

دراسة قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم

" دراسة تطبيقية على مصرف بيبيلوس "

جود الحلبي * أ . د . كنجو كنجو **

(الإيداع: 6 حزيران 2020 ، القبول: 18 تشرين الأول 2020)

الملخص:

هدف هذا البحث إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، وذلك بالتطبيق على مصرف بيبيلوس، ولتحقيق ذلك تم حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من خلال إجراء التعديلات المحاسبية اللازمة على البيانات المستخرجة من القوائم المالية لمصرف بيبيلوس خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2010 حتى عام 2018، ولدراسة مدى انعكاس هذا المؤشر في القيمة السوقية لأسهم المصرف تم استخدام التحليل الإحصائي في برنامج SPSS عن طريق أسلوب تحليل الانحدار البسيط، وقد توصلت نتائج اختبار فرضية البحث إلى أنه ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير أو قدرة في تفسير التغير الحاصل في تقلبات القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

الكلمات المفتاحية : القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، القيمة السوقية للأسهم

* طالبة دراسات عليا (دكتوراة) - كلية الاقتصاد - جامعة حماة - اختصاص : تمويل ومصارف .
 ** أستاذ في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة حماة - اختصاص : التمويل والرقابة المالية .

**A Study of Ability of The Economic Value Added Indicator to Explain
Changes on The Market Value of Stocks
" An Applied Study on Byblos Bank"**

Prof. Dr. Kanjo Kanjo **

Joud AL–Halabi *

(Received: 6 June 2020 ,Accepted: 18 October 2020)

Abstract:

This research aimed to determine the extent of the EVA's ability to explain changes in the market value of stocks, by applying on Byblos Bank, and to achieve this, the economic value added Indicator was calculated by making the necessary accounting adjustments to the data extracted from the financial statements of a bank Byblos during the time period from 2010 to 2018.

In order to study the extent of the reflection of this indicator in the market value of the bank's stocks, statistical analysis was used in the SPSS program through the simple regression method. The results of the hypotheses test concluded that the economic value added has no impact or ability to explain the change in the market value fluctuations of the stocks of Byblos Bank listed on the Damascus Stock Exchange.

Keywords: Economic value added, Market Value of Stocks

* Graduate student (PhD) – Faculty of Economics – Hama University – specialization: finance and banking.

** Professor at Business Administration Department – Faculty of Economics – Hama University – specialization: Finance and Financial Control.

1- المقدمة :

تسعى المصارف عموماً إلى تحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمصرف، وذلك من خلال زيادة أسعار أسهمها المدرجة في السوق المالي لضمان البقاء بين منافسيها وجذب أنظار المستثمرين المرتقبين، وقد تم استخدام العديد من المؤشرات المالية التقليدية لتحليل القرارات المالية ودراسة أثرها في القيمة السوقية للأسهم، إلا أنه وبسبب التطورات المتلاحقة في بيئة الأعمال فقد ازدادت أهمية البحث عن عوامل ومؤشرات أخرى حديثة من الممكن أن تسهم في تفسير التغيرات في القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالي، وأن تعالج الضعف والقصور في المؤشرات المالية التقليدية التي من الممكن أن تظهر الأداء المالي بصورة غير حقيقية عن طريق استغلال المدراء لبعض المعالجات المحاسبية في إخفاء الأداء غير الجيد.

ومن المؤشرات المالية التي من الممكن أن تعطي صورة حقيقية عن الأداء، فإنه يمكننا الحديث عن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة "EVA" كأحد مقاييس الإنجاز المالي الحديثة، والذي يعد أقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح الحقيقي، حيث انتشر استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بشكل كبير حول العالم كمعيار شامل لتقويم الأداء وكذلك كمؤشر يمكن استخدامه في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم .

2- مشكلة البحث :

تزايد حاجة الأطراف ذات المصالح المرتبطة بالمصارف لوجود مؤشرات أكثر فاعلية وحدثة تسهم في تفسير التقلبات التي تحصل في القيمة السوقية للأسهم، فعلى الرغم من أنه وبحسب آراء مجموعة من الباحثين بأن المؤشرات المالية التقليدية تبقى أداة جيدة لتفسير هذه التقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم إلا أنه بالمقابل فإن هناك فريق من الباحثين ينتقد فعالية هذه المؤشرات المالية التقليدية المستخلصة من البيانات المالية المنشورة كونها معدة على أساس الاستحقاق هذا بالإضافة إلى أن هذه المؤشرات مبنية على صافي الربح المحاسبي الذي لا يدخل في احتسابه تكلفة حقوق الملكية، يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة شكلاً مطوراً لمفهوم الربح المتبقي، والذي يستند إلى قياس كل من تكلفة رأس المال المستثمر سواء المملوك أم المقترض وتحديد الربح الاقتصادي لحملة الأسهم، خلافاً عن المؤشرات التقليدية المعتمدة، ومن ثم تحقيق عائد على هذه الأموال المستثمرة ، ومن هنا تتبلور مشكلة البحث في طرح التساؤل التالي :

- ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ؟

3- أهمية البحث :

يكتسب هذا البحث أهميته العلمية في كون أن الموضوع يتناول البحث في مؤشر أداء حديث وهو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والذي يعد مؤشراً متكاملًا لقياس الأداء الداخلي والخارجي حيث أنه يعد معياراً جيداً لربط الأداء بخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، بالإضافة إلى عرض خطوات احتسابها والتي تتطلب إجراء العديد من التعديلات على الربح للوصول إلى تقدير للربح الحقيقي، إلى جانب دراسة قدرة هذا المؤشر في تفسير تقلبات أسعار الأسهم .

