دراسة أثر مؤشرات الأداء المالي في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات المدرجة في بورصة دمشق

الدكتور ياسر كفا* علي النقري **

الملخص

هدف البحث الى دراسة مؤشرات الأداء المالي المؤثرة في القيمة المضافة للمساهمين, وذلك بعد توضيح مفهوم هذا المؤشر غير التقليدي وما أهميته, والعمل على إيجاد نموذج من خلال الانحدار المتعدد وذلك بغية تفسير التغيرات بالقيمة المضافة للمساهمين, ويعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي وتم الاعتماد على تحليل السلاسل الزمنية المقطعية في استخراج النموذج.

ومن اهم النتائج: يوجد أثر جوهري ايجابي ضعيف لحجم الشركة (ASSETS) ولإجمالي المطاليب (LIABILITIES) وللربح الصافي (NET_INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين, و يوجد أثر جوهري سلبي كبير لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين, وهناك أثر جوهري سلبي ضعيف لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين, بينما لا يوجد أثر جوهري للقيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) في القيمة المضافة للمساهمين.

ومن اهم التوصيات: العمل على استعادة نشاط القطاعات الاقتصادية السورية والعمل على رفع حجم اعمالها بشكل أفضل مما سبق بسبب الحاجة الملحة لرفع القدرة الإنتاجية والصناعية وذلك لتشكيل قيمة مضافة للمستثمرين.

الكلمات المفتاحية: القيمة المضافة للمساهمين, مؤشرات الأداء المالي, السلاسل الزمنية المقطعية.

* مدرس – القسم المالي والمصرفي– المعهد العالي لادارة الأعمال (HIBA) – سورية – دمشق.

** طالب الماجستير – القسم المالي والمصرفي – المعهد العالي لادارة الأعمال (HIBA) – سورية – دمشق

Studying the impact of financial performance indicators on the Shareholders Value Added (SVA) for companies listed on the Damascus Stock Exchange

Dr.Yasser Kafa [1] **Ali Al-Nokary**[2]

Abstract

The research aims to study the indicators of financial performance affecting the value added of shareholders, after clarifying the concept of this unconventional indicator and its importance, and working to find a model through multiple regression in order to explain changes in the value added of shareholders. Sectional time series in model extraction.

Among the most important results: There is a weak substantial positive impact of company size (ASSETS),total liabilities (LIABILITIES) and net income (NET_INCOME) on the value added of shareholders, and there is a significant negative material impact of earnings per share (EPS) on the value added of shareholders, and there is a weak negative material impact The total equity (EQUITY) in the value added of the shareholders, while there is no significant effect of the market to book value (MTB) in the value added of the shareholders.

Among the most important recommendations: Work to restore the activity of the Syrian economic sectors and work to raise the volume of their business in a better way than before due to the urgent need to raise the production and industrial capacity in order to create an value added for investors.

Key Words: Shareholders Value Added, Financial Performance Indicators, Panel.

[1] Teacher, Banking and Finance Department, Higher Institute of Business Administration –Damascus- Syria.

[2] Postgraduate Studies (MSc) - Banking and Finance Department- Higher Institute of Business Administration –Damascus - Syria

- **مقدمة**

في ظل التنافس بين الشركات وحاجتها لمصادر تمويلية عن طريق الاكتتاب بالأسهم المطروحة، يجب ان تكون ميزات وخصائص هذه الأسهم جاذبة للشراء من قبل المستثمرين، وأن اهم ما يلتفت اليه المستثمر أو المساهم هو مدى تحقيق دخل, وبذلك تعد القيمة وخلق الثروة للمساهمين من بين أهم أهداف أعمال الشركات الطارحة للأسهم, ويحتاج المستثمر من أجل تحقيق أهدافه إلى بعض الأدوات لقياس القيمة المحتملة لكل فرصة استثمارية, ومن الواضح أن هذه الأدوات تختلف في قوتها التفسيرية وقدرتها على التنبؤ بالمستقبل، فهي تقدم بعض المعلومات والنصائح التي تساعد المستثمر في اتخاذ القرارات، ومن بين هذه المعايير الأكثر شيوعاً هي عائد الاستثمار (ROI) وعائد السهم (EPS), ولكن على الرغم من التطبيقات العديدة لهذه الأدوات من الناحية النظرية, إلا أنها لا ترتبط بقيمة المساهمين أو تكوين الثروات بشكل مباشر.

في السنوات الأخيرة، ظهرت تقنيات التقييم الحديثة القائمة على النظريات الاقتصادية مثل القيمة السوقية المضافة (MVA)، القيمة النقدية المضافة (CVA)، القيمة المضافة للمساهمين (SVA), تتبع هذه المعايير تقييم الأداء فيما يتعلق بالتغيرات في القيمة إلى جانب تعظيم عوائد المساهمين على المدى الطويل, سنقوم في هذا البحث بدراسة أحد أهم المعايير وهو القيمة المضافة للمساهمين (SVA) وقياس اهم العوامل التي تؤثر على تغير القيمة المضافة للمساهمين سواء بالارتفاع أو بالانخفاض.

ومن ذلك ونظرا لأهمية دراسة المؤشرات غير التقليدية ودراسة القدرة التفسيرية للقيمة المضافة للمساهمين والعوامل التي تؤثر عليها من ناحية ارتفاعها وانخفاضها وبالتالي اختلاف القرار الاستثماري بناء على قيمتها, هدفت دراستنا إلى دراسة القدرة التفسيرية للقيمة المضافة للمساهمين لعوامل اتخاذ القرار الاستثماري ودراسة العوامل المؤثرة على قيمتها, ومن اهم هذه العوامل التي سنسعى إلى دراستها هي : القيمة السوقية والدفترية للشركة, ربح السهم الدفتري, والبعض من المؤشرات المالية التي سنعمل على اكتشاف أثرها على المؤشر المدروس وذات علاقة بإجمالي حقوق المساهمين, وذلك عن طريق تحليل الانحدار المتعدد والانحدار البسيط .

- **الدراسات السابقة**

1. Hanan Ali Al-Awawdeh, Saad Abdul Kareem Al-Sakini(2018) The Impact of Economic Value Added, Market Value Added and Traditional Accounting Measures on Shareholders Value: Evidence from Jordanian Commercial Banks.

(أثر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومقاييس المحاسبة التقليدية على قيمة المساهمين)

الغرض من هذه الدراسة هو اختبار أثر القيمة المضافة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة والتدابير المحاسبية التقليدية على قيمة المساهمين في البنوك التجارية الأردنية، بناءً على عينة من 13 مصرفاً خلال الفترة 2010-2016. استخدمت الدراسة قيمة المساهمين كمتغير تابع، بينما تم استخدام خمسة متغيرات مستقلة تشمل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وثلاثة مقاييس محاسبية تقليدية وهي: معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربح السهم (EPS). وجدت الدراسة، باستخدام تحليل الانحدار المشترك، إن معدل العائد على الأصول (ROA) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كان لهما تأثير إيجابي ودلالة إحصائية على تعظيم قيمة المساهمين، بينما كان لباقي المحاسبة التقليدية المعايير أو القيمة المضافة في السوق لم يكن لها أي تأثير كبير على قيمة المساهمين. وخلصت الدراسة إلى أن معايير المحاسبة التقليدية لا تزال تشكل مدخلاً هاماً في تقييم الأسهم وتعظيم قيمة المساهمين إلى جانب مقاييس تقييم الأداء الحديثة وخاصة القيمة الاقتصادية

المضافة. وأوصت الدراسة بضرورة أن يستند تقييم أداء البنوك إلى معيارين هما معدل العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة.

