

القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية

Economic Added Value as a Complementary Tool to Evaluate the Performance of the Jordanian Commercial Banks

رامي أبو وادي*¹، ونهيل سقف الحيط²

Rami Abu Wadi & Nahil Saqfahait

¹قسم المحاسبة والاقتصاد، الجامعة الأهلية، البحرين

²قسم اقتصاد الأعمال، الجامعة الأردنية، الأردن.

*الباحث المراسل: drramiwadi@yahoo.com

تاريخ التسليم: (2016/2/8)، تاريخ القبول: (2016/7/31)

ملخص

هدفت الدراسة إلى تحليل مؤشرات تقييم الأداء المحاسبية التقليدية (معدل العائد على حقوق الملكية) ومؤشرات تقييم الأداء الحديثة (القيمة الاقتصادية المضافة) للمصارف التجارية الأردنية، وكذلك الوقوف على دلالات هذه المقاييس كمؤشرات لتقييم الأداء واستخدامها في تفسير القيمة السوقية المضافة. ولتحقيق هدف الدراسة، تم حساب هذه المقاييس للمصارف التجارية الأردنية حيث تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) للمصارف المدرجة خلال الفترة 2000-2013، وعددها ثلاثة عشر مصرفاً، في دراسة الأداء الاقتصادي والمالي على مستوى المصارف التجارية الأردنية. حيث أشارت نتائج تطبيق اختبار المقاييس السابقين على القيمة السوقية المضافة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية المضافة للمصارف الأردنية، وكذلك بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمصارف الأردنية، ولكن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أعطى نتائج أفضل من مؤشر العائد على حقوق الملكية.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، معدل العائد على حقوق الملكية، تقييم الأداء، المصارف الأردنية.

Abstract

This study aims to analyze the traditional evaluation indicators (rate of return on equity) and the modern assessment indicators (economic added value) for Jordanian commercial banks, as well as the implications

of these measures on the performance evaluation and the market value-added. To achieve the objective of the study, we use panel data for the listed banks during the period 2000 – 2013. The results reveal that there is a statistically significant positive effect for the rate of return on equity and the economic value added on the market value-added in the Jordanian banking industry, but the economic value added provides better results.

Keywords: Economic Value Added, Market Value Added, Return on Equity, Performance Evaluation, Jordanian Banking Industry.

المقدمة

يعتبر القطاع المصرفي من القطاعات المهمة في أي اقتصاد، وذلك نظراً للأنشطة التي يقوم بها في العديد من المجالات الاقتصادية، كالتمويل، والاستثمار، والتجارة الخارجية، ومختلف الخدمات اللازمة لمواجهة متطلبات التنمية. ولهذا القطاع أهمية خاصة في الدول النامية، إذ تواجه عملية التنمية الاقتصادية في هذه الدول مشكلة نقص التمويل وبخاصة طویل الأجل، حيث أن المصارف ومن خلال تأديتها لوظيفتها التقليدية، تقوم بحشد المدخرات وتجميعها ومن ثم تقوم بإعادة توزيعها على القطاعات الاقتصادية المختلفة سواء أكان ذلك على شكل قروض وتسهيلات ائتمانية أم على شكل استثمارات مباشرة في المنشآت، كما أن للمصارف دوراً رئيساً في عملية إنشاء الأسواق المالية وتطويرها من خلال تقديم التمويل متوسط وطویل الأجل.

وفي الأردن ومنذ تأسيس البنك المركزي الأردني في عام 1964، والجهاز المصرفي الأردني يتطور باستمرار، ولم يقتصر هذا التطور على زيادة عدد المصارف وفروعها وحجم أعمالها، بل صاحب ذلك نقلة نوعية في تعدد وتنوع المصارف، تبعاً لتنوع الأنشطة التي تمارسها. فعلاوة على المصارف التجارية، تأسست مصارف للاستثمار، ومصارف متخصصة، وحدث تطور نوعي ملموس في أساليب العمل المصرفي من جهة، وأنواع الخدمات التي تقدمها المصارف لعملائها من جهة أخرى، إضافة إلى التطور النوعي في مستوى تقديم الخدمات للعملاء، نتيجة اعتماد المصارف الأردنية للتكنولوجيا المصرفية، كمرتكز أساسي في عملية التطوير، والدخول إلى عالم جديد من الصناعة المصرفية المتطورة.

حظيت مؤشرات الأداء بشكل عام ومؤشرات الأداء المحاسبية بشكل خاص باهتمام العديد من الباحثين، وتطورت هذه المؤشرات بشكل ملحوظ مع الزمن، حيث كانت الإيرادات مؤشراً لقياس الأداء ثم للأرباح المحاسبية. ومع ظهور الانتقادات للأرباح من حيث إنها لا تأخذ بعين الاعتبار الموارد المتاحة، تم تطوير ما يسمى بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وغيرها من مؤشرات الأداء المحاسبية (الخلايلة، 2004، ص. 185). ومع استمرار الجدل حول مدى كفاية وملاءمة مؤشرات الأداء المحاسبية بوصفها مقياساً لأداء

الوحدات الاقتصادية، ونظرا للانتقادات التي وجهت لهذه المؤشرات، مثل الاعتماد على التقديرات في قياس الأرباح المحاسبية وتأثرها باختلاف الطرق المحاسبية، برز توجه إلى استخدام مؤشرات أداء جديدة، ومن أهم هذه المؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة والذي قامت بتطويره إحدى الشركات الاستشارية الأمريكية وهي شركة (Stern Stewart) كمقياس لتقييم الأداء وتعظيم ثروة الملاك والذي يعني بمضمونه العام تحويل الربح المحاسبي إلى ربح اقتصادي، فالشواهد التحليلية التي قدمتها الشركة توصي بوجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة التي تحققها المنشأة وبين القيمة السوقية للسهم وبالتالي تعظيم ثروة الملاك (الشيخ، 2012، ص208).

مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في تقييم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، والذي يعتبر من أحد المقاييس الحديثة للأداء والذي يتجاوز الانتقادات المرتبطة بالمقاييس المحاسبية على تفسير القيمة السوقية المضافة للمصارف التجارية الأردنية، وبشكل محدد فإن هذه الدراسة تحاول الإجابة عن التساؤلات التالية:

1. هل تساهم القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير القيمة السوقية المضافة للمصارف؟
2. هل تساهم المقاييس المحاسبية في تفسير القيمة السوقية المضافة للمصارف؟
3. هل تساهم القيمة الاقتصادية المضافة في زيادة تفسير القيمة السوقية المضافة للمصارف علاوة على ما تفسره المقاييس المحاسبية؟

أهمية الدراسة

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بدراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وطرق القياس التقليدية من جهة والقيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى، وذلك في مسعى لمساعدة المدراء الماليين والأطراف المعنية في المفاضلة بين طرق القياس التقليدية أو القيمة الاقتصادية المضافة كأساس لاتخاذ القرار المناسب والذي يساعد في تحقيق الهدف الرئيسي للإدارة المالية في تعظيم ثروة الملاك وتقييم أداء الوحدات الاقتصادية المختلفة.

من هنا جاءت أهمية هذه الدراسة في بلورة طبيعة العلاقة بين كل من المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة وتحديد ما تفسره هذه المؤشرات من تغيرات بالقيمة السوقية المضافة، والتي قد تكون ذات نفع وفائدة للمعنيين في تقييم أداء المصارف.

هدف الدراسة

إن المصارف تعتبر أساساً للتنمية الاقتصادية والنمو، وهي المفتاح الأساسي لعملية حفظ المدخرات المحلية والمساعدة في عملية الاستثمار الكفؤ، لذلك يمكن أن يكون لأدائها آثار بعيدة المدى على الاقتصاد كله. حيث يمكن تحديد هدف الدراسة بـ:

1. دراسة أداء المصارف الأردنية من خلال المؤشرين التاليين: العائد على الملكية (Return on Equity ROE)، والقيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added (EVA)).
2. تحديد مدى أهمية كل من: العائد على حقوق الملكية ROE للمصارف والقيمة الاقتصادية المضافة EVA للمصارف في تحديد القيمة السوقية المضافة لها.

فرضيات الدراسة

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للقيمة الاقتصادية المضافة للمصارف على القيمة السوقية المضافة لها.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على حقوق الملكية للمصارف على القيمة السوقية المضافة لها.

الدراسات السابقة

على الرغم من وجود العديد من الدراسات السابقة في مجال القيمة الاقتصادية المضافة في مختلف القطاعات الاقتصادية المختلفة مثل: قطاع الصناعة، الخدمات وغيرها، إلا أنه يمكن القول إن هناك عدداً محدوداً جداً تناول هذا المفهوم كمقياس للأداء في القطاع المصرفي.

ففي دراسة (Taker, et, al. 2011, P.132) والتي استخدمت القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس لأداء المصارف التركية للفترة 2006-2010 وبعض المقاييس المحاسبية الأخرى مثل: صافي الربح، العائد على الملكية، العائد على الأصول، توصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من ارتفاع بعض المؤشرات المحاسبية كصافي الربح والعائد على حقوق الملكية، فإن هذا الأمر لا يعني بالضرورة خلق الربح الاقتصادي للمساهمين⁽¹⁾.

