

دور المحددات الظرفية في تحقيق الأداء المستند على القيمة
دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية للمدة ٢٠١٢-٢٠٢٣
**The Role of Situational Determinants in Achieving
Value-Based Performance**
**An Analytical Study of a Sample of Iraqi Banks for the
Period 2012-2023**

الباحثة : فاطمة احمد عبد الجليل
أ.م.د. محمد جاسم محمد
جامعة البصرة - كلية الإدارة والاقتصاد
fatima.abdaljalil@uobasrah.edu.iq
mohammed.jassim@uobasrah.edu.iqmo

رقم التصنيف الدولي ISSN 2709-2852

تاريخ استلام البحث : ٢٠٢٥/٧/١٠ تاريخ قبول النشر: ٢٠٢٥/٨/٤

المستخلص

تهدف الدراسة إلى توضيح دور المحددات الظرفية في تحقيق الأداء المستند على القيمة، واستندت الدراسة الى معضلة نظرية وتجريبية متمثلة باستمرار الجدل الفكري والتجربي حول علاقة المحددات الظرفية في تحقيق الأداء المستند على القيمة ودور هيكل الملكية في هذه العلاقة ،وجاءت الدراسة بفرضية تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية للمحددات الظرفية بالأداء المستند على القيمة، ولإثبات أو نفي فرضية الدراسة تم الاعتماد على عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق



البحث المستل من اطروحة دكتوراه

للأوراق المالية التي تمثلت بـ ١٠ مصارف للمدة (٢٠١٢-٢٠٢٣) ، وهي تمثل نسبة ٢٢.٧ % من مجتمع الدراسة، وتم استخدام كل من التطلعات المستقبلية والحجم كمحددات ظرفية كذلك الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) كأهم المقاييس المعتمدة للأداء المستند على القيمة، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات من أبرزها (أظهرت النتائج الإحصائية وجود علاقة اثر للمحددات الظرفية في الأداء المستند على القيمة)، كما تم الخروج بمجموعة من التوصيات منها (أهمية التركيز على المحددات الظرفية وأهميتها في أداء الشركات كذلك التركيز على القيمة السوقية المضافة لما تؤديه من دور كبير في تعظيم قيمة المساهمين).

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

Abstract:

The study aims to clarify the role of situational determinants in achieving value-based performance. The study was based on a theoretical and experimental dilemma represented by the continuing intellectual and experimental debate about the relationship of situational determinants in achieving value-based performance and the role of ownership structure in this relationship. The study came up with a hypothesis stating that there is a significant relationship of impact of situational determinants on value-based performance. To prove or deny the study hypothesis, a sample of Iraqi banks listed on the Iraq Stock Exchange was relied upon, which was represented by 10 banks for the period (2012-2023), representing 22.7% of the study population. Both future aspirations and size were used as situational determinants, as well as relying on the economic value added (EVA) and market value added (MVA) as the most important approved measures for value-based performance. The study reached a set of conclusions, the most prominent of which

are (the statistical results showed the existence of a relationship of impact of situational determinants on value-based performance). A set of recommendations was also made, including (the importance of Focusing on circumstantial determinants and their importance in corporate performance, as well as focusing on market added value due to its significant role in maximizing shareholder value). **Keywords:** situational determinants, financial recession, future aspirations, size, value-based performance, economic value added (EVA), market value added (MVA).

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

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

وتتمثل المحددات الظرفية بالمحددات التي قد تؤثر بالشركة في أوقات وأسباب معينة، مثل الركود المالي الذي يتمثل بالموارد المالية الفائضة لدى الشركة الذي قد يسمح للشركة في تجربة استراتيجيات جديدة وتطوير مشاريعها الحالية، فضلاً عن ابتكار مشاريع جديدة تساعد على البقاء والاستمرار، أما التطلعات المستقبلية فهي تساعد على التنبؤ بمستقبل الشركة، وتوفير المعلومات حول الآفاق المستقبلية التي تساعد المساهمين في تحقيق أهدافهم، و يمثل النمو المستدام أحد الأنواع الرئيسة والمهمة في

التطلعات المستقبلية، فضلاً عن معدل العائد على الموجودات، ونتيجة لزيادة الاهتمام في الآونة الأخيرة بمدى قيام الشركات باستدامة أعمالها والحفاظ على ميزاتها التنافسية واستقرارها المالي في ظل الموارد الاقتصادية المتاحة لها يمثل النمو المستدام مؤشر مدى قدرة إدارة الشركة على التنسيق في تحقيق التوازن بين أدائها المالي والتشغيلي، وزيادة قدرة الشركة على البقاء والاستمرار، فضلاً عن القدرة في دعم الوضع التنافسي للشركة وزيادة الحصة السوقية في الأجل الطويل، أما حجم الشركة فهو مؤشر مهم للتطور لما له من تأثير كبير في ربحية الشركة، فضلاً عن التأثير التفاعلي للحجم لجملة من المتغيرات، إذ وجدت الدراسات أن الشركات الكبيرة وذات الأرباح المستقرة تميل إلى الكشف عن تطلعاتها المستقبلية، وتقديم المعلومات عن أرباحها ونشاطاتها في المستقبل.

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

١ - المبحث الأول: منهجية البحث والدراسات السابقة

١.١ - مشكلة الدراسة: يعد الأداء الجيد للشركات أحد الأهداف التي تسعى الشركات بمختلف القطاعات جاهدة إلى تحقيقها والكشف عنها عن طريق عدة مؤشرات ومدى انعكاسها في تحقيق الهدف الأسمى للإدارة المالية إلا وهو تعظيم قيمة الشركة وبالتالي الأداء المستند على القيمة، إلا أن تحقيق هذا الأداء وهذه الأهداف يواجه بمجموعة من المحددات أو العوامل والتي تباينت الأدبيات والدراسات التجريبية المالية في تحديدها كماً ونوعاً، وكذلك على مستوى التسمية أيضاً ومدى تأثير الأداء بهذه المحددات أو العوامل فقد تباينت النتائج التجريبية في طبيعة هذه العلاقة وبالتالي قادة إلى جدلية

تجريبية حفزت إلى العديد من الدراسات، لذا جاءت هذه الدراسة والتي تتمحور مشكلتها حول التساؤل الآتي: (هل هنالك علاقة للمحددات الظرفية في تحقيق الأداء المستند على القيمة؟)

٢.١- أهمية الدراسة: تتمثل أهمية الدراسة بالنقاط الآتية: -

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

٣.١- فرضيات الدراسة: تعد الفرضية تفسيراً مؤقتاً أو إجابة أولية محتملة للأسئلة التي يضعها الباحث في مشكلة الدراسة، ومن أجل تحقيق اهداف الدراسة واختبار نموذجها الفرضي، فقد تم اعتماد مجموعة من الفرضيات وفق الآتي: -

الفرضية الأولى : هناك علاقة اثر ذات دلالة احصائية بين المحددات الظرفية (التطلعات المستقبلية) والأداء المستند على القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة).

الفرضية الثانية : هناك علاقة اثر ذات دلالة احصائية بين المحددات الظرفية (التطلعات المستقبلية) والأداء المستند على القيمة (القيمة السوقية المضافة).

الفرضية الثالثة : هناك علاقة اثر ذات دلالة احصائية بين المحددات الظرفية (الحجم) والاداء المستند على القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة).

الفرضية الرابعة: هناك علاقة اثر بين المحددات الظرفية (الحجم) والأداء المستند على القيمة (القيمة السوقية المضافة).

٤.١- **مجتمع وعينة الدراسة:** يتكون مجتمع الدراسة من مجموعة من المصارف العراقية التي يتم تداول أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية وللمدة من ٢٠١٢ لغاية ٢٠٢٣، وقد تم اختيار ١٠ مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من إجمالي ٤٦ مصرف من المصارف المدرجة في السوق، وهي تشكل ما نسبته ٢٢% من إجمالي المصارف والجدول (١) يبين المصارف التي تم اعتمادها في البحث.

الجدول (١-١) المصارف عينة البحث

الترسل	اسم المصرف	الرمز
1	مصرف بغداد	BBOB
2	مصرف الاستثمار العراقي	BIBI
3	المصرف الأهلي العراقي	BNOI
4	مصرف الائتمان العراقي	BROI
5	مصرف بابل	BBAY
6	المصرف التجاري العراقي	BCOI
7	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	BIME
8	مصرف سومر التجاري	BSUC
9	مصرف المنصور للاستثمار	BMNS
10	مصرف المتحدة للاستثمار	BUND

الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المتوفرة في سوق العراق للأوراق المالية طرائق وأساليب الدراسة : تعد الدراسة الحالية دراسة تحليلية تقوم على أساس تحليل المحددات الظرفية المتمثلة بالتطلعات المستقبلية والحجم ، وتم استخدام العائد على الأصول لقياس التطلعات المستقبلية ولو غار يتم الأصول لقياس الحجم واستخدام الأداء المستند على القيمة كمتغير تابع لقياس الأداء عن طريق تحديد قيمة كل من EVA و MVA، وتأثير المتغير الوسيط هيكل الملكية الذي تم قياسه من خلال نسبة ملكية كبار المساهمين، وبعد توافر البيانات المطلوبة عن مفردات عينة الدراسة تم استخدام عدة طرائق واساليب مالية في وصف وتحليل البيانات على وفق الآتي :-

١- معدل العائد على الموجودات (ROA) : (Singh et al.,2024,27)

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets} \dots\dots\dots (1)$$

Net Income: صافي الدخل Total Assets: إجمالي الموجودات

٢- لوغاريتم الحجم (Log A): (Goncalves,2015:12)

$$Log\ Assets = Z \dots\dots\dots (2)$$

٣- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) : (Sabol & Sverer,2017:22)

$$EVA = NOPAT - (IC * WACC) \dots\dots\dots (3)$$

NOPAT : صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب IC : رأس المال المستثمر

