاقتصادي (Alam & Nizamuddin, 2012). إذ يرى (Stern) أن القيمة الاقتصادية المضافة تساهم بإعطاء المدراء الماليون معلومات أفضل ودافع أقوى عند اتخاذ القرارات في ضوء الخيارات المتاحة، بحيث يتم اتخاذ القرارات التي تعظم ثروة الملاك (Stern & Stewart, 1995). كما بينت دراسة (Khan et al., 2012) أن القيمة الاقتصادية المضافة هي أنجح مقاييس الأداء المستخدمة من قبل المستثمرين ومكاتب الاستشارات، حيث تقوم الفكرة على أن القيمة الاقتصادية المضافة أقرب من المقاييس الأخرى للربح الحقيقي للشركة وهذا ينعكس مباشرة على ثروة الملاك.

اهتم عدد من الدراسات الأجنبية بالقيمة الاقتصادية المضافة، إلا أن هنالك عددً قليلًا من الدراسات التي ركزت على المجتمعات العربية والسوق الأردني. كما يعد القطاع الخدمي من قطاعات السوق التي تعمل ضمن محيط يتصف بالتغير، وعلى أكثر من صعيد سواءً منها الاقتصادي أو السياسي أو الاجتماعي ويتأثر بها بشكل كبير، وبالتالي فانه بحاجة إلى تقييم أدائه بمنظور شمولي اخذاً بعين الاعتبار جوانب القياس التقليدية مثل حصة السهم من الأرباح، والعائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى مقاييس حديثة تركز على القيمة الاقتصادية مثل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك لتفسير التغير في السعر السوقي للسهم لترشيد القرارات

وتوجيهها لمستخدمي القوائم المالية داخل الشركة وخارجها. حيث يعتبر القطاع الخدمي الأول من حيث مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي الأردني (كرمال، 2018)، حيث يشكل قطاع الخدمات ما نسبته (69%) من الناتج المحلي الإجمالي (منتدى الفكر العربي، 2019). ونظراً إلى طبيعة القطاع واعتماده بشكل أساسي على الأيدي العاملة، فإن الاستثمار في قطاع الخدمات يساهم في توظيف عدد كبير من الأيدي العاملة الأردنية، وهو ما دفع الباحثين لدراسة هذا القطاع. من هنا تسعى هذه الدراسة لتقييم مدى ملاءمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان.

مشكلة الدارسة:

بينت الدراسات أن أغلب المتعاملين في بورصة عمان يعتمدون على أسس غير علمية في إتخاذ قراراتهم الاستثمارية من خلال الاعتماد على الشائعات والتسريبات وهذا بسبب غياب عنصر الإفصاح المناسب، حيث ذكرت دراسة (سالم، 2014) أن «وجود عدد كبير من المضاربين يتخذون قراراتهم الاستثمارية وفقاً لما يعرف بنظرية الركب (الجماعة) وليس كما يتوجب عليهم، بالاسترشاد بمجموعة من المؤشرات المالية المستخلصة من القوائم المالية المنشورة، وجزء يسير من المستثمرين يعتمد على نسب مالية تقليدية في عمليات التقييم واتخاذ القرارات»، وقد زاد الجدل مؤخراً حول الجدوى من الاعتماد على المؤشرات المالية التقليدية وقدرتها على تلبية احتياجات حاملي الأسهم والمستثمرين المتوقعين وضعف قدرتها التفسيرية والتنبؤية وخاصة فيما يتعلق بإظهار ربحية الشركة وبالتالي مؤشر ربحية السهم، والذي يعود سببه إلى المرونة التي تسمح بها معايير المحاسبة الدولية في اختيار السياسات والطرق المحاسبية، وكذلك عدم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال المستثمر واعتمادها الكبير على التقديرات. مما شكل دافعًا وحافزًا لدى المهتمين لتبني نهج جديد في التحليل يعتمد على المؤشرات الاقتصادية، وأبرز تلك المؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة. إلا أن نتائج الدراسات السابقة لم تحسم الجدل الدائر حول مدى ملاءمة القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر يمكن الاعتماد عليه في عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية وتقييم أداء الشركات (الشناق وآخرون، 2019؛ هشام، 2017، صيفي وبن عمارة، 2015؛ الجعيدي، 2015؛ قدومي وآخرون، 2014؛ Pasha & Ramzan, 2019; Permatasari & Kennedy, 2018; Bhasin, 2017, Fadinah et al., 2018; Babatunde & Evuebie, 2017; Laing & Dunbar, 2015)، وعليه يمكن تلخيص مشكلة الدراسة من خلال الإجابة عن التساؤلات الآتية:

- هل يعتبر قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية؟

- هل يعتبر قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية باختلاف حجم الشركة؟
- هل يعتبر إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمؤشرات المالية التقليدية أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية منفردة في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم؟

أهمية الدراسة وأهدافها:

يعتمد عدد من المستثمرين الحاليين والمحتملين والمقرضين على حد سواء خلال عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية على أسلوب علمي واتباع نهج منطقي يفضي لاتخاذ قرارات تتسم بالرشد، من خلال استخدام طرق التحليل المتعارف عليها، وكذلك من خلال مواكبة التطورات في مجال التقييم والتفسير للقوائم المالية المنشورة، ومن هنا تأتي أهمية الدراسة في توفيرها إطاراً نظرياً يساهم في تفسير التغير في أسعار أسهم الشركات، والعوائد المتحققة جراء الاستثمار بتلك الأسهم، بحيث يستفاد من الدراسة وما ستفضي إليه من نتائج من قبل فئة واسعة من أصحاب المصالح، حيث ستساعد المستثمرين على تقييم أداء الإدارة، والمساهمة في عمليات اتخاذ القرارات الخاصة باستثماراتهم، وكذلك سيستفيد منها المقرضون من خلال المساعدة في قرارات منح الائتمان بالاعتماد على تقييم الأداء المالي للشركات وقدرتها على الإيفاء بالتزاماتها نحوهم، كما ستشكل للإداريين دافعاً قوياً عند أتخاذهم القرارات في ظل الخيارات المتاحة في سبيل تعظم ثروة الملاك. في ضوء ذلك هدفت الدارسة إلى اختبار المؤشرات المالية التقليدية ومقارنتها مع القيمة الاقتصادية المضافة وتحديد مدى ملاءمة كل منها على قياس عوائد الأسهم غير العادية للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان وتحديد أي المؤشرات أكثر ملاءمة.

الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة:

أُجري عدد من الدراسات حول استخدام القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية للتنبؤ بعوائد الأسهم، وفيما يلي عرض للدراسات السابقة التي تم الاعتماد عليها في تحديد متغيرات الدراسة وبناء فرضياتها.

حيث هدفت دراسة (AL-Shubiri, 2012)، إلى تحديد القدرة التفسيرية بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم مقارنة مع المؤشرات المالية التقليدية (العائد على حقوق الملكية، العائد على الاستثمار، حصة السهم من الأرباح). أجريت الدراسة على قطاع البنوك في الأردن واشتملت على عينة مكونه من (14) بنك خلال الفترة (2004–2008). خلصت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر أداة مهمة للبنوك لقياس الأداء المالي وتطويره والاعتماد

عليه في اتخاذ القرارات كما تبين انها أكثر من ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية.

كما بحثت دراسة (قدومي واخرون، 2014)، قدرة كل من المؤشرات المالية التقليدية لتقييم أداء الشركة ممثلة بـ(التدفق النقدي التشغيلي، العائد على حقوق الملكية، العائد على الموجودات، الأرباح المحققة للسهم، التوزيعات النقدية، والقيمة الدفترية) والقيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم. أجريت الدراسة على (40) شركة مدرجة في بورصة عمان للفترة (2000–2009). وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات المالية التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في قيمة السهم السوقية.

فيما اهتمت دراسة (الجعيدي، 2015)، بمعرفة علاقة كل من العائد على الموجودات والقيمة الاقتصادية المضافة في العوائد غير العادية للأسهم، وهدفت الدراسة كذلك معرفة أثر حجم الشركة كمتغير معدل على تلك العلاقة. تكوّن مجتمع الدراسة من (60) شركة غير مالية مدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة (2008–2011). خلصت الدراسة إلى اعتماد القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لقياس الأداء في الشركات الصناعية، والاعتماد على العائد على الموجودات كمؤشر لقياس الأداء في الشركات الخدمية، كما أن حجم الشركة كمتغير لم يكن له دور فاعل.

أما دراسة (صيفي وبن عمارة، 2015)، فقد سعت إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك بالمقارنة مع المؤشرات المالية التقليدية للأداء المالي (العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحصة السهم من الأرباح). تكون مجتمع الدراسة من (40) شركة مدرجة في مؤشر (CAC40) في سوق باريس للأوراق المالية للفترة (2008–2013). خلصت الدراسة إلى تفوق المؤشرات المالية التقليدية على القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم.