2. Sunitha Kumaran, (2017). Shareholder Value Index for Saudi Banks. Department of Finance and Banking, College of Business Administration, Dar Al-Uloom University, Saudi Arabia.

(مقياس قيمة المساهمين في البنوك السعودية)

هدفت هذه الدراسة إلى فحص كفاءة قيمة المساهمين وبناء مؤشر قيمة المساهمين للبنوك السعودية بين عامي 2010- 2014. يتم قياس كفاءة قيمة المساهمين باستخدام مقاييس الأداء القائمة على القيمة وتم اعتماد نموذج الانحدار اللوجستي الثنائي لتطوير مؤشر قيمة المساهمين للبنوك السعودية. يوفر مؤشر قيمة المساهمين الذي تم تطويره احتمالية قدرة البنك على تكوين / تآكل ثروة المساهمين. توصلت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هي مقياس الأداء القائم على القيمة والذي يقترب أكثر من أي مقياس آخر للحصول على الربح الاقتصادي الحقيقي وأداء السوق (القيمة السوقية المضافة) للبنوك. تشير القيمة الاقتصادية المضافة الإيجابية لمعظم البنوك التجارية إلى أنها أكثر كفاءة في قيمة المساهمين من البنوك الإسلامية. تمثل القيمة السوقية المضافة المرتفعة (MVA) نظرة إيجابية للغاية للمستثمرين على أداء البنوك السعودية. يرتبط إنشاء القيمة بشكل كبير بصافي أرباح التشغيل العالية بعد الضرائب وانخفاض تكلفة رأس المال. الملاحظة الأكثر أهمية هي أنه ليست كل البنوك ذات رأس المال الأعلى هي الأعلى قيمة. يشير مؤشر قيمة المساهمين الذي تم تطويره إلى أن غالبية البنوك السعودية تظهر احتمالية أكبر لخلق قيمة للمساهمين. أظهر عدد قليل من البنوك الإسلامية احتمالية أقل لتكوين الثروة خلال فترة الدراسة ومن المتوقع أن تحسن قدرة المساهمين على خلق القيمة من خلال استراتيجيتها الجريئة في المستقبل.

3. Pablo Fernández .(2016) .Economic profit and Cash value added do not measure shareholder value creation .IESE Business School.

(الربح الاقتصادي والقيمة النقدية المضافة ليست مقياس لخلق القيمة المضافة للمساهمين)

هدفت الدراسة الى ايجاد العوامل المؤثرة في القيمة المضافة للمساهمين وقيمة حقوق المساهمين من خلال درسة أثر كل من المتغيرات التي تثبت ان لها علاقة بالقيمة المضافة وذات اهمية ايضا للمستثمرين في حسابها مثل الربحية والقيمة السوقية للسهم وقيمة التدفقات النقدية المتمثلة بحجم السيولة, وهدفت الدراسة الى ايجاد نموذج يوضح العلاقة ما بين الربحية والسيولة مع القيمة المضافة للمساهمين وهل يساهمون بشكل فعلي في استخراج قيمتها الفعلية, وقد اتبع البحث المنهج الوصفي التحليلي في استخراج النتائج وتحليلها.

ومن اهم نتائج البحث ما يلي: ان كل من الربح والقيمة النقدية المضافة تساهم بشكل فعلي في تقدير القيمة المضافة للمساهمين في الاسواق المتزنة , اما في الاسواق ذات تقلب كبير او التي شهدت ازمات فان هناك عوامل اضافية أثرت في القيمة المضافة للمساهمين مما ادى الى انخفاض حجم أثر كل من الربح والنقد كما اسلفنا, وقد تكون هذه العوامل هي عوامل خارجة عن سيطرة الشركة وقدرتها على تحقيق قيمة مضافة لمساهميها.

4. Mahmoud Largani، Meysam Kaviani& ، Amirreza Abdollahpour.(2012) .A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions. Elsevier Ltd, Procedia – Social and Behavioral Sciences

(مراجعة تطبيقات مفهوم القيمة المضافة للمساهمين في القرارات المالية)

هدفت الشركات إلى خلق الثروة للمساهمين ولكنها قد تواجه مخاطر كبيرة خلال أعمالها, فلذلك يحتاج المستثمرون إلى بعض الأدوات من أجل قياس القيمة المحتملة لكل فرصة استثمارية, ليتمكنوا من التنبؤ بالمستقبل الدقيق لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، فيعتمد المستثمرون على عدة مقاييس في التحليل من بينها الأنواع الأكثر شيوعًا وهي عائد الاستثمار (ROI) وعائد السهم (EPS). على الرغم من التطبيقات العديدة لهذه الأدوات من الناحية النظرية، لا ترتبط بقيمة المساهمين أو تكوين الثروات, أما من ناحية تقنيات التقييم الحديثة القائمة على النظريات الاقتصادية مثل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة السوقية المضافة (MVA), القيمة المضافة للمساهمين (SVA), القيمة النقدية المضافة (CVA), تحل محل معايير المحاسبة القائمة على البيانات. تتبع هذه المؤشرات تقييم الأداء فيما يتعلق بالتغيرات في القيمة وإلى جانب تعظيم عوائد المساهمين على المدى الطويل, وهدف هذا البحث إلى تحليل أحد أهم المقاييس وهو القيمة المضافة للمساهمين (SVA)، وذلك عن طريق عدة قوانين لحساب SVA, وتم استخدام كل من تكلفة راس المال والربح الصافي وربطها بالمؤشرات التي تهم المستثمر ليصبح قادرا على التنبؤ بها, مثل عائد المساهمين وربحية السهم.

ومن اهم نتائج البحث ان القيمة المضافة للمساهمين (SVA) قادرة على وصف كل من عائد المساهمين (SR) وربحية السهم والتنبؤ بهم, وتوجد علاقة طردية قوية بينهما

تقييم وتحليل الدراسات السابقة

تتفق دراستنا مع الدراسات السابقة من ناحية تسليط الضوء على مؤشر القيمة المضافة للمساهمين SVA والإشارة إلى أهميتها لكل من المستثمرين والشركات وطرق حسابها وماهي دلالتها, ولكن تختلف دراستنا عن الدراسات السابقة من ناحية اكتشاف العوامل التي تؤدي إلى تغير قيمة المضافة للمساهمين والقدرة التفسيرية لها على عوامل اتخاذ القرار الاستثماري, بالاستناد إلى مجموعة من المتغيرات التي سنثبت مدى ارتباطها بالمؤشر المدروس أما باقي الدراسات فقد هدف البعض منها إلى دراسة ارتباطها مع مؤشرات ربحية المساهمين, وانطلاقا من هذا الاختلاف نهدف إلى تقديم توصيات للشركات بضبط المؤشرات التي قد تسهم في تخفيض SVA. والمستثمرين من ناحية

تزويدهم بأداة ذات قدرة تنبؤيه بعوامل الأمان الاستثماري, وتعزيز المؤشرات التي تساهم في رفع قيمة SVA.