ومن الناحية العملية تنبع أهمية البحث من أهمية النتائج التي ستكشف عنها والتي ستخدم جميع المتعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية من: المساهمين الحاليين والمحتملين والوسطاء والمحليلين الماليين، وذلك في مدى إمكانية الاسترشاد بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على اعتباره مؤشر أداء اقتصادي حديث في تفسير التقلبات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم .

4- أهداف البحث :

يهدف هذا البحث إلى :

- دراسة مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس .

5- فرضية البحث :

- ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير أو قدرة في تفسير التغير الحاصل في تقلبات القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس .

6- منهجية البحث :

تحقيقاً لهدف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي القائم على تجميع المادة العلمية المتعلقة بموضوع البحث من مصادرها المختلفة كالكتب والتقارير الصادرة عن الجهات المعنية والأبحاث المنشورة في المجالات المتخصصة، وتحليل البيانات المالية للمصرف وتفسير النتائج المتولدة عن الدراسة التطبيقية، بالإضافة إلى استخدام التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS .

7- حدود البحث :

- الحدود المكانية للبحث : مصرف بيبيلوس (حيث تم اختياره كونه يعد من أوائل المصارف الخاصة التي مارست العمل في السوق السورية) .
- الحدود الزمانية للبحث : الفترة الممتدة من 2010 وحتى 2018 .

8- متغيرات البحث :

- المتغير المستقل: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA والذي تم حسابه من خلال اعتماد البيانات الواردة بالتقارير السنوية لمصرف بيبيلوس، بالإضافة إلى البيانات المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية خلال المدة من 2010 وحتى 2018 ، إلى جانب الحصول على بيانات من القرارات الصادرة من مجلس النقد والتسليف فيما يخص معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- المتغير التابع : يتمثل في القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس "متوسط سعر الإغلاق السنوي"، حيث تم قياسه بالاعتماد على متوسط سعر الإغلاق للأسهم بالاعتماد على مشاهدات سنوية لأسعار الأسهم من عام 2010 وحتى عام 2018

9- الدراسات السابقة :

- دراسة (الشناق وآخرون ، 2019): بعنوان : " أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي " - دراسة منشورة في مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية : هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، وقد جمعت البيانات من خلال القوائم المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي لكل من القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي لمعدل نمو المبيعات في أسعار الأسهم، أما بالنسبة إلى متغير حجم الشركة، فلم يبلغ تأثيره في أسعار الأسهم مستوى الدلالة الإحصائية .

- دراسة (جويحان ، 2015) : بعنوان : " أثر القيمة الاقتصادية المضافة على الأسعار السوقية للأسهم : دراسة تحليلية مقارنة مع أثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي ، والعائد على الاستثمار - رسالة ماجستير منشورة : هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي لقياس أي من المؤشرات أفضل في تفسير التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية للأسهم ، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدل ، أم المؤشرات المالية التقليدية، ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة لشركات عينة الدراسة المكونة من (31) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال (2012-2014) واستخلص منها المؤشرات المالية التي تخدم أغراض الدراسة، وتوصلت نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى أن مؤشر العائد على الاستثمار (ROI) هو من بين المتغيرات المستقلة الثلاثة الأكثر تأثيراً في الأسعار السوقية للأسهم (SP) إذ كشف اختبار بيرسون عن معامل ارتباط موجب ومرتفع نسبياً قدره 0.430 بينهما، وذلك مقابل عدم وجود علاقة لكل من المؤشرين الأخيرين وهما القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، والربح المتبقي (RI) ، حيث بلغا 0.146 ، 0.127 على التوالي، كما كشفت الدراسة أيضاً عن المؤشرات المالية التقليدية، والممثلة في الدراسة بمؤشري (RI & ROI) أكثر تأثيراً في أسعار الأسهم من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في حين أن جمع هذه المؤشرات الثلاثة معاً يُحسن من القدرة على تفسير التقلبات التي تحدث في هذه الأسعار .
- دراسة (Rajesh,2012) بعنوان :

"An Empirical Study on EVA And MVA Approach"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أيهما أكثر قدره على تقويم أداء المنظمات وتفسير التغير في أسعار أسهمها، وقد أجريت الدراسة على شركات الإسمنت في الهند، والبالغ عددها 10 شركات للفترة من 2000 لغاية 2010 باعتبار القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كعوامل متغيرة، وتقويم أداء الشركة وأسعار أسهم الشركات كمتغيرات تابعة، وقد خلصت الدراسة إلى أن كلا المعيارين له القدرة على تقويم الوضع المالي للشركات وكذلك تقويم أدائها.