في هذا الصدد أشارت دراسة (Laing & Dunbar, 2015)، إلى مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير أسعار الأسهم السوقية، وذلك بالمقارنة مع المؤشرات المالية التقليدية للأداء المالي (حصة السهم من الأرباح، العائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية). أجريت الدراسة على عينة اشتملت على القوائم المالية لأربعة بنوك رئيسية عاملة في استراليا للفترة (2002–2011). خلصت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات المالية التقليدية ممثلة بـ(حصة السهم من الأرباح، العائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية) وأنها (المؤشرات المالية التقليدية) تؤمن محتوى معلوماتي له قدرة تفسيرية يمكن الاعتماد عليها في تفسير التغير في أسعار أسهم البنوك.

كما حأولت دراسة (العلي، 2016) بيان دور القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم

أداء الشركات. أجريت الدراسة على الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة (2011–2014)، توصلت الدراسة إلى عدم ملاءمة هذا المؤشر في تقييم أداء الشركات.

وقد أشارت دراسة (هشام، 2017) إلى علاقة القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية منها (حصة السهم من الأرباح، العائد على حقوق الملكية، صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، التدفقات النقدي التشغيلي، والعائد على المبيعات) في القيمة السوقية المضافة. أجريت الدراسة على (22) شركة غير مالية مدرجة في مؤشر (CAC40) في سوق باريس للفترة (2001–2010)، خلصت النتائج إلى أن المؤشرات المالية التقليدية أكثر ملاءمة من القيمة الاقتصادية المضافة في قياس القيمة السوقية المضافة. كما أكدت الدراسة أن إضافة القيمة الاقتصادية المضافة إلى المؤشرات المالية التقليدية تساهم في تفسير القيمة السوقية المضافة إلى جانب المؤشرات المالية التقليدية على الرغم من أن مساهمتها الإضافية ضئيلة بالمقارنة مع المؤشرات المالية التقليدية.

فيما حأول (Bhasin, 2017) دراسة القدرة التفسيرية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس العوائد السوقية للأسهم مقارنة مع المؤشرات المالية التقليدية ممثلة بـ(معدل العائد على رأس المال المستثمر، العائد على حقوق الملكية، وحصة السهم من الارباح). أجريت الدراسة على عينه مكونة من (500) شركة في السوق الهندي للفترة (2006–2011). خلصت الدراسة إلى تفوق المؤشرات المالية التقليدية على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في العوائد السوقية.

كما كشفت دراسة (Babatunde & Evuebie, 2017) أثر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد السوقية للأسهم مقارنة مع المؤشرات المالية التقليدية ممثلة بـ(العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية، وصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب). شملت الدراسة عينة مكونه من (60) شركة مدرجة في سوق نيجيريا للأسهم للفترة (2004–2015). خلصت الدراسة إلى وجود أثر لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد السوقية للأسهم متفوقةً على المؤشرات المالية التقليدية.

في حين أظهرت دراسة (Permatasari & Kennedy, 2018) تأثير كل من (القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية ونسبة الدين إلى حقوق الملكية وحصة السهم من الارباح) على العوائد السوقية للأسهم، والتي أجريت على جميع شركات التصنيع الماليزية المدرجة في البورصة وذلك للفترة (2009–2015). خلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي وكبير لمعدل العائد على السهم على العوائد السوقية لأسهم الشركات، ومن ضمن ما توصّلت الدراسة إليه، وجود تأثير سلبي لكل من العائد على حقوق الملكية ونسبة الدين إلى حقوق الملكية على العوائد السوقية ولا يوجد أثر لمؤشر القيمة الاقتصادية على العوائد السوقية للأسهم.

فيما تناولت دراسة (Fadinah et al., 2018) أثر كل من (القيمة الاقتصادية المضافة، صافي الربح، العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، حصة السهم من الأرباح، ونسبة سعر السهم الدفتري إلى سعر السهم) على العوائد السوقية لأسهم الشركات. أجريت الدراسة على الشركات المتخصصة في تنفيذ مشاريع البنية التحتية والمرافق لقطاع النقل المدرجة في بورصة إندونيسيا، اشتملت عينة الدراسة على (26) شركة للفترة (2013–2016). خلصت الدراسة إلى وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة في العوائد السوقية لأسهم الشركات متفوقاً على باقي المؤشرات التي تم اختبارها.

فيما بيت دراسة (الشناق وآخرون، 2019) أثر الكلفة الاستبدلية مقاسة بـ(TobinQ) والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة للفترة (2005–2015). أظهرت نتائج الدراسة أن الكلفة الاستبدالية لها تأثير إيجابي أكبر على أسعار أسهم الشركات مقارنة بالقيمة الاقتصادية المضافة، كما بينت أن إضافة حجم الشركة لم يحسن كثيراً من تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم.

كما أشارت دراسة (Tholana & Neingo, 2019) التي أجريت على أربع شركات تعدين في جنوب أفريقيا للمقارنة بين أرباح الشركة في القوائم المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، خلال فترة (2007–2017). خلصت الدراسة أن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة من قبل الشركات مهمٌ لتحليل الأداء المالي للشركات، والمساعدة في عملية اتخاذ القرار.

فيما وظفت دراسة (Pasha & Ramzan, 2019) العائد على الموجودات والقيمة الاقتصادية المضافة في قياس عوائد الأسهم، التي أجريت على بيانات (70) شركة غير مالية مدرجة في سوق باكستان المالي، خلال فترة (2006–2015). توصلت الدراسة إلى أن العائد على الموجودات يؤثر إيجابياً في عوائد الاسهم، في حين أظهرت النتائج أن القيمة الاقتصادية المضافة لها علاقة سلبية ضعيفة على عوائد الأسهم.

ورغم وجود بعض التشابه بين دراسة (الجعيدي، 2015) والدراسة الحالية، إلا أن هناك اختلافات جوهرية بين الدراستين، تتمثل في المنهجية المستخدمة في كل منهما، ذلك ان دراسة الجعيدي كانت خلال فترة تتصف بالتقلبات الاقتصادية ابتداً بالأزمة المالية العالمية عام (2008) ومروراً بأحداث الربيع العربي عام (2011)، في حين قامت الدراسة الحالية بإطالة فترة الدراسة على القطاع الخدمي للحصول على نتائج أكثر قوة، وهي توصية قد اقترحها الجعيدي وغيره من الباحثين (العلي، 2016؛ الجعيدي، 2015؛ Pasha & Ramzan, 2019)، كما أنه اكتفى باستخدام العائد على الموجودات كأداء لقياس المؤشرات المالية التقليدية، في المقابل استخدمت الدراسة الحالية مؤشرات أخرى مختلفة في سبيل تقييم أفضل للأداء المالي التقليدي (mehmood and Hilman, 2017). أما أسلوب اختبار الفرضيات فقد استخدم

الجعيدي طريقة البيانات التجميعية (Pooled Data Regression)، في حين تم اُستخدم السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data Approach)، من خلال كل من نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية لاستخراج كل من القوة التفسيرية ومعامل الانحدار (b)، بالإضافة إلى اختبار (Vuong) للمقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة، والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم. وكما يتضح من استعراض الدراسات العربية السابقة عدم وجود دراسة منشورة تتشابه مع منهجية الدراسة الحالية مما يساهم في تعزيز الأدب المحاسبي في المكتبة العربية.

وفي ضوء ما سبق وبالرغم من مساهمات الدراسات السابقة بإثراء هذا الموضوع، إلا أنه لم تحسم أي المؤشرات أكثر ملاءمة في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وهو ما جعل الباحثين يهتمان بدراسة هذه المؤشرات من خلال إجراء المزيد من التحقق من خلال الفرضيات العدمية الاتية:

$H0_1$: لا يعتبر قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية ممثلة بـ(حصة السهم من الأرباح، العائد على حقوق الملكية).

$H0_2$: لا يعتبر قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية باختلاف حجم الشركة.

$H0_3$: لا تعتبر إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لمؤشرات المالية التقليدية أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية منفردة في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم.

الإطار النظري:

أدى الاهتمام المتواصل من قبل الباحثين والمفكرين في دراسة تفسير حركة الأسهم وتقلباتها في الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها، إلى الاتفاق على وجود نظريتين أساسيتين مستخدمان لتفسير العلاقة بين أسعار الاسهم ومختلف المتغيرات المؤثرة على حركتها. إذ تركز النظرية الأولى والمعروفة بالنظرية التقليدية على دراسة العوامل التي تؤثر في أرباح الشركات ودراسة وتحليل البيانات المالية بهدف تحديد ربحية الشركة الحقيقية وحجم المخاطر المرتبط بنشاط الشركة ومن ثم تحديد القيمة الحقيقية التي يجب أن يباع بها سهم الشركة (Graham & Harvey, 2001). في حين تركز النظرية الثانية والمعروفة بنظرية الثقة والمشتق اسمها من التغير الحاصل بثقة المستثمرين بأسهم الشركة والذي يؤثر على قراراتهم بالإقبال على شراء الأسهم أو بيعها، معتمدين في ذلك على التحليل الفني في دراسة اتجاه الاسعار في السوق وتتبع مسار الاسعار بالماضي من أجل التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الاسهم بناء على سلوك المستثمرين بالسوق المالي (Schumaker & Chen, 2009).