- **مشكلة البحث:**

تكمن مشكلة البحث في صعوبة اختيار المستثمر أو حتى الشركات للأداة المالية الأكثر قدرة على تفسير التغيرات الحاصلة بالعوامل أو المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمر في التحليل المالي للشركات التي يرغب بالاستثمار فيها, وبسبب ان بعض من هذه المؤشرات قد تكون غير قادرة على التنبؤ بشكل دقيق بالأرباح ومن ثم تحمل مخاطر كبيرة, فمن هذا المنطلق سعينا إلى تفسير مؤشر غير تقليدي وهو القيمة المضافة للمساهمين SVA وقياس العوامل التي تساهم في تغير قيمته، وبالتالي يجب على الشركات ضبط العوامل المؤثرة بشكل سلبي وتعزيز العوامل الإيجابية, ومن ذلك يمكن تلخيص مشكل البحث بالتساؤلات التالية:

- **ما هي مؤشرات الأداء المالي التي تؤثر في القيمة المضافة للمساهمين؟**

- **أهمية وأهداف البحث:**

تكمن أهمية دراستنا في دراسة المؤشرات المؤثرة في القيمة المضافة للمساهمين, وذلك بعد توضيح مفهوم هذا المؤشر غير التقليدي وما أهميته, والعمل على إيجاد نموذج من خلال الانحدار المتعدد وذلك بغية تفسير التغيرات بالقيمة المضافة للمساهمين.

ويهدف البحث الى:

1) توضيح مفهوم القيمة المضافة للمساهمين وأهميتها ودلالتها.
2) إيجاد نموذج يفسر التغيرات بالقيمة المضافة للمساهمين.

- **منهجية البحث:**

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي حيث يقوم هذا المنهج على دراسة وتحليل ظاهرة أو موضوع محدد خلال فترة زمنية محددة ومن ثم تفسيرها, سيتم اعتماد الإحصاءات الوصفية (مقاييس النزعة المركزية– مقاييس التشتت) في الدراسة الفردية لمؤشر القيمة المضافة للمساهمين، بالإضافة إلى الانحدار متعدد المتغيرات, وسيتم استخدام برنامج E–views لاستخراج البيانات الخاصة بالانحدار.

- **فترة البحث ومصادر البيانات**

مجتمع البحث يتمثل بالشركات المدرجة في سوق دمشق, حيث سيتم الاعتماد على البيانات الثانوية المتمثلة بالقوائم المالية المنشورة من عام 2009 حتى عام 2018.

- **فرضية البحث:**

يمكننا وضع الفرضيات الرئيسية التالية:

- **لا يوجد أثر جوهري لمؤشرات الأداء المالي في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات السورية, ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات التالية:**

- لا يوجد أثر جوهري لحجم الشركة (ASSTES) في القيمة المضافة للمساهمين (**SVA**) للشركات السورية.
- لا يوجد أثر جوهري لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات السورية.
- لا يوجد أثر جوهري لإجمالي مطلوبات الشركة (LIBILITIES) في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات السورية.
- لا يوجد أثر جوهري للربح الصافي (NET INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات السورية.
- لا يوجد أثر جوهري لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات السورية.
- لا يوجد أثر جوهري للقيمة السوقية الى الدفترية (MTB) في القيمة المضافة للمساهمين (SVA) للشركات السورية.

- **متغيرات البحث:**

المتغيرات المستقلة	المتغير التابع
• حجم الشركة. • إجمالي حقوق الملكية. • إجمالي المطلوبات. • الربح الصافي. • ربحية السهم. • القيمة السوقية الى الدفترية.	• القيمة المضافة للمساهمين (SVA)

الإطار النظري للبحث:

أولا–مفهوم القيمة المضافة للمساهمين وواقعها في الشركات السورية:

إن القيمة المضافة للمساهمين SVA هي مقاربة تم تقديمها من طرف الأمريكي رابابورت، حيث يعرف القيمة من وجهة نظر المساهم وفق هذه المقاربة بأنها قيمة الشركة مطروحاً منها قيمة الديون. (Rappaport، 2007) وتساوي قيمة التدفقات النقدية المخصومة للشركة DCF أو Discount Cash Flow مضافاً إليها قيمة الأصول غير التشغيلية والأوراق المالية القابلة للتداول ويكون من السهل قياس القيمة المضافة للمساهمين SVA لكل فترة إذا ما توافرت لدينا القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية لكل فترة. (Morin & Jarrell, 2001, p. 5)

يتسق النهج المتبع في هذا المقياس مع آراء المستثمرين بشأن العوامل المحركة لعائدات حملة الأسهم، ويفهم المستثمرون أن الشركة أو المشروع لابد وأن يكسب عائداً يتجاوز تكلفة رأس المال (المخاطر) من أجل خلق قيمة لموردي رأس المال، وهو سليم من الناحية الأكاديمية حيث يستند إلى التدفقات النقدية المخفضة (DCF) و(WACC)، وبالإضافة إلى ذلك تشير الدراسات إلى وجود ارتباط أكبر بين عائد حملة الأسهم والقيمة المضافة للمساهمين مقارنة بعائد حملة الأسهم والتدابير المحاسبية التقليدية بما في ذلك الإيرادات لكل سهم والعائد على الأسهم وغيرها، كما يسهل على المدراء فهمها وستؤثر على القرارات التنفيذية الرامية إلى تعزيز القيمة، وتمكنهم من الاستثمار في المشاريع ذات العائد المرتفع، أو أن يخفضوا كمية رأس المال المخصص للمشاريع ذات العائد المنخفض، أو أن يخفضوا تكلفة رأس المال، كما تجعل تكلفة رأس المال واضحة لهم. (Geddes، 2012، صفحة 14)

باستخدام مقياس القيمة المضافة للمساهمين على رأس المال الخاص بها، تكون الإدارة العليا قادرة على "تحصيل" تكاليف رأس المال وضمان سعي المدراء إلى التقليل إلى أدنى حد من رأس المال المستخدم، ويوفر مقياس القيمة المضافة للمساهمين رقماً واحداً للأداء

المالي يسمح للإدارة بالتركيز على رقم نقدي واحد في تحديد الأداء، وتستخدم العديد من الشركات مقياس القيمة المضافة للمساهمين SVA في الجزء المالي من برنامج تقييم سجل النتائج المتوازن، ومن السهل قياسه وتنفيذه. (Geddes، 2012، صفحة 16)

حساب القيمة المضافة للمساهمين بسيط نسبياً ويمكن استخدامه على مستوى كل من وحدات الأعمال والشركات، وقد اعتمدت العديد من الشركات تدابير من هذا القبيل للحكم على أدائها داخلياً، عبر وحدات الأعمال التجارية ومع مجموعات الأقران، ويعد مقياس القيمة المضافة للمساهمين SVA هو مقياس أداء لفترة واحدة عما إذا كان المشروع التجاري قد أنشأ قيمة أو دمرها، وببساطة تخلق الشركة قيمة عندما تكون قيمة رأس المال لديها أكبر من تكلفة رأس المال، وهي وظيفة من وظائف صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) ورأس المال المستثمر، في حين أن تكلفة رأس المال تتحدد حسب العائد الذي تتوقعه السوق أي WACC، ويقيس NOPAT العائد بتعديل الربح التشغيلي للضريبة المفروضة على الشركات والرقم NOPAT المستخدم في حساب الأرباح الاقتصادية هو نفس الرقم المستمد من تقييمات التدفق النقدي المخصوم، وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT هو الربح التشغيلي الذي تجنيه الشركة أو وحدة الأعمال قبل الفوائد وبعد الضرائب، ورأس المال المستخدم أو رأس المال المستثمر هو مقدار الموارد اللازمة لتوليد العائد، ومن الممكن أن نعرِّف رأس المال المستثمر على أنه أموال حملة الأسهم بالإضافة إلى إجمالي الديون (على الأمد البعيد والقصير على حد سواء)، وممكن لبساطة الحساب استخدام القيمة الدفترية لأموال حملة الأسهم. (Geddes، 2012، صفحة 17)