أما دراسة (Heffernan and Fu, 2008, P.1) لتحديد العوامل المؤثرة على أداء المصارف الصينية للفترة 1999-2006، حيث استخدمت الدراسة المؤشرات الأربعة التالية

(1) الربح الاقتصادي هو عبارة عن ناتج طرح إجمالي الإيرادات من إجمالي التكاليف (الضمنية والصريحة)، ويقصد بالتكلفة الضمنية (تكلفة الفرصة البديلة) أي تكلفة إضافية للتكاليف الرئيسية، وهي عادة غير مسجلة أو مخفية مثل تكلفة الخدمات التي يقوم بها مالك المنشأة، أما الربح المحاسبي فهو عبارة عن ناتج طرح إجمالي الإيرادات من إجمالي التكاليف (الصريحة فقط)، وفي الغالب يكون الربح المحاسبي أكبر من الربح الاقتصادي لأنه لا يشمل تكلفة الفرصة البديلة.

لتقييم الأداء: معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الملكية، هامش الفائدة، والقيمة الاقتصادية المضافة. وقد توصلت الدراسة إلى تفوق كل من القيمة الاقتصادية المضافة وهامش الفائدة على مؤشرات العائد على الأصول والعائد على الملكية في تفسير العوامل المؤثرة على أداء المصارف في الصين. أما دراسة (Fiordelisi and Molyneux, 2007, P.1189) بهدف تقييم أداء المصارف لتحديد محددات توليد القيمة للمساهمين وذلك طبقاً لمجموعة من المتغيرات من أهمها: الكفاءة في إدارة التكاليف، الأرباح، كفاءة القروض، تكاليف الموظفين، هيكل السوق، الهيكل المالي. حيث تمت الدراسة على عدد من المصارف الأوروبية للفترة 1997-2002، وتم استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير تابع ممثلاً عن تعظيم القيمة لمساهمي هذه المصارف. حيث توصلت الدراسة إلى أن للمتغيرات التالية تأثيراً إيجابياً على القيمة الاقتصادية المضافة وهي: الكفاءة في إدارة الأرباح والتكاليف، معدل نمو القروض، والإيداعات، التركيز السوقي، وتكاليف الموظفين. بينما تأثرت عكسياً مع حجم الرافعة المالية، حيث إن المصارف التي تتخفف لديها الرافعة المالية تولد قيمة أكبر للمالكين عن المصارف التي ترتفع لديها حجم الرافعة المالية.

وفي دراسة (Uyemura, et, al.2005, P.94) والتي أجريت على عينة مكونة من 100 من أكبر المصارف الأمريكية للفترة 1986-1995 وذلك بهدف قياس أداء المصارف من وجهة نظر المساهمين. حيث بحثت الدراسة في مدى ارتباط القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة وكل من مؤشرات تقييم الأداء المحاسبية التالية: صافي الربح، العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، حيث توصلت الدراسة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة هي أقوى مؤشر يرتبط بالقيمة السوقية للمصرف، ثم تلتها مؤشرات تقييم الأداء المحاسبية مرتبة حسب الأهمية ابتداءً من: العائد على الأصول، ثم العائد على الملكية، ثم العائد على السهم، وأخيراً صافي الربح.

وفي دراسة (Munteanu and Brezeanu, 2012, P.225) كان الهدف الرئيس هو تحديد العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية مثل (العائد على الأصول، العائد على الملكية) والقيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات لـ 12 مصرفاً رومانياً للفترة 2000-2010. حيث أشارت النتائج إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة ترتبط بشكل إيجابي مع الدخل المتبقي في السنوات التي تكون فيها الأرباح التشغيلية موجبة.

أما دراسة (Verma,2006, P.1) والتي بحثت في العلاقة بين أداء المصارف الهندية وتعظيم ثروة المساهمين للفترة 1996-1997 وحتى 2000-2001، حيث هدفت الدراسة إلى تحديد أفضل الطرق لتقييم أداء المصارف، وذلك بسبب الاعتقاد السائد أن العديد من المصارف الهندية دمرت ثروة المساهمين على مدى فترة من الزمن، والقليل منها الذي أضاف قيمة للمساهمين، وذلك باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبعض المؤشرات المحاسبية مثل العائد على رأس المال المستثمر، ربحية السهم، ونسبة الربح إلى السعر، حيث أظهرت النتائج أن السوق يركز على تعظيم القيمة ويكافئ المصارف التي تزيد من القيمة للمساهمين، ويظهر ذلك من خلال قوة الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل

العائد على رأس المال المستثمر، بينما جاءت المؤشرات المحاسبية مثل ربحية السهم، ونسبة الربح إلى السعر كأضعف المؤشرات ارتباطاً بتوليد ثروة المساهمين.

ومن هنا، تعتبر هذه الدراسة الأولى على مستوى الأردن – على حد علم الباحثين- في دراسة أداء الصناعة المصرفية الأردنية باستخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة إضافة لاستخدام المقاييس التقليدية، ومن ثم دراسة أثر ذلك على القيمة السوقية المضافة للصناعة المصرفية الأردنية، بالإضافة إلى حداثة البيانات المستخدمة.

الإطار النظري لتقييم الأداء المصرفي

يتميز النشاط المصرفي عن الأنشطة الاقتصادية الأخرى بالتنوع والتعدد في المنتجات، كما أنه يتميز بالتغير والتجدد المستمر سواء على مستوى آليات العمل الداخلي (صيغ تمويل جديدة، خدمات جديدة...) أو على مستوى البيئة المحيطة به (متعاملين جدد، أسواق مالية جديدة، منافسين جدد...) لذا يعتبر تقييم أداء المصارف عملية أساسية لاستمرار نشاط المصرف وتعزيز قدرته لمواجهة التحديات المستمرة. ويمثل تقييم الأداء المصرفي الوظيفة الإدارية التي تشكل الحلقة الأخيرة في سلسلة العمل الإداري المستمر، حيث تشمل عملية التقييم على مجموعة من الإجراءات التي تتخذها إدارة المصرف للتأكد من تحقيق النتائج على النحو المرسوم وبأعلى درجة من الكفاءة.

وقد قام بعض الباحثين باستخدام أرباح بعض الخدمات المصرفية للدلالة على أدائها، غير أن الصناعة المصرفية لها خصوصيتها من حيث إن المصارف هي منشآت أعمال متعددة المنتجات والخدمات (Multiproduct Institutions) بخلاف المنشآت الأخرى التي تنتج في الغالب منتجاً واحداً. وبالتالي فإن استخدام العوائد على بعض منتجات أو خدمات المصارف للدلالة على أدائها لا يعتبر سليماً بحكم اشتراك جميع المنتجات والخدمات المصرفية في التكاليف الثابتة. لذلك اتجهت العديد من الدراسات إلى استخدام معايير ربحية مختلفة كمقياس للأداء، منها العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، والتي تعتبر من المؤشرات التقليدية للحكم على الأداء، إلا أنه في هذه الدراسة سوف يتم استخدام مؤشر يعتبر من المؤشرات الحديثة لتقييم أداء المصارف وهو القيمة الاقتصادية المضافة.

وقد ركز هذا الاتجاه الحديث على تقليص الفجوة بين علم الاقتصاد من جهة والممارسات المحاسبية من جهة أخرى، وذلك بسبب تزايد الانتقادات الموجهة إلى البيانات المحاسبية بسبب ما قد تحويه من أخطاء سواء كانت مقصودة أو غير مقصودة. وكان (Souganen 1954) أول من دعا إلى ضرورة إعادة الاعتبار لاستخدام المفاهيم الاقتصادية في الممارسات المحاسبية وذلك في إطار وضعه لأسس نظرية المنشأة Enterprise Theory، والتي سعى من خلالها إلى نقض الأسس التي تقوم عليها نظرية الشخصية المعنوية Entity Theory (مطر، 2004، ص20).

وخلاصة القول، هناك عدة نماذج لتقييم الأداء، منها: النموذج المحاسبي والنموذج الاقتصادي، وفيما يلي عرض موجز لهذين النموذجين.