WACC: متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال

٤- صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) : (Rose et al.,2014 :548)

$$NOPAT = EPIT * (1 - Tax\ Rate) \dots\dots\dots (4)$$

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب EPIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب

٥- متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) : (Rose et al.,2014 :548)

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc) \dots\dots\dots (5)$$

Re: تكلفة حقوق الملكية Rd -: تكلفة الدين E: القيمة السوقية لحقوق ملكية الشركة

D: القيمة السوقية لديون الشركة Tc : معدل ضريبة الشركات

٦- الانحراف المعياري : (شهاب، ٢٠١٥: ٦٣-٦٤)

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (ri - \overline{rt})^2}{n-1} \dots\dots\dots (6)$$

ri: العوائد التاريخية للورقة المالية

$\bar{rt}$: القيمة المتوقعة للعائد خلال فترة الاحتفاظ التي تساوي متوسط العوائد التاريخية
n: عدد السنوات

٧- متوسط العائد الحسابي السنوي (Ehrhardt&Brigham,2011:227)

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{pit}{pit-1}\right) \dots\dots\dots (7)$$

R_{mt} : عائد محفظة السوق في المدة t pit : مؤشر السوق في المدة الحالية

$pit-1$: مؤشر السوق في المدة السابقة ln : اللوغاريتم الطبيعي

٨- معدل العائد المطلوب والمحسوب وفق CAPM (Melicher&Norton,2017:375)

$$E(R_i) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f] \dots\dots\dots (8)$$

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للسهم R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$E(R_m)$: العائد المتوقع للسوق

٩- معامل بيتا β (Brigham,2012:1006):

$$\beta = \frac{Covariance(R_i, R_m)}{Variance(R_m)} \dots\dots\dots (9)$$

١٠- القيمة السوقية المضافة (MVA) (Brigham,2012:100) :-

$$MVA = \text{Market Value of Shares} - \text{Book Value of Shareholders Equity} \dots\dots\dots (10)$$

Value of Shareholders Equity

٥.١- الدراسات السابقة: بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغير المستقل
المحددات الظرفية

١- دراسة Gonçalves, G. B. C. 2015

Situational Determinants of the Survivability of Portuguese SMEs

المحددات الظرفية لبقاء الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في البرتغال

تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير المحددات الظرفية في فشل الشركات البرتغالية الصغيرة والمتوسطة الحجم في قطاع التصنيع في البرتغال والذي تضمن ٧٦٣ شركة كبيرة ومتوسطة الحجم خلال المدة ٢٠٠٩-٢٠١٣ وقد استخدم انحدار كوكس على البيانات

اللوحية لتحديد تأثير المحددات الظرفية في الفشل، وقد اظهرت النتائج التجريبية أن كلا من الركود المالي والحجم والتطلعات المستقبلية لها تأثير كبير على نجاح الشركات وفشلها.

٢- دراسة Xie et al.,2016

Resources , Aspirations , and Emerging Multinationals

الموارد والتطلعات والشركات متعددة الجنسيات الناشئة

تهدف الدراسة إلى تحديد تأثير الموارد والتطلعات على التدويل السريع للشركات في الاقتصادات الناشئة ، باستخدام عينة من ٢٥٧ شركة تصنيع مدرجة في بورصة الصين لمدة خمس سنوات ،وجد أن الموارد التكنولوجية وموارد التسويق وهما محركان قائمان على المعرفة يُعرفان تقليدياً بأنهما وراء التدويل فهما لا تُحفظان نمو هذه الشركات في التدويل بشكل مباشر ، بل نجد أن أداء الشركات متعددة الجنسية الناشئة مقارنة بالتطلعات له تأثير على شكل حرف U على نموها في التدويل ، بالإضافة إلى ذلك تضخم الموارد التكنولوجية هذا التأثير بينما تضعفه موارد التسويق .

٣- دراسة Rudy and F.Johnson,2016.

Performance, Aspirations ,and Market Versus Nonmarket Investment

الأداء والتطلعات والاستثمار السوقي مقابل الاستثمار غير السوقي

تهدف الدراسة إلى توضيح مستوى انخفاض الأداء دون مستوى الطموح على سلوك المخاطر لدى الشركة، لأكثر ١٠٠ شركة مملوكة للقطاع العام في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٦ وقد توصلت الدراسة إلى أن أداء الشركات اقل من مستويات الطموح هذا يؤدي إلى الزيادة في البحث والتطوير في السنة القادمة، كما أن هناك علاقة بين أداء الشركة في السوق والإجراءات التي تتخذها في البيئات السوقية وغير السوقية، كذلك هنالك علاقة مهمة بين انخفاض

أداء الشركة دون مستوى الطموح واستثماراتها فضلاً عن الفرق الزمني في حدوث الاستثمارات في كلا البيئتين.

٤- دراسة. Isik & Unal. 2017.

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

تأثير حجم الشركة في الربحية : أدلة من القطاع التركي

تهدف الدراسة الى تحديد فيما اذا كان حجم ١١٢ شركة مدرجة في قطاع التصنيع يؤثر في ربحيتها في تركيا خلال المدة ٢٠١٣-٢٠٠٥ ، باستخدام مقاييس الحجم ومؤشرات الربحية فضلاً عن نموذج الانحدار، وأهم الاستنتاجات التي توصلت لها الدراسة بأنها لا تدعم العلاقة بين الحجم والربحية.

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

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

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

تهدف الدراسة الى تحديد تأثير حجم الشركة ومخاطر الاعمال ونمو المبيعات في هيكل رأس المال مع الربحية كمتغير وسيط، باستخدام ١٢ شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا للمدة ٢٠١٧-٢٠٢١، وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة ونمو مبيعاتها والربحية لها تأثير كبير في هيكل رأس المال بينما ليس لمخاطر الأعمال تأثير في هيكل رأس المال، كما يؤثر حجم الشركة ومخاطر الأعمال ونمو المبيعات في الربحية بشكل كبير، فضلاً عن تأثيرها الكبير في هيكل رأس المال بواسطة الربحية مما يعني حدوث الوساطة.

بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمتغير التابع الأداء المستند على القيمة

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

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

القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة - المؤشرات الحديثة لتقييم قيمة الشركة

تهدف هذا الدراسة إلى عرض العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وآثارها في تقييم الشركات لمدة سنة واحدة على عدد من الشركات المدرجة في بورصة بوخاريسست ، وكانت نتائج الدراسة تشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على المؤشرات التقليدية في تقييم خلق القيمة كما أن مؤشري الأداء مرتبطان طردياً.

٧- دراسة. Quintiliani, A. 2018.

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

The role of corporate strategic planning

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

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة ومقاييس قيمة المساهمين، وقد جرت الدراسة ضمن الأبحاث الوصفية، وتستخدم عينه من الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في بورصة ايطاليا للفترة ٢٠١٠-٢٠١٥، وكانت نتائج الدراسة تشير بأن استخدام الخطط الاستراتيجية يؤثر في العلاقة بين مقاييس أداء القيمة والقيمة السوقية المضافة كما أن القيمة الاقتصادية المضافة المحسنة ترتبط ارتباطاً أكبر بالقيمة السوقية المضافة مقارنة مع القيمة الاقتصادية المضافة.

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

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

القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والأداء المالي على عوائد الاسهم

تهدف الدراسة إلى تحديد المتغيرات التي تؤثر في عوائد الأسهم والمتغيرات المستقلة المستخدمة في هذه الدراسة هي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ونسبة الدين إلى حقوق الملكية وربحية السهم والسعر إلى القيمة الدفترية وإجمالي الموجودات المتداولة والعائد على حقوق الملكية وهامش صافي الربح، أما المتغير التابع فهو عوائد الأسهم، بالاعتماد على ٥٢ شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا للمدة ٢٠١٣-٢٠١٧ وكانت نتائج الدراسة تشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة الدين إلى حقوق الملكية ودوران اجمال الموجودات وهامش صافي الربح وربحية السهم ليس لها تأثير في عائد السهم، ومع ذلك فإن القيمة السوقية المضافة والعائد على حقوق الملكية لهما تأثير إيجابي في عوائد الاسهم.

٢- المبحث الثاني : الإطار النظري للبحث

١.٢- المحددات الظرفية

يمكن تقسيم المحددات الظرفية لغوياً إلى المحددات التي تعني تعيين وتخصيص، أما الظرفية فهي تعني حلول الشيء في غيره أي حقيقة نحو الماء في الكوز أو مجازاً النجاة في الصدق، وهي تدل أيضاً على مكان وزمان وظرف الحدث (ابن منظور، ١٢٣٢: ٤٤٥). من جانب آخر يُعد البقاء أحد أهداف الشركات الرئيسة (محمد و البدران، ٢٠٢٣: ١٠٦) لذا تحتاج الشركة إلى الإرادة للتحسين والابتكار من أجل البقاء، وبالتالي هناك عدد من المحددات يمكن أن تؤثر في قدرة الشركات على تحقيق ذلك، ومنها المحددات الظرفية إلا أن هذه المحددات لم تحظ بدراسة كافية ووافية تستحق من قبل الباحثين.

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

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

١.١.٢- التطلعات المستقبلية

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

مجموعة من المعلومات للأطراف المستفيدة (أصحاب المصلحة) مثل المساهمين وغيرهم (Alkhatib,2014:859).

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

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

وفي حدود اطلاع الباحثان يمكن أن نتوصل إلى مفهوم التطلعات المستقبلية، والذي يشمل رسالة تسعى الشركة إلى ايصالها للأطراف الأخرى مثل المساهمين والمنافسين والأسواق حول رغبة الشركة في الوصول مستقبلاً إلى إهداف معينة من خلال دراسة وضعها التاريخي والحالي للأسواق التي تعمل فيها الشركة ،وكذلك أوضاع منافسيها وخطط الإدارة وتقييم الفرص والمخاطر في الأجل القصير والطويل، ويجب أن تعكس هذه الرسالة المعلومات الايجابية التي تعكس ثقة الشركة بأعمالها وقدرتها على تحقيق النجاح والنمو ورفع قيمة الشركة وبالتالي تشكل فئة من المعلومات الطوعية التي تسمح للمستخدمين بتقييم تطلعات الشركة المستقبلية وتوقعاتها. وهناك شبه اتفاق بين المختصين حول أهمية التطلعات المستقبلية، ولعل أبرزها أنها تمثل رسالة موجزة حول كيفية مساهمة استراتيجية الشركة وحوكمتها وأدائها وأفاقها في سياق بيئتها الخارجية في توليد القيمة على المستوى القصير والمتوسط والطويل الأجل.