- دراسة (Hddad, F., 2012) بعنوان:

"Relationship between Economic Value Added and Stock Returns: Evidence from Jordanian Banks"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والعائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين ROE ونسبة كفاية رأس المال بوصفها متغيرات مستقلة، وعوائد الأسهم كمتغير تابع، وتكونت عينة الدراسة من 15 بنكاً مدرجاً في بورصة عمان خلال المدة (2000-2009) واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار المجمع للبيانات المقطعية وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، في حين أشارت الدراسة إلى وجود علاقة ضعيفة بين نسبة العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين وكفاية رأس المال مع عوائد الأسهم

- إن ما يميز هذا البحث عن الدراسات السابقة هو حدود ومجتمع البحث حيث تمت الدراسة التطبيقية على مصرف بيبيلوس المدرجة أسهمه في سوق دمشق للأوراق المالية وخلال الفترة الممتدة من عام 2010 وحتى عام 2018 ، وتم احتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من خلال إجراء العديد من التعديلات المحاسبية على صافي الربح المحاسبي مع مراعاة خصوصية العمل المصرفي، حيث إن الدراسات السابقة كانت في مجال الشركات الصناعية .

10 - الإطار النظري للبحث :

10-1- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة :

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية، وتقييم تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة (DCF) أو صافي القيمة الحالية، كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق الثروة للمساهمين وتساعد المديرين على اتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الفرص المتاحة، وبعبارة أخرى القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هي معيار فعال يدل على نوعية السياسات الإدارية ومؤشر موثوق به فيما يتعلق بتحديد طريقة نمو القيمة لكونها تعتمد على مبدئين أساسيين في صنع القرار وهما (Hasani, S, Fathi, Z., 2012) :

- يجب أن يكون الهدف الأساسي لكل شركة مالية هو تعظيم الثروة المساهمين والقيمة .

- قيمة كل شركة تعتمد على حقيقة أن الأرباح المتوقعة في المستقبل ستكون أقل من تكلفة رأس المال .

وقد أصبح نموذج القيمة الاقتصادية المضافة أداة متكاملة لقياس الأداء الداخلي والخارجي كما يعد معياراً جيداً لربط الأداء، بخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من كلفة الاستثمار، فهذا يمثل زيادة في ثروة المساهمين، من خلال تأثيرها في أسعار الأسهم السوقية، أما إذا كان الفرق سالباً نتيجة زيادة كلفة الاستثمار على الربح التشغيلي، فإن الأثر السلبي لهذا المقدار يبدو واضحاً على القيمة السوقية للأسهم، ومن ثم في ثروة المساهمين (النعيمي، التميمي، 2008).

بالإضافة إلى ذلك، فإن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يعدّ مؤشراً لقياس مدى خلق القيمة للمساهمين في المصارف المدرجة وغير المدرجة في البورصة على حدّ سواء، حيث تعد القيمة الاقتصادية المضافة أداة يستخدمها المصرفيون لقياس أداء المصرف، فالقيمة الاقتصادية المضافة تحدد فيما إذا كانت الأعمال تمثل كسباً لمزيد من الثروة لحملة الأسهم، وقد استخدمت أساساً في الصناعة المصرفية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1994 م، فهي تمثل تقديراً للربح الاقتصادي الحقيقي، نظراً لشموليتها على تكلفة التمويل بالديون إلى جانب تكلفة تمويل أسهم رأس المال (POPA & et al, 2009).

10-3- خطوات قياس القيمة الاقتصادية المضافة في 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 ، حيث تم الاعتماد على المنهجية التالية في حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف :

- **التعديلات على الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب** : ويقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل، من خلال تحديد مبلغ الدخل قبل الضريبة وإجراء عملية الرسملة على المصروفات لتحديد المبالغ التي صرفت للعام الحالي ، حيث يعد من أهم اتجاهات تحديد هوية الربح التشغيلي بعد الضرائب أو ما يسمى بالربح الاقتصادي هو أنه لحساب الربح التشغيلي بعد الضريبة يجب إجراء بعض التعديلات على القوائم المالية برسمة كافة تكاليف الاستثمارات غير الملموسة وفوائد القروض بعد الضرائب وإضافتها إلى صافي الربح بعد الضريبة، ويطلق على القيمة الاقتصادية المضافة في هذه الحالة بالقيمة الاقتصادية المضافة المنشورة (توفيق، 2010) .

ويعد حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب هو الخطوة الأولى في عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة ، وذلك لأهمية استبعاد أثر تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها على صافي الربح والتي قد تشوه الواقع الاقتصادي للمصرف ومن أهم هذه التعديلات (أبو وادي، الحيط ، 2016) :

1- 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 .

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

3- 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 .

• 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 ، وتعد عملية حساب تكلفة رأس المال المكون الأصعب في حساب القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعبر عن معدل العائد المتوقع من المقرضين وحملة الأسهم وهو يمثل الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار الاقتصادي، وبالنسبة للمصارف سيتم حساب تكلفة رأس المال المستثمر باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM (أبو وادي ، الحيط ، 2016) .

• حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA وفقاً للقانون (قومي ، وآخرون ، 2011) :

$$EVA = NOPAT - (C * WACC)$$

فإذا كانت $EVA < 0$ ففي هذه الحالة يمكن القول أن المنشأة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن المنشأة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال وعندما تكون $EVA < 0$ هذا يعني تآكل في ثروة الملاك.