أولاً: النموذج التقليدي

يشير هذا الاتجاه إلى أن أسعار الأسهم تتحدد بصورة رئيسية عن طريق الأرباح المتحققة، حيث يعتمد هذا الاتجاه على النموذج المحاسبي للمنشأة (الفيومي، 2001، ص.429). وبصورته المبسطة فإن هذا النموذج يركز على العلاقة بين سعر السهم وبين نصيبه من الأرباح المتحققة وذلك على النحو التالي:

$$P = EPS \times P/E \dots\dots\dots (1)$$

حيث:

P: السعر الحالي لسهم المنشأة في السوق

EPS: نصيب سهم المنشأة العادي من الأرباح المتحققة

P/E: نسبة سعر السهم إلى ربحه

يقدم هذا النموذج أساساً لقياس أداء المنشأة باستخدام تحليل النسب المالية إما من خلال ما يسمى تحليل الاتجاه (Trend Analysis)، بمعنى دراسة حركة كل بند من بنود القوائم المالية على مدار عدة فترات مالية للتعرف على مقدار واتجاه التغير الحادث في حركة هذا البند، أو المقارنة مع المنافسين (تحليل الصناعة). حيث يعتمد المحللون والمستثمرون على هذا الاتجاه للقياس نظراً لتوافقه مع المبادئ المحاسبية وسهولة استخدامه. لكن على الرغم من مزايا هذا النموذج، إلا أن هناك العديد من الباحثين أشاروا إلى أنه من الصعب الاعتماد عليه في حالة تقييم أداء المنشأة من وجهة نظر هدف تعظيم ثروة المالكين. فقد قام (Leempote & Kearney, 1990, P.10) بتقديم دليل يظهر أن مقاييس الأداء التقليدية التي تم تفضيلها تاريخياً من قبل المنشآت لا ترتبط مع أسعار الأسهم في السوق المالية. وأوضح الباحثان أن النتيجة هذه لم تكن مفاجئة، لأن هذه المقاييس التقليدية تركز على البنود الواردة في القوائم المالية التي لا يوجد لها علاقة بخلق القيمة للمالكين.

ثانياً: النموذج الحديث

مع تزايد الاهتمام بهدف تعظيم ثروة المالكين، ظهرت الحاجة إلى استخدام مقاييس جديدة يمكن أن تقدم معلومات مباشرة حول كيفية قيام الوحدات الاقتصادية المختلفة بالمساهمة في خلق القيمة للمالكين. ومن هنا جاءت أهمية النموذج الاقتصادي لتقييم الأداء، حيث يُبنى هذا الاتجاه على فرضية أساسية للنظرية المالية، مفادها أن المستثمر الرشيد يُقيم سهم منشأة معينة بناء على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن أن يحصل عليها من هذا السهم. وعليه فإن هذا الاتجاه يركز على القيمة طويلة الأجل بدلاً من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل، حيث إن ميزة هذا

الاتجاه تكمن في التركيز على بناء قيمة طويلة الأجل من قبل المنشآت، وبالتالي تكون كافة قراراتها موجهة نحو تعزيز هذه القيمة. ووفقا لهذا الاتجاه فإن القيمة السوقية أو الحالية لسعر سهم المنشأة تساوي القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية مخصومة بسعر فائدة يعكس معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في استثمارات مشابهة، لها نفس المستوى من المخاطر. ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة التالية:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+K)^t} \dots\dots\dots (2)$$

حيث:

PV: القيمة الحالية لسعر سهم المنشأة في السوق

CF: التدفقات النقدية المستقبلية

K: سعر الخصم أو معدل العائد المطلوب

فالمشاريع التي ينجم عنها صافي قيمة حالية موجبة يعني أنها خلقت قيمة اقتصادية تفوق كلفة رأس المال.

هناك العديد من المديرين الذين يجدون أن طرق تقدير التدفقات النقدية المتعلقة بوحداتهم الإدارية بالإضافة إلى النواحي الرياضية المتعلقة بخصم التدفقات النقدية لا تشجعهم على استخدام النموذج الاقتصادي بصيغته السابقة، وهذا أدى إلى زيادة الاهتمام بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA كأداة قياس تركز على الجانب الاقتصادي والنظرة إلى الأمام، وهي تعتبر مقياسا شموليا للربحية وإدارة المخاطر معا. حيث تنبع الفكرة الأساسية التي تقوم عليها القيمة الاقتصادية المضافة من مقولة (Drucker,1995) وهي "أن ما نسميه ربحا هو عادة ليس ربحا حقيقيا، فغالما أن الشركة لم تحقق ربحا يفوق تكلفة رأس المال الذي استخدمته فإنها ستحقق خسارة" (الفيومي، 2001، ص.431).

مقاييس الأداء:

1. العائد على حقوق الملكية (ROE) Return On Equity

اعتبر هذا المقياس لفترة طويلة، مؤشرا متكاملًا لوصف وقياس العلاقة المتبادلة بين العائد والمخاطرة، حيث تمثل حقوق الملكية مصدر التمويل الداخلي لعمليات المنشأة. إذ يعبر هذا العائد عن العلاقة بين الأموال المستثمرة من قبل مالكي المشروع والعوائد المتأتية منها. وهو بذلك يقيس معدل العائد لكل دينار مستثمر من قبل مالكي المشروع، وبخلاف معدل العائد على الأصول والذي يعكس الأداء التشغيلي للمنشأة ولا يعكس أثر الرفع المالي، يعكس هذا المؤشر أداء كل من الأنشطة التشغيلية والتمويلية معا (الخلايلة، 2013، ص120)، وهو بذلك أكثر شمولًا من معدل العائد على الأصول بوصفه مؤشرا على مجمل أداء المنشأة.

ويمكن توضيح العلاقة بين مؤشرات العائد والربحية من خلال نظام متكامل يعرف (بنظام دوبون DuPont System) حيث يوضح هذا النموذج الأثر المزدوج للكفاءة والإنتاجية على ربحية الأصول، أو مقياس العائد على الأصول (Return on Assets ROA)، كما يبين قدرة الرافعة المالية على رفع العائد على حقوق الملكية إلى مستوى أعلى من العائد على الأصول. حيث يعبر معدل العائد على الأصول عن العلاقة بين الأصول والأرباح المحققة من استخدام هذه الأصول، ويقاس هذا المؤشر العائد لكل دينار مستثمر من الأصول بغض النظر عن الهيكل التمويلي للمنشأة، وبذلك فهو يعكس أثر النشاط التشغيلي للمنشأة ولا يعكس أثر النشاط التمويلي لها، ولا يتأثر هذا المؤشر بمستويات الرفع المالي كما هو الحال بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية، وهو يُعد من مؤشرات الأداء الشائعة الاستخدام لتقييم أداء المديرين والوحدات الاقتصادية (الخلايلة، 2004، ص 186). ويتحدد معدل العائد على الأصول بمؤشرين هما:

- هامش الربح (Profit Margin PM) والذي يعكس مدى الكفاءة في إدارة ومراقبة التكاليف.

- منفعة الأصول (Assets Utility AU) ويسمى معدل دوران الأصول، حيث يدل هذا المقياس على الاستغلال أو الاستعمال الأفضل للأصول، أي إنتاجية الأصول. يقاس هامش الربح (PM) بالعلاقة التالية:

$$\text{هامش الربح} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{مجموع الإيرادات التشغيلية}} \quad (3)$$

تقاس منفعة الأصول (AU) بالعلاقة التالية:

$$\text{منفعة الأصول} = \frac{\text{مجموع الإيرادات التشغيلية}}{\text{مجموع الأصول}} \quad (4)$$

وعليه فإن:

$$\text{العائد على الأصول} = \text{هامش الربح} * \text{منفعة الأصول} \quad (5)$$

هذه الصيغة تركز الانتباه إلى مصدر الأداء الأفضل أو الأداء السيء، فمثلاً إذا حققت منشأة ما عائداً على الأصول مرتفعاً فيكون سببه أنها أكثر كفاءة في التحكم ومراقبة التكاليف، وهو ما يعكسه مقياس هامش الربح المرتفع، أو أنها تقوم باستخدام أفضل للأصول، وهو ما يعكسه مقياس منفعة الأصول أو إنتاجية الأصول، أو عن طريق التحسين في كلا المجالين. بالمقابل فإن الأداء الضعيف قد يعود لأحدهما أو لكليهما.

المساهمة الثانية لنموذج DuPont هي شرح العلاقة بين ROE و ROA حيث ينبع الفرق بين الاثنين من استخدام الرافعة المالية، إذ عن طريق ضرب العائد على الأصول بمضاعف حقوق الملكية (Equity Multiplier EM) أو ما يعرف بالرافعة المالية:

$$\text{مضاعف حق الملكية} = \text{إجمالي الأصول} / \text{حقوق الملكية} \dots\dots\dots (6)$$

فإنه يمكن حساب العائد على حقوق الملكية بالشكل التالي:

$$\text{ROE} = \frac{\text{مجموع الإيرادات التشغيلية}}{\text{مجموع الأصول}} * \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{مجموع الإيرادات التشغيلية}} * \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \dots\dots (7)$$

$$\text{ROE} = \text{UA} * \text{PM} * \text{EM} \dots\dots\dots (8)$$

إن العلاقة بين المعادلتين (6) و (7) تفيد بأن العائد على حقوق الملكية ذو حساسية عالية لكيفية تمويل الأصول، هل هي عن طريق الديون أو عن طريق الملكية؟ فإذا اعتمدت المنشأة على الديون في التمويل فإن المخاطرة سوف تزداد، وبالتالي، فإن معدل العائد على الملكية سوف يزداد أيضاً، وإذا لم يكن هناك ديون على المنشأة فإن معدل العائد على الأصول سيكون مساوياً لمعدل العائد على الملكية.