إن بعض التوجهات في التعامل مع القيمة المضافة للمساهمين (وعلى الأخص القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI) تجري عدة تعديلات على رأس المال المستثمر لكي تعكس على نحو أكثر دقة القيمة الحالية للأصول وأن تأخذ بعين الاعتبار بعض البنود التي كثيراً ما تصرف على بيان الدخل ولكن عمرها المفيد لا يتجاوز عام واحد، ويعد البحث والتطوير من بين البنود الرئيسية

التي يتم الإنفاق فيها عادة، ولكن قيمة البحث والتطوير التي تم إنجازها في عام واحد غالباً ما تستمر لسنوات عديدة. (Geddes، 2012، صفحة 22)

وتكلفة رأس المال هي مقياس العائد المطلوب من المستثمرين في ديون الشركة وأوراقها المالية، وهو المتوسط المرجح لتكلفة تمويل الديون والأسهم التي تستخدمها الشركة، أو المخصصة للشعبة أو وحدة الأعمال، وتشمل تكلفة رأس المال مقياساً لمخاطر المشروع التجاري، وستترتب على الأعمال التجارية التي تعمل في قطاعات الاقتصاد الأكثر خطورة تكاليف أعلى لرأس المال، وبالمثل فإن الشركات التي لديها قدر مفرط من الديون في هيكلها الرأسمالي ستعاقبها عليها أسواق رأس المال بتكلفة أعلى لرأس المال. (Geddes، 2012، صفحة 26)

يعتبر مقياس القيمة المضافة للمساهمين مقياس جذاب لقياس القيمة لأنه يأخذ بعين الاعتبار الحجم، الزمن، والمخاطرة المتعلقة بالتدفقات النقدية ويسمح بتقييم خلق القيمة خلال كل فترة زمنية، ويمكن المدراء من معرفة تأثير العملية التشغيلية وقرار تخصيص الأموال على القيمة. (Morin و Jarrell، 2001) إلى جانب ذلك يعد مقياس القيمة المضافة للمساهمين SVA من أفضل المقاييس على المستوى الداخلي للشركة بالنسبة للأقسام ووحدات الأعمال لأنه يربط بين أداء وحدة الأعمال وخلق القيمة للمساهمين على مستوى الشركة، كما يسهل استخدامه على المستوى العملي بالاعتماد على مسببات القيمة. وبالرغم من الإيجابيات السابقة فإن لمقياس القيمة المضافة للمساهمين SVA بعض السلبيات أبرزها يتمثل في كونه يعتمد على التنبؤات مثل مقياس القيمة الحالية الصافية NPV والتدفقات النقدية المخصومة DCF مما يجعله معقداً وصعب المعالجة. (بحري، 2011، الصفحات 15-28)

ويمكن استخدام مقياس القيمة المضافة للمساهمين لتقدير قيمة حصة حملة الأسهم في شركة أو وحدة تجارية، كما يمكن استخدامه كأساس لصياغة وتقييم القرارات الاستراتيجية، وتتحدد قيمة عمليات المؤسسة التجارية عن طريق خصم التدفقات النقدية المجانية التشغيلية المتوقعة في المستقبل بتكلفة مناسبة من رأس المال. ومن أجل إيجاد قيمة لحاملي الأسهم، يجب إضافة قيمة الأوراق المالية القابلة للتسويق وغيرها من

الاستثمارات إلى التقييم التجاري كما يجب طرح قيمة الدين منه. (Largani، Kaviani، و Abdollahpour، 2012، الصفحات 490-497)

وفيما يلي العوامل المحركة التي تميز نهج القيمة المضافة للمساهمين عن النهج التقليدي (استخدام تدابير المحاسبة مثل العائد على الأصول): (Largani، Kaviani، و Abdollahpour، 2012، الصفحات 490-497)

1. نمو الإيرادات: يمكن أن يؤدي إلى تحسين صافي ربح التشغيل بعد الضريبة NOPAT، ومن ثم إلى تحسين القيمة المضافة SVA.
2. هامش التشغيل: كفاءات الإيرادات والتكاليف لتحقيق أقصى قدر من قيمة المساهمين.
3. رأس المال المتداول: إدارة المخزونات والمدينين والدائنين لتحقيق النمو الأمثل للإيرادات وخفض التكاليف.
4. الأصول الثابتة: التصرف في الأصول الفائضة وغير المنفذة والاستثمار في الأصول التي ستؤدي إلى عوائد تتجاوز قيمة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.
5. المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: تحسين مزيج الديون والأسهم إلى أقصى حد لخفض التكاليف الإجمالية لرأس المال.

ولذلك فإن مقاييس الأداء المالي القائمة على القيم التقليدية هي لتحسين معايير الأداء والتقييم العامة المستخدمة في حساب تكلفة رأس المال، وفي حين أن الشركة تركز أساساً على إيجاد قيمة قصوى للمساهمين فمن المهم أيضاً ملاحظة أن القيمة الحالية الصافية لجميع الأنشطة ينبغي أن تحقق عائداً إيجابياً، وقد وضعت مقاييس للأداء المالي تستند إلى القيمة بوصفها دليل الإدارة في تحقيق هذه الأهداف. (Largani، Kaviani، و Abdollahpour، 2012، الصفحات 490-497).

حساب مؤشر القيمة المضافة للمساهمين (SVA):

هناك عدة طرق لحساب القيمة المضافة للمساهمين ولكن الأسلوب الأكثر تناسبا مع عمل الشركات هو الأسلوب التالي (Largania, Kavianib, & Abdollahpourc, 2012, p. 72):

SVA= NOPAT−Cost of Capital

NOPAT is an operating performance measure after taking account of taxation

Cost of Capital = (WACC × CAPITAL)

Weighted average cost of capital is calculated as follows :

$WACC = A_{BC} \cdot S_{BC} + A_{EC} \cdot S_{EC}$ (3),

A_{BC} – amount of borrowed capital;

S_{BC} – share of borrowed capital in the structure of the enterprise;

A_{EC} – amount of equity capital;

S_{EC} – share of equity in the structure of the enterprise.

- **القيمة المضافة للمساهمين = الربح الصافي بعد الضريبة – تكلفة راس المال.**
  - الربح الصافي بعد الضريبة = وهو الربح التشغيلي للشركة بعد الضريبة.
  - تكلفة راس المال = رأسمال الشركة × معدل التثقيل لتكلفة راس المال.
    - معدل التثقيل لتكلفة راس المال = الأموال المقترضة × نسبة المديونية + حقوق الملكية× نسبة حقوق الملكية من راس المال.