وأخيراً يمكن القول أنه أمام خصوصية العمل المصرفي فإن اثنين من أكثر التعديلات شيوعاً والتي تطبق على الأرباح، هي معالجة مخصصات تدني الخسائر الائتمانية والمخصصات الضريبية، كما يجوز للمصرف إجراء تعديلات أخرى وفق ما يراه مناسباً (Fraker, G., 2006) .

10-4- مزايا استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية للأسهم :

تعددت المزايا والفوائد الإيجابية التي اكتسبتها الشركات والمستثمرون الذين استخدموا القيمة الاقتصادية المضافة في تقييمهم وتحليلهم لتفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم ونعرضها كما يلي (جويحان، 2015):

- يأخذ هذا المقياس في اعتباره تكلفة رأس المال المملوك والمقترض أي أنه يتم تحميل كافة التكاليف التي تتحملها الشركة من الإيرادات المحققة، وبالتالي فإن الربح المتبقي يمثل الربح الحقيقي لحملة الأسهم والذي يمكن الاعتماد عليه بشكل كبير في تفسير التغير الحاصل على أسعار الأسهم السوقية للشركات المدروسة، على فرض أن السوق يعكس الربح الحقيقي على أسعار الأسهم .
- يؤدي استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر مالي إلى التخلص من التناقضات أو التعارضات التي تنشأ بسبب استخدام الشركات لمؤشرات أداء متعددة مثل : ربحية السهم العادي ، والعائد على الاستثمار ، والعائد على حقوق الملكية.

- أثبتت شركة Stern Stewart & Co من خلال الأبحاث التي قامت بها أن المحافظ التي تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم أسهمها تتفوق على المحافظ الأخرى التي لا تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة بما يقارب 6-8 نقاط سنوياً فيما يتعلق بإجمالي العائد المحقق لحملة الأسهم في السنوات الخمس الأولى بعد تطبيق هذا المقياس.
- إن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة من قبل إدارات الشركات لاتخاذ القرارات من شأنها أن تؤثر على تقييم السوق المالي للشركة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء المالي الداخلي للشركة من خلال انعكاسه في قيمة سهمها في أسواق التداول.
- تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المدراء، وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك الشركة.

11 - الدراسة العملية :

11-1- لمحة عن مصرف بيبيلوس :

مصرف بيبيلوس سورية ش.م.م تأسس كشركة مساهمة سورية مغلقة في 20 تشرين الأول 2005 بموجب القرار رقم / 925 ل 26 بتاريخ 26 تشرين الثاني 2005 ، وبموجب قانون المصارف رقم 28 لعام 2001 ، وسجل المصرف لدى سجل المصارف تحت رقم 13 بوصفه مصرفاً خاصاً ، تم تأسيس المصرف برأسمال مقداره 2 مليار ليرة سورية مقسم على 4000000 سهم، وقد تمت زيادة رأس المال على عدة مراحل ليصبح إجمالي رأس المال 6 مليار و 120 مليون ليرة سورية مقسمة إلى 61,200,000 سهم بقيمة اسمية 100 ليرة سورية للسهم الواحد.

يقوم المصرف بتقديم عدة أنشطة وخدمات مصرفيه من خلال مركزه الرئيسي وفروعه الأحد عشر في دمشق وريف دمشق والسويداء وحلب وحمص وحماة واللاذقية وطرطوس، كما أن أسهم المصرف مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية منذ تاريخ 17\11\2009.

11 - 2 - حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمصرف بيبيلوس :

لأغراض حساب القيمة الاقتصادية المضافة قامت الباحثة بإجراء التعديلات المحاسبية على البيانات المستخرجة من القوائم المالية لمصرف بيبيلوس ومع مراعاة خصوصية العمل المصرفي، يمكن تحديد خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي :

1- تم حساب الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة NOPT وذلك وفقاً للجدول رقم (1) : من خلال إضافة الفائدة لصافي الربح لعدم حدوث ازدواجية ، وتم إجراء رسلة للمخصصات من خلال إضافة الزيادة أو (طرح الانخفاض) إلى قيمتها عن نفس المدة إلى صافي الربح ذلك وفقاً للتعديل الذي يطلب رسلة المخصصات، إلى جانب طرح الضريبة عن العناصر المضافة ، كما تمت معالجة الضريبة من خلال إجراء عملية معاكسة بإضافة إيرادات الضرائب المؤجلة وطرح الضريبة الفعلية التي تخص الفترة وذلك بالاعتماد على الإيضاحات المرفقة بقوائم الدخل الخاصة بمصرف بيبيلوس وصولاً إلى صافي الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة .

2- تم حساب تكلفة رأس المال WACC بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وفقاً للجدولين (2) و (3).
وذلك من خلال المعادلة التالية :

$$WACC = Ke * We + Kd * Wd$$

حيث إن :

Ke : معدل كلفة الأسهم ويتم حسابها من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ، We : الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل ، Kd : معدل كلفة الديون ، Wd : الوزن النسبي للديون طويلة الأجل في هيكل التمويل.