مما سبق يتضح أن زيادة أرباح المنشأة لا يعني بالضرورة زيادة قيمة ثروة الملاك، حيث إن زيادة هذه القيمة لن تتحقق إلا إذا كانت العوائد المتحققة من استثمارات المنشأة أعلى من تكلفة الحصول على الأموال المستثمرة سواء كانت مملوكة أو مُقترضة، وهذا ما يستدعي ضرورة تطبيق مقاييس بديلة لقياس هذه القيمة، والتي من أهمها وأكثرها شيوعاً القيمة الاقتصادية المضافة كما هو موضح تالياً.

2. القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

بالرغم من الانتشار الحديث نسبياً لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والذي تم تطويره في أواخر الثمانينات من القرن الماضي، إلا أنه يرتبط من ناحية المفهوم بالفكر الاقتصادي الكلاسيكي (Biddle, et, al.1997, P. 310) حيث ظهر في كتابات Hamilton سنة 1777 والذي كتب: إذا أرادت الشركة تحقيق أرباح وثروة لها يجب عليها أن تحقق أكثر من تكاليف رأس المال الممتلك والمقترض، ثم تبعه المفكر الاقتصادي Alfred Marshal سنة 1880 حيث تناول مفهوم الربح الاقتصادي Economic Profit، أو الدخل المتبقي Residual Income، وذلك في سياق استعراضه للربح الحقيقي الذي تحققه المنشأة، حيث ركز في كتابه "مبادئ الاقتصاد" على أهمية التعديلات التي يجب عملها على البيانات المحاسبية من أجل أن تعكس كلفة رأس المال المستخدم، لأنه إذا لم يؤخذ بعين الاعتبار فسوف يكون هذا المعيار غير كفؤ للحكم على أداء المنشأة.

هناك العديد من التعريفات المرتبطة بمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، فقد عُرفت من قبل Stern Stewart بأنها "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث إنها مرتبطة بتعظيم

ثروة المساهمين على مدى الوقت، وهي الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال الممتلك والمقترض". كما عرفها (نور والسبتي، 2003، ص.337) بأنها "نوع خاص من حساب الدخل المتبقي إذ تمثل مقياسا محاسبيا للدخل مطروحا منه العائد المحاسبي المطلوب لقياس الاستثمار".

يعتبر مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة امتدادا لمفهوم الدخل المتبقي إذ أنها تستند أيضا إلى مفهوم تكوين الثروة (Biddle, et, al. 1997 P.309) من خلال زيادة قيمة الشركة، وهي تختلف عن الدخل المتبقي من حيث إنها تعمل على إدخال بعض التعديلات على البيانات المحاسبية (Fernandez, 2001, P.8)، وذلك لتجاوز المفاهيم المحاسبية، وبناء على هذه التعديلات يتم تحويل الربح المحاسبي إلى ربح اقتصادي، وتحويل رأس المال من المفهوم المحاسبي إلى المفهوم الاقتصادي، وبما يساهم في إزالة التشوهات المرتبطة بالنموذج المحاسبي للقيمة الاقتصادية المضافة، أي الدخل المتبقي (Worthington and Tracy, 2004, P.210). وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مقياسا عاما لربح المنشأة بعد أن يتم اقتطاع تكلفة رأس المال الذي تم استخدامه لتوليد هذا الربح، ويمكن التعبير عن القيمة الاقتصادية المضافة حسب الصيغة التالية:

$$EVA = \text{Adjusted NOPAT} - \text{Adjusted Cost of Capital} \dots \dots (9)$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة

Adjusted NOPAT: صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب

Adjusted Cost of Capital: التكلفة الكلية المعدلة لرأس المال المستثمر

إن المنشآت تهدف من توظيف رأس المال إلى تحقيق العوائد للمساهمين مقابل مخاطرة استثماراتهم، لأنه ليس كافيا أن تحقق هذه المنشآت تغطية للتكاليف التشغيلية فقط، بل عليها أن تقدم عوائد مرضية للذين زودوا المنشأة برأس المال. وتتحقق هذه العوائد عند زيادة الربح الصافي بعد الضرائب عن تكلفة رأس المال، ما يعني أن العائد أكبر من التكلفة، وبالتالي فإن القيمة الاقتصادية المضافة ستكون موجبة، وفي هذا إشارة إلى أن المنشأة قد ولدت قيمة للمساهمين، بمعنى أن المنشأة ولدت عوائد استثمارية من رأس المال أعلى من عائد استثماري في فرصة بديلة، وفي حال تساوي الربح الصافي مع تكلفة رأس المال، فإن القيمة الاقتصادية المضافة تساوي صفرا، وعندها فإن المنشأة لم تحقق أي قيمة للمستثمرين، وفي نفس الوقت لم تضيع ثروتهم، وبعبارة أخرى إن المنشأة يمكن أن تحقق نموا مربحا إذا قامت بقبول جميع الاستثمارات التي تكون عوائدها أكبر من تكلفة رأس مالها، وعندما تكون EVA مساوية للصفر، يُفترض في المنشأة أن تتوقف عن النمو حتى يتم اكتشاف استثمارات مربحة جديدة. أما إذا زادت تكلفة رأس المال على الربح الصافي فهي إشارة سلبية على ضياع ثروة المساهمين، بمعنى أن المنشأة لم تولد عائدا كافيا لتغطية رأس المال (Marius,et,al. 2008, P.89).

ولتجنب الوقوع في قيمة اقتصادية سالبة يمكن للمنشأة اللجوء إلى أحد الخيارات التالية: تخفيض التكاليف، وتخفيض تكلفة رأس المال، والأداء الأفضل في إدارة الموجودات، والاستثمارات في مشاريع مربحة (Gravey and Milboun, 2000 P.220)، ومن هنا يمكن استنتاج أن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، والفرق الأساسي بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي هو تكلفة رأس المال المملوك، حيث إن المحاسب لا يخصم تكلفة رأس المال المملوك، بينما يخصم الاقتصادي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المملوك. ومن مزايا استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ما يلي:

1. القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الاقتصادي لمنشآت الأعمال وأكثرها ارتباطاً بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة (Stewart, 1991, P.66).

2. أشارت بعض الدراسات التطبيقية أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من مقاييس الأداء المحاسبية مثل: ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار بأكثر من 50% في قدرتها على تفسير التغيرات في ثروة الملاك (Stewart, 1994, P.75).

3. تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على زيادة ثروة الملاك من خلال تحفيز الإدارة على اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى زيادة القيمة المحققة لحملة الأسهم.

4. تطبيق نظام القيمة الاقتصادية المضافة في منشآت الأعمال يعتبر تطبيقاً لمفهوم حوكمة الشركات، حيث إن هذا النظام يشجع الإدارة على التوجه نحو الأنشطة والاستثمارات التي من المتوقع أن تعظم القيمة المحققة لحملة الأسهم، ويرى البعض بأن الهدف الأساسي لحكومة الشركات يتمثل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تحسين الأداء لتحقيق هذا الهدف (Sweeney, 2007, P.325).

على الرغم من المزايا السابقة إلا أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بالشكل الذي اقترحه كلٌّ من ستيرن وستيورات لا يخلو من الانتقاد والقصور، وتتمثل هذه الانتقادات فيما يلي:

1. كثرة التعديلات المحاسبية المقترح إدخالها على الأرقام المحاسبية الظاهرة في قائمة الدخل والمركز المالي، الأمر الذي يصعب معه حساب المقياس، إضافة إلى أن مطوري هذا المقياس أشاروا إلى إمكانية الاقتصار على إجراء عدد محدود من التعديلات يتراوح بين 5-15 تعديلاً، الأمر الذي يجعل طريقة حساب المقياس تختلف من منشأة إلى أخرى، وهو ما يفقده خاصية القابلية للمقارنة (Stern, et, al. 1995, P.42). ولكن يمكن التغلب على هذه المشكلة بالاتفاق على عدد التعديلات التي يجب القيام بها للوصول إلى الحساب السليم للقيمة الاقتصادية المضافة، إضافة إلى الإفصاح عن عدد التعديلات التي تم إجراؤها، علماً بأن مطوري هذا المؤشر قد حددوا شروطاً ومعايير معينة يجب الالتزام بها عند اختيار البنود التي يتم تعديلها.

2. إن نجاح القيمة الاقتصادية المضافة مرتبط بإعداد برنامج تحفيزي على المدى الطويل، فقد يندفع المديرون في سعيهم للحصول على حوافز ومكافآت عالية إلى قبول مشروعات لها عوائد سريعة في الأجل القصير، ورفض المشاريع التي تتطلب تدفقات نقدية سالبة في الوقت الحاضر ولكنها تحقق عوائد عالية في الأجل الطويل (Grant, 2003, P.98)

استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم أداء المصارف

إن المنهج المتبع في حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف يختلف عن المنهج المتبع في الأنشطة التجارية الأخرى، وذلك بسبب طبيعة نشاط المصارف الذي يتميز عن غيره من الأعمال من حيث قياس الربح التشغيلي بعد الضرائب وحساب رأس المال وتكلفته.