وبناء على هذه المعادلات نحصل على المتغير المدروس القيمة المضافة للمساهمين **(SVA)**, ويظهر الجدول التالي قيم الإحصاء الوصفي للقيمة المضافة للمساهمين للسلسلة الزمنية المدروسة وهو على الشكل التالي:

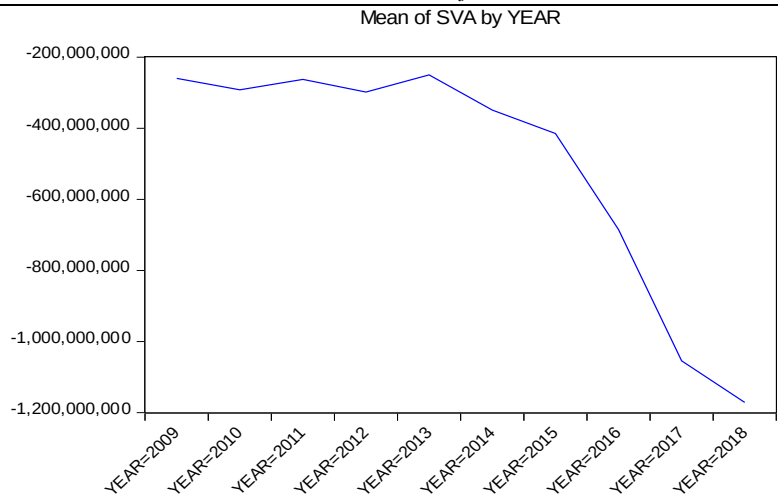
الجدول (1) قيم الإحصاء الوصفي للقيمة المضافة للمساهمين للشركات عينة الدراسة

SVA	Series
2009-2018	Sample
70	Observations
-5.04E+08	Mean
9.95E+08	Std.Dev
8.22E+08	Maximum
-3.85E+09	Minimum

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-views

بلغ متوسط القيمة المضافة للمساهمين خلال فترة الدراسة $-5.04E^{+08}$، وتدل هذه القيمة على وجود عجز في تحقيق قيمة مضافة للمساهمين في الشركات السورية خلال الفترة المدروسة وذلك عائد إلى الأوضاع الاقتصادية والحرب على سورية بين عامي 2011-2017, وقد بلغت أعلى قيمة $8.22E^{+08}$ وهي تخص شركة السورية الوطنية للتامين في عام 2013 وهذا ناتج عن تطور صافي الربح, بينما بلغت ادنى قيمة $-3.85E^{+09}$ وهي تخص شركة الأهلية للزيوت في عام 2016 بسبب ارتفاع تكلفة راس المال بشكل متضاعف, ومن ما سبق يثبت ان الشركات بحالة خطرة نوعا ما وذلك بسبب الحرب على سورية والوضع الاقتصادي المحرج للشركات.

ويظهر الشكل التالي تغير القيمة المضافة للمساهمين وفق متوسطات الشركات عينة الدراسة لعام واحد, وهو على الشكل التالي:



المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-views

الشكل (1) متوسط القيمة المضافة للمساهمين وفق السنوات

يبين الشكل أعلاه ان القيمة المضافة للمساهمين انخفضت خلال فترة الدراسة، حيث استقرت بين عامي 2009- 2013 , بينما واجهت مرحلة انخفاض بمعدلات متسارعة وذلك بسبب الأزمات الاقتصادية التي عصفت بالبلاد وهذا دليل على ان الشركات قد واجهت مرحلة استقرار في بداية السلسلة الزمنية ولكنها اتجهت نحو الانحدار مع اشتداد الحرب على سورية, وهذا الأمر الذي الحق الضرر بالعديد من الشركات.

ثالثا: النتائج والمناقشة:

تم اعتماد عدد من المؤشرات المالية للشركات وقياس أثرها في القيمة المضافة للمساهمين, حيث سيتم دراسة كل من المؤشرات التالية واعتمادها كمؤشرات مستقلة وهي (حجم الشركة, إجمالي حقوق الملكية, إجمالي المطاليب, الربح الصافي, ربحية السهم, القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية), يتم إجراء سلسلة من الاختبارات التمهيدية للتأكد من مدى ملاءمة البيانات لشروط أدوات التحليل القياسي المختلفة والمستخدمة في دراسة وتقدير الأثر, كمصفوفة الارتباط, واختبار استقراريه السلاسل الزمنية (جذر الوحدة) لمتغيرات الدراسة.

ومن اختبارات جذر الوحدة المستخدمة في الدراسة الحالية:

- **اختبار جذر الوحدة:**

تم اختبار استقرار السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة بالاعتماد على اختبارات جذر الوحدة Unit Root والتأكد من مدى استقرار كل متغير على حدى عن طريق تطبيق اختبار (ADF - Fisher Chi-square)**,** يبين الجدول التالي نتائج اختبار استقراريه متغيرات النموذج:

الجدول (2): دراسة استقراريه متغيرات الدراسة

متغيرات النموذج	Statistic	Prob.**	مستوى الاستقرارية
SVA	32.2676	0.0037	الفروق الأولى
ASSETS	29.6089	0.0086	الفروق الأولى
NET INCOME	38.6555	0.0004	الصفري
MTB	24.2357	0.0439	الصفري
EPS	27.5252	0.0009	الصفري
EQUITY	25.7879	0.0275	الصفري
LIABILITIES	45.3631	0.0000	الفروق الأولى

من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

الملاحظ من النتائج السابقة إلى عدم وجود جذر الوحدة لكل من متغيرات الدراسة عند المستوى الأول من الفروق وبالتالي هي مستقرة يمكن اعتمادها بالنماذج.

- **مصفوفة الارتباط:** تستخدم مصفوفة الارتباط لإظهار العلاقة بين المتغيرات المستقلة للتأكد من عدم وجود ارتباط قوي فيما بينها, ونستخدم معامل الارتباط بيرسون الذي يقيس درجة العلاقة بين متغيرين كميين, ووفق شروط البيانات المقطعية فانه لا يجب ان يكون هناك ارتباط تام أو شبه تام بين المتغيرات المستقلة فيما بينها اي يتم استبعاد احد المتغيرات الذي يرتبط ارتباطا بأحد المتغيرات الأخرى بقيمة تتجاوز 90%, وفي ما يلي مصفوفات الارتباط وفق كل نموذج.

الجدول (24): مصفوفة الارتباط لمتغيرات نموذج العائد على حقوق الملكية

	SVA	ASSETS	EPS	EQUITY	LIABILITIES	MTB	NET_INCOME
ASSETS	-0.313330	1.000000					
	0.0083	-----					
EPS	0.125958	0.178715	1.000000				
	0.2988	0.1388	-----				
EQUITY	-	0.736901	0.120308	1.000000			

	0.798123						
	0.0000	0.0000	0.3212	-----			
LIABILITIES	0.235902	0.298790	-0.161080	-0.041504	1.000000		
	0.0493	0.0120	0.1828	0.7330	-----		
MTB	0.198167	-0.430320	-0.419445	-0.374285	0.356760	1.000000	
	0.1001	0.0002	0.0003	0.0014	0.0024	-----	
NET_INCOME	0.292830	0.346957	0.539547	0.227153	-0.183456	-0.375825	1.000000
	0.0139	0.0033	0.0000	0.0586	0.1285	0.0013	-----

من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

نلاحظ من الجدول السابق انه لا يوجد أي من المتغيرات ذات ارتباط تام أو فوق قيمة 90% وهذا دليل على استقلالية المتغيرات وعدم ارتباطها ببعضها بشكل قوي جدا, ومن ذلك يمكن إدخال جميع هذه المتغيرات في نماذج السلاسل الزمنية المقطعية, وبذلك يكون قد تحقق الشرط الثاني من شروط بانل, فيما يلي تقديرات النماذج الثلاثة لأثر مؤشرات الأداء المالي للشركات السورية في القيمة المضافة للمساهمين, وهي كما يلي:

1- نموذج الانحدار التجميعي:

نورد النتائج التي تم الحصول عليها لنموذج انحدار التأثيرات المجمعة, وهي كما يلي:

الجدول (25): مخرجات تحليل نموذج انحدار التأثيرات المجمعة لنموذج القيمة المضافة للمساهمين

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ASSETS	0.171822	0.022088	7.778842	0.0000
EPS	-504538.7	453674.4	-1.112116	0.2703
EQUITY	-1.098651	0.028295	-38.82793	0.0000
LIABILITIES	0.636867	0.083948	7.586483	0.0000
MTB	15130652	21238569	0.712414	0.4788
NET_INCOME	1.189508	0.052661	22.58805	0.0000
C	22604742	61363287	0.368376	0.7138

R-squared	0.981946	Mean dependent var	-5.04E+08
Adjusted R-squared	0.980226	S.D. dependent var	9.95E+08
S.E. of regression	1.40E+08	Akaike info criterion	40.44636
Sum squared resid	1.23E+18	Schwarz criterion	40.67121
Log likelihood	-1408.623	Hannan-Quinn criter.	40.53567
F-statistic	571.0747	Durbin-Watson stat	0.418295
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

- فرضية العدم: النموذج ليس ذو دلالة إحصائية (غير معنوي).
- الفرضية البديلة: النموذج ذو دلالة إحصائية (معنوي).