كما تم الحصول على بيانات من موقع بورصة دمشق لحساب عائد السوق ، إلى جانب الحصول على القرارات الصادرة من مجلس النقد والتسليف فيما يخص معدل العائد الخالي من المخاطرة ، حيث تم احتساب عائد السوق من خلال الحصول على سعر الإغلاق اليومي لمؤشر بورصة دمشق ومن ثم احتساب عائد المؤشر " السوق " ومن ثم استخدام دالة Average من برنامج اكسل للحصول على متوسط عائد السوق لكل سنة من سنوات الدراسة (2010-2018). أما معامل بيتا تم احتسابه من خلال استخدام دالة slope من برنامج اكسل بين عائد سهم مصرف بيبيلوس وعائد مؤشر سوق دمشق .

تم حساب معدل العائد اليومي لسهم مصرف بيبيلوس وفقاً للقانون:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

حيث إن :

R_{it} : هو معدّل عائد السهم في اليوم t .

P_{it} : هو سعر إقبال السهم في اليوم t

P_{it-1} : هو سعر إقبال السهم في اليوم $t-1$

كما تم حساب عائد السوق وفقاً للقانون :

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

حيث إن :

R_{mt} : هو معدّل عائد السوق في اليوم t .

I_t : هي قيمة إقبال المؤشر العام لسوق دمشق للأوراق المالية في اليوم t .

I_{t-1} : هي قيمة إقبال المؤشر العام لسوق دمشق للأوراق المالية في اليوم السابق لليوم t .

3- تم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفقاً للجدول (4) بحسب القانون :

$$EVA = NOPAT - (C * WACC)$$

حيث أن: EVA : القيمة الاقتصادية المضافة ، NOPT : صافي الربح التشغيلي المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة.

C : رأس المال المستثمر المعدل ، WACC : التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر .

وقد تم الاعتماد على طريقة جانب الخصوم في حساب رأس المال المستثمر (C) من خلال إضافة المخصصات إلى كل من حقوق الملكية والودائع وذلك استناداً إلى الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية وتشمل مخصص تدني الخسائر الائتمانية ومخصص ضريبة الدخل والمخصصات المتنوعة لحساب تكلفتها على أساس نقدي إلى جانب إضافة مخصصات قائمة الدخل وذلك تطبيقاً للتعديل الذي يطلب رسملة المخصصات والاحتياطات.

والجداول الآتية تتضمن العمليات الحسابية التي تم إجراءها من التعديلات المحاسبية اللازمة على صافي الربح كما في الجدول (1) وآلية احتساب تكلفة رأس المال المستثمر ورأس المال المستثمر كما في الجدولين (3) و (4)، وذلك وصولاً إلى حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في الجدول (4) كما يلي :

الجدول رقم (1) : حساب الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة NOPAT

السنوات				
2014	2013	2012	2011	2010
NOPAT الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة				
1100317998	452603065	157311970	169292440	231123382
الفائدة المدينة				
1688198360	1518548279	1683766861	1460993485	1035572414
اطفاءات الموجودات غير الملموسة المرسمة				
650320	-1042121	-131439	247131	171954
المخصصات المتنوعة المرسمة				
-116893185	-42567811	164303974	-73538	-1584865
مخصص تدني الخسائر الرأسمالية المرسمة				
-2328501634	1505313656	1683373930	793151286	36374449-
الضريبة على العناصر المضافة				
422212170	755965483.8	882861191.3	563597975.5	258936092
الضرائب المؤجلة				
444778629	875142294	492547969	46542565	91884221
الضريبة الفعلية				
372583284	874784279	492547969	46397239	91884221
NOPAT				
-6244966	2677247599	2805764105	1860158155	969972344
السنوات				
2018	2017	2016	2015	
NOPAT الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة				
1235128534	964565027	6909247851	6528822794	
الفائدة المدينة				
2179636585	1765418646	1395937541	1692209489	
اطفاءات الموجودات غير الملموسة المرسمة				
30422	-922713	-634368	593088	
المخصصات المتنوعة المرسمة				
-6864383997	2860690448	957261624	3045062278	
مخصص تدني الخسائر الرأسمالية المرسمة				
822204834	-482310970	-214084547	-694383083	
الضريبة على العناصر المضافة				
750467960.3	1156527274	588299791.3	11884466214	
الضرائب المؤجلة				
166637259	545460411	336598284	164761105	
الضرائب الفعلية				
168493433	-	330102443	119544125	
NOPAT				
-3379707756	4496373575	8465924151	9429074925	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى القوائم المالية لمصرف بيبيلوس .