تعتبر الديون أحد أهم الاختلافات بين المصارف وغيرها من المنشآت، فالديون في المنشآت غير المالية هي جزء من النشاط التمويلي، ويترتب على ذلك استبعاد مصروف/ دخل الفائدة من حساب الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب. أما بالنسبة للمصارف فإن الديون بما فيها الإيداعات تختلف عن غيرها بأمرين هامين هما: أنها تعتبر مولدة للقيمة بذاتها، رغم أنها تساعد في تمويل موجودات المصرف وتكلفة أقل من السوق، كما أن التمويل بالدين بالنسبة للمصارف يمثل المواد الخام لنشاطها، لهذا فمصروف الفائدة هنا يعادل تكلفة البضاعة المباعة للمنشآت غير المالية (Verma, 2006, P.18)، ولهذا لا يتم استبعاد مصروف الفائدة من الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب للمصارف. كما أن رأس المال للمصارف سوف يقاس بالقيمة الدفترية وليس بالقيمة السوقية له، وذلك لأن الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب يستند إلى بيانات تاريخية، وبالتالي فإن استخدام القيمة السوقية لرأس المال سيضلل نتائج القيمة الاقتصادية المضافة. إضافة إلى ذلك فإن تكلفة رأس المال بالنسبة للمصارف لا تقاس بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Weighted Average Cost Of Capital (WACC) بل تقاس باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model (Teker,) Sonmes 2011, P.134

نظرا للخصائص السابقة للعمل المصرفي، فإنه عند حساب القيمة الاقتصادية المضافة لها لا بد من إجراء بعض التعديلات على الربح المحاسبي لهذه المصارف، ونظرا للكم الكبير من هذه التعديلات فإن هناك مجموعة من المعايير التي يجب مراعاتها عند قرار عمل هذه التعديلات، ومنها (Ehrbar, 1999, P.185):

1. الأهمية المادية لهذه التعديلات
2. أثر هذه التعديلات على القرارات الإدارية
3. مدى سهولة فهمها
4. درجة تأثيرها على القيمة السوقية للشركة

وفي هذا الصدد فقد استقر الفكر المحاسبي على عدد أقل من التعديلات، حيث بلغت التعديلات المعمول بها بالنسبة للمصارف أربعة تعديلات أساسية هي: مخصص خسائر القروض (مخصص تدني التسهيلات الائتمانية)، ومخصص الضرائب، وأرباح (خسائر) استثمارات الأوراق المالية، والأحداث غير المتكررة (Kimball,1998,P.48).

بناء على ما سبق، سوف تعتمد هذه الدراسة عند حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف عدة تعديلات تتمثل في البنود التالية:

1. مخصص تدني التسهيلات الائتمانية

تعتمد المصارف إلى تكوين مخصصات لأحداث قد تقع لاحقاً وذلك حسب مفهوم الحيطة والحذر Conservatism، وذلك من أجل إظهار القيمة الأعلى للالتزامات المحتملة، ومن هذه المخصصات مخصص تدني التسهيلات الائتمانية، والذي يهدف إلى تغطية أية خسائر مستقبلية ناجمة عن منح التسهيلات الائتمانية. إذ ينشأ هذا الحساب من خلال مبادئ وسياسات مالية صحيحة، لكنها قد تشوه من القيمة السوقية للمصرف والتي ينعكس تأثيرها على حملة الأسهم. حيث تهدف تعديلات شركة Stern Stewart من هذه الحسابات إلى إزالة التشويه المحاسبي الحاصل في نتائج قوائم المصرف المالية، فنتسبب هذه الحسابات في حدوث فارق كبير بين القيم الاقتصادية والتدفقات النقدية للمصرف، إذ تستطيع إدارة المصارف استخدام هذا المخصص للتأثير على نتائج أعمال المصارف، وهو ما يطلق عليه مفهوم إدارة الأرباح Earning Management.

2. مخصص الضرائب

تمثل مصاريف الضرائب مبالغ الضرائب المستحقة والضرائب المؤجلة، حيث تحسب الضرائب المستحقة على أساس الأرباح الخاضعة للضريبة، وهذه قد تختلف عن الأرباح المعلنة في القوائم المالية. أما الضرائب المؤجلة، فهي الضرائب المتوقعة دفعها أو استردادها نتيجة الفروق الزمنية المؤقتة بين قيمة الموجودات أو المطلوبات في القوائم المالية، بمعنى أنه سيتم الاعتراف بالمبالغ المدفوعة فعلياً لضريبة الدخل بدلاً من المخصص لهذه الضرائب مستقبلاً.

3. أرباح وخسائر الاستثمارات في الأوراق المالية

وتشمل التعديلات على الاستثمار في الأوراق المالية استبعاد أي أثر لأي أرباح أو خسائر من التداول في الأوراق المالية، ويعود السبب في استبعاد الأرباح أو الخسائر من الاستثمار في الأوراق المالية، إلى أنها لم تنتج عن النشاط التشغيلي للمصارف.

المنهجية المتبعة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف

اعتمدت الدراسة على النموذج التالي وذلك وفقاً للمنهجية التي استخدمها: (Kaur and Narang,2009,P.48)، وهي نفس الصيغة التي اقترحها ستيرن وستيورات بعد إدخال بعض التعديلات وذلك كما يلي:

$$EVA = NOPAT - (\text{Capital invested} \times \text{Cost of Capital}) \dots \dots \dots (10)$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب

Capital invested: رأس المال المستثمر

Cost of capital: تكلفة رأس المال المستثمر

حيث تم إدخال التعديلات اللازمة وكما يلي:

أولاً: التعديلات على الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب

إن الخطوة الأولى في عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة هي تعديل صافي الربح، وذلك لأهمية استبعاد أثر تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها على صافي الربح والتي قد نشوه الواقع الاقتصادي للمصرف، ومن أهم هذه التعديلات:

أ. إضافة مخصص تدني التسهيلات الائتمانية بالصافي إلى رقم صافي الدخل، حيث سيتم طرح خسائر القروض الفعلية للفترة بدلاً من المخصص لخسائر القروض، وذلك حتى يعكس خسائر الفترة الحالية بدلاً من الخسائر المستقبلية المتوقعة.

ب. إضافة مخصص ضريبة الدخل بالصافي من الضريبة المدفوعة فعلياً، حيث سيتم الاعتراف بالمبالغ المدفوعة فعلياً لضريبة الدخل بدلاً من المخصص لهذه الضرائب.

ج. استبعاد أي أثر لأرباح (خسائر) الموجودات والأدوات المالية من صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب، من أجل إلغاء أثر النشاطات غير التشغيلية لهذه المصارف على أرباح المصرف.

ثانياً: التعديلات على رأس المال المستثمر

يتضمن رأس المال المستثمر المعدل للمصارف القيمة الدفترية لجميع حقوق المساهمين، إضافة إلى مخصص تدني التسهيلات الائتمانية، وأية أرصدة ضريبية دائنة مؤجلة أخرى.

لقد قام (Salmi and Virtenan, 2005, P.12) بإثبات وجود علاقة خطية بين التغير في القيمة الاقتصادية المضافة والتغير في تكلفة حقوق الملكية، وهو ما يؤكد على ضرورة حساب تكلفة حقوق الملكية للوصول إلى القياس الصحيح للربح الاقتصادي. حيث يرى البعض أن تكلفة رأس المال تعتبر المكون الأكثر صعوبة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة، والتي تعبر عن معدل العائد المتوقع من المقرضين وحملات الأسهم، وهو يمثل الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار الاقتصادي (Kaur and Narang, 2009, P.45)، وبالنسبة للمصارف، سيتم حساب

تكلفة رأس المال المستثمر لها باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (CAPM) وذلك كما يلي:

$$RE = RF + \beta (RM - RF) \dots \dots \dots (11)$$

حيث:

RE: العائد المتوقع

RF: العائد الخالي من المخاطرة، وهو العائد الذي يمكن الحصول عليه من الاستثمار الخالي من المخاطر، ويمثل سعر الفائدة على أدونات الخزينة التي تصدرها الحكومة الأردنية.

β : معامل بيتا للمصارف وقياس المخاطر المنتظمة لسهم المصرف، حيث يعرف هذا المعامل بأنه مقياس إحصائي للمخاطر النظامية لقياس حساسية عائد الورقة المالية إلى عائد محفظة السوق باستخدام الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة، وذلك بافتراض أن عائد السهم الواحد سوف يتقلب صعوداً ونزولاً وفقاً لتقلب المحفظة في السوق المالي. ومن أكثر الطرق استخداماً لتقدير قيمة β هو نموذج السوق (Jegadeesh, 2002, P.20) وفقاً للصيغة التالية:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{it} RM_t + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (12)$$

حيث:

β_i : تمثل ميل العلاقة الخطية بين العوائد الشهرية لسهم المصرف والعوائد الشهرية للسوق (قطاع المصارف)، وتعتبر قيمة هذا المعامل مقياساً للمخاطر النظامية للمصرف i .

R_{it} : تمثل العائد السوقي لسهم المصرف i خلال الشهر t .

RM_t : تمثل العائد السوقي لقطاع المصارف نهاية الشهر t .