من جانب آخر سلطت عدة دراسات حديثة الضوء على الدور المهم الذي تؤديه التطلعات المستقبلية عن طريق تقييم ردود أفعال المستثمرين والمحللين حول هذه التطلعات ودورها الكبير في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتحليلاتهم الإيجابية حول قيمة الشركة اعتماداً على نظرتها المستقبلية (Li,2022:537). وقد أجريت دراسة للشركات المدرجة في إحدى البورصات في الصين للمدة من عام ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٩ كعينة تناولت عن طريقها دور التطلعات المستقبلية في تقليل القيود التمويلية للشركات، وقد توصلت الدراسة إلى أن التطلعات المستقبلية تخفف من قيود التمويل عن طريق التخفيف من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة (Liu et al.,2022:32). كما تؤدي التطلعات المستقبلية دوراً بارزاً وحيوياً في رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، إذ ازداد في الآونة الأخيرة هذا الدور الكبير للتغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومات التي تعيق كفاءة تخصيص الموارد في اقتصاديات الأسواق المالي (Zhao et al,2024:26) وقد أشارت إحدى الدراسات إلى ضرورة تزايد أهمية التطلعات المستقبلية لمستخدمي التقارير المالية، بهدف التحليل المستقبلي للأعمال عن طريق تحليل الوضع المالي الحالي والمستقبلي للشركة وخطط الإدارة واستراتيجياتها والبيئة المحيطة بها (Barth,2018:51).

٢.١.٢ - الحجم

يعد حجم الشركة أحد المؤشرات المهمة التي تستخدم لقياس أهمية وتطور الشركات في الأسواق، وفقاً لعدد كبير من المختصين في المجالات المالية، وغيره يعد الحجم واحداً من أكبر وأهم الخصائص الأساسية للشركات في عدة جوانب للشركات ومنها الربحية (Isik & Tasgin, 2017:92). كما أنه يعد من المتغيرات المهمة في تفسير التطلعات المستقبلية للشركة نتيجة وجود تأثير تفاعلي بين حجم الشركة والتطلعات المستقبلية من جانب، وكونه أحد التطلعات المستقبلية من جانب آخر، إذ وجد تيار من الدراسات التجريبية أن الشركات الأكبر حجماً وذات الأرباح الأقل تقلباً أكثر ميلاً في الكشف عن تطلعاتها المستقبلية عن طريق تقديم معلومات أكثر عن أرباحها المستقبلية

مقارنة بالشركات الأصغر حجماً ذات الأرباح المتقلبة (Uyar & Kilic,2018:21). كما تتمتع الشركات الأكبر حجماً عادة بمزايا تنافسية، وذلك بسبب اقتصاديات الحجم إذ الائتمان الأرخص والقدرة في الوصول إلى سلاسل القيمة العالمية، و لقد ثبت أن حجم الشركة يشكل محركاً رئيساً للابتكار والنمو، لأن الطلب الأكبر على منتج الشركة يزيد من حافز الشركة في الابتكار لأنه يزيد العوائد المحتملة (Yadav et al., 2022:66). و تصف السياسة المالية للشركة قرار الشركة فيما يتعلق بمزيج الديون والأسهم وهيكل الاستحقاق والاحتفاظ بالنقد وطريقة التحوط، والتي تكون بالشركات الكبيرة أكثر اعتماداً على الرافعة المالية من الشركات الصغيرة، وذلك لأن الشركات الكبيرة لديها المزيد من فرص الاستثمار للنمو (Dakua,2019:427). وبالتالي يعني هذا أن الشركات الكبيرة ستكون قادرة على الحصول على المزيد من التمويل، ومن جانب آخر تكون المصارف دائماً أكثر استعداداً لمنح التمويل لهذه الشركات التي تمتع بجدارة ائتمانية جيدة (Ebil,2018:360).

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

كما أن سياسة توزيع الأرباح تشرح ما إذا كانت الشركة تدفع أرباحاً للمستثمرين أو تحتجز أرباحها للاستثمارات المستقبلية، إذ تركز الشركات الصغيرة بشكل أكبر على النمو، وهذا العامل يجعلها تدفع أرباحاً أقل وتحتفظ بأرباحها للتوسع في المستقبل، على العكس من

ذلك تتمتع الشركات الكبيرة بمزيد من الاستقرار وتوزع الأرباح للمستثمرين لكسب ثقتهم (Maladjian,2014:246) .

من منظور نظرية الإشارة توزع الشركات الكبيرة أرباحاً لإعطاء إشارة "جيدة" للسوق بأن الشركة تحقق أرباح كبيرة، وإنها مستقرة مالياً وفي وضع جيد، بدلاً من ذلك فإن عدم توزيع أرباح يعد إشارة غير جيدة من الشركة إلى السوق لأن السوق هو الذي يفسر بأن الشركة ليس لديها أموال كافية، وليست مقبلة على استثمارات مما قد يتسبب في انخفاض سعر سهم الشركة الكبيرة (Ebel,2018:75).

وتقدم نظرية الوكالة التي وضعها جينسن وميكلينج تفسيراً آخر، وتزعم نظرية الوكالة أن المستثمرين ينظرون إلى توزيعات الأرباح بوصفها درعاً يحمي استثماراتهم، لأنهم يشعرون بأن توزيعات الأرباح ستقلل من النقد المتاح للمديرين والذي يمكن استخدامه في غير مصلحة المساهمين (Uwuigbe et al.,2012:442). وقد أظهرت النتائج التجريبية أنه كلما توسعت الشركة ونمت وحاولت تجاوز الحدود الوطنية (أن تصبح كبيرة وعلى مستوى عالمي)، كلما زادت تكاليف الوكالة التي يتعين عليها مواجهتها (Jeon,2021:15). وهذا يعني أن المستثمرين في الشركات الكبيرة يرغبون بتوزيعات الأرباح، وإن الشركات الكبيرة ستقوم بتوزيعات أرباح لإرضاء مستثمريها وتقليل تكاليف الوكالة (Raza& Karim,2019:78).

الشركات الكبيرة لديها سياسة استثمارية جيدة واستثمارات كبيرة وذات جدوى يتم توضيحها عن طريق صافية القيمة الحالية (Dang & Hoang,2019:163). وبالمثل تتمتع الشركات الكبيرة بسهولة الوصول إلى التمويل ولديها المزيد من الموارد الداخلية مما يجعلها قادرة على القيام بمزيد من الإنفاق الرأسمالي مقارنة بالشركات الصغيرة، وبالتالي هذا يدل على أن حجم الشركة له تأثير كبير في سياسة الاستثمار، إذ تشير سياسة الاستثمار إلى قرارات الاستثمار وتعني الإنفاق الرأسمالي الذي ترغب الشركة في القيام به يجب على الشركات الكبيرة التعامل مع مشاريع أكبر، وبنفس الوقت تتعامل

مع المشاريع الكبيرة يمكنها بسهولة جعل تكلفة تقنيات تقييم الاستثمار المعقدة تبدو قليلة (Daunfeldt & Hartwig, 2014:105) (محمد و حسين، ٢٠٢٣: ١٠).

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

ويتم قياس حجم الشركة بعدة طرق منها حجم الموجودات أو المبيعات أو الموظفين أو القيمة المضافة وغيرها (Dong et al., 2020:54) (Yadav et al., 2022:166) (Lwango et al., 2017:35) (Kent et al., 2018:901) (Hashmi et al., 2020:662). وتركز وجهة النظر القائمة على اقتصاديات الحجم أن حجم كل من الموجودات أو المبيعات هي من المقاييس المفضلة لقياس حجم الشركة، ووفقاً لوجهة نظر خاصة بالشركة قد لا يكون حجم الموجودات أو المبيعات مقياسين مفضلين، وذلك لأن الاهتمام الأساس هو كيف تؤثر تكاليف المعاملات والوكالة في الربحية (511: Li et al., 2022). لذا فإن التكاليف المرتبطة في كيفية التحكم بالشركة عن طريق التسلسل الهرمي بدلاً من حجم الموجودات أو المبيعات مهمة في قياس أو حساب قيمة الشركة، لذا فإن القيمة المضافة أو عدد الموظفين هي مقياس أفضل لحجم الشركة. وإن قياس القيمة المضافة مفيد لأنه يشمل الإطار المعقد للشركة، وعادة ما يرتبط هذا التعقيد بمتطلبات القوى العاملة الموهوبة للغاية ومستوى أعلى من التنسيق وضوابط

التكلفة، ومن المفهوم أيضاً أن ضوابط التكلفة من حيث العقود والمراقبة تكون أعلى بالنسبة للشركات الأكبر حجماً والمعقدة، إلا أن هنالك بعض المأخذ في قياس القيمة المضافة وهي صعوبة القياس الكمي. إلا أننا سوف نعتمد في دراستنا لحساب حجم الشركة حجم الموجودات عن طريق أخذ اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات وفقاً للصيغة الآتية:- (Goncalves,2015:12) .

$$z = \log \text{ Assets}$$

٢.٢- الأداء المستند على القيمة

قبل الدخول في الأداء المستند على القيمة لابد من توضيح الأداء بشكل عام ثم الأداء أي وصولاً إلى غاية الدراسة وهو الأداء المستند على القيمة إذ يعد الأداء بشكل عام مفهوماً رئيساً بالنسبة للشركات، على اختلاف أنواعها وأحجامها، وبالرغم من تعدد الدراسات والأبحاث التي تناولت الأداء وجوانبه إلا أنه لا يوجد إجماع حول تعريف محدد للأداء، وهذا يرجع إلى تباين وجهات نظر الباحثين حوله وتنوع اتجاهاتهم، فإذا ردنا أن نأخذ في الاعتبار الشكل اللغوي للكلمة فإن قاموس اكسفورد الإنجليزي يأخذ الأداء على أنه مدى جودة أو سوء القيام بشيء ما أو مدى جودة أو سوء عمل شيء ما وما إلى ذلك (Ghalem et al.,2016:2) . كما عرف أيضاً على أنه القيام بتنفيذ وإنجاز الأعمال (Cole,2019: 49). من جانب آخر يعكس الأداء قدرة الشركة على تحقيق رغبات مساهميها والبقاء في السوق (Demeke & Tao, 2020:90). كما ينظر إلى الأداء على أنه المستوى المحقق من قبل فرد أو فريق عمل أو شركة (Ghalem et al., 2016: 4).