يعد الاعتماد على مؤشر الربح الصافي الذي تحققه الشركات وتحليل البيانات المالية الخاصة به غير كاف لمعرفة قيمة الشركة لأن النتائج المالية لا تعكس واقع الشركات السوقي بشكل دقيق (Sabol & Sverer, 2017)، إذ يمكن أن يكون الربح الظاهر بالقوائم مضللًا ويعمل على تضخيم أو تحجيم لقيمتها الحقيقية في السوق، ويحصل ذلك عندما يكون الربح الظاهر بالبيانات المالية غير كاف لتغطية تكلفة الاستثمار (السعيد وسمير، 2009)، لذا سعى عدد من ادارات الشركات إلى التّحقق من القيمة الاقتصادية المضافة لحماية استثماراتهم بدلا من التركيز على الربحية فقط (Johan, 2018).

القيمة الاقتصادية المضافة:

ظهر مفهوم إيجاد القيمة عام (1890) على يد العالم الاقتصادي (Alfred Marshall) حيث بين أن الربح الاقتصادي يمثل الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال (Alam & Nizamuddin, 2012)، ولكن بقي هذا المفهوم محصورًا بالإطار النظري ولم ينتقل إلى الواقع العملي التطبيقي حتى تسعينات القرن الماضي عندما أعتبر مفهوماً استراتيجياً، وبدأ استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية على نطاق واسع كأحد معايير تقييم الأداء (Abate et al., 2004).

يقصد بإيجاد القيمة هنا إيجاد قيمة للمساهمين، بحيث يوضع المساهمون في مركز عمليات اتخاذ القرار، بمعنى أن جميع القرارات تتخذ من أجل تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك لأن المساهمين هم من يتحملون المخاطر، فإذا تمكنت الإدارة من تحقيق مردودية للمساهمين على أموالهم المستثمرة تفوق تكلفة الأموال المستثمرة، فإنها ضمناً قامت بتحقيق إيرادات تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل، مما يحقق فائدة للأطراف الأخرى ذات العلاقة بالشركة. كما بين استخدام القيمة الاقتصادية المضافة، أن الشركات التي حققت أرباحاً محاسبية ليست بالضرورة قادرة على إضافة قيمة للمساهمين لأن الربح المحاسبي يعترف فقط بتكاليف الاقتراض عند احتساب نتائج أعمال الشركة ولا يأخذ تكاليف الأموال المستثمرة بالحسبان (Nimtrakoon, 2015).

في ضوء ذلك أكد عدد من الدراسات أن مفهوم الربح الاقتصادي والمعروف بالقيمة الاقتصادية المضافة الأكثر ملاءمة من بين المقاييس الأخرى في قياس وتحديد الربح الحقيقي للشركات والقيمة المحققة لحاملي الأسهم، حيث يتم احتسابه من خلال خصم تكلفة رأس المال المملوك والمقترض من قيمة الربح بعد الضريبة (Goel, 2015).

قلّص الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الفجوة بين كل من علم الاقتصاد والممارسات المحاسبية المهنية، حيث عمل على تحويل الربح المحاسبي إلى ربح اقتصادي وبذلك حاز على اهتمام واسع من قبل المستثمرين كمدخل حديث يستخدم لتوجيه قراراتهم

وترشيدها الاستثمارية (Akgun et al., 2018)، كما أوجد نوعًا من التوافق بين مصالح الأطراف ذات العلاقة بالشركة بدلاً من تعارضها. فاستمرارية الشركة وبقاؤها بات مرهوناً بإيجاد قيمة للأطراف ذات العلاقة بالشركة من عملاء وموردين ومجتمع وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة، ولم يعد يقتصر تحقيق استمرارية ونماء الشركة على إيجاد قيمة للمساهمين فقط دون اعتبار لباقي أصحاب المصالح (Nakhaei & Nakhaei, 2016).

المؤشرات المالية التقليدية:

يعتبر الأداء المالي من المؤشرات المالية الهامة التي تدل على مدى نجاح الشركات في استخدام الموارد المتاحة (الكبيسي والقضاة، 2015)، وقد لاقت المؤشرات المالية رواجاً كبيرًا واستخدمت على نطاق واسع من قبل الاقتصاديين في ثلاثينيات القرن الماضي، ويعزى سبب الانتشار الواسع إلى انفصال ملكية الشركات عن إدارتها، وسن التشريعات التي أوجبت على الشركات المساهمة العامة نشر بياناتها المالية، فقد ألزم قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة (1997) الشركات بإعداد القوائم المالية وفقاً لمعايير الإبلاغ المالي الدولية. كما ألزمت تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق وتعديلاتها رقم (257) لسنة (2005) الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية الشركات المدرجة في بورصة عمان إعداد القوائم المالية وفقاً لمعايير الإبلاغ المالي الدولية (هيئة الأوراق المالية، 2019)، وهذا الأمر أوجب على الشركات تحليل بياناتها المنشورة، وقراءة مؤشراتها وتعريف المستخدمين بها وخاصة المستثمرين منهم، وذلك لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهو ما أدى لاستخدام المؤشرات المالية كأداة رئيسية في تقييم وتفسير القوائم المالية سواء لأغراض الاستثمار أو منح الائتمان (Naimy, 2008).

تعد حصة السهم من الأرباح المقدسة بالعائد الصافي لكل سهم من الأسهم العادية المصدرة من صافي الأرباح التي حققتها الشركة خلال الفترة المالية مؤشرًا نسبيًا للأداء، حيث يأخذ بعين الاعتبار حجم رأس المال المستثمر ممثلاً بعدد الأسهم العادية المصدرة إلا أنه لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال المستثمر والمستغل في توليد الأرباح (الداعور وعابد، 2009)، وهذا أمر مقبول لدى شريحة واسعة من المديرين بحيث يتم قبول الاستثمارات التي تحقق عائدًا موجبًا بغض النظر هل تغطي تلك العوائد تكلفة رأس المال المستثمر أم لا. وتعكس هذا المؤشرات أداء الشركة لتغطية مركز قوتها بالسوق فكلما زادت فإنها تعزز من مكانتها في السوق مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم السوقي، وكلما انخفضت فإنها تدل على تدهور أداء الشركة مما يضعف موقفها بالسوق ويكون له انعكاسات سلبية على سعر السهم السوقي (Talamati & Pangemanan, 2015).

كما يحظى العائد لحقوق الملكية ممثلاً بالعائد على كل دينار مستثمر من قبل جملة الأسهم

العادية بأهمية كبيرة لدى الإدارات في الشركات لأنه يرتبط بشكل مباشر بتعظيم ثروة الملاك، وهو أحد أهم مؤشرات الربحية، ويعتبره بعض الباحثين المقياس النهائي للربحية كونه يمثل الأداء الكلي للشركة من أنشطة تشغيلية وتمويلية (Anwar & Rahmalia, 2019). ويبين هذا العائد مدى كفاءة الإدارة في استغلال أموال المستثمرين في توليد الأرباح، كما يؤمن المؤشر مقارنة بين العائد المطلوب مع المخاطر المحتملة لتحقيقه (Talamati & Pangemanan, 2015). إلا أن هذا المؤشر كحال باقي المؤشرات المالية التقليدية الأخرى يوجد عليه بعض الانتقادات لأنه يقيس ربحية الشركة في لحظة معينة ولا يأخذ بعين الاعتبار التغييرات اللاحقة فعلى فرض حدوث تغيير في مستوى الفائدة أو هيكل رأس المال تصبح النسبة المستخرجة غير دقيقة ومضللة (Abraham et al., 2017).

العوائد السوقية غير العادية للأسهم:

يسعى المستثمر لتحقيق العائد المرغوب ممثلاً بمقدار التدفقات النقدية التي يحصل عليه خلال فترة زمنية معينة نتيجة اقتناء وشراء الأسهم سواء من خلال الاكتتاب أو في حال الشراء من السوق المالي (Myšková et al., 2018)، إذ أن المنافع التي ينتظرها المستثمر هي نتيجة الاستثمار في الأسهم العادية، من خلال حصة الارباح الناتجة عن الاستثمار في الأسهم العادية أو التغيير في القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة أو كلاهما معاً مقابل الاستعداد لتحمل المخاطر المرتبطة باستثمار (Wies et al., 2019). ويمثل العائد غير العادي للسهم الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من استراتيجية الاستثمار حيث يتم تحديد العائد المتوقع من خلال بعض نماذج التسعير ويعد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الأكثر استخداماً في هذا المجال (CAPM) (capital assets price module). وبالتالي فإن العائد المتوقع يأخذ في الاعتبار مخاطر الاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية والمعروفة بـ(beta) واحتساب العائد الفعلي يشمل تكاليف التدأول والعمولات والرسوم، أما تكاليف التنفيذ والفرصة البديلة فلا تؤخذ بالاعتبار (Baghai & Becker, 2019)

منهجية الدراسة:

تبحث الدراسة الإجراءات التي تم إتباعها لتحقيق أهداف الدراسة، ويتضمن مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات وطريقة قياس المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والمتغير المعدل والأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة بالإضافة إلى فرضيات الدراسة.