نستنتج من الجدول ان القيمة الاحتمالية اصغر من قيمة مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بان النموذج ذو دلالة إحصائية, ونستنتج بان مؤشرات الأداء المالي لها تأثير جوهري في القيمة المضافة للمساهمين, ويظهر من خلال القيمة الاحتمالية للمؤشرات ان ربجية السهم والقيمة السوقية للدفترية ليست ذات دلالة معنوية, بينما باقي المؤشرات ذات دلالة معنوية أو أثر جوهري, وبالتالي يمكن القول بانه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي في المضافة للمساهمين بقوة تفسيرية 98.19% وهي نسبة مرتفعة جدا.

2- نموذج انحدار التأثيرات الثابتة :

نورد النتائج التي تم الحصول عليها لنموذج انحدار التأثيرات الثابتة, وهي كما يلي:

الجدول (26): مخرجات تحليل نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لنموذج القيمة المضافة للمساهمين

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ASSETS	0.109592	0.018002	6.087686	0.0000
EPS	-690486.0	289764.1	-2.382925	0.0205
EQUITY	-0.949143	0.025180	-37.69433	0.0000
LIABILITIES	0.596947	0.052131	11.45091	0.0000
MTB	-14010858	18200214	-0.769818	0.4446
NET_INCOME	1.012875	0.042365	23.90834	0.0000
C	1.08E+08	43347326	2.485771	0.0159

R-squared	0.995600	Mean dependent var	-5.04E+08
Adjusted R-squared	0.994674	S.D. dependent var	9.95E+08
S.E. of regression	72640227	Akaike info criterion	39.20592
Sum squared resid	3.01E+17	Schwarz criterion	39.62350
Log likelihood	-1359.207	Hannan-Quinn criter.	39.37179
F-statistic	1074.883	Durbin-Watson stat	0.969577
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

- فرضية العدم: النموذج ليس ذو دلالة إحصائية (غير معنوي).
- الفرضية البديلة: النموذج ذو دلالة إحصائية (معنوي).

نستنتج من الجدول ان القيمة الاحتمالية اصغر من قيمة مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بان النموذج ذو دلالة إحصائية, ونستنتج بان مؤشرات الأداء المالي لها تأثير جوهري في القيمة المضافة للمساهمين, ويظهر من خلال القيمة الاحتمالية للمؤشرات ان ربجية السهم والقيمة السوقية للدفترية ليست ذات دلالة معنوية, بينما باقي المؤشرات ذات دلالة معنوية أو أثر جوهري, وبالتالي يمكن القول بانه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي في المضافة للمساهمين بقوة تفسيرية 99.56% وهي نسبة مرتفعة جدا.

3- نموذج انحدار التأثيرات العشوائية :

نورد النتائج التي تم الحصول عليها لنموذج انحدار التأثيرات العشوائية, وهي كما يلي:

الجدول (27): مخرجات تحليل نموذج انحدار التأثيرات العشوائية لنموذج القيمة المضافة للمساهمين

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ASSETS	0.171822	0.011463	14.98875	0.0000
EPS	-504538.7	235447.4	-2.142893	0.0360
EQUITY	-1.098651	0.014685	-74.81601	0.0000
LIABILITIES	0.636867	0.043567	14.61810	0.0000
MTB	15130652	11022369	1.372722	0.1747
NET_INCOME	1.189508	0.027330	43.52403	0.0000
C	22604742	31846250	0.709809	0.4804

R-squared	0.981946	Mean dependent var	-5.04E+08
Adjusted R-squared	0.980226	S.D. dependent var	9.95E+08
S.E. of regression	1.40E+08	Sum squared resid	1.23E+18
F-statistic	571.0747	Durbin-Watson stat	0.418295
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

- فرضية العدم: النموذج ليس ذو دلالة إحصائية (غير معنوي).
- الفرضية البديلة: النموذج ذو دلالة إحصائية (معنوي).

نستنتج من الجدول السابق ان القيمة الاحتمالية اصغر من قيمة مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بان النموذج ذو دلالة إحصائية, ونستنتج بان مؤشرات الأداء المالي لها تأثير جوهري في القيمة المضافة للمساهمين, ويظهر من خلال القيمة الاحتمالية للمؤشرات ان القيمة السوقية للدفترية ليست ذات دلالة معنوية, بينما باقي المؤشرات ذات دلالة معنوية أو أثر جوهري, وبالتالي يمكن القول بانه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الأداء المالي في المضافة للمساهمين بقوة تفسيرية 98.19% وهي نسبة مرتفعة جدا.

4- مرحلة المفاضلة بين النماذج:

ستتم المفاضلة بين النماذج الثلاث السابقة بواسطة اختبار F واختبار Hausman, وهي على الشكل التالي:

- **اختبار F:** تتم المفاضلة بين نموذج انحدار التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات المجمعة من خلال اختبار F حيث تكون:

❖ **الفرضية العدم:** نموذج انحدار التأثيرات المجمعة هو النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.

❖ **الفرضية البديلة:** نموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.

يظهر الجدول التالي اختبار فيشير, وهوكما يلي:

الجدول (28): اختبار F لنموذج القيمة المضافة للمساهمين

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	29.484317	(6,57)	0.0000
Cross-section Chi-square	98.830735	6	0.0000

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

بعد مقارنة قيمة sig لاختبار Prob (F-statistic) مع قيمة مستوى الدلالة 0.05, حيث ان قيمة sig اصغر من قيمة مستوى الدلالة, وبذلك نقبل الفرضية البديلة القائلة بان نموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.

- اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية:

تتم المقارنة بين نموذج **التأثيرات الثابتة** ونموذج **التأثيرات العشوائية**، ونعتمد في ذلك على اختبار Hausman.

الجدول (29): اختبار Hausman لنموذج القيمة المضافة للمساهمين

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	.905904176	6	0.0000

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

بعد مقارنة قيمة sig لاختبار Prob (F-statistic) مع قيمة مستوى الدلالة 0.05, حيث ان قيمة sig اصغر من قيمة مستوى الدلالة, وبذلك نقبل الفرضية البديلة القائلة بان نموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.

نستنتج مما سبق ان نموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.

5- الارتباط الذاتي:

اختبار Q-STAT: يظهر اختبار Q-STAT إمكانية وجود ارتباط ذاتي بين متغيرات النموذج, ويتيح هذا الاختبار معرفة درجة التأخير الزمني للبواقي التي تعطي افضل نتيجة واخل مستوى ارتباط ذاتي, وتأخذ فرضية هذا الاختبار الشكل التالي :

- **فرضية العدم:** لا يوجد ارتباط ذاتي لبواقي النموذج.
- **الفرضية البديلة:** يوجد ارتباط ذاتي لبواقي النموذج.