ومن المؤكد أن المقياس التقليدية للأداء ومنها الربحية ينطوي على بعض السلبيات لأن العديد من الاستراتيجيات وفرص الأعمال تنطوي على التضحية بالأرباح الحالية لتحقيق مكاسب طويلة الأجل، إذ إن للمساهمين متطلبات مالية تتعلق بالقرارات الاستراتيجية للإدارة أي الاستثمارات الاستراتيجية، وهي القرارات في الشركات التي تخلق القيمة، ولهذا يجب أن يكون واضحاً أن تلك الاستثمارات هي التي ينبغي تقييمها

ماليا من وجه نظر المساهمين، إلا أن الأدلة تشير بأن المديرين مهووسون بالأرباح، وقد أظهرت دراسة استقصائية أجريت على ٤٠٠ من المديرين التنفيذيين الماليين أن الغالبية العظمى منهم ينظرون الى الأرباح بوصفها أهم مقياس للأداء يقدمونه للمساهمين (Graham et al.,2005:1-3).

وبالتالي أدت جميع أوجه القصور الملحوظة في أنظمة قياس الأداء السابقة فضلا عن ثقة المديرين في الأداء المالي إلى قيام العديد من الشركات بالتركيز بشكل أكبر على المقاييس المالية المحسنة التي يُزعم أنها تتغلب على بعض قيود الأداء التقليدي ، فقد روجت الشركات الاستشارية لمجموعة متنوعة من مقاييس القيمة للتغلب على بعض هذه القيود (Petravicius & Tamosiuniene, 2008:197). وهذه المقاييس هي مقياس القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة إذ أجمعت مراجع الفكر المالي الحديث أن هذين المقياسين استحوذا على اهتمام الإدارة المالية في الفترة الأخيرة لكونها تستخدم لتقييم الأداء ، بل يوجه بعضهم أن هذين المقياسين يمثلان الفكرة المالية الساخنة (Hot Financial idea) لأن هذه الفكرة تؤكد على الطريقة المثلى لتعظيم القيمة السوقية، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين ،والتي سوف تتم عن طريق القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، بل يعتقد عددا من المؤلفين أن هذه الفكرة قد تصبح هدفا مهما وحيويا واستراتيجيا للإدارة المالية الحديثة نتيجة التغير في مضمون البيئة المالية، وشكل الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها وإن هذا الاقتناع بالفكر الجديد يحفز الشركات إلى إعادة هندسة النظم أي إعادة تصميم وتطبيق النظم الهندسية للمشاكل المالية بهدف إيجاد الحلول الجذرية لها (الزبيدي، ٢٠٠٤: ٢٣٧).

١.٢.٢- القيمة الاقتصادية المضافة EVA

على مدى العقدين الماضيين شهد سوق رأس المال العالمي تطورات ثورية في تكنولوجيا المعلومات وانتشار المعلومات التي أدت إلى زيادة المنافسة العالمية ،وبالتالي زيادة الضغط على المديرين لتعزيز قيمة المساهمين، يعتمد إنشاء قيمة للمساهمين على تحقيق نمط إيجابي من التدفقات النقدية بما يتجاوز توقعات المستثمرين، ومن أجل

تحقيق ذلك قامت العديد من الشركات الرائدة بربط استراتيجية الشركة مباشرة بالقيمة وغيرت تعويضات الإدارة إلى خلق القيمة، إن تعظيم قيمة المساهمين يعني تعظيم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لمساهمي الشركة بعد سداد التزامات الديون، ومن ناحية أخرى أن تعظيم قيمة الشركة ينظر إلى قيمة التدفقات النقدية الكاملة للشركة قبل خصم مدفوعات الديون، ومن أجل تعظيم قيمة المساهمين أصبح التركيز ينصب على التدفقات النقدية المستمدة من النمو المريح وخلق القيمة الاقتصادية وليس فقط الأرباح المحاسبية (Ulfayani, 2009: 33-35). إذ أصبحت نماذج الدخل المتبقية لقيمة الأسهم أدوات معترف بها على نطاق واسع في ممارسة الاستثمار وتمويل الشركات، فمن الناحية النظرية الدخل المتبقي هو صافي الدخل بعد طرح تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين في توليد صافي الدخل كمفهوم اقتصادي، والدخل المتبقي له تاريخ طويل منذ عشرينيات القرن العشرين استخدمت جنرال موتورز هذا المفهوم في تقييم قطاعات الأعمال وفي الآونة الأخيرة حظي الدخل المتبقي بالاهتمام المتجددين في شكل القيمة الاقتصادية مضافة أو الربح الاقتصادي (Asaf, 2004: 38).

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

وهناك طريقتان شائعتان لتعريف القيمة الاقتصادية المضافة، وهما الطريقة المحاسبية وطريقة التمويل، فمن المنظور المحاسبي، يتم تعريف القيمة الاقتصادية المضافة

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

ومن منظور مالي تعريف القيمة الاقتصادية المضافة من حيث مدى ارتباطها "بالقيمة السوقية المضافة" للشركة، وفي هذا السياق فإن MVA (أو NPV) تساوي القيمة الحالية لقيمة EVA المستقبلية المتوقعة للشركة وبما أن القيمة الاقتصادية المضافة تساوي القيمة السوقية للشركة مطروحاً منها القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم في الأعمال، فمن السهل إثبات أن القيمة الاقتصادية المضافة ترتبط بالقيمة الجوهرية للشركة وديونها المستحقة وأوراقها المالية، وإن ذكر هذه المفاهيم بعبارات أكثر رسمية يؤدي إلى العلاقة المألوفة القائمة على القيمة بين "القيمة السوقية المضافة (MVA)" للشركة و"القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)". (Grant , 2003:4). من الناحية النظرية، ويمكن التعبير عن قيمة القيمة المضافة (EVA) على أنها القيمة الدفترية المعدلة الحالية للموجودات، فضلاً عن القيمة الحالية لنمو الشركة، ويعتمد مقياس EVA على العملة وإجراء بعض التعديلات على البيانات المحاسبية لحساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT)، ويخصم كل من كلف الدين ورأس المال المستثمر في الشركة باستخدام معدل WACC لنحصل على القيمة الاقتصادية المضافة، والتي يمكن التنبؤ بها في المستقبل بناءً على التوقعات المالية المبدئية للخطة المالية للشركة (Asaf,2004: 40) .

والفكرة وراء القيمة الاقتصادية المضافة هي أن المساهمين يجب أن يحصلوا على عائد يعوض المخاطر التي تم تحملها، فجوهر مؤشر EVA هو أن مقدار الربح الاقتصادي يختلف عن مقدار الربح الذي تظهره الطرق المحاسبية، يتم تضمين تكاليف رأس المال المقدم من الآخرين في الربح الذي تم الحصول عليه وفق الطريقة المحاسبية، ولا يتم تحديد ذلك بمقياس دقيق مثل سعر الفائدة ولكن يجب تقديره ويتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل، مثل مخاطر الشركة المعنية وسعر الفائدة ومعدلات العائد الخالي من المخاطرة وما إلى ذلك (Pavelkova & Knapkova, 2011:1211). ويمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة عن طريق المعادلة الآتية :- (Brigham, 2008:103)

104)

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

٢.٢.٢ - القيمة السوقية المضافة MVA

تمثل القيمة السوقية المضافة المقياس الثاني الذي سوقت له شركة Stern & Steward Co. كمعيار لتقييم الأداء المالي في الشركات، ويقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر فيها من قبل الملاك والمقرضين ، لذا وفق هذه النظرة تمثل القيمة السوقية المضافة من وجهة نظر الشركة المسوقة معياراً فائقاً وشاملاً يعمل على قياس وخلق الثروة ، كما أنها تمثل مقياس للفاعلية التشغيلية في الشركة ، ومن هنا نستطيع أن نميز بين مضمون هذين المقياسين فالقيمة الاقتصادية المضافة تمثل نمطاً ومنهجاً لتقييم الأداء الداخلي، بينما القيمة السوقية المضافة تمثل منهجاً ونمطاً لتقييم الأداء الخارجي، وبالتالي فإن القيمة السوقية المضافة تعكس كل من ثروة حملة الأسهم وتقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة (الزبيدي، ٢٠٠٤ : ٢٦١). وتستخدم القيمة السوقية المضافة (MVA) لتقييم ما إذا كانت الشركة قد أنشأت قيمة أو دمرتها من وجهة نظر المستثمرين، ومن أجل معرفة القيمة السوقية المضافة يجب مقارنة القيمة السوقية لإجمالي رأس مال الشركة

سواء رأس المال أو الدين، مع مقدار رأس المال المستخدم، وبالتالي فإن القيمة السوقية المضافة هي الفرق بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الدفترية لرأس المال المستثمر وتحسب وفق المعادلة الآتية (Johan,2018:28) .