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان للسنوات (2001-2015)، وبلغ عدد الشركات الخدمية المتدأولة أسهمها عام (2015) (47) شركة (بورصة

عمان، 2019)، ضعت مجموعة من المعايير لتحديد الشركات الخدمية التي تشكل عينة الدراسة، ممثلة بأن لا تكون أسهم أي شركة موقوفة عن التداول لمدة تزيد عن (12) شهر أو حتى غير متداولة خلال أي سنة من فترات الدراسة، وعدم وجود اندماج أو تصفية لأي من الشركات خلال أي سنة من سنوات الدراسة. كما أخذت سنة (2001) كسنة أساس لفترة الدراسة وذلك في سبيل احتساب قيمة بيتا السهم للشركة. وفي ضوء ذلك تبلغ عينة الدراسة (17) شركة وبعدد مشاهدات تبلغ (187).

متغيرات الدراسة وطرق قياسها :

العوائد السوقية غير العادية للأسهم: تم احتساب العوائد السوقية غير العادية للأسهم وفق المعادلة الآتية (الجعيدي، 2015):

$$AR_{it} = R_{it} - RS_{it} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 1$$

حيث أن: (AR_{it}): العائد السوقي غير العادي لسهم الشركة (i) في الفترة (t)، (R_{it}): العائد العادي لسهم الشركة (i) في الفترة (t)، (RS_{it}): تكلفة العائد على حقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t) والذي يمثل تكلفة التمويل بالملكية ويتم احتسابه من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) كما يلي:

$$RS_{it} = Rf_{it} + \beta_{it}(Rm_{it} - Rf_{it}) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 2$$

حيث أن: (RS_{it}): تكلفة العائد على حقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t)، (Rf_{it}): العائد الخالي من المخاطر ويقاس عادة بالعائد على أذونات الخزينة للشركة (i) في الفترة (t)، (B_{it}): بيتا السهم للشركة (i)، والذي يمثل درجة حساسية عوائد الشركة (i) للتغير كنتيجة للتغير في عوائد السوق وتم احتسابها باستخدام عوائد شهرية لمدة (60) شهراً للشركة (i) بالمقارنة مع عوائد السوق الشهرية ولمدة (60) شهر ابتداء من السنة (t)، وهو ما دفع الباحثان لتكون فترة القياس اعتباراً من (2001)، (Rm_{it}): العائد على محفظة السوق للشركة (i) في الفترة (t)، وتم احتسابها بالفرق بين سعر الإغلاق الشهري وسعر الافتتاح الشهري لمؤشر السوق المقسوم على سعر الافتتاح الشهري ثم تم تجميع العوائد الشهرية للحصول على العوائد السنوية.

القيمة الاقتصادية المضافة: اتفقت دراسات (Abdoli et al., 2012; Bhasin, 2017) على الصيغة الرياضة التي استخدمت في الدراسة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق الآتي:

$$EVA_{it} = NOPAT_{it} - (WACC_{it} * EC_{it}) \dots\dots\dots\dots 3$$

حيث أن: (EVA_{it}): القيمة الاقتصادية المضافة للشركة (i) في الفترة (t)، ($NOPAT_{it}$): صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب للشركة (i) في الفترة (t)، ($WACC_{it}$): متوسط التكلفة المرجحة لرأس مال الشركة (i) في الفترة (t)، (EC_{it}): رأس المال المستثمر للشركة (i) في الفترة (t).

- ($NOPAT_{it}$) يحسب كما يلي:

$$NOPAT_{it} = EBIT_{it} * (1 - T) \dots\dots\dots\dots 4$$

حيث أن: –($EBIT_{it}$): الربح قبل الفوائد والضريبة للشركة (i) في الفترة (t)، (T): معدل الضريبة على الدخل.

- ($WACC_{it}$) يحسب كما يلي:

$$WACC_{it} = \frac{B_{it}}{VL_{it}} * RB_{it}(1 - T) + \frac{S_{it}}{VL_{it}} * RS_{it} \dots 5$$

حيث أن: (B_{it}): القيمة الدفترية لإجمالي الديون التي تحمل سعر فائدة للشركة (i) في الفترة (t)، (S_{it}): القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t)، (VL_{it}): القيمة الدفترية للشركة، وهي عبارة عن مجموع القيمة الدفترية لإجمالي الديون التي تحمل سعر فائدة وحقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t)، أي أن: $VL_{it} = B_{it} + S_{it}$ ، (RB_{it}) (1-T): تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = تكلفة الاقتراض*(1– معدل الضريبة) للشركة (i) في الفترة (t)، (RS_{it}): تكلفة العائد على حقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t)، وتقدر باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM).

- (EC_{it}) وتحسب كما يلي:

$$EC_{it} = TA_{it} - CL_{it} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 6$$

حيث أن: (CL_{it}): يمثل رأس المال المستثمر للشركة (i) في الفترة (t)، (TA_{it}): يمثل إجمالي الموجودات للشركة (i) في الفترة (t)، (CL_{it}): يمثل المطلوبات المتداولة للشركة (i) في الفترة (t). وللتغلب على مشكلة التباين تم اخذ اللوغاريتم الطبيعي لقيم (EVA).

حصة السهم من الأرباح: تم احتساب حصة السهم من الارباح وفق المعادلة الآتية:

$$EPS_{it} = \frac{NI_{it}}{AOS_{it}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 7$$

حيث أن: (EPS_{it}): حصة السهم من الأرباح للشركة (i) في الفترة (t)، (NI_{it}): صافي الأرباح بعد الضرائب للشركة (i) في الفترة (t)، (AOS_{it}): متوسط الأسهم المتداولة للشركة (i) في الفترة (t) (Nakhaei & Nakhaei, 2016).

العائد على حقوق الملكية: تم احتساب العائد على حقوق الملكية وفق المعادلة الآتية:

$$ROE_{it} = \frac{NI_{it}}{TE_{it}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots 8$$

حيث أن: (ROE_{it}): العائد على حقوق الملكية للشركة (i) للفترة (t)، (NI_{it}): صافي الأرباح بعد الضريبة للشركة (i) للفترة (t)، (TE_{it}): إجمالي قيمة حقوق الملكية للشركة (i) للفترة (t) (Laing & Dunbar, 2015).

حجم الشركة (TA_{it}): تم قياس حجم الشركة من خلال إجمالي قيمة الموجودات للشركة، والتي تم استخراجها من القوائم المالية للشركات، وقد تم التغلب على الاختلاف الكبير بين الشركات بحجم الموجودات بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لقيم إجمالي الموجودات، من الدراسات التي استخدمت إجمالي الموجودات لقياس حجم الشركة (زلوم، 2016).

ويمكن تلخيص المؤشرات السابقة من خلال جدول (1):

جدول (1) أساليب قياس المتغيرات

المتغيرات	أسلوب قياس المتغيرات
العوائد السوقية غير العادية للأسهم	العائد الفعلي للسهم – تكلفة العائد على حقوق الملكية
القيمة الاقتصادية المضافة	صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب – متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال الشركة * رأس المال المستثمر
حصة السهم من الارباح	صافي الأرباح بعد الضرائب / متوسط الاسهم المتداولة
العائد على حقوق الملكية	صافي الأرباح بعد الضرائب / إجمالي قيمة حقوق الملكية
حجم الشركة	إجمالي الموجودات الشركة

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

لغايات الإحصاء الوصفي تم إظهار القيمة الاقتصادية المضافة وحجم الشركة قبل معالجة تباين البيانات من خلال اللوغاريتم الطبيعي. حيث يشير جدول (2) وجود تباين كبير بين القيم الدنيا والعليا للعوائد السوقية غير العادية للأسهم، ويمكن تفسير الفارق بين القيم القصوى إلى اختلاف الطلب على أسهم الشركات خلال فترة الدراسة نتيجة

تذبذب الطلب تبعاً للعوامل الأخرى المؤثرة على أسعار الأسهم مثل العوامل الاقتصادية والسياسية وحالات الركود الاقتصادي وارتفاع مؤشرات التضخم التي يعاني منها السوق الأردني خلال الفترات السابقة. بالإضافة إلى اختلاف التقديرات المتوقعة على أسعار الأسهم والمضاربات، وتحكم فئة معينة بحركة الأسهم لتحقيق منافع محددة ويمكن الاستدلال على ذلك بعدم العشوائية لحركة أسعار الأسهم السوقية وعدم كفاءة السوق المالي الأردني (الدأوي خيره، 2012).

يؤكد الانحراف المعياري للقيمة الاقتصادية المضافة، والفرق بين القيم الدنيا والعليا، وجود تباين كبير بين الشركات في تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة، والذي يمكن أن يعزى ذلك لاختلاف الهيكل التمويلي للشركات وكثافة رأس المال. أما حصة الأسهم من الأرباح فقد بلغت أكبر قيمة (2.370)، في حين بلغت أصغر قيمة (-0.904)، وفي ذلك إشارة إلى تباين قدرة الشركات في تحقيق الأرباح خلال الفترة. وبلغت أكبر قيمة للعائد على حقوق الملكية (0.449)، في حين بلغت أصغر قيمة (-0.695)، وهذا يشير إلى اختلاف الشركات في قدرتها على توليد الأرباح لمالكي الأسهم نتيجة التفاوت الكبير في صافي الأرباح وحجم حقوق الملكية بالشركات الخدمية.