الجدول (30): اختبار Q-Stat لنموذج القيمة المضافة للمساهمين

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.213	-0.213	3.0076	0.083
		2	-0.098	-0.151	3.6566	0.161
		3	0.251	0.209	7.9539	0.047
		4	-0.081	0.008	8.4118	0.078
		5	-0.052	-0.025	8.6032	0.126
		6	-0.012	-0.099	8.6135	0.197
		7	-0.007	-0.022	8.6169	0.281
		8	-0.011	-0.006	8.6267	0.375

من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

وبالتالي نستنتج بانه لا يوجد ارتباط ذاتي وذلك عند المستويات المعتمدة للمتغيرات وهذا دليل على تجاوز مشكلة الارتباط الذاتي.

6- بناء النماذج:

يظهر الجدول التالي قيمة معاملات النموذج للتأثيرات الثابتة والقدرة التفسيرية له, وهو على الشكل التالي:

الجدول (31): مخرجات تحليل نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لنموذج معدل القيمة المضافة للمساهمين

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ASSETS	0.109592	0.018002	6.087686	0.0000
EPS	-690486.0	289764.1	-2.382925	0.0205
EQUITY	-0.949143	0.025180	-37.69433	0.0000
LIABILITIES	0.596947	0.052131	11.45091	0.0000
MTB	-14010858	18200214	-0.769818	0.4446
NET_INCOME	1.012875	0.042365	23.90834	0.0000
C	1.08E+08	43347326	2.485771	0.0159
R-squared	0.995600	Mean dependent var		-5.04E+08
Adjusted R-squared	0.994674	S.D. dependent var		9.95E+08
S.E. of regression	72640227	Akaike info criterion		39.20592
Sum squared resid	3.01E+17	Schwarz criterion		39.62350

Log likelihood	-1359.207	Hannan-Quinn criter.	39.37179
F-statistic	1074.883	Durbin-Watson stat	0.969577
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views

يظهر من الجدول السابق ان قيمة معامل التحديد تبلغ 0.9956 أي انه حوالي 99.56% من تغير القيمة المضافة للمساهمين هو بسبب التغير في مؤشرات الأداء المالي للمساهمين, وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدلة 99.46% وتعتبر هذه القيمة هي أدق من السابقة وبالتالي فان النموذج بفسر ما يقارب 99.46% من التغير في القيمة المضافة للمساهمين أما باقي القيمة فهي عائدة لعوامل أخرى قد تكون المؤشرات السوقية أو الحالة الاقتصادية ويقدر تأثير هذه العوامل بما يقارب 0.54% وهي نسبة ضعيفة جدا وهذا ما يشير إلى القوة التفسيرية للنموذج.

وفيما يلي دراسة أثر كل من المتغيرات في القيمة المضافة للمساهمين:

- بالنسبة للثابت : نجد أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.0159 وهي قيمة اصغر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقر بالدلالة الإحصائية للثابت.
- بالنسبة لحجم الشركة (ASSETS) :

- لا يوجد تأثير جوهري لحجم الشركة (ASSETS) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد تأثير جوهري لحجم الشركة (ASSETS) في القيمة المضافة للمساهمين.

نجد أن قيمة prob تساوي 0.000 وهي قيمة أصغر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود أثر جوهري لحجم الشركة (ASSETS) في القيمة المضافة للمساهمين, وإن هذا الأثر هو إيجابي ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار **0.109592** الأمر الذي يُشير إلى وجود تأثير ضعيف لحجم الشركة (ASSETS) في القيمة المضافة للمساهمين ، أي أن كل زيادة في حجم الشركة (ASSETS) بمقدار نقطة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة المضافة للمساهمين بمقدار (**0.109592**). وأن تفسير هذه العلاقة الإيجابية قد يعود إلى

ان ارتفاع حجم الشركة هو وهمي ناتج عن عوامل التضخم وليس ناتج عن تطور حقيقي فعلي لحجم أعمال الشركة مما أدى إلى عدم وجود أثر كبير يساهم في تحقيق قيمة مضافة جيدة للمساهمين.

- بالنسبة لربحية السهم (EPS) :
  - لا يوجد تأثير جوهري لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين.
  - يوجد تأثير جوهري لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين.

نجد أن قيمة prob تساوي 0.0205 وهي قيمة أصغر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود أثر جوهري لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين, وإن هذا الأثر هو سلبي ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار **690486.0-** الأمر الذي يُشير إلى وجود تأثير كبير لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين ، أي أن كل زيادة في ربحية السهم (EPS) بمقدار نقطة واحدة سيؤدي ذلك إلى انخفاض القيمة المضافة للمساهمين بمقدار (**690486.0-**). وأن تفسير هذه العلاقة السلبية قد يعود إلى ان ارتفاع ربحية السهم بشكل تدريجي وهو ربح مرحلي يتم تأكله خلال فترة قصيرة بسبب معدلات التضخم وهذا ما يعتبر ان هذه الأرباح غير جيدة لأنها لا تحقق قيمة مضافة بل تساهم في تشكيل ردة فعل لدى المساهمين حول الاستثمار وخاصة في ظل التطور الوهمي للأصول, وهذا إلى جانب ان القيمة المضافة للمساهمين تحقق انخفاض متلاحق ولا تسهم في رفد راس المال الحقيقي للشركة.

- بالنسبة لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) :
  - لا يوجد تأثير جوهري لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين.
  - يوجد تأثير جوهري لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين.

نجد أن قيمة prob تساوي 0.000 وهي قيمة أصغر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود أثر جوهري لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين, وإن هذا الأثر هو سلبي ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار **0.949143-** الأمر الذي يُشير إلى وجود تأثير ضعيف لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين، أي أن كل زيادة في إجمالي حقوق الملكية (EQUITY) بمقدار نقطة واحدة سيؤدي ذلك إلى انخفاض القيمة المضافة للمساهمين بمقدار **(0.949143-)**. وأن تفسير هذه العلاقة السلبية قد يعود إلى ان ارتفاع حجم حقوق الملكية هو غير فعلي وهو ناتج عن عمليات إعادة التقييم وهذا من شانه ان لا يسهم في تشكيل قيمة مضافة للمساهمين وهذه المشكلة قد عانت منها معظم الشركات السورية.

- بالنسبة لإجمالي المطاليب (LIABILITIES) :

- لا يوجد تأثير جوهري لإجمالي المطاليب (LIABILITIES) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد تأثير جوهري لإجمالي المطاليب (LIABILITIES) في القيمة المضافة للمساهمين.

نجد أن قيمة prob تساوي 0.000 وهي قيمة أصغر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود أثر جوهري لإجمالي المطاليب (LIABILITIES) في القيمة المضافة للمساهمين, وإن هذا الأثر هو إيجابي ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار **0.596947** الأمر الذي يُشير إلى وجود تأثير ضعيف لإجمالي المطاليب (LIABILITIES) في القيمة المضافة للمساهمين، أي أن كل زيادة في إجمالي المطاليب (LIABILITIES) بمقدار نقطة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة المضافة للمساهمين بمقدار **(0.596947)**. وأن تفسير هذه العلاقة

الإيجابية قد يعود إلى ان ارتفاع الاعتماد على أموال الغير ي تمويل أعمال الشركة يساهم في دعم راس المال المستثمر في الشركة وبالتالي تحقيق فرص جيدة لتحقيق أرباح إضافية مما يسهم في رفع القيمة المضافة للمساهمين, ونلاحظ ان القيمة هي ضعيفة نسبيا وذلك قد يعود إلى ارتفاع تكاليف راس المال في بداية استثماره وخاصة في مرحلة إعادة الإعمار الأمر الذي يحتاج لفترة لتحقيق مردودية الأموال المستثمرة المقترضة الشركة.