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

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

١. القيمة السوقية المضافة هي بديل للمخاطر التي تؤثر في توازن العوائد المتوقعة.
- ٢- يشير انخفاض القيمة السوقية المضافة إلى أن الشركة لم تستثمر رأس مالها بشكل فعال في الماضي، ولكنها ستحقق نمواً أعلى من المتوسط في المستقبل كفرضية عكس المتوسط، ويمكن للشركة زيادة قيمتها السوقية عن طريق تطوير التغييرات الاستراتيجية المناسبة كالاستحواذ والاكتماب والاندماجات.

٣- إذا كان السوق يعني قيمة سوقية منخفضة للشركة فقد يؤدي ذلك إلى انخفاض القيمة المضافة، وبالتالي فإن شراء أسهم MVA منخفضة قد يؤدي إلى عوائد فائضة كبيرة في المستقبل.

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

٣-المبحث الثالث/ الإطار العملي (التطبيقي)

١.٣-التحليل المالي لمتغيرات الدراسة

١. التطلعات المستقبلية: وفق النظرية المالية واغلب الدراسات التجريبية يتم تحديد التطلعات المستقبلية كمحدد من المحددات الظرفية، بمؤشر رئيس وهو العائد على الموجودات لذا ارتأت الدراسة اعتماده كبروكسي رئيس للتطلعات المستقبلية.

١.١.٣-التحليل على مستوى العينة ككل

عن طريق بيانات الجدول (٢) اتضح أن أعلى متوسط معدل عائد على الموجودات لعينة الدراسة قد حققه مصرف المتحدة للاستثمار إذ بلغ ٠.٠٣٠٠

مقارنة بمتوسط عينة الدراسة البالغ ٠.٠١٧١ وبانحراف معياري ٠.٠١١٩، وهذا يعكس أن المصرف قد حقق إيرادات مرتفعة انعكست على صافي الدخل مما أدى الى حصول المصرف على أعلى متوسط معدل خلال مدة الدراسة، وهذا يدل على تركيز المصرف على تحقيق نمو مستمر والحفاظ على المكانة السوقية داخل البيئة العراقية، أما أدنى معدل فقد كانت من نصيب مصرف سومر إذ بلغ ٠.٠٠٦١ نتيجة تحقيق المصرف معدلات منخفضة خلال مدة الدراسة، وهذا يدل على انخفاض صافي الدخل للمصرف نتيجة انخفاض استثماراته وإيراداته، وبالتالي يتطلب من إدارة المصرف إعادة النظر في أهداف المصرف وطريقة إدارة الموجودات والمصروفات وتوجيه الأنظار نحو نقاط الضعف في المصرف ومحاولة معالجتها، لتجنب خروج المصرف من السوق العراقي كمصرف منافس.

جدول (٢) معدل العائد على الموجودات للمصارف عينة الدراسة للمدة (٢٠١٢-٢٠٢٣)

(٢٠٢٣)

الانحراف المعياري	المتوسط	مصرف المتحدة للاستثمار	مصرف المنصور للاستثمار	مصرف سومر التجار	مصرف الشرق الأوسط	المصرف التجاري العراقي	مصرف بابل	مصرف الائتمان العراقي	لمصرف الأهلي العراقي	مصرف الاستثمار العراقي	مصرف بغداد	السنوات/ المصارف
0.02150	0.03305	0.07902	0.03409	0.00511	0.03495	0.04877	0.01935	0.04502	0.03240	0.00903	0.02279	2012
0.01590	0.03049	0.04909	0.03802	0.00640	0.03161	0.03192	0.01493	0.02280	0.02755	0.06058	0.02198	2013
0.01719	0.02424	0.04413	0.02332	0.00647	0.00628	0.02329	0.01841	0.02562	0.01452	0.06237	0.01797	2014
0.01183	0.01665	0.03928	0.02250	0.00822	0.01051	0.01774	0.00998	0.01882	0.00357	0.03172	0.00416	2015
0.05424	0.03501	0.18728	0.01173	0.00863	0.01856	0.01788	0.02134	0.00969	0.04055	0.01761	0.01687	2016
0.00791	0.00681	-0.00603	0.01014	0.00103	-0.00078	0.02182	0.01035	0.01407	0.00491	0.00697	0.00562	2017
0.01593	0.00126	-0.03258	0.01216	0.00223	-0.00423	0.02447	0.01005	0.01125	-0.01505	0.00056	0.00373	2018
0.00595	0.00452	-0.00341	0.00510	0.00280	0.00012	0.01457	0.00309	0.00193	0.01448	0.00003	0.00644	2019
0.02146	0.00834	0.00064	0.00544	0.00320	-0.00324	0.05747	-0.02678	0.00202	0.02227	0.00818	0.01423	2020
0.01063	0.00695	0.00242	0.01163	0.00313	-0.00006	0.02539	-0.01062	0.00241	0.01434	0.00142	0.01947	2021
0.01041	0.01330	0.00022	0.01717	0.00315	0.00405	0.02205	0.00783	0.02641	0.01140	0.00992	0.03083	2022
0.02308	0.02454	0.00036	0.03492	0.02314	-0.01611	0.03100	-0.00091	0.03453	0.04753	0.03426	0.05668	2023
0.00846	0.01710	0.03003	0.01885	0.00613	0.00681	0.02803	0.00642	0.01788	0.01821	0.02022	0.01840	المتوسط
0.01460	0.01195	0.05839	0.01162	0.00588	0.01497	0.01289	0.01384	0.01362	0.01719	0.02224	0.01476	الانحراف المعياري
	0.00126	-0.03258	0.00510	0.00103	-0.01611	0.01457	-0.02678	0.00193	-0.01505	0.00003	0.00373	اقل معدل
	0.03501	0.18728	0.03802	0.02314	0.03495	0.05747	0.02134	0.04502	0.04753	0.06237	0.05668	اكثر معدل

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Excel.

٢- **الحجم:** وفق النظرية المالية وأغلب الدراسات التجريبية يتم اعتماد الحجم كمحدد من المحددات الظرفية، بعدد من المؤشرات مثل حجم الموجودات وعدد الموظفين أو المبيعات ، وإن أغلب الدراسات تعتمد على اللوغاريتم الطبيعي للموجودات لقياس الحجم ،وهذا ما تم الاعتماد عليه في دراستنا وفق المعادلة المرقمة (١-٢)، لذا سيتم تحليل معدل اللوغاريتم للموجودات ووفق الآتي:-

٣.١.٢- التحليل على مستوى العينة ككل

أوضح لنا من خلال بيانات الجدول (٣) أن أعلى متوسط حجم لوغاريتم الموجودات خلال مدة الدراسة قد كان من نصيب مصرف بغداد الذي بلغ ١٢.١٧٠٥ بانحراف معياري ٠.١١٦٦٧ وهذا يوضح لنا أن المصرف قد امتلك موجودات ذات قيمة مرتفعة مقارنة بالمصارف الأخرى عينة الدراسة ،كما أن المصرف استمرت موجوداته بالزيادة على مر السنوات وكذلك أرباحه مما يؤشر على أن المصرف استطاع مواجهة مختلف الظروف التي مر بها الاقتصاد بشكل عام والعراقي بشكل خاص ومواجهة مختلف التحديات في البيئة الداخلية والخارجية، أما أقل حجم فقد حققه مصرف سومر بلغ ١١.٥٤١٧ بانحراف معياري بلغ ٠.٠٥٧٥ ،وهذا يدل على انخفاض حجم الموجودات مقارنة مع عينة الدراسة، فقد انخفضت الموجودات على مر سنوات الدراسة بشكل مستمر، مما يدل على عدم تركيز إدارة المصرف على هذا الجانب وأهميته البالغة في دعم المصرف واستمراره.

الجدول (٣) لوغاريتم حجم الموجودات للمصارف عينة الدراسة للمدة من ٢٠١٢ -

٢٠٢٣

الانحراف المعياري	المتوسط	مصرف المتحد للاستثمار	مصرف المنصور للاستثمار	مصرف سومر للتجار	مصرف الشرق الأوسط	المصرف التجاري العراقي	مصرف بابل	صرف الائتمان العراقي	لمصرف الأهلي العراقي	مصرف الاستثمار العراقي	مصرف بغداد	السنوات/ المصارف
0.2211	11.6944	11.8491	11.6102	11.4317	11.9128	11.4675	11.4824	11.7494	11.7494	11.5778	12.1142	2012
0.2295	11.7721	11.8779	11.8971	11.4923	11.8887	11.5248	11.5161	11.7803	11.7803	11.7165	12.2467	2013
0.2069	11.7927	11.7758	11.9460	11.6230	11.8344	11.6525	11.4942	11.7960	11.7960	11.7471	12.2619	2014
0.1989	11.7850	11.7644	12.0317	11.5673	11.7993	11.6179	11.5547	11.7914	11.7914	11.7417	12.1902	2015
0.1828	11.7591	11.7213	12.0430	11.5463	11.8014	11.6272	11.5372	11.7104	11.7631	11.7618	12.0793	2016
0.1896	11.7735	11.7155	12.1194	11.5913	11.8739	11.6633	11.5166	11.6782	11.7810	11.7587	12.0375	2017
0.2001	11.7892	11.7123	12.1949	11.6123	11.9031	11.6473	11.5748	11.6970	11.7208	11.7832	12.0467	2018
0.1883	11.7903	11.7813	12.1648	11.5568	11.8182	11.6532	11.6309	11.7181	11.8013	11.7241	12.0541	2019
0.1964	11.8299	11.8446	12.1097	11.5227	11.8109	11.7902	11.6387	11.7218	11.9513	11.7570	12.1521	2020
0.2272	11.8417	11.9177	11.8438	11.5711	11.8062	11.7095	11.6384	11.6691	12.2604	11.8136	12.1875	2021
0.2724	11.8650	11.8991	11.8674	11.5156	11.9004	11.7234	11.6390	11.6093	12.3831	11.8764	12.2366	2022
0.3569	11.9254	11.8384	12.0551	11.4708	11.8326	11.6870	11.6438	11.7056	12.6002	11.9814	12.4391	2023
0.1964	11.8015	11.8081	11.9903	11.5417	11.8485	11.6470	11.5722	11.7189	11.9482	11.7700	12.1705	المتوسط
0.0761	0.0583	0.0726	0.1661	0.0576	0.0440	0.0856	0.0631	0.0546	0.2958	0.0961	0.1167	الانحراف المعياري
	11.6944	11.7123	11.6102	11.4317	11.7993	11.4675	11.4824	11.6093	11.7208	11.5778	12.0375	أقل معدل
	11.9254	11.9177	12.1949	11.6230	11.9128	11.7902	11.6438	11.7960	12.6002	11.9814	12.4391	أكبر معدل