جدول (2): الإحصاء الوصفي للعوائد السوقية غير العادية للأسهم والمؤشرات المالية التقليدية وحجم الشركة

المقياس	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	القيمة العليا	القيمة الدنيا
AR_{it}	0.018	0.523	5.085	-0.739
EVA_{it}	1,762,573	9,867,441	33,573,362	-77,835,909
EPS_{it}	0.252	0.476	2.37	-0.904
ROE_{it}	0.086	0.138	0.449	-0.695
TA_{it}	87,994,597	137,309,239	903,906,188	4,105,854

مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

يبين جدول (3) أن أعلى ارتباط بين المتغيرات المستقلة هو (0.718-) بين المتغيرين (حصة السهم من الأرباح) و(العائد على حقوق الملكية) في حين أن قيم معامل الارتباط بين المتغيرات الأخرى كان أقل من ذلك، وهذا قد يدل على عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، حيث أن قيم معامل الارتباط التي تزيد عن (0.80) تعتبر من

مؤشرات وجود المشكلة، وعليه فإنه يمكن القول إن العينة تخلو من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (Gujarati, 2004, p. 359).

جدول (3): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغير	EPS_{it}	ROE_{it}	EVA_{it}	TA_{it}
EPS_{it}	1.000			
ROE_{it}	0.718	1.000		
EVA_{it}	0.316	0.281	1.000	
TA_{it}	0.057	0.020	-0.091	1.000

تقدير نماذج الدراسة:

تعتمد عملية تقدير النماذج القياسية على الأساليب الكمية المتطورة، وذلك بغرض الحصول على نتائج تتصف بالملاءمة والدقة العالية، ولكل نوع من البيانات أساليب خاصة تناسبها. ولتحقيق أهداف الدراسة، استخدم منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data Approach) والتي تضمنت سلاسل زمنية (time series) للمتغيرات داخل النموذج لكل شركة (بيان مقطعي) (Cross section) في العينة خلال فترة الدراسة، ولقياس فرضيات الدراسة استخدم الباحثان أساليب التقدير الخاصة بالنماذج الزمنية المقطعية (Panel data) والتي تتمثل بـ(نموذج الانحدار المشترك، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)، من خلال طريقة المربعات الصغرى (OLS). ولا
((Lagrange Multiplier) (LM)) لأجل الاختيار بين نموذج الانحدار المشترك ونموذج الآثار العشوائية. ووفقا لهذا الاختبار، يظهر جدول (4) أن القيمة المحسوبة أقل من مستوى الدلالة (0.05) في جميع النماذج، أي أن الترجيح كان لصالح نموذج الآثار العشوائية. كما تم استخدام اختبار (Hausman) للاختيار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة، ويظهر جدول (4) أن القيم المحسوبة في غالبية النماذج أكبر من مستوى الدلالة (0.05) أي أن الترجيح كان لصالح نموذج الآثار العشوائية، إلا أن القيم المحسوبة عند النماذج (1a, 1b, 2b)، كانت بمستوى دلالة أقل من (0.05)، أي أن الترجيح عند هذه النماذج كان لصالح نموذج الآثار الثابت، والجدول التالي يبين النتائج المذكورة.

جدول (4): اختبار (Lagrange Multiplier) واختبار (Hausman)

الفرضيات	الرمز	النماذج	Lagrange Multiplier		(Hausman)		النموذج المناسب
			Sig	Ch^2	Sig	Ch^2	
Ho_1	1a	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة	0.001>	62.563	0.024	5.077	الآثار الثابتة
	1b	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال حصة السهم من الأرباح	0.001>	50.319	0.023	5.199	الآثار الثابتة
	1c	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال العائد على حقوق الملكية	0.001>	40.981	0.406	0.690	الآثار العشوائية
Ho_2	2a	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة باختلاف حجم الشركة	0.001>	67.600	0.701	1.421	الآثار العشوائية
	2b	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال حصة السهم من الأرباح باختلاف حجم الشركة	0.001>	42.960	0.001	15.583	الآثار الثابتة
	2c	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال العائد على حقوق الملكية باختلاف حجم الشركة	0.001>	39.961	0.635	1.707	الآثار العشوائية
Ho_3	3a	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة وحصة السهم من الأرباح	0.001>	48.183	0.999>	0.001>	الآثار العشوائية
	3b	قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية	0.001>	39.370	0.634	0.912	الآثار العشوائية

– اختبار (Lagrange Multiplier): للمفاضلة بين نموذج الانحدار المشترك ونموذج الآثار العشوائية، وتكون الفرضية العدمية كما يلي: H_0: أداء نموذج الانحدار المشترك أكثر اتساقا من نموذج الآثار العشوائية.

– اختبار (Hausman): للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وتكون الفرضية العدمية كما يلي: H_0: أداء نموذج الآثار العشوائية أكثر اتساقا من نموذج الآثار الثابتة.

تم التحقق من خلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي بإجراء اختبار (Durbin-h Test). نلاحظ من الجدول (5) أن مستوى الدلالة لقيم الاختبار (Ch^2) في جميع الفرضيات أكبر من (0.05)، مما يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي الانحدار في النماذج. كما تم إجراء اختبار عدم وجود ظاهرة عدم تجانس التباين من خلال اختبار (White Test) على بيانات الدراسة، وتبين أن قيم الاختبار (Ch^2)، كانت جميعها أكبر من (0.05)، مما يدل على خلو البيانات من ظاهرة عدم تجانس التباين.

جدول (5): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للبيانات وتجانس البيانات

الفرضيات	النماذج	الارتباط الذاتي للبيانات		تجانس البيانات	
		Ch^2	Sig	Ch^2	Sig
Ho_1	1a	1.914	0.997	0.098	0.906
	1b	7.116	0.714	2.028	0.135
	1c	2.410	0.992	1.417	0.245
Ho_2	2a	2.826	0.985	0.247	0.973
	2b	7.625	0.665	1.175	0.320
	2c	2.522	0.991	0.545	0.800
Ho_3	3a	2.430	0.992	0.856	0.512
	3b	2.362	0.993	0.648	0.664

اختبار الفرضيات:

تتكون عينة الدراسة من الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الدراسة (2005–2015)، وقد تم جمع البيانات الخاصة بالشركات قيد الدراسة لفترة القياس (2001–2015) بهدف قياس متغيرات الدراسة من خلال تقاريرها السنوية، وبعد التأكد من ملاءمة البيانات لنموذج الدراسة وتقدير النموذج الأفضل للتقدير، ظهرت نتائج اختبار الفرضيات كما يلي:

$H0_1$: لا يعتبر قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية ممثلة بـ(حصة السهم من الأرباح، العائد على حقوق الملكية).

هدفت الفرضية إلى مقارنة القوة التفسيرية ومعامل الانحدار (b) للقيمة الاقتصادية المضافة، والمؤشرات المالية التقليدية، بالإضافة إلى اختبار (Vuong).

جدول (6): نتائج الفرضية الرئيسية الأولى
المتغير التابع: العوائد السوقية غير العادية للأسهم

1c	1b	1a	النموذج
ROE_{it}	EPS_{it}	EVA_{it}	المتغيرات
-0.05	-0.119	0.010	Constant
0.79	0.541	0.004	قيمة (B)
3.491	3.979	2.432	T
0.001	<0.001	0.016	Sig. t*
0.285	0.392	0.252	R^2
6.336	3.796	5.348	F
<0.001	<0.001	<0.001	Sig. F*
1c ،1a	1b ،1a	الفرضيات بين النموذجين	
Z=0.002	Z=0.029	Vuong's test	الاختبار

يشير الجدول (6) إلى معنوية النموذج (1a) الذي يقيس العوائد السوقية غير العادية من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، حيث تبين أن قيمة (F) تبلغ (5.348)، وبمستوى دلالة (Sig. F<0.001)، كما دلت النتائج أن القوة التفسيرية للنموذج (R^2) بلغت (0.252)، وتشير إلى أن ما نسبته (25.2%) من التباين في العوائد السوقية غير العادية للأسهم يمكن تفسيرها من خلال التغير في القيمة الاقتصادية المضافة، مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة. فيما ظهرت قيمة معامل الانحدار (b) للقيمة الاقتصادية المضافة (0.004).

ويستدل من الجدول (6) على معنوية النموذجين (1b ،1c) اللذين يقيسان العوائد السوقية غير العادية من خلال كل من حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية، حيث تبين أن قيم (F) على التوالي تبلغ (3.796، 6.336)، وبمستوى دلالة (Sig. F<0.001)، وبينت النتائج أن القوة التفسيرية (R^2) للنموذجين تبلغ (0.392، 0.285)، والتي تشير أن ما نسبته (39.2%، 28.5%) من التباين في العوائد السوقية غير العادية للأسهم يمكن تفسيرها من خلال التغير في حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية على التوالي، مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة. وأوضحت النتائج أن قيم معاملات الانحدار (b) لكل من حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية على التوالي تبلغ (0.541، 0.79).