- بالنسبة للقيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) :

- لا يوجد تأثير جوهري للقيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد تأثير جوهري للقيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) في القيمة المضافة للمساهمين.

نجد أن قيمة prob تساوي 0.4446 وهي قيمة أكبر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تقر بعدم وجود أثر جوهري للقيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) في القيمة المضافة للمساهمين, وأن تفسير عدم وجود أثر إلى ضعف سوق الأوراق المالية في سورية خلال فترة وهذا ما يؤثر على حجم تداول اسهم الشركات وذلك بغض النظر عن أداء الشركة ان كانت تحقق تطور إيجابي حيث هذا الأخير من شانه ان يرفع من القيمة السوقية للشركة ولكن عدم وجود سوق فعلي يسهم بشكل سلبي في القيمة السوقية وان هذا التعاكس أدى إلى عدم وجود أثر فعلي في القيمة المضافة للمساهمين حيث انه لا يوجد تقدير فعلي حقيقي للقيمة السوقية للشركة التي تعطي قيمة مضافة للمساهمين بشكل عام.

- بالنسبة لربح الصافي (NET_INCOME) :

- لا يوجد تأثير جوهري لربح الصافي (NET_INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد تأثير جوهري لربح الصافي (NET_INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين.

نجد أن قيمة prob تساوي 0.000 وهي قيمة أصغر من مستوى الدلالة 0.05, وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود أثر جوهري للربح الصافي (NET_INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين, وإن هذا الأثر هو إيجابي ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار **1.012875** الأمر الذي يُشير إلى وجود تأثير ضعيف لربح الصافي (NET_INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين، أي أن كل زيادة في ربح الصافي (NET_INCOME) بمقدار نقطة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة المضافة للمساهمين بمقدار **(1.012875)**. وأن تفسير هذه العلاقة الإيجابية قد يعود إلى ان ارتفاع أرباح الشركة سيؤدي إلى ارتفاع القيمة المضافة للمساهمين وذلك بحكم وجود تدفقات نقدية صافية للشركة ولكن بسبب الظروف الاقتصادية ومحدودية الربح الصافي أدى إلى عدم وجود أثر كبير يساهم في تحقيق قيمة مضافة جيدة للمساهمين.

- صيغة نموذج الانحدار:

بعد أن أوجدنا أن جميع شروط تحليل الانحدار الخطي المتعدد محققة وان بعض المتغيرات ذات معنوية إحصائية يمكننا كتابة صيغة نموذج انحدار التأثيرات الثابتة كما يلي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1(ASSETS) + \beta_2(EPS) + \beta_3(EQUITY) + \beta_4(LIABILITIES) + \beta_4(NET_INCOME)$$

Y : المتغير التابع. β_0 : الثابت.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: ثوابت المتغيرات المستقلة.

ومن الجدول (31) يمكننا استخراج معادلة الانحدار الخطي المتعدد وقد تم استبعاد المتغيرات التي لا تحمل أثر, ويكون النموذج على الشكل التالي:

$$\mathbf{Y = 1.08E^{+08} + 0.109592\ (ASSETS) - 690486.0\ (EPS) - 0.949143\ (EQUITY) + 0.596947\ (LIABILITIES) + 1.012875\ (NET_INCOME)}$$

ويمكننا استنتاج المتغير الأكثر تأثيرا على المتغير التابع من خلال قيمة الثابت المرافقة له حيث انه كلما كبرت قيمة الثابت كلما ازداد التأثير على المتغير التابع, ومن ما سبق

نستنتج أن ربحية السهم لها تأثير سلبي في المتغير التابع هو الأعلى تأثير, بينما حجم الشركة هو الأدنى تأثير وقد أوضحنا سابقا ذلك.

- **الاستنتاجات والتوصيات:**

❖ **الاستنتاجات:**

1. يعتبر مؤشر القيمة المضافة للمساهمين من المؤشرات غير التقليدية الذي اثبت ضرورة حسابه واهميته بالنسبة للمستثمرين.
2. أظهرت قيم القيمة المضافة للمساهمين استقرار بين عامي 2009–2012 ما لبثت إلا وتراجعت في سنوات الحرب على سورية ولا سيما عام 2014 إذ تأثرت الشركات بشكل كبير في هذا العام.
3. يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمؤشرات الاداء المالي في القيمة المضافة للمساهمين, وتم الحصول على النموذج التالي:

$$Y = 1.08E^{+08} + 0.109592\ (ASSETS) - 690486.0\ (EPS) - 0.949143\ (EQUITY) + 0.596947\ (LIABILITIES) + 1.012875\ (NET_INCOME)$$

4. من خلال النموذج المستخرج يمكن الاستنتاج بان:

- يوجد أثر جوهري ايجابي ضعيف لحجم الشركة (ASSETS) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد أثر جوهري سلبي كبير لربحية السهم (EPS) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد أثر جوهري سلبي ضعيف لإجمالي حقوق الملكية (EQUITY) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد أثر جوهري ايجابي ضعيف لإجمالي المطاليب (LIABILITIES) في القيمة المضافة للمساهمين.
- لا يوجد أثر جوهري للقيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) في القيمة المضافة للمساهمين.
- يوجد أثر جوهري ايجابي ضعيف للربح الصافي (NET_INCOME) في القيمة المضافة للمساهمين.

5. ان أعلى المتغيرات المستقلة تأثيرا وتفسيرا لتغير القيمة المضافة للمساهمين هو ربحية السهم وذلك لانه يعتبر من اهم المؤشرات التي يستند اليها باتخاذ القرار الاستثماري.

❖ **التوصيات:**

1) العمل على استعادة نشاط القطاعات الاقتصادية السورية والعمل على رفع حجم اعمالها بشكل أفضل مما سبق بسبب الحاجة الملحة لرفع القدرة الإنتاجية والصناعية وذلك لتشكيل قيمة مضافة للمستثمرين.
2) العمل على تحقيق ارباح فعلية تساهم في تحقيق تطور عمل المنشآت واعتماد خطط واستراتيجيات لرفع ربحية الاسهم نظرا لأهمية ربحية السهم في تحقيق قيمة مضافة للمساهمين.
3) العمل على ترميم كافة المؤشرات المالية التي اثبتت تراجعاً والعمل على تحسين المؤشرات الاقتصادية التي تراجعت ايضا خلال الحرب على سورية.
4) يوصي الباحث باعتماد مؤشر القيمة المضافة للمساهمين في دراسة وتقييم أداء الشركات وذلك نظراً لأهميته لدى المساهمين.

❖ **المراجع Reference:**

1. Alfred Rappaport .(2007) .*Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* .New York: Free Press.
2. Mahmoud Largania ،Meysam Kavianib و، Amirreza Abdollahpourc .(2012) .*A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions* .SciVerse ScieneDirect - Social and Behavioral Sciences 40.
3. Mahmoud Samadi Largani ،Meysam Kaviani و، Amirreza Abdollahpour .(2012) .A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions .*Procedia - Social and Behavioral Science* الصفحات ، .497-490
4. Pablo Fernández .(2016) .*Economic profit and Cash value added do not measure shareholder value creation* .IESE Business School.
5. Roger A Morin و، Sherry L Jarrell .(2001) .*Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth* .New York: McGraw-Hill.
6. Ross Geddes .(2012) .*An Introduction to Corporate Finance: Transactions and Techniques* .John Wiley & Sons.
7. Sunitha Kumaran .(2017) .*Shareholder Value Index for Saudi Banks* .Department of Finance and Banking, College of Business Administration, Dar Al-Uloom University, Saudi Arabia.
8. هشام بحري. (2011). مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق. *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية*.