المصدر من اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

٣. القيمة الاقتصادية المضافة

ضمن هذه الفقرة سيتم تحليل القيمة الاقتصادية المضافة، وبالاعتماد على المعادلة المرقمة

(٣-١) الخاصة بحساب القيمة الاقتصادية المضافة ووفق الآتي:-

٣.١.٣ - التحليل على مستوى العينة ككل

من خلال البيانات المعروضة في الجدول رقم (٤) نجد أن المصرف الأهلي العراقي قد حقق أعلى متوسط بلغ ٢٥,٣٠٧,١٣١,٤٦٧ دينار مقارنة بمتوسط عينة الدراسة الذي بلغ ٩,٦٨٩,٠٤٧,١٧٨ دينار وبانحراف معياري بلغ ١٠,٢٦٩,٨٣٨,٨٧٣ دينار، وهذا يدل على أن المصرف حقق أعلى EVA في سنة ٢٠٢٣ والتي تمثل سنة ازدهار لأغلب المصارف العراقية، وهذا يعود لارتفاع حجم NOPAT وانخفاض معدل WACC للمصرف الأهلي وهذا يكشف أن المصرف استطاع قيمة سوقية مضافة مرتفعة في السوق العراقية بالرغم من التحديات والصعوبات التي يواجهها القطاع المصرفي، أما أدنى متوسط فقد كان من نصيب مصرف سومر إذ بلغ ٥٥٩,٣٨٧,٢٩٥ دينار نتيجة ارتفاع في معدل

WACC بسبب ارتفاع كل من KD,KS,RD,RS مقابل انخفاض حجم NOPAT، وبالتالي يشير هذا الانخفاض إلى أن المصرف حقق قيمة اقتصادية مضافة منخفضة بسبب الظروف الاقتصادية وظروف المنافسة.

الجدول (٤) القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف عينة الدراسة للمدة من ٢٠١٢ -

٢٠٢٣

السنوات/ المصارف	مصرف بغداد	مصرف الاستثمار العراقي	المصرف الاهلي العراقي	مصرف الائتمان العراقي	مصرف بابل	المصرف التجاري العراقي	مصرف الشرق الوسط	مصرف سوهر التجار	مصرف المنصور للإستثمار	مصرف المتحدة للإستثمار	المتوسط	الانحراف المعياري
2012	24,880,890,444	2,618,136,030	1,172,487,083	20,637,612,590	8,396,656,887	9,012,449,841	26,714,950,529	1,203,037,813	9,617,081,107	45,341,070,440	14,718,829,714	14,537,019,953
2013	38,960,452,649	33,444,050,918	14,748,390,658	11,105,910,620	10,261,239,194	7,761,781,849	27,675,818,284	1,485,818,725	25,172,431,559	30,804,185,344	20,142,007,980	12,633,811,965
2014	23,814,301,171	29,359,135,819	3,156,848,186	3,422,287,500	6,531,221,629	-1,572,033,513	16,039,961,283	2,592,738,334	9,908,555,918	14,838,621,574	10,290,616,123	10,642,079,488
2015	5,876,873,307	31,542,821,186	15,204,367,680	11,583,401,361	7,726,566,651	21,105,327,857	5,544,996,730	4,358,639,847	12,718,648,275	25,515,256,320	14,117,689,921	9,246,111,795
2016	11,614,401,924	1,207,201,255	17,553,201,465	3,997,582,780	6,597,214,183	-1,053,984,915	9,902,928,069	461,531,261	995,997,490	89,600,851,147	13,288,175,910	27,622,274,986
2017	109,862,333	-2,120,639,122	3,599,464,576	306,867,946	2,930,478,192	2,370,290,154	1,563,848,370	2,487,032,607	2,637,610,271	-9,339,668,534	1,075,554,431	3,697,065,606
2018	5,016,851,422	-2,686,993,985	11,494,965,847	1,241,164,532	3,004,950,220	6,010,952,757	3,363,605,957	315,195,769	11,654,916,248	-19,878,143,770	2,084,377,299	8,883,000,754
2019	2,092,888,829	689,906,146	4,757,899,701	3,102,192,670	685,767,143	1,596,694,700	-363,059,506	605,455,410	1,554,079,257	-6,167,486,046	320,735,898	2,982,537,946
2020	7,697,120,368	6,983,592,420	16,301,679,478	4,461,779,637	13,833,184,926	28,651,976,988	2,835,548,689	813,491,769	932,650,175	-4,520,943,000	3,572,905,495	12,056,881,748
2021	16,407,713,735	-3,758,329,124	20,781,010,123	2,981,868,729	7,112,067,707	8,932,251,091	3,921,620,406	547,245,170	728,160,611	-4,349,475,288	2,417,852,914	9,609,678,523
2022	29,545,596,814	-2,257,344,247	43,473,529,811	6,943,676,559	1,718,354,467	7,615,109,300	453,687,314	275,086,515	1,847,662,992	-7,475,547,732	8,158,963,876	15,885,126,608
2023	92,791,288,670	28,873,638,299	181,630,593,836	11,582,517,953	4,426,335,130	12,607,626,870	18,207,426,221	6,408,046,732	26,379,050,045	-7,217,082,774	33,042,191,828	60,506,135,473
المتوسط	20,382,396,764	10,324,597,96	25,307,131,467	4,356,667,937	1,759,110,543	8,586,536,915	4,673,102,755	559,387,295	8,678,903,662	12,262,636,473	9,689,047,178	7,939,801,559
الانحراف المعياري	26,507,989,612	15,428,510,414	51,192,751,464	8,010,108,310	7,180,241,594	13,391,676,797	13,391,676,797	2,603,917,843	9,190,271,816	31,286,802,092	10,269,838,873	14,866,787,821
اقل معتل	5,016,851,422	-3,758,329,124	11,494,965,847	4,461,779,637	13,833,184,926	-1,572,033,513	18,207,426,221	2,592,738,334	728,160,611	-19,878,143,770	2,084,377,299	-
اكثر معتل	92,791,288,670	33,444,050,918	181,630,593,836	20,637,612,590	10,261,239,194	28,651,976,988	27,675,818,284	6,408,046,732	26,379,050,045	89,600,851,147	33,042,191,828	-

المصدر من اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

٢.٣- القيمة السوقية المضافة

١.٢.٣-التحليل على مستوى العينة ككل

عن طريق بيانات الجدول المرقم (5) تبين لنا أن أكبر متوسط MVA كان قد حققها مصرف المتحدة للاستثمار إذ بلغت (198,022,931,770) دينار مقارنة بمتوسط العينة البالغ (120,399,229,934) دينار، وهذا يعكس أن المصرف قد حقق قيمة اقتصادية مضافة مرتفعة مقارنة مع بقية المصارف خلال سنوات الدراسة، أما أدنى متوسط كان من نصيب مصرف بغداد وقد بلغ (4,313,431,750) دينار.

الجدول (٥) القيمة السوقية المضافة للمصارف عينة الدراسة للمدة من ٢٠١٢-

٢٠٢٣

السنوات/ المصارف	مصرف بغداد	مصرف الاستثمار العراقي	المصرف الاهل العراقي	المصرف الائتمان العراقي	مصرف بابل العراقي	المصرف التجاري العراقي	مصرف الفریق الأوسط	مصرف سوهر التاجر	مصرف المنتصر للاستثمار	مصرف المتحدة للاستثمار	المتوسط	الانحراف المعياري
2012	4,032,848,000	17,557,667,000	70,663,995,000	59,452,517,000	33,969,449,540	50,200,259,288	31,253,808,000	40,414,512,000	39,859,911,584	149,735,437,000	6,346,294,276	65,611,160,521
2013	69,237,586,000	35,650,000,000	43,901,167,966	164,420,633,000	55,932,224,842	97,579,178,046	50,720,405,000	9,182,702,000	154,893,881,717	15,166,736,000	21,219,396,886	88,224,921,281
2014	95,080,802,000	33,749,256,000	38,429,187,000	27,671,143,000	120,389,543,617	181,885,241,180	515,576,386,000	9,853,180,000	81,792,059,172	103,915,074,137	101,818,026,811	163,208,463,025
2015	24,011,627,000	111,262,187,000	122,896,325,552	154,309,851,000	170,224,012,565	154,201,298,487	149,467,572,000	25,849,295,000	71,222,985,106	210,716,551,105	114,613,845,182	71,293,376,011
2016	55,321,705,000	139,792,736,000	285,338,883,000	119,351,200,000	182,768,515,319	159,441,053,000	164,593,538,000	42,139,192,000	40,034,465,299	229,775,524,507	141,855,681,213	81,053,629,814
2017	134,442,042,000	178,082,676,000	168,219,322,000	145,456,738,000	193,668,768,976	174,308,794,000	183,397,703,000	42,513,283,000	92,596,763,451	228,437,697,038	154,112,378,747	53,570,761,835
2018	194,242,720,000	213,101,619,68	172,849,745,000	213,498,305,000	224,944,261,006	168,958,246,000	250,858,000,000	43,424,123,000	139,786,553,972	276,730,081,187	189,839,365,453	65,228,884,924
2019	198,641,424,000	193,126,478,92	104,141,507,000	189,626,650,000	245,670,203,927	161,929,254,000	242,290,296,000	141,967,762,000	112,161,254,738	282,471,677,263	187,202,650,742	58,610,208,011
2020	175,935,852,000	207,774,449,18	77,483,051,000	191,199,445,000	243,778,585,543	152,754,629,000	234,891,189,000	162,925,705,000	144,054,793,106	279,634,925,000	187,043,262,437	57,985,422,375
2021	51,629,878,000	188,138,358,46	8,362,149,000	193,761,016,000	231,659,328,945	159,542,919,000	215,181,362,000	168,997,158,000	152,581,281,992	272,616,788,000	164,247,023,938	79,922,254,390
2022	-7,126,266,000	214,392,870,949	10,893,552,67	209,504,548,000	178,570,160,267	201,057,692,000	227,306,000,000	217,610,231,000	128,054,974,054	284,737,200,000	167,925,349,494	92,402,356,417
2023	581,281,539,000	209,516,994,34	242,087,442,273	89,534,986,000	242,172,152,000	137,707,924,000	224,239,017,000	223,199,128,000	38,154,392,785	372,141,836,000	63,698,866,358	283,919,022,318
المتوسط	-4,313,431,750	145,178,774,67	71,757,620,326	109,170,061,000	176,978,933,879	149,963,874,000	193,818,904,167	94,006,355,917	60,781,412,067	198,022,931,770	120,399,229,934	63,529,630,464
الانحراف المعياري	209,780,326,418	76,615,026,693	126,831,385,394	118,735,816,232	72,229,474,106	40,204,755,646	143,561,146,633	82,206,538,862	93,999,532,354	147,932,522,505	73,372,214,019	48,656,796,311
أقل معدل	198,641,424,000	214,392,870,949	285,338,883,000	213,498,305,000	245,670,203,927	201,057,692,000	515,576,386,000	223,199,128,000	152,581,281,992	372,141,836,000	189,839,365,453	
أكبر معدل	581,281,539,000	17,557,667,000	242,087,442,273	164,420,633,000	33,969,449,540	50,200,259,288	50,720,405,000	9,182,702,000	154,893,881,717	149,735,437,000	21,219,396,886	