وبمقارنة القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة، مع القوة التفسيرية للمؤشرات المالية التقليدي متمثلة بـ(حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية)، نجد أن الفروق بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية على التوالي تسأوي

(14.0%، 3.3%)، وهي قيم موجبة تدل على وجود اختلاف في القوة التفسيرية بين المؤشرات المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة، لصالح المؤشرات المالية التقليدي. ونجد أن فروق معاملات الانحدار (b) بين القيمة الاقتصادية المضافة وكل من حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية على التوالي تساوي (0.537، 0.786)، مرجحةً المؤشرات المالية التقليدي.

ولتأكيد النتائج السابقة، والحصول على النموذج الأكثر ملاءمة في تفسير العوائد السوقية غير العادية، تم تطبيق اختبار (Vuong's test)، وتبين أن قيمة الاختبار المحسوبة للنموذجين (1a، 1b) بلغت (Z=0.029)، كما أن قيمة الاختبار المحسوبة للنموذجين (1a، 1c) تبلغ (Z=0.002)، وهما أكبر من صفر، مما يشير إلى أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر أقل ملاءمة في تفسير العوائد السوقية غير العادية من المؤشرات المالية التقليدية.

$H0_2$: لا يعتبر قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية باختلاف حجم الشركة.

هدفت الفرضية إلى اختبار وجود اختلاف في القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة، والمؤشرات المالية التقليدية، في تفسير التغير في العوائد السوقية غير العادية للأسهم يعزى لاختلاف حجم الشركة، ولهذا فقد تم دراسة قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال ثلاث خطوات، على النحو الاتي:

خطوة1: يمثل قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال المتغير المستقل منفرداً.

خطوة2: يمثل قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال المتغير المستقل وحجم الشركة.

خطوة3: يضيف إلى خطوة2، المتغير التفاعلي بين المتغير المستقل وحجم الشركة.

جدول (٧): نتائج الفرضية الرئيسية الثانية

المتغير التابع: العوائد السوقية غير العادية للأسهم

النوذج				(2a)	النموذج			(2b)	النموذج				(2c)
المتغير	خطوة١	خطوة٢	خطوة٣		المتغير	خطوة1	خطوة2	خطوة3	المتغير	خطوة1	خطوة2	خطوة3	
	قيم (B)	قيم (B)	قيم (B)			قيم (B)	قيم (B)	قيم (B)		قيم (B)	قيم (B)	قيم (B)	
EVA_{it}	0.004	0.004	0.230		EPS_{it}	0.541	0.567	2.434	ROE_{it}	0.790	0.798	-7.763	
TA_{it}		-0.013	-0.023		TA_{it}		-0.152	-0.154	TA_{it}		-0.021	-0.045	
EVA_{it} *TA_{it}			-0.011		EPS_{it} *TA_{it}			-0.106	ROE_{it} *TA_{it}			0.511	
Constant	0.010	0.246	0.362		Constant	-0.119	2.546	2.585	Constant	-0.050	0.316	0.703	
(R^2)	0.252	0.252	0.289		(R^2)	0.392	0.396	0.398	(R^2)	0.285	0.287	0.296	
(ΔR^2)	0.252	0.00	0.037		(ΔR^2)	0.392	0.004	0.002	(ΔR^2)	0.285	0.002	0.009	
(F)	5.348	4.894	5.402		(F)	3.796	3.696	3.582	(F)	6.336	5.830	5.588	
Sig	0.001>	0.001>	0.001>		Sig	<0.001	<0.001	<0.001	Sig	<0.001	<0.001	<0.001	
الفرضيات بين النموذجين					2a, 2b				2a, 2c				
الاختبار	Vuong's test				Z=0.020				Z=0.0001				

حيث أن: : تفاعل القيمة الاقتصادية المضافة مع حجم الشركة، : تفاعل حصة السهم من الارباح مع حجم الشركة، : تفاعل العائد على الأرباح مع حجم الشركة.

يُشير جدول (7) إلى معنوية نماذج (2a) في (خطوة1، خطوة2، خطوة3)، حيث تبين أن قيم (F) للنماذج الثلاث على التوالي (5.348، 4.894، 5.402)، بمستوى دلالة (Sig. F<0.001). وبهذا تكون النماذج الثلاثة التي تقيس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، نماذج معنوية. وعند استعراض تغير القوة التفسيرية، نجد أن القيمة الاقتصادية المضافة منفردة في خطوة1، قد فسرت ما نسبته (25.2%) من العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وعند إضافة حجم الشركة في خطوة2، ظهرت القوة التفسيرية (25.2%)، وبعد إضافة التفاعل بين القيمة الاقتصادية المضافة وحجم الشركة، ارتفعت القوة التفسيرية بنسبة (3.7%)، لتصل إلى (28.9%).

ومن جهة أخرى، يُشير جدول (7) إلى معنوية نماذج (2b) في (خطوة1، خطوة2، خطوة3)، حيث تبين أن قيم (F) للنماذج الثلاثة على التوالي (3.796، 3.696، 3.582)، بمستوى دلالة (Sig. F<0.001). وبهذا تكون النماذج الثلاثة التي تقيس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال حصة السهم من الأرباح، نماذج معنوية. وعند استعراض تغير القوة التفسيرية في النماذج، نجد أن مؤشر حصة السهم من الأرباح منفرداً في خطوة1، قد فسر ما نسبته (39.2%) من العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وارتفعت بنسبة (0.4%) عند إضافة حجم الشركة في خطوة2، حيث بلغت القوة التفسيرية (39.6%)، وعند إضافة التفاعل بين حصة السهم من الأرباح وحجم الشركة، ارتفعت القوة التفسيرية بنسبة (0.3%)، لتصل إلى (39.8%).

فيما أشار جدول (7) إلى معنوية نماذج (2c) في (خطوة1، خطوة2، خطوة3)، حيث تبين أن قيم (F) للنماذج الثلاثة على التوالي (6.336، 5.830، 5.588)، بمستوى دلالة (Sig. F<0.001). وبهذا تكون النماذج الثلاثة التي تقيس العوائد السوقية غير العادية للأسهم من خلال العائد على حقوق الملكية، نماذج معنوية. وعند استعراض تغير القوة التفسيرية في النماذج، نجد أن مؤشر العائد على حقوق الملكية منفردا في خطوة1، قد فسر ما نسبته (28.5%) من العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وارتفعت بنسبة (0.2%) عند إضافة حجم الشركة في خطوة2، حيث بلغت القوة التفسيرية (28.7%)، وعند إضافة التفاعل بين العائد على حقوق الملكية وحجم الشركة، ارتفعت القوة التفسيرية بنسبة (0.9%)، لتصل إلى (29.6%).

وبمقارنة القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة في الخطوة الثالثة للنموذج (2a) مع القوة التفسيرية للمؤشرات المالية التقليدية في الخطوة الثالثة للنموذجين (2b، 2c)، والممثلة

بـ(حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية)، نجد أن فروق قيم القوة التفسيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية قد بلغت (10.9%، 0.7%) على التوالي، وهي قيم موجبة تدل على وجود اختلاف في القوة التفسيرية يعزى لاختلاف حجم الشركة، ولصالح المؤشرات المالية التقليدية.

ولتأكيد النتيجة السابقة، وللحصول على النموذج الأكثر ملاءمة في تفسير العوائد السوقية غير العادية تم تطبيق اختبار (Vuong's test)، وتبين أن قيمة الاختبار المحسوبة للنموذجين (2a، 2b) بلغت (Z=0.020)، كما أن قيمة الاختبار المحسوبة للنموذجين (2a، 2c) بلغت (Z=0.0001)، وهي أكبر من صفر، مما يشير إلى أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر أقل ملاءمة في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم من المؤشرات المالية التقليدية، باختلاف حجم الشركة.

$H0_3$: لا يعتبر إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لمؤشرات المالية التقليدية أكثر ملاءمة من المؤشرات المالية التقليدية منفردة في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم.