ε_{it} : الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار

هذا ويحسب العائد السوقي للسهم وفقاً للصيغة التالية (الدبيعي و أبو نصار، 1999):

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \dots \dots \dots (13)$$

حيث:

P_{it} : سعر الإغلاق الشهري لسهم المصرف i في نهاية الشهر t .

P_{it-1} : سعر الإغلاق الشهري لسهم المصرف i في نهاية الشهر $t-1$.

أما العائد السوقي لقطاع المصارف RM_t ، فيحسب وفقاً للصيغة التالية:

$$RM_t = (PM_t - PM_{t-1}) / PM_{t-1} \dots \dots \dots (14)$$

حيث:

PM_t : سعر السهم القياسي لقطاع المصارف نهاية الشهر t .

PM_{t-1} : سعر السهم القياسي لقطاع المصارف نهاية الشهر $t-1$.

وفي هذه الدراسة سيتم استخدام سعر السهم القياسي المرجح بالأسهم الحرة⁽²⁾ بدلا من السعر القياسي المرجح بالقيمة السوقية⁽³⁾، وذلك لأن السعر القياسي المرجح بالأسهم الحرة يعتبر أقل تحيزا للمصارف الكبرى، وأقل تأثرا بها من السعر القياسي المرجح بالقيمة السوقية (Alkhalialeh,2004,P.67).

القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added

في إطار سعيها لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، فقد عملت شركة Stern & Stewart على صياغة معيار آخر للأداء يتمثل في القيمة السوقية المضافة MVA كمؤشر للأداء الخارجي للمنشأة، وكمقياس لقدرة المنشأة على تكوين الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية. ويُقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين (Ehrbar,1999,P.121)، وبهذه الصورة فإن القيمة السوقية المضافة تعد معيارا شاملا في قياس وخلق الثروة، كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في منشآت الأعمال وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المنشأة وفعاليتها (Monczka and Magage,2000 P.177). ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة للمنشأة من خلال المعادلة التالية (Brigham and Ehrhardt,2005,P.89):

$$MVA = MEV - BVE \dots\dots\dots(15)$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة

MEV: القيمة السوقية لحقوق الملكية والتي تساوي (عدد الأسهم مضروبا بالسعر السوقي للسهم)

BVE: القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية المفصح عنها بالميزانية العمومية للمنشأة.

ويمكن أن تكون نتيجة المعادلة السابقة موجبة أو سالبة أو صفراً. حيث تكون موجبة عندما تتجاوز القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية قيمتها الدفترية، وهذا يعني أن عوائد الأسهم في

(2) الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة: من مميزات هذا الرقم إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكونات الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير في تحركاته.

(3) الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية: من مميزات هذا الرقم اعتماده أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تُعطى كل شركة وزنا بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل.

السوق قد ازدادت خلال فترة حياتها. وتكون سالبة إذا حدث العكس، وهذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد انخفضت خلال فترة حياتها. وتكون النتيجة صفراً في حالة تساوي القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية مع قيمتها الدفترية، وهذا يعني ثبات عوائد الأسهم خلال فترة حياتها دون زيادة أو نقصان.

ومن هنا ووفقاً للمعادلة أعلاه يجب التفرقة بين مصطلحين: مصطلح القيمة السوقية للمنشأة Market Value، ومصطلح القيمة السوقية المضافة لها Market Value Added، فالقيمة السوقية المضافة هي التي تستحوذ على اهتمام المديرين، ذلك لأن القيمة السوقية للمنشأة تزداد بمجرد زيادة الأموال المستثمرة فيها أي بمجرد زيادة رأس المال المستثمر، في حين أن تحقيق زيادة في القيمة السوقية يتطلب أبعد من ذلك، أي بأن يتم استثمار الزيادة الحادثة في رأس المال المستثمر في مشروعات تخلق قيمة اقتصادية مضافة موجبة للمنشأة. وهكذا فإن استثمار تلك الزيادة في رأس المال المستثمر في مشروعات ذات قيمة اقتصادية مضافة سالبة، سيؤدي بالتالي إلى قيمة سوقية مضافة سالبة ينتج عنها انخفاض في القيمة السوقية للمنشأة. ومن هنا تعتبر EVA للمنشأة بمثابة المحرك الرئيس لرفع قيمتها السوقية المضافة، ما يعني أن قيمة اقتصادية مضافة موجبة تحققها المنشأة خلال عام معين، يُفترض بأن تنعكس وفي نفس الاتجاه على القيمة السوقية المضافة لها، والعكس بالعكس.

وللتمييز بين مضمون EVA وMVA، فإن معيار EVA يشكل نمطا ومنهجاً لتقييم الأداء الداخلي (Internal Performance)، في حين يعرض معيار القيمة السوقية المضافة لتقييم الأداء الخارجي (External Performance). وهذا يعني أن معيار القيمة السوقية المضافة لا يعكس فقط ثروة حملة الأسهم، بل يعكس أيضاً تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة ككل، حيث يمكن القول إن القيمة السوقية المضافة تعد بمثابة مقياس جوهري وهام يلخص الأداء الإداري لشركة الأعمال، ويوضح مدى نجاحها في توزيع وإدارة الاستثمار لمواردها المحددة والنادرة من أجل تعظيم ثروة الملاك.

منهجية الدراسة

مصادر البيانات

استخدمت هذه الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، حيث تكونت عينة الدراسة من المصارف المسجلة في بورصة عمان للفترة 2000-2013، إذ بلغ مجموع هذه المصارف (16) مصرفاً، وتم استبعاد ثلاثة مصارف، هي البنك الإسلامي الأردني للاستثمار والتمويل، والبنك العربي الإسلامي الدولي، وبنك الأردن دبي الإسلامي بسبب اختلاف المعايير الضابطة لعمل المصارف التجارية والمصارف الإسلامية، فالبنك المركزي الأردني يقوم بتطبيق معايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على المصارف الإسلامية. وتبرز أهم الفروق في عملية إثبات الإيرادات حيث لا يتم التسجيل على أساس الاستحقاق، وإن كان البنك الإسلامي الأردني قام بتغيير سياسته بدءاً من عام 2008، وذلك بتسجيل الأرباح المتحققة من أعمال المرابحة على أساس الاستحقاق. ويبرز

الاختلاف أيضا في تخصيص صندوق لمواجهة مخاطر الاستثمار، إذ يتم اقتطاع 15% من صافي أرباح الاستثمارات وفقا لتعليمات البنك المركزي الأردني. وتم الحصول على بيانات الدراسة من إفصاحات البنوك حول التقارير السنوية المعلنة في هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان والبنك المركزي الأردني.

متغيرات الدراسة

هذه الدراسة تحتوي على ثلاثة متغيرات أساسية لاختبار نماذجها، هي: المتغير التابع وهو القيمة السوقية المضافة للمصارف، ومجموعة من المتغيرات المستقلة التي تتضمن القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل العائد على حقوق الملكية للمصارف، مع إضافة متغيرات ضابطة، والتي يتوقع أن يكون لها تأثير في أداء المصارف وتسهم في ضبط العلاقة بين المتغيرين التابع والمستقل.

النموذج القياسي لتقدير العلاقة بين الأداء والقيمة السوقية المضافة

نماذج الاختبار

بعد أن تم حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف التجارية ومعدل العائد على حقوق الملكية وكذلك القيمة السوقية المضافة تم تقدير معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة، حيث تم الاختبار باستخدام النماذج التالية:

النموذج الأول

تقدير العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية المضافة للمصارف التجارية الأردنية، ومعادلة الانحدار التالية توضح ذلك:

$$MVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 BS_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (16)$$

النموذج الثاني

تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمصارف التجارية الأردنية، ومعادلة الانحدار التالية توضح ذلك:

$$MVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{i,t} + \beta_2 BS_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (17)$$

حيث تشير $(MVA_{i,t})$ إلى القيمة السوقية المضافة للمصرف i في الزمن t ، وتشير $(ROE_{i,t})$ إلى معدل العائد على حقوق الملكية للمصرف i في الزمن t ، وتشير $(EVA_{i,t})$ إلى القيمة الاقتصادية المضافة للمصرف i في الزمن t . وتشير $(BS_{i,t})$ إلى حجم المصرف والذي يقاس باللوغرتم الطبيعي لمجموع أصول المصرف i في الزمن t . وتشير $(LEV_{i,t})$ للرافعة المالية للمصرف والتي تحسب من خلال قسمة ديون المصرف i في الزمن t على مجموع حقوق

المساهمين للمصرف (Ross and Hudgins,2010,P563). كما تشير قيم B's إلى معلمات النموذج التي تم تقديرها، و $\varepsilon_{i,t}$ إلى الخطأ العشوائي في التقدير.