المصدر من اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

٢.٢.٣- اختبار وتحليل فرضية الأثر

تم إجراء اختبار وتقدير الأثر بين متغيرات الدراسة، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لتحليل الانحدار للعلاقة بين متغير تابع و متغير مستقل أو متغير تنبؤي وفق الآتي:-

١- علاقة الأثر بين معدل العائد على الموجودات والقيمة الاقتصادية المضافة

لغرض اختبار وتقدير الأثر تم إيجاد نموذج انحدار خطي بسيط يتضمن المتغير التابع EAV والمتغير المستقل ROA، إذ تبين النتائج الموضحة في الجدول أدناه أن لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة EAV يجب زيادة العائد على الموجودات ROA بـ 245.360، وكذلك وعن طريق قيمة (T-Test=18.382;P<0.001) نستنتج معنوية قيمة التغير ودلالة الإحصائية، كما بينت النتائج أن انحرافات القيمة الاقتصادية المضافة التي فسرها العائد على الموجودات بلغت 24%.

وبالعودة إلى الفرضية الأولى التي تنص على (هناك علاقة اثر ذات دلالة احصائية بين المحددات الظرفية (التطلعات المستقبلية) والأداء المستند على القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة)) يتم قبول الفرضية بوجود علاقة أثر بين معدل العائد على الموجودات والقيمة الاقتصادية المضافة ويتم رفض الفرضية البديلة.

الجدول (٦) نتائج تحليل علاقة التأثير بين (ROA) و (EAV)

المتغير المستقل	معامل التأثير	T-Test	P-Value	معامل التحديد	F-Test	P-Value
ROA	131.305	22.750	.001<	0.243	19.141	.001<
	245.360	18.382	.001<			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

٢- علاقة الأثر بين معدل العائد على الموجودات والقيمة السوقية المضافة

لاختبار وتقدير العلاقة تم إيجاد نموذج انحدار خطي بسيط يتضمن المتغير التابع MAV والمتغير المستقل ROA، إذ تبين النتائج أن لزيادة القيمة السوقية المضافة (MVA) يجب زيادة العائد على الموجودات (ROA) بـ

٢٠٢٤.١٢٥، ومن قيمة (T-Test=4.281;P<0.001) نستنتج معنوية قيمة التغير ودلالة الإحصائية، كما بينت النتائج أن انحرافات القيمة السوقية المضافة التي فسرها العائد على الموجودات بلغت ٢٧% . وبالعودة إلى الفرضية الثانية من فرضيات الدراسة التي تنص على (هناك علاقة اثر ذات دلالة احصائية بين المحددات الظرفية (التطلعات المستقبلية) والأداء المستند على القيمة (القيمة السوقية المضافة)) يتم قبول الفرضية بوجود علاقة أثر بين العائد على الموجودات والقيمة السوقية المضافة ورفض الفرضية البديلة.

الجدول (٧) نتائج تحليل علاقة التأثير بين (ROA) و (MVA)

المتغير المستقل	معامل التأثير	T-Test	P-Value	معامل التحديد	F-Test	P-Value
ROA	155.006	11.261	< 0.001	0.269	18.325	< 0.001
	2024.125	4.281	< 0.001			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

٣- علاقة الأثر بين حجم الموجودات والقيمة الاقتصادية المضافة

لاختبار وتقدير العلاقة تم إيجاد نموذج انحدار خطي بسيط يتضمن المتغير التابع EAV والمتغير المستقل LOG، إذ تبين النتائج أن لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة (EAV) يجب زيادة لوغاريتم حجم الموجودات (LOG) بـ 75.940، ومن قيمة (T-Test=3.039;P=0.003) نستنتج معنوية قيمة التغير ودلالة الإحصائية، كما بينت النتائج أن انحرافات القيمة الاقتصادية المضافة التي فسرها لوغاريتم حجم الموجودات بلغت ٢٩% .

وبالعودة الى الفرضية الثالثة من فرضيات الدراسة والتي تنص على (هناك علاقة اثر ذات دلالة احصائية بين المحددات الظرفية (الحجم) والاداء المستند على القيمة (القيمة الاقتصادية المضافة)) يتم

قبول الفرضية بوجود علاقة أثر بين الحجم والقيمة السوقية المضافة ورفض الفرضية البديلة.

الجدول (٨) نتائج تحليل علاقة التأثير بين (LOG) و (EAV)

المتغير المستقل	معامل التأثير	T-Test	P-Value	معامل التحديد	F-Test	P-Value
LOG	1027.185	3.483	$0.001 <$	0.286	9.236	0.003
	75.940	3.039	$0.003 <$			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS .

٤- علاقة الأثر بين حجم الموجودات والقيمة السوقية المضافة

لاختبار وتقدير العلاقة تم إيجاد نموذج انحدار خطي بسيط يتضمن المتغير التابع MAV والمتغير المستقل LOG ، إذ تبين النتائج أن لزيادة القيمة المضافة (MVA) يجب زيادة لوغاريتم الحجم (LOG) بـ ٢١٨.١٠٩ ومن قيمة (T-Test=4.375;P<0.001) نستنتج معنوية قيمة التغير ودلالة الإحصائية، كما بينت النتائج أن انحرافات القيمة السوقية المضافة التي فسرها لوغاريتم الحجم بلغت 33% . وبالعودة الى الفرضية الرابعة من فرضيات الدراسة والتي تنص (هناك علاقة اثر بين المحددات الظرفية (الحجم) والأداء المستند على القيمة (القيمة السوقية المضافة)) يتم قبول الفرضية بوجود علاقة أثر بين الحجم والقيمة السوقية المضافة ورفض الفرضية البديلة.

الجدول (٩) نتائج تحليل علاقة التأثير بين (LOG) و (MVA)

المتغير المستقل	معامل التأثير	T-Test	P-Value	معامل التحديد	F-Test	P-Value
LOG	2694.414	4.579	$0.001 <$	0.328	19.14	$0.001 <$
	218.109	4.375	$0.001 <$			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

٤- المبحث الرابع/ الاستنتاجات والتوصيات

١.٤-الاستنتاجات: على وفق ما تم الحصول عليه من بيانات مصرفية، فضلاً عن المناقشات في كل من الجانب النظري والدراسات السابقة تم التوصل الى جملة من الاستنتاجات منها الآتي :-

١- تعد المحددات الظرفية إحدى المصطلحات التي دقت أبواب العالم المالي حديثاً، وهي تعد مجموعة من أهم المتغيرات التي تلجأ الشركات الى تحديدها بحسب الظروف المحيطة بها لمواجهة ديناميكية بيئة الأعمال المتغيرة.

٢- أتضح أن الشركات تواجه مجموعة من المحددات الظرفية ،وتعد المحددات الأبرز في ضوء الدراسات السابقة ،وفي ضوء النظرية المالية التطلعات المستقبلية والحجم.

٣- إن التحديات التي تواجه الشركات نتيجة انقلابات بيئة الأعمال وعدم اليقين الذي يشوبها جعلت من المحددات الظرفية متغيرات مهمة تحدد الشركات لمسيرة الفرص المتاحة والتعامل مع التهديدات على كونها قد تكون فرصة تتميز بها الشركة عن سواها عند أستغلالها بالشكل الصحيح.

٤- يعد الأداء المستند على القيمة من أهم مؤشرات الأداء وأحدثها ،لأنها تعتمد على الوضع الداخلي والخارجي للشركة فنجد أن MVA ركزت على الجوانب الخارجية للشركة ،أما EVA فقد ركزت على الجوانب الداخلية للشركة، ولهذا يعد تقييم الأداء المستند على القيمة أفضل من بقية طرق القياس وتقييم الأداء التقليدية .

٥- هنالك جدل متواصل ، حول المحددات الظرفية وأنواعها ،وبالتالي لا يوجد اتفاق على أنواع المحددات الظرفية، وإنما تحديد نوع المحدد الظرفي يعتمد على الظرف الذي تمر به الشركة في وقت معين واعتباره محدد ظرفي بالنسبة لها وقد لا يكون محدد ظرفي لشركة أخرى .