جدول (8): نتائج الفرضية الرئيسية الثالثة

المتغير التابع: العوائد السوقية غير العادية للأسهم

المتغير	النماذج			
	1b	3a	1c	3b
	قيم (B)	قيم (B)	قيم (B)	قيم (B)
EPS_{it}	0.541**	0.263**		
ROE_{it}			0.790**	0.762**
EVA_{it}		<0.001		0.001*
Constant	-0.119	-0.049*	-0.050	-0.050
R^2	0.392	0.301	0.285	0.286
ΔR^2	0.392	-0.091	0.285	0.001
ΔF	3.796	0.916	6.336	4.0387
Sig ΔF	<0.001	0.7626	<0.001	0.046
Vuong's test	Z=-0.020		Z=0.512	

**: دالة عند مستوى 0.01، *: دالة عند مستوى 0.05

لتقييم أهمية القيمة الإضافية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تم إجراء اختبار (F)

المتدرج (incremental F-test). حيث يشير النموذج (3a) في الجدول (8) إلى أن معامل انحدار حصة السهم من الأرباح قد بلغ (0.263)، وهو دال احصائيا لأنه أقل من (0.05). في المقابل فإن معامل انحدار القيمة الاقتصادية المضافة قد بلغ (<0.001)، وهي غير دال احصائياً لأنها أكبر من (0.05). فيما تظهر القوة التفسيرية (R^2) للنموذج (1b) قبل إدخال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بلغت (0.392) بالمقارنة مع القوة التفسيرية (R^2) للنموذج (3a) والبالغة (0.301) بعد إدخال متغير القيمة الاقتصادية المضافة بمقدار تغير يبلغ (−0.091). كما تشير النتائج إلى أن قيمة (ΔF) تبلغ (0.916) وهي ليست دالة إحصائيا لأنها أكبر من (0.05). ولتأكيد النتيجة السابقة، وللحصول على النموذج الأكثر ملاءمة في تفسير العوائد غير العادية تم تطبيق اختبار (Vuong's test) على نموذجي الانحدار، تبين أن قيمة الاختبار المحسوبة للنموذجين بلغت (Z=-0.020)، وهي أصغر من صفر، مما يشير إلى أن إضافة القيمة الاقتصادية المضافة لا يعتبر أكثر ملاءمة في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم من حصة السهم من الأرباح منفرداً.

كما يشير النموذج (3b) في الجدول (8) أن معامل انحدار العائد على حقوق الملكية قد بلغ (0.762) وهو دال إحصائياً لأنه أقل من (0.05). بالمقابل فإن معامل انحدار القيمة الاقتصادية المضافة قد بلغ (0.001)، وهو دال إحصائيا لأنه أقل من (0.05). فيما تظهر القوة التفسيرية (R^2) للنموذج (1c) قبل إدخال متغير القيمة الاقتصادية المضافة بلغ (0.285) بالمقارنة مع القوة التفسيرية (R^2) للنموذج (3b) والبالغة (0.286) بعد إدخال متغير القيمة الاقتصادية المضافة بمقدار التغير يبلغ (0.001). كما تشير النتائج إلى أن قيمة (ΔF) تبلغ (4.038) وهذه دالة إحصائياً لأنها أقل من (0.05)، ويظهر ذلك تحسناً ضئيلاً لإضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. ولتأكيد النتيجة السابقة، وللحصول على النموذج الأكثر ملاءمة في تفسير العوائد العادية تم تطبيق اختبار (Vuong's test) على نموذجي الانحدار، تبين أن قيمة الاختبار المحسوبة للنموذجين بلغت (Z=0.512)، وهي أكبر من صفر، مما يشير إلى أن إضافة القيمة الاقتصادية المضافة يظهر تحسن ضئيل بمدى ملائمته في قياس العوائد غير العادية. وبناء على ما سبق، فإن النتائج السابقة لم تجد دوراً ملموساً عند إضافة القيمة الاقتصادية المضافة إلى المؤشرات المالية التقليدية في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم.

الخلاصة:

هدفت الدراسة إلى مقارنة مدى ملاءمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع المؤشرات المالية التقليدية ممثلة في حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية، وذلك في قياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، وتم إعادة

اختبار الفرضيات بأخذ حجم الشركة كعامل معدل، كذلك تم اختبار إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى المؤشرات المالية التقليدية لتحديد مقدار التحسن الذي سيحدثه في قياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات. وقد كرست النتائج التي تم التوصل لها حول الجدل الحاصل بين الباحثين مدى ملاءمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات. وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- تفوقت المؤشرات المالية التقليدية ممثلة بـ(حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية) على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم، كذلك بينت نتائج الدراسة عدم وجود دور ملموس عند إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى المؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم، واتفقت هذه النتائج مع (الشناق وآخرون، 2019؛ هشام، 2017، صيفي وبن عمارة، 2015؛ قدومي وآخرون، 2014؛ Pasha & Ramzan, 2019; Permatasari & Kennedy, 2018; Bhasin, 2017, Laing & Dunbar, 2015)، و مردّ ذلك إلى شيوع استخدام المؤشرات المالية التقليدية لدى المعنيين من المحللين والمستثمرين والمدراء الماليين في تقييم أداء الشركات، وتأثير ذلك على أسعار الأسهم، بالإضافة إلى التفاوت الحاصل لدى المعنيين في احتساب القيمة الاقتصادية المضافة وكثرة التعديلات على الأرباح المحاسبية للوصول إلى الربح الاقتصادي، وهذا بدوره يضعف من استخدامها واعتمادها في تقييم الاستثمارات مما يؤثر سلباً على قدرتها التفسيرية لصالح المؤشرات المالية التقليدية، عدا عن غياب الوعي الكافي لدى المستثمرين حول وجود تكاليف ضمنية مهمة غير محتسبة ممثلة بتكلفة رأس المال المستخدمة لدى تقييم أداء الشركات، كما بينت دراسة (الجعيدي، 2015) أن انخفاض الاستثمار في الموجودات في الشركات الخدمية يعزز من أفضلية المؤشرات المالية التقليدية في قياس العوائد السوقية غير العادية للأسهم، بالإضافة إلى اتصاف السوق الأردني بمستوى كفاءة ضعيف كما دلت دراسة (موسى وصافي، 2009). إلا أن النتائج اختلفت مع كل من (Fadinah et al., 2018; Babatunde & Evuebie, 2017; Al-shubiri, 2012). مردّ ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة لها دور في زيادة العوائد السوقية للمستثمرين. حيث اشارت دراسة (Tholana & Neingo, 2019) إلى أن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة من قبل الشركات مهماً لتمكين أصحاب المصلحة المختلفين من تحليل أداء الشركات والقدرة على اتخاذ القرارات. ويمكن أن يعزى سبب هذه الاختلافات إلى اختلاف القطاع أو البيئة أو الفترة الذي أجريت عليها الدراسة، وكذلك اختلاف الأساليب الاحصائية المستخدمة في اختبار الفرضيات، بالإضافة إلى اختلاف طرق قياس المتغيرات المدروسة.

- أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر أقل ملاءمة في تفسير العوائد السوقية غير العادية للأسهم من المؤشرات المالية التقليدية بعد إدخال حجم الشركة كعامل معدل، ويتفق ذلك مع ما ذهبت إليه دراسة (الشناق وآخرون، 2019)، ويعزى ذلك إلى أن حجم الشركة لم يشكل دافعًا لدى المتعاملين في بورصة عمان لاستخدام أي مؤشرات إضافية عند اتخاذ قراراتهم، ويكتفون بالمؤشرات المالية التقليدية المعتادة. تختلف هذه النتيجة مع دراسة (الجعيدي، 2015). وبالعموم نجد أن الكفة تُرجح المؤشرات المالية التقليدية على حساب المؤشرات الاقتصادية في قياس العوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات، ويمكن أن يعزى ذلك إلى عدم تضمين الإفصاحات الخاصة بالبيانات المالية المنشورة للشركات المدرجة في بورصة عمان على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، في حين يتم الإفصاح عن المؤشرات المالية التقليدية.

وفي ضوء ما سبق توصي الدراسة بضرورة تضمين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى جانب المؤشرات المالية التقليدية الحالية المفصح عنها لما يقدمه هذا المؤشر من إضافة تخدم المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي. بالإضافة إلى أهمية ربط تقييم أداء إدارة الشركات بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لضمان التغلب على مشكلة الوكالة لأنه يبين التغير الحقيقي الذي يحصل على ثروة الملاك، ويشجع الإدارات على الاستثمار في المشاريع التي تزيد من ثروة الملاك عند المفاضلة بين الخيارات الاستثمارية المتاحة. والعمل على عقد ورشات عمل لبيان أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتنظيم دورات متخصصة للمعنيين بآلية الاحتساب الصحيحة للقيمة الاقتصادية المضافة لما لها من قدرة على إيجاد قيمة للمساهمين.

وبالرغم مما سبق الا أن الدراسة تحتوي على عددٌ من المحددات، تمثل فرصًا للبحث في المستقبل. فقد ركزت الدراسة الحالية على مدى ملاءمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع المؤشرات المالية التقليدية، إلا أن هناك عوامل اقتصادية أخرى لم تؤخذ بعين الاعتبار يمكنها دراستها في تقييم أسعار الاسهم: على سبيل المثال، أسعار الفائدة والتضخم. كما ان الدراسة اقتصرت على القطاع الخدمي، وهذا يمثل مجالاً لدراسة الموضوع في القطاعين المالي والصناعي لإلقاء الضوء على الكيفية التي قد تؤثر بها هذه المؤشرات في القطاعات المختلفة. بالإضافة إلى ذلك، وعلى الرغم من أن حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية هي مؤشرات مالية تقليدية تستخدم عمومًا لتقييم الأداء، إلا أن هناك مقاييس أخرى للأداء يمكن استخدامها أيضًا. لذلك، يمكن أن يدرس الباحثون في المستقبل مؤشرات مختلفة أخرى في تقييم أسعار الاسهم.