الاختبارات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

للحصول على تقدير يمتلك الخصائص المرغوب بها (BLUE) للنموذج، يجب التأكد من عدم وجود المشاكل القياسية المرتبطة بمتغيرات النموذج. حيث يمكن استخدام بعض الاختبارات الإحصائية لمتغيرات الدراسة تساعد في الحصول على تقدير مرغوب فيه. ومن أهم هذه الاختبارات ما يلي:

1. نتائج اختبار استقرار البيانات (Stationary Test)

بناء على اختبار (Levin, Lin and Chu,2002, P.25 (LLC)) تعتبر المتغيرات مستقرة إذا كانت ($t\text{-statistic} > t\text{-critical}$)، حيث ($\text{Prob.} < 0.05$) وفي هذه الحالة يتم رفض الفرضية (H_0) القائلة بعدم استقرار المتغيرات، وقبول الفرضية البديلة (H_1) التي تشير إلى استقرار المتغيرات في المستوى، أما إذا لم تكن المتغيرات مستقرة في المستوى، فيتم إعادة اختبار الاستقرار عند الفرق الأول، وفي هذه الحالة يمكن أن تستقر المتغيرات ولكن ستؤدي طريقة المربعات الصغرى إلى نتائج متحيزة.

وبعد إجراء اختبار (LLC)، تبين أن البيانات مستقرة عند المستوى، وكانت النتائج كما يبين الجدول (1):

جدول (1): نتائج اختبار استقرار البيانات (Stationary Test).

المتغير	Probability	فترات التباطؤ	درجة الاستقرار
BS	0.004	0	Level *
LEV	0.001	0	Level *
ROE	0.000	0	Level *
EVA	0.002	0	Level *
MVA	0.001	0	Level *

2. نتائج اختبار الارتباط الخطي (Multicollinearity Test)

يحدث الارتباط الخطي بسبب وجود علاقة خطية بين المتغيرات التفسيرية، أو وجود ارتباط قوي بين المتغيرات التفسيرية، ويكون ذلك نتيجة اتجاه المتغيرات الاقتصادية معا غير الزمن، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة الخطأ المعياري (SE) في المعلمات المقدرة، وبالتالي تنخفض قيمة إحصائية ($t\text{-statistic}$) وتصبح المعلمات المقدرة غير معنوية. ويمكن التأكد من عدم وجود ارتباط خطي من خلال تحليل معاملات الارتباط (ρ) بين المتغيرات التفسيرية باستخدام تحليل الارتباط (Correlation Analysis). فإذا كان الارتباط بين المتغيرات ضعيفاً، فهذا

يعطي مؤشراً على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي، ويمكن التأكد من عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات التفسيرية باستخدام اختبار ((Variance Inflation Factors (VIF) والذي يعمل على استخدام معامل التحديد (R_j^2) لكل المتغيرات التفسيرية باستثناء المتغير (j)، حيث يستخدم هذا الاختبار الصيغة التالية:

$$VIF_j = 1 / (1 - R_j^2) \dots \dots \dots (18)$$

إذا كان ($VIF_j > 10$)، فهذا يعني وجود مشكلة ارتباط متعدد بين المتغيرات التفسيرية (Asteriou and Hall, 2007 P.104). بعد إجراء تحليل الارتباط بين المتغيرات التفسيرية وعمل مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية، تبين عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات التفسيرية، والجدول رقم (2) يوضح ذلك:

جدول (2): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية.

الارتباط	BS	LEV	EVA
BS	1.000		
LEV	-0.088	1.000	
EVA	0.866	-0.159	1.000

الارتباط	BS	LEV	ROE
BS	1.000		
LEV	-0.088	1.000	
ROE	-0.001	0.035	1.000

يتم اختبار الارتباط الخطي بين المتغيرات باستخدام قيمة (Prob.)، فإذا كانت (Prob. > 0.05)، فذلك يشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط خطي. وتشير معاملات الارتباط في الجدول (2) إلى أن هناك ارتباطاً ضعيفاً بين المتغيرات التفسيرية.

وللتأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط خطي، تم إجراء اختبار (VIF) وكانت النتائج كما يوضحه الجدول (3):

جدول (3): نتائج اختبار (VIF) للارتباط الخطي.

VIF	
المتغير التابع (j)	
باستخدام مؤشر ROE	
ROE	4.357
BS	3.694
LEV	2.246
باستخدام مؤشر EVA	
EVA	4.783
BS	3.721
LEV	2.591

أشارت النتائج في الجدول (3) إلى أن قيمة ($VIF < 10$) لجميع المتغيرات. وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات التفسيرية.

3. اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

تعتبر استقلالية حدود الخطأ من إحدى فرضيات تحليل الانحدار، حيث تشير الأخطاء إلى الفرق بين القيم الحقيقية والمقدرة للمتغيرات التفسيرية المستخدمة في النموذج. ويمكن التأكد من وجود ارتباط ذاتي بين المتغيرات التفسيرية بإجراء اختبار (Lagrange Multiplier (LM))، وتشير الفرضية العدمية لهذا الاختبار إلى عدم وجود ارتباط ذاتي، حيث يتم رفض الفرضية (H_0) إذا كانت إحصائية (LM) والتي تتبع توزيع (كاي تربيع) معنوية (81 P, Asteriou and Hall, 2007)، بمعنى أن ($Prob < 0$).

وبعد إجراء اختبار (LM) في هذه الدراسة، كانت إحصائية الاختبار تساوي (0.048) للنموذج الأول، وكانت ($Prob. = 0.91$)، وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، أما للنموذج الثاني، فكانت إحصائية الاختبار تساوي (0.056)، و($Prob = 0.91$)، وهذا يشير أيضا إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي.

4. اختبار عدم ثبات تباين حد الخطأ (Heteroskedasticity Test)

في هذه الدراسة تم التأكد من ثبات تباين حد الخطأ وعدم وجود مشكلة (Heteroskedasticity) باستخدام اختبار (Breush-Pagan-Godfrey)، حيث تشير الفرضية العدمية (H_0) لهذا الاختبار إلى ثبات تباين حد الخطأ (Homoscedasticity)، ويتم اختبار هذه الفرضية من خلال قيمة (F-statistic)، فإذا كانت القيمة المحسوبة (F-statistic) أكبر من الجدولية (F-critical)، فهذا يشير إلى وجود مشكلة (Heteroskedasticity)، حيث يتم رفض الفرضية (H_0) (Asteriou and Hall, 2007, P.125). وبعد إجراء هذا الاختبار، أشارت إحصائية (F-statistic) والتي تساوي (0.810) إلى عدم رفض الفرضية العدمية القائلة بأن تباين حد الخطأ ثابت، حيث كانت ($Prob. F = 0.510$) للنموذج الأول، مما يؤكد ثبات تباين حد الخطأ، أما للنموذج الثاني فكانت إحصائية (F-statistic) تساوي (0.842) وهذا يشير أيضا إلى عدم رفض الفرضية العدمية القائلة بأن تباين حد الخطأ ثابت، حيث كانت ($Prob. F = 0.522$).

5. نتائج اختبار (Hausman Test)

لتحديد أي من النموذجين السابقين (RE, FE) مناسب لاختبار بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، تم إجراء اختبار (Hausman Test). والذي يقوم باختبار الفرضية العدمية (H_0) التي تشير إلى قبول نموذج (Random Effect)، مقابل الفرضية البديلة (H_1) التي تشير إلى قبول (Fixed Effect)، وبعد إجراء الاختبار، يتم تحديد النموذج المناسب من خلال (P-value). إذا كانت ($P-value > 0.05$)، يتم اختيار نموذج (Random Effect). وإذا كانت ($P-value < 0.05$)، يتم اختيار نموذج (Fixed Effect).

6. نتائج التحليل القياسي

بعد إجراء اختبار (Hausman Test)، كانت (P-value =0.241) للنموذج الأول، بينما كانت (P-value =0.180) للنموذج الثاني، ما يعني أن أسلوب التقدير المناسب هو (Random Effect). وبعد تقدير أثر العائد على الملكية على القيمة السوقية المضافة (النموذج الأول)، وأثر القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة (النموذج الثاني)، باستخدام برنامج (Eviews 8) حيث تمت عملية التقدير باستخدام صيغة اللوغارتم (المرونات) كانت النتائج كما يوضح الجدول (4):

جدول (4): نتائج التحليل القياسي.

النموذج الثاني			النموذج الأول			المتغيرات
Prob	t-statistics	Coefficient	Prob	t-statistics	Coefficient	
0.000	3.809	8.078	0.000	25.379	16.900	المقطع
			0.000	5.175	0.078	ROE
0.000	5.327	0.624				EVA
0.001	3.213	7.912	0.004	2.914	1.566	BS
0.416	-0.824	-0.036	0.599	-0.527	-0.018	LEV
	0.460			0.271		R-squared
	0.446			0.254		Adjusted R-squared
	33.305			15.555		F-statistic
	0.000			0.000		Prob.(F-statistic)
	2.01			1.95		Durbin Watson

بالنظر إلى قيم المعلمات المقدرة للنموذج، كانت معلمة معدل العائد على حقوق الملكية تساوي 0.078، وأشارت إحصائية (t-Statistic) لهذه المعلمة إلى وجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1% لمعدل العائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية المضافة للمصارف الأردنية، ما يعني أن زيادة معدل العائد على حقوق الملكية بنسبة 1% ستؤدي إلى زيادة القيمة السوقية المضافة بمقدار 0.078%. أما معلمة القيمة الاقتصادية المضافة فكانت تساوي 0.624، وأشارت إحصائية (t-Statistic) لهذه المعلمة إلى وجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1% للقيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة للمصارف الأردنية، ما يعني أن نمو القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 1% سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية المضافة بمقدار 0.624%.

بعد اختبار النموذج السابق، يمكن ملاحظة أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA تعطي نتائج أفضل من معدل العائد على حقوق الملكية في تفسير القيمة السوقية المضافة للمصارف التجارية الأردنية، حيث تمكن متغير القيمة الاقتصادية المضافة من تفسير المتغيرات في النموذج بشكل أفضل، ويتبين ذلك من خلال قيمة معامل التحديد (R^2).

إن معامل التحديد (R^2) يبين قدرة المتغيرات التفسيرية على تفسير الاختلافات في المتغير التابع. ففي مؤشر ROE، كانت قيمة معامل التحديد تساوي (27%)، في حين كانت قيمة معامل التحديد تساوي (46%) باستخدام متغير القيمة الاقتصادية المضافة. وهذا يعني أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة يعطي مؤشراً على القيمة السوقية المضافة أفضل من مؤشر العائد على حقوق الملكية.

الخلاصة والتوصيات

أشارت نتائج تطبيق اختبار المقياسين السابقين على القيمة السوقية المضافة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية المضافة للمصارف الأردنية، وكذلك بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمصارف الأردنية، ولكن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أعطى نتائج أفضل من مؤشر العائد على حقوق الملكية.

أما أهم التوصيات التي توصي بها هذه الدراسة

1. في ضوء نتائج الدراسة، قد يكون من الملائم للجهات المسؤولة الإفصاح عن المؤشرات الاقتصادية في التقارير المالية للمصارف، بمعنى أن تقوم المصارف بنشر قائمة بالقيمة الاقتصادية المضافة جنباً إلى جانب مع القوائم المالية الأخرى ليشكلاً معاً مصدراً للمعلومات لأصحاب المصالح، كما أن هذه النتائج تعزز استخدام هذا المؤشر لتقييم أداء الوحدات الاقتصادية ولتحديد المكافآت والحوافز للمديرين.
2. اعتماد المستثمرين على مقاييس الأداء الحديثة المعتمدة على مفاهيم القيمة الاقتصادية المضافة مثل: القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة لما لهذه المقاييس من قدرة على قياس الأثر الحقيقي للأداء الاقتصادي على الثروة.
3. ضرورة العمل على رفع مستويات الأداء في المصارف التجارية الأردنية والذي يستوجب منها تطويراً وتحديثاً مستمراً في خدماتها المصرفية، وكذلك البحث عن حلول تنظيمية أكثر فعالية ضمن مجموعة أكبر من الخدمات المالية، وتحسين طرق تقديمها وعدم التقيد بالأنظمة والاتجاهات التقليدية.
4. ضرورة التعاون بين المصارف الأردنية والجهات المعنية وخاصة البنك المركزي الأردني، لتوفير قاعدة بيانات متكاملة تساعد الباحثين في هذا القطاع على إجراء دراسات اقتصادية ومالية دورية تساهم في تنمية وتطوير صناعة المصارف في الأردن.

References (Arabic & English)

- Alkhalialeh, Mahmoud (2004), Earnings Based and Cash Flow Based Performance Measures and Their Association with Stock Return Variation: An Empirical Study on Companies Listed in Amman Stock Exchange, *Arab Journal of Administrative Sciences*, 11(2): 183-204.
- Alkhalialeh, Mahmoud (2013), *Financial Analysis Using Accounting Data*, 7th edition, Amman- Jordan.
- Al-Sheikh, Emad. (2012), Comparative Study on The Effect of Using Traditional Measures of Performance and the Measure of Economic Value Added on The Stock Prices, *Arab Journal of Administrative Sciences*, 9(2): 207-238.
- Al-Fayyumi, Nedal. (2001), How can Banks Re-Design their Performance Evaluation Process?, *Dirasat, Administrative Sciences*, 28(2): 429-439.
- Mater, Mohammad (2004), Economic Value Added and its Role in Predicting the Market Value-Added: Analytical study in the Jordanian Industrial Companies, *Affaq Economist Journal*, 27(106): 17-43. U.A.E
- Noor Abdalnaser, and Alsbti Alladdin (2003), The Suitability of the Economic Value Added to Measure the Successes of Jordanian Industrial Companies, *Dirasat, Administrative Sciences*, 30(2): 335-349.
- Alkhalialeh, Mahmoud (2004), The Characteristic of The Equally Weighted Market Index and The Value-Weighted Market Index and Their Implication for Capital Market Based Research: The Case of Amman Stock Exchange, *International Journal of Commerce & Management*, 14 (2): 62-75.
- Asteriou Dimitrios and Hall Stephan G. (2007), *Applied Econometrics*, Revised Edition, Palgrave Macmillan, USA.

- Biddle, G.BowenR.M.andWallace, J.S, (1997), Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with stock returns and firms value. *Journal of Accounting & Economics*, 24(3): 301-336.
- Brigham F.Eugene and Ehrdardt C. Michael (2005), *Financial Management Theory and Practice*, 11th edition, South-Western, USA.
- Ehrbar, Al. (1999), *EVA: The Real Key to Creating Wealth*, New York, John Wiley and Sons.
- Fernandez, P (2001), *EVA and Cash value added do not measure shareholder value creation*, IESE Business School.
- Fiordelisi, F. Molyneux. (2010). The determinants of shareholders value in European banking, *Journal of Banking and Finance*, 34(6):1189-1200.
- Grant, J. (2003), *Foundation of Economic Value Added New Jersey*, Willy and Sons, Inc.
- Gravey, G., and T.Milbourn (2000), EVA versus Earnings: Does it Matter which is Highly Correlated with Stock Returns, *Journal of Accounting Research*, 38: 209-245.
- Heffernan, SH. Fu, M. (2008), *The Determinations of Bank Performance in China*. Retrieved July 4, 2015. Available at: https://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0008/76949/Heffernan-45-REVISED.pdf.
- Kaur, M. & Narang, S (2008), Economic Value Added Reporting and Financial Performance: A Study of Satyam Computer Services Ltd, *ICFAI Journal of Accounting Research*, 7(2): 40-52.
- Kimball. (1998), Economic Profit and Performance Measurement in Banking. *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, Issue July, 35-53.
- Leempute, and Kearney, (1990), Where is the Value Created in Your Business? *Journal of Retail Banking*, (5): 7-18.

- Makaleinen, E. (1998), *Economic Value Added as a management Tool*; unpublished Master's thesis; Helsinki, Finland Available at: <http://www.evanomics.com/evastudy.html>.
- Marius P., Valentine M., Delia G., and Daria S. (2008), The Managerial Performance Evaluation Through The Economic Value Added, *European Research Studies*, 6(4): 83-100.
- Monczka, R.M, Magage, J.P (2000), Why EVA Needs to be Measured, *Purchasing*, 129: 177-179.
- Munteanu, A. and Brezeanu, P. (2012), Between Parsimony and Complexity: Comparing Performance Measures for Romanian Banking Institutions, *Annual of the University of Petrosani, Economics*, 7(1): 225-232.
- Rose, Peter, Hudgins Sylvia (2010), *Bank Management*, 8th ed., McGraw-Hill International Edition.
- Salmi, Timo and Virtanen, Ilka (2005), *Economic Value Added: A Simulation analysis of the trendy*, Owner Oriented Management Tool.
- Stern, J.M.Stewart, Bennett and Chew Donald, (1995), The EVA Financial management System, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2): 32-46.
- Stewart, G.B (1994), EVA: Fact and Fantasy, *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2): 71-84.
- Stewart,G.B,(1991), *The Quest for Value*, Harper Business ,New York
- Sweeney, Brendan, Mc. (2007), *The pursuit of maximum shareholder value: Vampire of Viagra* ,Science Direct Accounting Fourm,325-331,Availabe at: www.sciencedirect.com
- Teker, D., Teker, S., & Sonmes, M. (2011), Economic Value Added Performance of Publicly Owned Banks: Evidence from Turkey,

International Research Journal of Finance and Economics, 75: 132-137.

- Uyemura, D. G, Kantor, C.C, and Pettit, J.M (2005), EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2): 94-109.
- Verma, B. (2006), *Economic Value Addition by Indian Banks*. Available at: www.uniicm.com/Cmc/PDFs/2002/bpv%5E59.pdf.
- Worthington Andrew C. and West Tacey (2004), Australian Evidence Concerning The Information Content of Economic Value Added, *Australian Journal of Management*, 29(2): 201-223.
- Jegadeesh, Narasimhan (2002), Revenue Growth and Stock Returns. *University of Illinois, Working Paper*.
- Levin, A., Lin, C.F and Chu, C. (2002), Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties, *Journal of Econometrics*, 108: 1-12.