الجدول رقم (2): احتساب تكلفة الديون للوصول إلى المعدل الموزون لرأس المال WACC

السنوات				
2014	2013	2012	2011	2010
الودائع لأجل				
43577191104	34447782525	28081192899	37147030286	36215196004
الفائدة المدينة				
1688198360	1518548279	1683766861	1460993485	1035572414
حقوق الملكية + الودائع لأجل				
51583644458	1.038E+11	34541626979	43706289395	40603758589
الوزن النسبي = الودائع لأجل \ (حقوق الملكية + الودائع لأجل)				
0.844786978	0.332	0.812966712	0.849924	0.891917331
(الفائدة المدينة \ الودائع لأجل) Kd تكلفة التمويل بالديون				
0.038740413	0.044083	0.059960666	0.03933	0.028594969
تكلفة الودائع (الوزن النسبي * تكلفة التمويل)				
0.032727396	0.014636	0.048746021	0.033428	0.025504348
السنوات				
2018		2017		2016
الودائع لأجل				
55344626103		43075566991		41854214096
الفائدة المدينة				
2179636585		1765418646		1395937541
حقوق الملكية + الودائع لأجل				
78919141821		24104805830		63229036253
الوزن النسبي = الودائع لأجل \ (حقوق الملكية + الودائع لأجل)				
0.701283		1.79		0.661946102
(الفائدة المدينة \ الودائع لأجل) Kd تكلفة التمويل بالديون				
0.039383		0.040984		0.033352377
تكلفة الودائع (الوزن النسبي * تكلفة التمويل)				
0.027619		0.073361		0.022077476

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى القوائم المالية لمصرف بيبيلوس .

الجدول رقم (3): احتساب تكلفة الملكية للوصول إلى المعدل الموزون لرأس المال WACC

السنوات				
2014	2013	2012	2011	2010
حقوق الملكية				
7974682570	6935254516	6460434080	6559259109	4388562585
الودائع + حقوق الملكية				
51583644458	1.038E+11	34541626979	43706289395	40603758589
الوزن النسبي لحقوق الملكية = حقوق الملكية / (الودائع + حقوق الملكية)				
0.154597114	6.68E-02	0.187033288	0.150076	0.108082669
معدل الفائدة على أنونات الخزينة				
0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
بيتا				
0.291781	0.049231	0.044995	-0.05197	0.704445
عائد السوق				
0.011198	0.332297	-0.081824	0.331653	0.318767
CAPM تكلفة الملكية باستخدام نموذج				
0.03159612364	0.05439007361	0.03451852912	0.02484279359	0.2363760193
CAPM تكلفة الملكية = الوزن النسبي للملكية * تكلفة الملكية باستخدام نموذج				
0.004884669528	0.003633256917	0.006456113998	0.003728307091	0.02554815105
تكلفة الديون من الجدول رقم (2)				
0.032727396	0.014636	0.048746021	0.033428	0.025504348
= تكلفة الديون + تكلفة الملكية WACC				
0.03761206553	0.01826925692	0.055202135	0.03715607091	0.05105249905

السنوات			
2018	2017	2016	2015
حقوق الملكية			
23574515718	22339387184	21374822157	14468333217
الودائع + حقوق الملكية			
78919141821	24104805830	63229036253	2.66E+11
الوزن النسبي لحقوق الملكية = حقوق الملكية / (الودائع + حقوق الملكية)			
0.298717	0.9267607191	0.338053898	5.44E-02
معدل الفائدة على أدونات الخزينة			
0.04	0.04	0.04	0.04
بيتا			
-0.14942	-0.00904	0.172986	0.018162
عائد السوق			
0.016232	0.578914	0.139426	-0.017229
CAPM تكلفة الملكية باستخدام نموذج			
0.04355141456	0.03512821744	0.05719930604	0.0389606069
CAPM تكلفة الملكية = الوزن النسبي للملكية * تكلفة الملكية باستخدام نموذج			
0.0130095479	0.03255545206	0.01933644837	0.00211945697
تكلفة الديون من الجدول رقم (2)			
0.027619	0.073361	0.022077476	0.006364
= تكلفة الديون + تكلفة الملكية WACC			
0.0406285479	0.1059164521	0.04141392437	0.00848345697

المصدر : من إعداد الباحثة بالاستناد إلى القوائم المالية لمصرف بيبيلوس وبيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية .

الجدول رقم (4) : حساب القيمة الاقتصادية المضافة

السنوات				
2014	2013	2012	2011	2010
(ودائع + حقوق الملكية + مخصصات) رأس المال المستثمر				
64126126919	1.17E+11	40915363077	45521098298	40886321935
(WACC التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر)				
0.03761206553	0.01826925692	0.055202135	0.03715607091	0.05105249905
C*WACC				
2411916088	2.14E+09	2258615396	1691385156	2087348912
NOPAT الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة				
-6244966	2677247599	2805764105	1860158155	969972344
EVA القيمة الاقتصادية المضافة				
-2418161054	537247599	547148709	168772999	-1117376568
السنوات				
2018	2017	2016	2015	
(ودائع + حقوق الملكية + مخصصات) رأس المال المستثمر				
89564157064	41909399215	1.7818E+11	2.84E+11	
(WACC التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر)				
0.0406285479	0.1059164521	0.04141392437	0.00848345697	
C*WACC				
3.64E+09	4.44E+09	7.38E+09	2.41E+09	
NOPAT الربح المعدل قبل الفائدة وبعد الضريبة				
-3379707756	4496373575	8465924151	9429074925	
EVA القيمة الاقتصادية المضافة				
-7019707756	56373573575	1085924151	7019074925	

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمصرف بيبيلوس، وبيانات كل من الجدولين (1) و (3).