المراجع

المراجع باللغة العربية :

بورصة عمان، الموقع الإلكتروني الرسمي، (2019)، متاح على الرابط: http://www.ase.com.jo.

التميمي، أرشد والقيسي، أحمد، (2012). أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. المؤتمر العلمي الحادي عشر، ذكاء الأعمال واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، عمان – الأردن.

الجعيدي، عمر عيد، (2015). مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA وEVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم (دراسة تطبيقية على الشركات المرجة في بورصة عمان)، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، مجلد (23)، العدد (1):208– 232.

الداعور، جبر وعابد، محمد، (2009)، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتدأولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد (17)، العدد (1): ص ص 809– 845.

زلوم، نضال، (2016). دور جودة التقارير المالية في تحديد تكلفة حقوق الملكية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد (23)، العدد (2): ص ص 199–227.

سالم، عمار، (2014). دور النسب المالية بالتنبؤ في اسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختبارية)، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

السعيد، بريكة وسمير، مسعى، (2009). تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد مضياف، الجزائر، الجمهورية الجزائرية.

الشناق، فادي وعودة، محمد ومطر، علي. (2019). أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد (27)، العدد (2)، ص ص 143–162.

صيفي، حسنية وبن عمارة، نوال، (2015). قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة من (2008–2013)، مجلة الباحث، العدد (15): ص ص 179 – 190.

العلي، سوزان. (2017). القيمة الاقتصادية المضافة بين مؤيديها ومعارضيها (دراسة تطبيقية لأحد المفاهيم الأكثر جدلاً لتقييم الأداء). مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (38)، العدد (3): ص ص 587-602.

قدومي، ثائر وكيلاني، قيس والعمارنة، أسماء، (2014). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA، أم معايير الأداء التقليدية- دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الاردنية، المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية، المجلد (14)، العدد (1): ص ص 1 18-.

الكبيسي، عبد الستار والقضاة، مصطفى، (2015). أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالي (2005-2011). المنارة، المجلد (21)، العدد (1): ص ص 105- 139.

كرمال، أكرم، (2018)، تطور القطاعات الاقتصادية والاستثمارية عبر تاريخ الأردن، دار الفلاح للنشر والتوزيع، صويلح، الأردن.

منتدى الفكر العربي، الموقع الإلكتروني الرسمي. (2019). متاح على الرابط: http://www.atf.org.jo.

موسى، شقيري وصافي، وليد، (2009). قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، ص ص 1-30.

هشام، بحري. (2017). علاقة القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس المحاسبية التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر (CAC40). مجلة العلوم الإنسانية، العدد (48)، ص ص 17-30.

هيئة الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني الرسمي. (2019). متاح على الرابط: http://www.jsc.gov.jo.

المراجع الاجنبية:

Abate, J. A., Grant, J. L., & Stewart, G. B. (2004). The EVA style of investing. Journal of Portfolio Management, 30(4): 61-72.

Abdoli, M., Shurvarzi, M., & Farokhad, A. (2012). Economic Value Added vs. Accounting Residual Income; Which One Is a Better Criterion for Measurement of Created Shareholders Value. World Applied Sciences Journal, 17(7): 874-881.

Abraham, R., Harris, J., & Auerbach, J. (2017). Earnings Yield as a Predictor of Return on Assets, Return on Equity, Economic Value Added and the Equity Multiplier. Modern Economy, 8(01): 10-24.

Akgun, A., Samiloglu, F., & Oztop, A. (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), 105-112.

Al Qaisi, F., Tahtamouni, A., & Al-Qudah, M. (2016). Factors affecting the market stock price-The case of the insurance companies listed in Amman Stock Exchange. International Journal of Business and Social Science, 7(10), 81-90.

Alam, P., & Nizamuddin, S. (2012). Performance measures of shareholders wealth: An application of economic value added (EVA). International Journal of Applied Financial Management Perspectives, 1(2), 160-166.

AL-Shubiri, F. (2012). Added Economic Value and Value-Based Management: Evidence of Jordan. Gulf University Journal: Administrative and Financial Sciences Division, 4(4), 657-673.

Anwar, Y., & Rahmalia, L. (2019). The effect of return on equity, earning per share and price earning ratio on stock prices. The Accounting Journal of Binaniaga, 4(01), 57-66.

Babatunde, A. & Evuebie, O. (2017). The Impact of Economic Value Added (EVA TM) on Stock Returns in Nigeria. Scholars journal of economics, business and management, 4(2), 89-93.

Baghai, R., & Becker, B. (2019). Reputations and credit ratings: evidence from commercial mortgage-backed securities. Journal of Financial Economics. available at: https://www.sciencedirect.com/.

Bhasin, M. (2017). A Study of Economic Value Added Disclosures in the Annual Reports: Is EVA a Superior Measure of Corporate Performance. East Asian Journal of Business Economics, 5, 10-26.

Fadinah, Z., Salim, M. & Wahono, B. (2018). The Effect of Economic Value Added (EVA), Net Profit Margin (NPM), Return on Equity (Roe), And Return on Investment (Roi) Against Stock Price (Study on Infrastructure, Utility, and Transportation Sector Companies Listed In Bei Years 2013-2016. Jurnal Ilmiah Riset Manajemen, 7(03), 67-81.

Goel, S. (2015). EVA as an Indicator of Shareholders› Value Creation. IIMS Journal of Management Science, 4(1), 68-76.

Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. Journal of financial economics, 60(2-3), 187-243.

Gujarati, D. (2004). Basic Econimetrics. (4th), McGraw-Hill.

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), 23-35.

Khan, S., Chouhan, V., Chandra, B., & Wami, S. (2012). Measurement of Value Creation Vis-À-Vis EVA: Analysis of Select BSE Companies. Pacific Business Review International, 5(3), 114-131.

Laing, G., & Dunbar, K. (2015). EVA (TM) EPS, ROA and ROE as Measures of Performance in Australian Banks: A Longitudinal Study. Journal of Applied Management Accounting Research, 13(1), 41-48.

Mashayekhi, B., Talebi, A. & Bahavarnia, V., (2009). Eva versus earnings: evidence from Iran. Accounting and Management Information Systems, 8(2): 236 – 250.

Mehmood, K., and Hilman, H. (2017). Four decades of academic research on product diversification-performance relationship: analysis and foresight. Journal for Global Business Advancement, 10(1), 43-61.

Myšková, R., Hájek, P., & Olej, V. (2018). Predicting abnormal stock return volatility using textual analysis of news–a meta-learning approach. Amfiteatru Economic, 20(47), 185-201.

Naimy,Y. (2008), Financial ratios And Stock Prices : Consistency Or Discrepancy ? Longitudinal Comparison Between UAE And USA, Journal of Business & Economic Research, 6(1), 41-50.

Nakhaei, H., & Nakhaei, G. (2016, January). Analyzing the Relationship between Economic Value Added, EVA Momentum and Accounting Criteria with Stock Return in Malaysian Firms. In International Conference on Accounting and Finance (AT). Global Science and Technology Forum.

Nimtrakoon, S. (2015). The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN. Journal of Intellectual Capital, 16(3), 587-618.

Pasha, A., & Ramzan, M. (2019). Asymmetric impact of economic value-added dynamics on market value of stocks in Pakistan stock exchange, a new evidence from panel co-integration, FMOLS and DOLS. Cogent Business & Management, 6(1), 1-14.

Permatasari, F. I., & Kennedy, P. S. J. (2018). Influence of Fundamental Factors on

Stock Returns BEI Manufacturing Company in the Period 2009-2015. Fundamental Management Journal, 2(1), 87-97.

Sabol, A., & Sverer, F. (2017). A review of the economic value added literature and application. UTMS Journal of Economics, 8(1), 19-27.

Schumaker, R., & Chen, H. (2009). A quantitative stock prediction system based on financial news. Information Processing & Management, 45(5), 571-583.

Stern, J., Stewart, G. & Chew, D. (1995). The EVATM Financial Management System. Journal of Applied Corporate Finance, 8(2), 32 - 46.

Talamati, M. & Pangemanan, S. (2015). The Effect Of Earnings Per Share (EPS) & Return On Equity (ROE) On Stock Price Of Banking Company Listed In Indonesia Stock Exchange (Idx) 2010-2014. Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, 3(2), 1086-1094.

Tholana, T., & Neingo, P. (2019). Economic Value Added Analysis for Mining Companies. In Proceedings of the 27th International Symposium on Mine Planning and Equipment Selection-MPES 2018. 11-22.

Vanza, S., Wells, P., & Wright, A. (2018). Do asset impairments and the associated disclosures resolve uncertainty about future returns and reduce information asymmetry?. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 14(1), 22-40.

Wies, S., Hoffmann, A., Aspara, J., & Pennings, J. (2019). Can Advertising Investments Counter the Negative Impact of Shareholder Complaints on Firm Value?. Journal of Marketing, 83(4), 58-80.