٦- تمثل التطلعات المستقبلية نوع للتنبؤ بمستقبل الشركة تسهم في توفير معلومات مهمة للمساهمين، وايضاً المدراء للآفاق المستقبلية للشركة نتيجة فشل المعلومات

التاريخية في اىصال الرؤية الحقيقية للشركة، والتي تتناسب مع قدراتها الإدارية والمالية فضلاً عن حجم الشركة .

٧- اثبتت الدراسات الحديثة إن حجم الشركة يمثل محدداً مهماً لتطوير الشركة وتوسيعها وتأثيره على التطلعات المستقبلية لها نتيجة التأثير التفاعلي بينهم وتمكينها من المنافسة في الأسواق المالية .

٨- ترتبط متغيرات الدراسة بعلاقة ايجابية ذات دلالة معنوية بين جميع مؤشرات الدراسة بحسب ما بينه التحليل الإحصائي .

٢.٤-التوصيات

١- توصي الدراسة بالتركيز على المحددات الظرفية مفهوماً وتطبيقاً خاصة في ظل ديناميكية بيئة الأعمال وعدم اليقين الذي يحيط بها ،والذي يقابله تغييرات كبيرة ومستمرة في قواعد المنافسة التي تشجع على الأبحار في شواطئ الشركات المتحضرة والمتقدمة على الرغم من مد الفرص وجزر التهديدات.

٢- العمل على تحديد أنواع أخرى من المحددات الظرفية ،ودراستها وبيان أثرها في عمل الشركات والإفادة من فرصها للانطلاق في عالم الشركات الحديث .

٣- التركيز على استخدام طرق تقييم الأداء الحديثة مثل الأداء المستند على القيمة وغيرها ،كونها تمثل الفكرة المالية الساخنة لقدرتها العالية في تحديد نقاط القوة والضعف التي تواجه الشركات على مستوى البيئة الداخلية والخارجية .

٤- نطمح أن توجه الشركات العراقية أنظارها نحو أهمية القيمة الاقتصادية المضافة، ومحاولة رفع قيمتها لديهم عن طريق تحسين المتغيرات التي تعتمد عليها لما لها من تأثير كبير في أداء الشركة ورفع قيمة المساهمين ،وهو الهدف الذي يشغل فكر الإدارة المالية.

٥- نوصي بأن تعمل الشركات العراقية على زيادة دقة وشفافية بياناتها المطروحة في القوائم المالية ،فضلاً عن زيادة الايضاحات المقدمة فيها والعمل

على إصدار القوائم في الوقت المحدد لها لما له من أهمية لتقييم أداء الشركات من قبل الباحثين والدارسين والمستثمرين .

٦- على الجهات الرقابية الاهتمام وحماية صغار المساهمين من عمليات فرض السطوة و السيطرة على القرار في الشركات.

٧- العمل على تحديد طبيعة المحددات سواء كانت كلية أو جزئية نابعة ومتكاملة من العوامل الكلية أو الجزئية التي لها تأثير في الشركات وأدائها.

المصادر:

أولاً :- المصادر العربية (أ) الوثائق الرسمية

١- النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من ٢٠١٢-٢٠٢٣.

٢- النشرة السنوية للبنك المركزي العراقي \ المديرية العامة للإحصاء والأبحاث للمدة ٢٠١١-٢٠٢٣.

٣- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي للمدة من ٢٠١٢-٢٠٢٣ .

ب) الكتب

١- ابن منظور ، لسان العرب ، ١٢٣٢، ٤٤٥ .

٢- الزبيدي ، حمزة محمود، (٢٠٠٤) ، " الإدارة المالية المتقدمة" عمان ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

ج) الرسائل والأطاريح

١- الشهاب ، أيمن .(٢٠١٥)و، :اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا)"، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حلب أطروحة دكتوراه.

د) البحوث

١- محمد ،حسين، محمد جاسم محمد و وزهراء عبد النبي حسين ، امكانية التنبؤ بعوائد الاسهم على وفق نظرية التسعير المرجح دراسة تحليلية لعينة من المصارف

التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ ، بحث مسئل
من رسالة ماجستير، جامعة البصرة كلية الادارة والاقتصاد ٢٠٢٣.
٢- محمد، البدران، محمد جاسم محمد وعبد الخالق ياسين البدران ،أثر تفاعل القرارات
المالية بقيمة الشركة في ظل القيود المالية دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة
في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٨-٢٠١٦ ، بحث مسئل من اطروحة
دكتوراه ، جامعة البصرة كلية الادارة والاقتصاد.

ثانياً :- المصادر الأجنبية

- 1-Alkhatib, K. (2014). The determinants of forward-looking information disclosure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 858-864.
- 2-Asaf, S. (2004). *Executive corporate finance: the business of enhancing shareholder value*. Pearson Education.
- 3-Barth, M. E. (2018). The future of financial reporting: Insights from research. *Abacus*, 54(1), 66-78.
- 4-Bolarinwa, S. T., & Obembe, O. B. (2019). Firm size–profitability nexus: An empirical evidence from listed financial firms. *Global business review*, 20(5), 1109-1121.
- 5-Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2008). *Financial Management; Theory and Practice* (Book and diskette package). Harcourt College Publishers.
- 6-Bromiley, P., & Harris, J. D. (201[^]). A comparison of alternative measures of organizational aspirations. *Strategic Management Journal*, 35(3), 338-357.
- 7-Chen, W. R., & Miller, K. D. (2007). Situational and institutional determinants of firms' R&D search intensity. *Strategic management journal*, 28(4), 369-381.
- 8-Dakua, S. (2019). Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 427-436.
- 9-Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- 10-Daunfeldt, S. O., & Hartwig, F. (2014). What determines the use of capital budgeting methods?: Evidence from Swedish listed companies. *Journal of Finance and Economics*, 2(4), 101-112.

- 11-Dong, N., Wang, F., Zhang, J., & Zhou, J. (2020). Ownership structure and real earnings management: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 106733.
- 12-Ebel Ezeoha, A. (2018). Firm size and corporate financial- leverage choice in a developing economy: Evidence from Nigeria. *The journal of risk finance*, 9(4).
- 13-Efendic, A., Mickiewicz, T., & Rebmman, A. (2015). Growth aspirations and social capital: Young firms in a post-conflict environment. *International Small Business Journal*, 33(5), 537-561
- 14-Eide, A. E., Moen, Ø., Madsen, T. K., & Azari, M. J. (2021). Growth aspirations in SMEs: managerial determinants and organizational outcomes. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(4), 640-665.
- 15-Ghalem, A., Okar, C., Chroqui, R., & Semma, E. (2016). Performance: A concept to define! La performance: Un concept à définir!. *LOGISTIQUA* 2016.
- 16-Gonçalves, G. B. C. (2015). Situational Determinants of the Survivability of Portuguese SMEs (Master's thesis, Universidade de Lisboa (Portugal)).
- 17-Graham JR, Li S, Qiu J (2012) Managerial attributes and executive compensation. *Rev Financ Stud* 25(1):144–186.
- 18-Grant, J. L. (2003). *Foundations of economic value added* (Vol. 99).
- 19- Hashmi, S. D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., & Naz, I. (2020). Sensitivity of firm size measures to practices of corporate finance: evidence from BRICS. *Future Business Journal*, 6, .
- 19-Hermans, J., Vanderstraeten, J., Van Witteloostuijn, A., Dejardin, M., Ramdani, D., & Stam, E. (2015). Ambitious entrepreneurship: A review of growth aspirations, intentions, and expectations. *Entrepreneurial growth: Individual, firm, and region*, 127-160.
- 20-Isik, O., Unal, E. A., & Unal, Y. (2017). The effect of firm size on profitability: evidence from Turkish manufacturing sector. *Journal of Business Economics and Finance*, 6(4), 301-308.
- 21-Jeon, H. (2021). Investment and financing decisions in the presence of time-to-build. *European Journal of Operational Research*, 288(3), 1068-1084.
- 22-Johan, S. (2018). The relationship between economic value added, market value added and return on cost of capital in measuring corporate performance. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 2(1).

- 23-Kent Baker, H., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2018). The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70-91.
- 24-Kolvereid, L., & Isaksen, E. J. (2017). Expectations and achievements in new firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(3), 649-668.
- 25-Li, D., Cao, C., Zhang, L., Chen, X., Ren, S., & Zhao, Y. (202٢). Effects of corporate environmental responsibility on financial performance: The moderating role of government regulation and organizational slack. *Journal of Cleaner Production*, 166, 1323-1334.
- 26-Liu* Xi'an Jiaotong University, China Junrui Zhang Zi'an Jiaotong University, China Jie Wu Yangtze University, China, Forwarding-Looking Statements in Annual Report and Firms' Financing Constraints: A Machine-Learning Approach,2022.
- 27-Maladjian, C. (2013). Determinants of the dividend policy: an empirical study on the Lebanese listed banks (Doctoral dissertation, Notre Dame University-Louaize).
- 28-Nita, B. (2011). The use of market value added in performance evaluation of investment centers. *Research Papers of Wroclaw University of Economics*, (177).
- 29-Pavelkova, D., & Knapkova, A. (2011, January). Factors Influencing Economic Value Added in The Selected Sector of The Industry. In *The Seventh International Conference on Global Business and Economic Development* (pp. 1210-1221).
- 30-Petravičius, T., & Tamošiūniene, R. (2008). Corporate performance and the measures of value added. *Transport*, 23(3), 194-201.
- 31-Posen, H. E., Keil, T., Kim, S., & Meissner, F. D. (2018). Renewing research on problemistic search—A review and research agenda. *Academy of Management Annals*, 12(1), 208-251.
- 32-Quintiliani, A. (2018). The Relationship between the Market Value Added of SMEs listed on AIM Italia and internal measures of value creation: The role of corporate strategic planning. *International Journal of Financial Research*, 9(1), 121-131.
- 33-Raza, S. A., & Karim, M. Z. A. (201٩). Do liquidity and financial leverage constrain the impact of firm size and dividend payouts on share price in emerging economy. *Journal of Finance and Economics Research*, 1(2), 73-88.

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