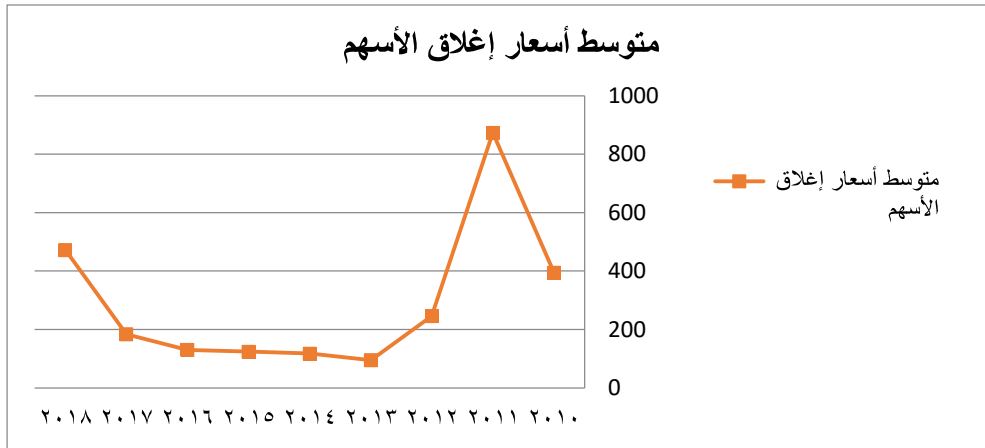
11-3 - دراسة تطور القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس : تم احتساب القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس بدلالة "متوسط سعر الإغلاق السنوي"، حيث تم الحصول على سعر إغلاق السهم لكل أيام السنة للسنوات من 2010 حتى 2018 من موقع سوق دمشق للأوراق المالية وباستخدام دالة "Average" من برنامج اكسل تم احتساب متوسط سعر إغلاق السنة لكل سنة من سنوات الدراسة وفقاً للجدول التالي:

الجدول رقم (5) : متوسط أسعار إغلاق أسهم مصرف بيبيلوس للأعوام (2010 - 2018)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
متوسط أسعار الإغلاق	395.40	873.84	245.91	95.02	118.34	123.78	130.82	183.84	472.31
التغير (%)	-	121%	-71.8%	-61.3%	24.5%	4.5%	5.6%	40.5%	156.9%

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع سوق دمشق للأوراق المالية .

نلاحظ من الجدول رقم (5) تطور متوسط أسعار الإغلاق خلال الفترة الممتدة من (2010 وحتى 2018) حيث بلغت في عام 2010 (395.40) وفي عام 2018 بلغت أعلى قيمة لها للمتوسط (472.31) وما بين هذين العامين شهدت القيمة السوقية تنذباً واضحاً ارتفاعاً وانخفاضاً كان أدناها في عام 2013 بقيمة (95.02) . ويمكن عرض هذا التطور بيانياً كما في الشكل التالي :



الشكل رقم (1): تطور القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس خلال الأعوام (2010 - 2018)

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد برنامج Microsoft office Excel 2010

11-4- اختبار فرضية البحث :

لاختبار هذه الفرضية تم إدخال البيانات المالية المتعلقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لمصرف بيبيلوس للسنوات المالية من عام 2010 حتى عام 2018، حيث أجريت العمليات الحسابية بالاعتماد على برنامج Excel ، حيث تم بإدخال بيانات المتغير المستقل والتابع وباستخدام معادلة الانحدار الخطي البسيط تم استخراج قيمة معامل الارتباط (R) ومعامل التحديد (R^2) اللذين يظهران العلاقة والقدرة التفسيرية بين القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل ومتوسط سعر الإغلاق للسهم كمتغير تابع إلى جانب تحليل التباين ANOVA وكانت النتائج حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (6) : العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومتوسط سعر إغلاق سهم مصرف بيبيلوس

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.200 ^a	.040	-.097-	266.72199

a. Predictors: (Constant), EVA

المصدر : مخرجات برنامج SPSS

يتضح من خلال الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط (R) بين القيمة الاقتصادية المضافة وسعر إغلاق السهم قد بلغت (0.200) مما يشير إلى وجود علاقة طردية ضعيفة بينهما، وبالنظر إلى معامل التحديد (R²) نجد أن قيمته (0.040) أي إن القيمة الاقتصادية المضافة لها قدرة على تفسير المتغير التابع (متوسط سعر إغلاق السهم) بنسبة (4 %) فقط .

ولاختبار معنوية العلاقة من خلال قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (7) : اختبار معنوية النموذج للمتغيرين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية للسهم

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	20798.489	1	20798.489	.292	.605 ^a
	Residual	497984.356	7	71140.622		
	Total	518782.845	8			

a. Predictors: (Constant), EVA

b. Dependent Variable: PRICE

المصدر : مخرجات برنامج SPSS

يوضح الجدول رقم (7) اختبار معنوية النموذج حيث بلغت القيمة الاحتمالية (Sig=0.605) وهي أكبر من (0.05) مما يدل على عدم معنوية معادلة الانحدار المقدر .

الجدول رقم (8) : نتائج اختبار T

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	311.209	94.909		3.279	.014
	EVA	-2.704E-9	.000	-.200-	-.541-	.605

a. Dependent Variable: PRICE

المصدر : مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن قيمة (P.value) للثابت قدرت بـ (0.014) وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05 أي أن الثابت ذو دلالة معنوية، في حين كانت قيمة P.value لمعامل الانحدار (0.605) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أنه : ليس للقيمة الاقتصادية المضافة تأثير أو قدرة في تفسير التغير الحاصل في تقلبات القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس .

12-النتائج :

- 1- ليس للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تأثير أو قدرة في تفسير التغير الحاصل في تقلبات القيمة السوقية لأسهم مصرف بيبيلوس المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً اقتصادياً يساهم في تقييم الأداء وتفسير تغييرات الأسعار السوقية بشكل فعال في ظل الأسواق المالية الكفوءة، وهو ما تفنقر إليه سوق دمشق للأوراق المالية بالإضافة إلى الظروف الاستثنائية التي مرت فيها سورية خلال أعوام الدراسة والتي من شأنها أن تعكس بشكل مباشر وسلب في أداء المصارف وأداء سوق دمشق للأوراق المالية .
- 2- إن مدى صلاحية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وإمكانية استخدامه بشكل فعلي في تفسير حركة الأسعار في السوق المالي ما زال محدوداً، وذلك بسبب الصعوبة والتعقيد في عملية حساب هذا المؤشر واختلاف التعديلات والأسس المطبقة لاحتسابه، إلى جانب عدم توفر المعلومات اللازمة بشكل واضح و التي تلزم لتحديده.

13-التوصيات:

- 1- إن عدم قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم لا يلغي أهميته، كون أن هذا المؤشر يأخذ بالاعتبار تكلفة رأس المال المملوك والمقترض عند قياس الربح الحقيقي ، لهذا توصي الباحثة بضرورة نشر ثقافة الفكر الجديد والتوجه لمفهوم القيمة وخاصة لفئة أصحاب المصالح ، والعمل على اتباع الاستراتيجيات المختلفة لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة من خلال زيادة العائد على رأس المال المستثمر وتخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر ، بالإضافة إلى الدخول في استثمارات جديدة لكسب عوائد أكبر من تكلفة رأس المال ، والعمل على استدامة الميزة التنافسية من أجل تحقيق عوائد أعلى من العادية ولمدة أطول .
- 2- توفير المعلومات اللازمة في مجال حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والتي تلزم لتحديدها مثل معامل بيتا للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر (WACC) في تلك المصارف .
- 3- إضافة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) إلى بقية المؤشرات التقليدية المستخدمة حالياً خصوصاً في حال توفر جميع المعلومات اللازمة لتحديد القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمصارف المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية وذلك لغرض دراسة قدرتها في تفسير تقلبات الأسعار السوقية لأسهم المصارف .
- 4- إجراء المزيد من الدراسات المستقبلية لإستكشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم جوانب الأداء المالي للمصارف من جهة وقدرتها في تفسير تقلبات الأسعار السوقية للأسهم من جهة أخرى، وذلك في ظل ظروف طبيعية وأكثر استقراراً .

14- المراجع :**1-14- المراجع باللغة العربية:**

- 1- أبو وادي، الحيط، 2016، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية ، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد (30)، العدد (12)، الأردن ، ص 250.
- 2- توفيق، مبروك ، 2010، القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل لقياس الأداء المالي للمنشأة : دراسة تطبيقية على قطاع الاتصالات المصرية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الرابع والعشرون، كلية التجارة، جامعة حلوان، مصر ، ص 292 .

- 3- جويحان، سلطان، 2015، أثر القيمة الاقتصادية المضافة على الأسعار السوقية للأسهم : دراسة تحليلية مقارنة مع أثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي والعائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط ، كلية الأعمال، عمان، الأردن، ص 16.
- 4- سويسي ، هوارى ، 2008 ، بتقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، ص ص 242-243.
- 5- الشناق وآخرون ، 2019، أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29، العدد 2، ص ص 143-162، ص 146.
- 6- قدومي وآخرون ، 2011، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ، عمان ، الأردن، ص 9.
- 7- النعيمي، عدنان، التميمي ، أرشد، 2008، التحليل والتخطيط المالي، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ، ص ص 136-137.
- 14-2- المراجع باللغة الانكليزية :

- 1- Fraker, G.,2006, Using Economic Value Added (EVA) to Measure and Improve Bank Performance, Paper Writing Contest RMA – Arizona Chapter.
- 2- Hasani, S, Fathi, Z., 2012, Relationship The Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute, VOL 4, NO 3, p 406-415, p 408.
- 3- hddad , F., 2012, the relationship between economic value added and stock returns, Evidance from jordanian banks , EURO journals, Issue 89, p.p 15-6 .
- 4- POPA & et al, 2009, EVA – Advanced method for performance evaluation in banks, The Ninth International Conference “Investments and Economic Recovery”, May 22 – 23, Pp. 168-173.
- 5- Rajesh ,M, N R V Ramana reddy , Narayana Reddy , 2012 , “ An Empirical Study on EVA And MVA Approach ” , International Journal Of Marketing , Financial Services And Management Research 1, (3),p.p.135-160

14-3- المواقع الإلكترونية :

- 1- <http://www.byblosbanksyria.com/syria> الموقع الرسمي لمصرف بيبولوس
- 2- <http://www.dse.gov.sy/> سوق دمشق للأوراق المالية
- 3- <http://www.scfms.sy/> هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية