



فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في التنبؤ بعوائد الأسهم
دراسة تطبيقية على الشركة السودانية للاتصالات (٢٠١٣-٢٠٢٢)

**The Predictive Power of the Economic Value Added (EVA) Index
in Forecasting Stock Returns: An Applied study on the Sudanese
Telecommunications Company (Sudatel), 2013–2022**

رشيدة يس محمد الأمين عبدالحنان _ أ.د. الهادي ادم _ د. زهير أحمد علي

المستخلص:

هدفت الدراسة إلى إختبار القدرة التفسيرية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تفسير عوائد الأسهم، بالتطبيق على الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠٢٢). إعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي باستخدام بيانات سنوية مستمدة من القوائم المالية وتقارير سوق الخرطوم للأوراق المالية، مع توظيف نموذج الانحدار الخطي لتحليل العلاقة بين EVA وعوائد الأسهم. توصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية بين EVA وعوائد الأسهم، إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية قوية، حيث أوضحت قيمة معامل التحديد أن EVA يفسر جزءاً محدوداً من التغيرات في العوائد، بينما تعزى النسبة الأكبر لعوامل أخرى مثل الظروف الاقتصادية ومستوى المخاطر وهيكل التمويل وتكلفة راس المال، كما بينت النتائج وجود تذبذب في مؤشرات الدراسة خلال فترة التحليل، وأهمية دمج EVA ضمن أدوات التحليل المالي، حيث أكدت النتائج التطبيقية لدراسة سوداتل أن EVA توفر صورة أعمق لقدرة المنشأة على خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس التقليدية مثل العائد على الأصول أو صافي الربح. أوصت الدراسة بضرورة إستخدام EVA إلى جانب المؤشرات المالية التقليدية ضمن إطار مالي متكامل يأخذ في الاعتبار تكلفة راس المال وخصائص الشركة السوقية، وكل ذلك يساهم في تعزيز دقة تقييم الأداء المالي ودعم قرارات المستثمرين في الأسواق الناشئة.

الكلمات المفتاحية: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، عوائد الأسهم (EPS)، الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل)

Abstract:

The study aimed to test the explanatory ability of the economic value added measure (EVA) in interpreting share returns, by application on the Sudanese telecommunications company (Sudatel) during the period (2013-2022). The study relied on the descriptive analytical approach using annual data derived from financial statements and reports of the Khartoum Stock Exchange Market; while using a linear regression model to analyze the relationship between EVA and stock returns. The study findings indicated the existence of a positive relationship between EVA and stock returns, but it was not statistically significant, as the value of the coefficient of determination showed that EVA explains a limited part of the changes in returns, while the larger percentage is

due to other factors such as economic conditions, risk level, financing structure and cost of capital. The results also showed the presence of fluctuation in the study indicators during the analysis period, as well as pointing to the importance of integrating EVA into financial analysis tools; since the applied results of the Sudatel study confirmed that EVA provides a deeper picture of the entity's ability to create value for the shareholders compared to traditional metrics such as return on assets or net profit. The study recommended that EVA should be used in addition to traditional financial indicators within an integrated financial framework that takes into account the cost of capital and the market characteristics of the company, all of which contribute to enhancing the accuracy of financial performance assessment and supporting investor decisions in emerging markets.

Keywords: Economic Value Added (EVA), Earnings per Share (EPS), Sudan Telecommunication Company (Sudatel).

الإطار العام للدراسة:

مقدمة الدراسة:

تعد مقاييس الأداء المالي من الأدوات الأساسية التي تعتمد عليها الإدارة والمستثمرون في تقييم كفاءة الشركات واتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية. وقد اعتمدت الأدبيات التقليدية على مؤشرات محاسبية مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، إلا أن هذه المؤشرات تعرضت لانتقادات متزايدة بسبب اعتمادها على البيانات المحاسبية وتجاهلها لتكلفة رأس المال، مما قد يؤدي إلى تقديم صورة غير دقيقة عن الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركات.

وفي هذا السياق، برزت القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added-EVA) كمقياس حديث للأداء المالي، يقوم على مفهوم الربح الاقتصادي، حيث يقيس القيمة المتحققة للمساهمين بعد خصم تكلفة رأس المال المستثمر. ويتميز هذا المقياس بقدرته على الدمج بين الجوانب المحاسبية والاقتصادية والتمويلية، مما يجعله أكثر ملاءمة لتقييم الأداء الحقيقي للشركات.

وقد تزايد الاهتمام باستخدام EVA في تفسير وتقييم أداء الأسهم، إلا أن نتائج الدراسات السابقة جاءت متباينة، خاصة في الأسواق الناشئة، حيث لا يزال الجدال قائماً حول مدى قدرة هذا المقياس على تفسير أو التنبؤ بعوائد الأسهم مقارنة بالمقاييس التقليدية.

وإنطلاقاً من ذلك، تهدف هذه الدراسة إلى إختبار القدرة التفسيرية للتنبؤية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في عوائد الأسهم، وذلك بالتطبيق على الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) خلال الفترة (2013-2022).

مشكلة الدراسة:

على الرغم من الاستخدام الواسع لمقاييس الأداء المالي التقليدية، إلا أن محدوديتها في عكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للشركات، نتيجة تجاهلها لتكلفة رأس المال، قد أثار تساؤلات حول مدى ملاءمتها في تفسير تحركات أسعار الأسهم وعوائدها، ورغم تعدد الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، إلا أن معظمها ركز على الأسواق المتقدمة أو بعض الأسواق الناشئة، مع تطبيقات في قطاعات صناعية أو مصرفية. كما أن جزءاً كبيراً من هذه الدراسات تناول العلاقة بين EVA ومؤشرات مثل (MVA) أو (EPS)، دون التركيز المباشر على عوائد الأسهم السوقية.

وفي المقابل ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر أكثر شمولاً، إلا أن الأدلة التطبيقية حول قدرته على تفسير أو التنبؤ بعوائد الأسهم لا تزال غير حاسمة، خاصة في الأسواق النامية، ومنها السوق السوداني الذي يعاني من نقص واضح في الدراسات التطبيقية في هذا المجال، خاصة في قطاع الاتصالات الذي يتميز بارتفاع كثافة رأس المال وطبيعته الاستثمارية طويلة الأجل.

وعليه، تسعى هذه الدراسة إلى سد هذه الفجوة البحثية من خلال إختبار القدرة التفسيرية لمقياس (EVA) في تفسير عوائد الأسهم السوقية، وذلك بالتطبيق على الشركة السودانية للاتصالات خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠٢٢)، في ظل بيئة اقتصادية تتسم بالتقلبات وارتفاع معدلات التضخم وتغيرات سعر الصرف.

وعليه، تتمثل مشكلة الدراسة في إختبار مدى قدرة مؤشر EVA على تفسير والتنبؤ بعوائد الأسهم، ويمكن صياغة المشكلة في السؤال التالي:

هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في عوائد أسهم الشركة السودانية للاتصالات خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠٢٢؟

فرضية الدراسة:

تختبر الدراسة الفرضية التالية:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في عوائد أسهم الشركة السودانية للاتصالات خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠٢٢

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعوائد الأسهم السوقية، والتحقق من مدى دلالتها الإحصائية، وقياس القدرة التفسيرية لمقياس EVA في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وهل لمقياس (EVA) أثر معنوي إيجابي على عوائد أسهم الشركة السودانية للاتصالات.

أهمية الدراسة:

الأهمية العلمية: تتمثل الأهمية العلمية لهذه الدراسة من عدة جوانب، أبرزها:

١. تسهم في سد الفجوة المعرفية المتعلقة باستخدام مؤشرات الأداء المالي الحديثة، خاصة في بيئة الاقتصاد السوداني وقطاع الاتصالات.
٢. تعمل على إثراء الأدبيات المالية من خلال تحليل فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كأداة حديثة لتقييم الأداء المالي.
٣. تُعد من الدراسات القليلة التي تناولت مؤشر EVA في سياق تطبيقي داخل قطاع الاتصالات في السودان.

الأهمية العملية:

تتمثل الأهمية العملية للدراسة فيما يلي:

١. تقديم نتائج وتوصيات تساعد الشركات والمستثمرين والمحليلين الماليين في إتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة وكفاءة.

٢. دعم الاعتماد على مؤشرات مالية حديثة مثل EVA في تقييم الأداء، بدلاً من الاقتصار على المؤشرات التقليدية .
٣. الإسهام في تحسين جودة التقارير المالية والتحليل الاستثماري داخل الأسواق المالية الناشئة .

منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي (Descriptive Analytical Method)، والذي يُعد من أكثر المناهج ملائمة للدراسات المالية التي تهدف إلى تحليل العلاقات بين المتغيرات الكمية عبر السلاسل الزمنية. ويتمثل تطبيق هذا المنهج في الآتي:

• **الوصف:** من خلال عرض وتحليل تطور مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركة السودانية للاتصالات خلال فترة الدراسة .

• **التحليل:** عبر إختبار العلاقة بين EVA وعودد الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة وتم قياس عائد السهم في هذه الدراسة باستخدام ربحية السهم (Earnings Per Share – EPS) كمتغير بديل (Proxy) لعائد السهم، وذلك وفق المعادلة التالية

$$EPS = \text{صافي الربح بعد الضريبة} \div \text{متوسط عدد الأسهم العادية}$$

وقد أعتد هذا المقياس لعدة إعتبرات، من أهمها:

١. توفر بياناته بشكل منتظم خلال فترة الدراسة .
٢. إرتباطه الوثيق بأداء الشركة وربحية المستثمرين .
٣. إستخدامه في العديد من الدراسات السابقة كمؤشر تقريبي لعودد الأسهم، خاصة في الأسواق الناشئة التي تعاني من نقص البيانات السوقية .

وعلى الرغم من أن EPS لا يعكس العائد السوقي بشكل مباشر، إلا أنه يُعد مؤشراً مناسباً لقياس إستجابة الأداء المالي للشركة، وبالتالي تم إستخدامه كمتغير تابع في نموذج الدراسة.

مصادر البيانات:

إعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية، والتي تم الحصول عليها من المصادر التالية:

- التقارير المالية السنوية المنشورة للشركة السودانية للاتصالات خلال فترة الدراسة .
- النشرات والتقارير الرسمية الصادرة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية .
- الكتب والمراجع العلمية والدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الأداء المالي وعودد الأسهم .

التعريفات الإجرائية لمفاهيم الدراسة:

١. مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

تُعرّف القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) إجرائياً بأنها صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة مطروحاً منه تكلفة رأس المال المستثمر، وهي تمثل مقدار القيمة الحقيقية التي تحققها الشركة للمساهمين بعد تغطية جميع تكاليف التمويل. ويُقاس هذا المقياس في الدراسة وفق المعادلة التالية:

$$EVA = NOPAT - (\text{Capital Invested} \times \text{Cost of Capital})$$

حيث:
NOPAT صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة
Cost of Capital تكلفة رأس المال

Capital Invested رأس المال المستثمر

ويستخدم هذا المؤشر لقياس قدرة الشركة على خلق قيمة اقتصادية فعلية، وليس فقط تحقيق أرباح محاسبية (Stewart, 1991).

٢. عوائد الأسهم

تُعرّف عوائد الأسهم بأنها معدل العائد السنوي المحقق من الاستثمار في سهم الشركة السودانية للاتصالات، والذي يعكس التغير في سعر السهم خلال فترة معينة مضافاً إليه التوزيعات النقدية (إن وجدت)، ويتم قياس عوائد الأسهم وفق الصيغة التالية: عائد السهم = (سعر السهم في نهاية الفترة - سعره في بداية الفترة + التوزيعات النقدية) ÷ سعر السهم في بداية الفترة، بينما في هذه الدراسة المقصود به صافي الربح بعد الضريبة مقسوم على متوسط عدد الأسهم العادية، ويستخدم كمتغير غير مباشر (Proxy) ويستخدم هذا المؤشر كمتغير تابع في الدراسة لقياس مدى إستجابة السوق للأداء المالي للشركة .

الإطار النظري والدراسات السابقة:

اولاً- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

تُعرّف القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بأنها الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة وتكلفة رأس المال المستثمر، وهي تعكس مقدار القيمة التي تحققها الشركة للمساهمين بعد تغطية جميع تكاليف التمويل (Stewart, 1991). كما يُعرفها Stern & Stewart بأنها مقياس للربحية الاقتصادية يُظهر مدى قدرة الشركة على تحقيق عوائد تفوق تكلفة رأس المال، وهو ما يمثل جوهر خلق القيمة للملاك.

وتتفق هذه الرؤية مع التعريفات الاقتصادية الأوسع، حيث تُشير إلى أن القيمة الاقتصادية تتمثل في تحقيق عوائد تتجاوز تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال (Samuelson & Nordhaus, 2010)، وتعكس الكفاءة في استخدام الموارد وتعظيم الثروة (Copeland et al., 2000)؛ (Damodaran, 2012).

وعليه، فإن EVA يُعد مقياساً متكاملًا يجمع بين البعد المحاسبي والاقتصادي، ويُستخدم للحكم على الأداء الحقيقي للشركات بعيداً عن التشوهات الناتجة عن السياسات المحاسبية التقليدية.

ثانياً- أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

تتبع أهمية مقياس EVA من كونه أداة حديثة لقياس الأداء المالي تعكس القدرة الحقيقية على خلق القيمة، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

١. يُعد EVA مقياساً أكثر دقة من المؤشرات التقليدية، لأنه يأخذ في الاعتبار تكلفة جميع مصادر التمويل وليس الأرباح المحاسبية فقط. (Stewart, 1991).

٢. يساهم في تعظيم ثروة المساهمين من خلال توضيح ما إذا كانت العوائد المحققة تتجاوز تكلفة رأس المال (Brigham & Ehrhardt, 2017).

٣. يُستخدم كأداة لتقييم أداء الإدارة وربط نظم الحوافز بخلق القيمة، مما يعزز كفاءة إتخاذ القرار (Young & O'Byrne, 2001).

٤. يساعد المستثمرين والمحللين في التمييز بين الشركات التي تحقق قيمة حقيقية وتلك التي تحقق أرباحاً محاسبية فقط (Damodaran, 2012).

٥. أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة بين EVA والقيمة السوقية وعوائد الأسهم، مما يعزز دوره في تفسير وتحليل سلوك الأسواق المالية. (Kothari, 2001)

ثالثاً- أهداف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

يهدف مقياس EVA إلى تقديم إطار متكامل لقياس الأداء المالي الحقيقي، ويمكن تلخيص أهدافه فيما يلي:

- قياس الربح الاقتصادي الحقيقي بدلاً من الربح المحاسبي التقليدي.
- تقييم قدرة الشركة على خلق قيمة مستدامة للمساهمين.
- دعم القرارات الاستثمارية من خلال توجيه الإدارة نحو المشروعات ذات القيمة المضافة الموجبة.
- تحسين كفاءة استخدام الموارد ورأس المال المستثمر.
- تعزيز الشفافية في التقارير المالية ودعم ثقة المستثمرين.
- دعم التخطيط الاستراتيجي طويل الأجل وتحقيق الاستدامة المالية (Stewart, 1994)؛ (Young & O'Byrne, 2001).

التعديلات اللازمة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

يتطلب احتساب EVA إجراء مجموعة من التعديلات على البيانات المحاسبية بهدف تحويل الربح المحاسبي إلى ربح اقتصادي يعكس الأداء الحقيقي، وكذلك تعديل رأس المال المستثمر ليعبر عن الموارد المستخدمة فعلياً.

١. التعديلات على الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)

يُعد NOPAT نقطة البداية في احتساب EVA، ويتم تعديله على النحو التالي:

- إستبعاد البنود غير التشغيلية وغير المتكررة (مثل أرباح بيع الأصول) لضمان التركيز على الأداء التشغيلي المستدام.
- رسملة مصروفات البحث والتطوير بدل تحميلها بالكامل، باعتبارها إستثمارات طويلة الأجل.
- معالجة مصروفات الإعلان الاستراتيجي كأصول غير ملموسة تُستهلك على عدة فترات.
- تحييد أثر السياسات المحاسبية مثل طرق الإهلاك وتكوين المخصصات، لتعزيز موضوعية القياس (Damodaran, 2001).

٢. التعديلات على رأس المال المستثمر (Invested Capital)

يمثل رأس المال المستثمر إجمالي الموارد المستخدمة في العمليات التشغيلية، ويتم تعديله كما يلي:

- إستبعاد الأصول غير التشغيلية مثل الاستثمارات المالية قصيرة الأجل والأصول غير المستخدمة في النشاط الأساسي.
- إضافة المصروفات المرسملة (مثل البحث والتطوير والتدريب طويل الأجل) بعد خصم الإهلاك المتراكم.
- إضافة بعض المخصصات غير النقدية باعتبارها مصادر تمويل داخلية.
- إستبعاد مصادر التمويل المجانية مثل الحسابات الدائنة والمصروفات المستحقة لعدم تحملها تكلفة رأس مال (Young & O'Byrne, 2001)؛ (Damodaran, 2012).

عائد السهم:

هناك عدة مفاهيم لعائد السهم من بينها ما يلي:

العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة (Ramesh Gangadhar & Babu, 2006).

وتمثل ربحية السهم نصيب السهم من الأرباح المحققة خلال الفترة المالية، ويتم حساب هذه الربحية بقسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على عدد الأسهم القائمة، ويعد إستبعاد حصص الأرباح على الأسهم الممتازة من صافي الدخل بعد الضريبة سواء كانت هذه الأرباح معلن عنها أو توزيعات متجمعة غير معلن عنها للوصول إلى الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، وتعتبر ربحية السهم من المعلومات التي يحتاجها مستخدموا المعلومات المحاسبية وبدرجات متفاوتة، حيث تدل نتائج الأبحاث على وجود علاقة طردية موجبة بين ربحية السهم وسلوك سعر السهم والعائد على السهم. (الغرايبة وجعفر، 2008). كذلك يمكن تعريف عائد السهم بأنه العائد المتوقع للسهم وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في حين يعد العائد المحقق فعلاً هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الاستثمار، وبالتالي فإن الاختلاف بين المتوقع والمحقق فعلاً يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها ويقل بارترفاع وانخفاض مستوي الاختلاف بين المتوقع والمحقق (Gitman, 2000).

من خلال هذه التعريفات السابقة نخلص إلى تعريف شامل لعائد السهم: وهو تلك المكافأة التي ينتظرها المستثمر أو لشركة مقابل التخلي عن منفعة حاضرة على أمل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، من خلال حصة الأرباح الناتجة عن استثمار الأسهم العادية مع الاستعداد لتحمل المخاطر.

العلاقة النظرية بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعوائد الأسهم:

تستند العلاقة النظرية بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعوائد الأسهم السوقية إلى مفهوم تعظيم ثروة المساهمين، والذي يُعد الهدف الرئيس للإدارة المالية الحديثة. فمقياس EVA يعكس مقدار القيمة الاقتصادية التي تحققها الشركة بعد تغطية تكلفة رأس المال، وبالتالي فإنه يمثل مؤشراً مباشراً على مدى نجاح الشركة في تحقيق عوائد تفوق توقعات المستثمرين.

من الناحية النظرية، عندما تحقق الشركة قيمة اقتصادية مضافة موجبة ($EVA > 0$)، فإن ذلك يشير إلى أن العوائد المتحققة تفوق تكلفة رأس المال، مما يعزز ثقة المستثمرين ويؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة، وبالتالي إرتفاع أسعارها وتحقيق عوائد سوقية إيجابية. وعلى العكس، فإن تحقيق EVA سالبة يعكس تآكل القيمة، مما قد يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وتراجع العوائد السوقية. (Stewart, 1991)

كما تشير نظرية كفاءة الأسواق المالية إلى أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة، بما في ذلك مؤشرات الأداء المالي. وبما أن EVA يُعد مقياساً أكثر شمولاً للأداء الاقتصادي مقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية، فمن المتوقع أن يكون له تأثير أكبر في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم وعوائدها. (Copeland et al., 2000)

وقد دعمت العديد من الدراسات التطبيقية هذه العلاقة، حيث أظهرت وجود ارتباط إيجابي بين EVA والقيمة السوقية للشركات، مما يدل على أن الأسواق تستجيب بشكل أكبر للمعلومات التي تعكس خلق القيمة الحقيقية (Worthington & West, 2004) ومع ذلك، تشير بعض الدراسات إلى أن هذه العلاقة قد تتأثر بعوامل أخرى مثل مستوى المخاطر، وكفاءة السوق، وتوقعات

المستثمرين، مما يعني أن EVA ، رغم أهميته، لا يعمل بمعزل عن باقي المتغيرات الاقتصادية والمالية (Kothari) وعليه، يمكن القول إن العلاقة بين EVA وعوائد الأسهم السوقية هي علاقة إيجابية متوقعة نظرياً، حيث يُعد EVA من المؤشرات القادرة على تفسير سلوك المستثمرين والتنبؤ باتجاهات العوائد السوقية، خاصة عند استخدامه ضمن نموذج تحليلي يأخذ في الاعتبار العوامل الأخرى المؤثرة في السوق.

الدراسات السابقة:

١. دراسة، (Stewart، ١٩٩١م):

هدفت الدراسة إلى تقديم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كبديل أكثر دقة للمقاييس المحاسبية التقليدية مثل صافي الربح وربحية السهم. إتمدت الدراسة على إطار نظري وتطبيقي لتوضيح كيفية احتساب EVA ودوره في قياس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركات. توصلت نتائج الدراسة إلى أن EVA يعكس بشكل أفضل قدرة الشركة على خلق قيمة للمساهمين، كما أظهرت النتائج كذلك وجود علاقة قوية بين EVA والقيمة السوقية للشركة، وأن المقاييس التقليدية قد تدفع الإدارة إلى إتخاذ قرارات قصيرة الأجل لا تعظم ثروة المساهمين.

٢. دراسة، (Kothari، ٢٠٠١م):

هدفت الدراسة إلى تحليل دور المعلومات المحاسبية، مثل الأرباح والتدفقات النقدية، في تفسير عوائد الأسهم في أسواق رأس المال، مع التركيز على الأسواق المتقدمة. إتمدت الدراسة على تحليل كمي لبيانات من عدة أسواق مالية، خاصة السوق الأمريكية. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين المعلومات المحاسبية وعوائد الأسهم، إلا أن هذه العلاقة ليست قوية دائماً، حيث تتأثر بعوامل مثل حجم الشركة ومستوى المخاطر. وأن المعلومات المحاسبية وحدها غير كافية لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم. وأوصت بضرورة دمج مقاييس مالية حديثة، مثل EVA ، تأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال لتعزيز القدرة التفسيرية للنماذج المالية.

٣. دراسة، (Worthington & West، ٢٠٠٤م):

هدفت الدراسة إلى تقييم فعالية مقياس EVA كمؤشر لحلق القيمة في الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة، مقارنة بالمقاييس التقليدية. إتمدت الدراسة على تحليل بيانات مالية لشركات مدرجة باستخدام أساليب إحصائية لقياس العلاقة بين EVA والأداء السوقي. وأظهرت النتائج أن الشركات التي تحقق EVA موجبة تميل إلى تحقيق أداء سوقي أفضل من حيث القيمة السوقية وعوائد الأسهم. ومع ذلك، أكدت الدراسة أن دقة نتائج EVA تعتمد بشكل كبير على دقة احتساب تكلفة رأس المال، حيث قد يؤدي أي خطأ في تقديرها إلى نتائج مضللة. وخلصت الدراسة إلى ضرورة استخدام EVA ضمن إطار متكامل يشمل مؤشرات مالية وسوقية أخرى.

٤. دراسة (مطر، ٢٠٠٦م):

هدفت الدراسة إلى تحليل دور كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) في تقييم الأداء المالي للشركات الصناعية في الأردن. إتمدت الدراسة على المنهج الكمي باستخدام تحليل الارتباط لقياس العلاقة بين المتغيرات. وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين EVA ومؤشرات الأداء المالي، مما

يعكس أهمية هذا المقياس في تفسير التقلبات السعرية وتعظيم القيمة السوقية للشركات. كما أكدت الدراسة أن استخدام EVA يسهم في تحسين قرارات الاستثمار وتعزيز ثروة المساهمين. وأوصت بضرورة اعتماد EVA كأداة رئيسة في تقييم الأداء المالي، خاصة في الشركات الصناعية في الأسواق الناشئة.

٥. دراسة، (Sharma & Kumar، ٢٠١٠م):

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) في الشركات الصناعية المدرجة في السوق الهندية. اعتمدت الدراسة على بيانات تاريخية وتحليل كمي باستخدام نماذج الانحدار. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين EVA وMVA، مما يشير إلى أن الشركات التي تحقق قيمة اقتصادية أعلى تميل إلى تحقيق قيمة سوقية أكبر. ومع ذلك، أوضحت الدراسة أن EVA ليس العامل الوحيد المؤثر على القيمة السوقية، حيث تلعب عوامل أخرى مثل توقعات المستثمرين ومستوى المخاطر وظروف السوق دوراً مكملاً. وأوصت الدراسة بضرورة استخدام EVA ضمن إطار تحليلي متكامل يأخذ في الاعتبار العوامل السوقية المختلفة.

٦. دراسة، (Olatunji & Adegbite، ٢٠١٤م):

هدفت الدراسة إلى مقارنة فعالية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بالمقاييس التقليدية في تفسير عوائد الأسهم في سوق رأس المال النيجيري. استخدمت الدراسة بيانات كمية لشركات مدرجة، واعتمدت على نماذج قياسية لاختبار العلاقة بين EVA وعوائد الأسهم. وتوصلت النتائج إلى أن EVA يمتلك قدرة تفسيرية أعلى لعوائد الأسهم مقارنة بالمشورات المحاسبية التقليدية، كما أظهرت وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين EVA وعوائد الأسهم. في المقابل، كانت المقاييس التقليدية أقل كفاءة في تفسير التغيرات السوقية. وأكدت الدراسة أهمية استخدام EVA في الأسواق الناشئة، لقدرته على عكس الأداء الحقيقي للشركات. كما أوصت بتوسيع استخدامه في الدراسات المستقبلية في البيئات الاقتصادية المشابهة.

٧. دراسة ، (بن عيسى وبوحفص)، (٢٠٢٢ م):

هدفت الدراسة الى قياس فعالية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA كأداة لتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمقاييس التقليدية المتعارف عليها في القياس المالي مثل العائد على الأصول وغيرها ، وتوصلت الدراسة الى ان مقياس EVA يوفر تصوراً أشمل لقدرة المنشأة على خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس التقليدية لأنه يأخذ في الحسبان تكلفة راس المال ، وأظهرت الدراسة ان بعض المنشآت تظهر أداء إيجابياً وفقاً للمقاييس المالية التقليدية ، بينما يظهر مؤشر EVA لدى هذه المؤسسات ان الأداء ليس قوياً بما يكفي لتجاوز تكلفة راس المال ، وأوصت الدراسة بضرورة دمج EVA ضمن أدوات التحليل المالي للمؤسسات بدلاً من الاعتماد على المقاييس التقليدية فقط .

٨. دراسة ، (عبدالله ، ٢٠٢٣ م):

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على ربحية الشركات المدرجة في البورصة المصرية، مع التركيز على علاقتها بمؤشر ربحية السهم (EPS) ، اعتمدت الدراسة على المنهج الكمي باستخدام نماذج تحليل الانحدار لقياس العلاقة بين المتغيرات. وتوصلت النتائج إلى وجود أثر إيجابي معنوي لمقياس EVA على ربحية الشركات، مما يشير إلى أن الشركات التي تحقق EVA موجبة تتمتع بكفاءة أعلى في استخدام مواردها المالية مقارنة بتكلفة رأس المال. كما

أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين EVA وربحية السهم، مما يعزز من أهمية هذا المقياس في تقييم الأداء المالي. وأوصت الدراسة بضرورة اعتماد EVA كمؤشر مكمل للمؤشرات التقليدية، خاصة عند تقييم الأداء الاستثماري للشركات المدرجة.

٩. دراسة ، (نايل والبشير ، ٢٠٢٤ م):

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الكفاءة المصرفية، بالتطبيق على عينة من المصارف العراقية الخاصة خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠٢١). إستخدمت الدراسة المنهج الكمي من خلال نماذج قياسية لقياس تأثير المتغيرات المستقلة على الكفاءة المصرفية. وأظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ومعنوي لمقياس EVA على الكفاءة المصرفية، في حين كان ROE مؤشراً فعالاً لكنه أقل حساسية مقارنة بـ EVA في قياس الأداء الحقيقي. كما بينت النتائج أن إدماج تكلفة رأس المال ضمن التحليل يمنح EVA ميزة نسبية في تقييم الأداء. وأوصت الدراسة بضرورة توسيع نطاق استخدام EVA في القطاع المصرفي، وإجراء المزيد من الدراسات التي تشمل المصارف العامة والأسواق الناشئة لتعزيز دقة التقييم المالي.

١٠. دراسة ، (الشمري ، ٢٠٢٤ م):

هدفت الدراسة إلى إبراز دور مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر حديث لتقييم أداء الشركات، مع تحليل أثره على ربحية السهم (EPS)، إعتمدت الدراسة على المنهج الكمي باستخدام نماذج الارتباط والانحدار لتحليل العلاقة بين EVA كمؤشر مستقل وربحية السهم كمتغير تابع. وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين EVA وEPS، مما يدل على أن الشركات التي تحقق قيمة إقتصادية مضافة أعلى تتمتع بقدرة أفضل على تحسين عوائد المساهمين. كما أظهرت النتائج أن EVA يوفر تفسيراً أكثر إستقراراً للأداء المالي عبر الزمن مقارنة بالمؤشرات التقليدية. وأوصت الدراسة بضرورة الاعتماد على EVA كأداة تحليلية مكملة للمقاييس التقليدية، لما يوفره من قدرة على قياس كفاءة استخدام رأس المال وتحقيق عوائد تفوق تكلفته.

التعليق على الدراسات السابقة:

تناولت الدراسات السابقة موضوع العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم من جوانب متعددة، حيث ركزت بعض الدراسات على مقارنة EVA بالمقاييس التقليدية، بينما أهتمت دراسات أخرى بتحليل قدرته التفسيرية لعوائد الأسهم أو ربحية السهم.، مثلاً أظهرت دراسة (Olatunji & Adegbite, 2014) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين EVA وعوائد الأسهم، مع تفوق EVA على المؤشرات التقليدية في تفسير التغيرات السوقية، كما توصلت دراسة (Worthington & West, 2004) إلى أن الشركات التي تحقق EVA موجبة تتمتع بأداء سوقي أفضل، مما يعكس أهمية هذا المقياس في خلق القيمة.

في المقابل، أشارت دراسة (Kothari, 2001) إلى أن المعلومات المحاسبية تفسر جزءاً من عوائد الأسهم، لكنها غير كافية بمفردها، وهو ما يدعم ضرورة استخدام مقاييس حديثة مثل EVA. كما بينت دراسة (Sharma & Kumar, 2010) أن EVA يرتبط بالقيمة السوقية، لكنه ليس العامل الوحيد المؤثر عليها.

أما الدراسات العربية، فقد أظهرت دراسة (عبد الله، ٢٠٢٣) و(الشمري، ٢٠٢٤) وجود علاقة إيجابية معنوية بين EVA وربحية السهم (EPS)، مما يعزز دورها في تحسين الأداء المالي. كما أكدت دراسة (بن عيسى وبوحفص، ٢٠٢٢) أن EVA يوفر قياساً أدق للأداء مقارنة بالمقاييس التقليدية.

من خلال استعراض الدراسات السابقة يمكن إستخلاص ما يلي:

أوجه الشبه:

١. إتفقت الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية في تحليل العلاقة بين EVA والأداء المالي او عوائد الأسهم
٢. بعض الدراسات تناولت الأسواق الناشئة كحال الدراسة الحالية.
٣. دعمت الدراسات السابقة والبحث محل الدراسة إستخدام EVA كمقياس حديث وانه مؤشر مهم للأداء.

وجه الاختلاف:

١. إختلاف في موضوع الدراسة، حيث تمثل المتغير التابع لمعظم الدراسات السابقة في (ROE, MVA) بينما ركزت الدراسة الحالية على عائد السهم السوقي بشكل مباشر.
٢. من حيث البيئة التطبيقية، يوجد إختلاف بين الأسواق المتقدمة بينما تناولت الدراسة الحالية سوقاً ناشئاً.
٣. من حيث المنهجية، بعض الدراسات السابقة كانت دراسات نظرية فقط بينما إستخدمت الدراسة الحالية بيانات إمتدت لفترة زمنية طويلة نسبياً (٢٠١٣-٢٠٢٢م).

الإضافة البحثية:

١. تعتبر الدراسة اول دراسة تطبيقية لمقياس EVA وربطه بعائد السهم في قطاع الاتصالات السوداني.
٢. جاءت هذه الدراسة لسد الفجوة المتمثلة في قلة الدراسات في السوق السوداني، حيث لا توجد دراسة واحدة من الدراسات التي تم عرضها تناولت العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومؤشرات الأداء المالي وعوائد الأسهم من خلال التطبيق على شركة سود اتل.
٣. خصوصية السوق السوداني والظروف الاقتصادية التي تجعل نتائج الدراسة متباينة مع الدراسات في الأسواق المتقدمة والناشئة المستقرة.

الإطار العملي للدراسة

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. أما عينة الدراسة قد تم إختيارها بطريقة قصدية وتمثل الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل)، لتوفر بيانات مالية منشورة ومنتظمة، مما يجعلها نموذجاً مناسباً لتحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعوائد الأسهم (EPS) خلال فترة الدراسة.

نبذة تعريفية عن مجتمع الدراسة:

تأسست الشركة السودانية للاتصالات (Sudatel) رسمياً في عام ١٩٩٣م بعد خصخصة القطاع الحكومي للاتصالات بهدف تطوير البنية التحتية وخدمات الاتصالات في السودان، وبدأت نشاطها في العام التالي، وتعمل الشركة في تقديم خدمات

الاتصالات المختلفة من خدمات الهاتف الثابت، والإنترنت، والبيانات، وخدمات الاتصالات الحديثة، والاستضافة، وتمتلك الشركة حصصًا تمتد إلى كيانات محلية وإقليمية، وتتخصص سوداتل كذلك في البنية التحتية للاتصالات مثل شبكات الألياف البصرية والكوابل البحرية، وتشارك عدد من المشاريع لربط الاتصالات بين دول أفريقيا والشرق الأوسط، وهي في الأصل شركة مساهمة عامة متداولة في بعض البورصات مثل سوق الخرطوم للأوراق المالية (KSE) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) حيث يتم فيه تداول ٤٣% من أسهمها، وتمتلك الحكومة السودانية نسبة ٢٦.٣% من أسهمها، تمتلك وزارة المالية ما نسبته ٢٢.٦%، ويمتلك بنك السودان المركزي نسبة ٣.٧%، إلى جانب مستثمرين محليين وإقليميين.

راس المال:

وفق المصادر المتاحة من بيانات سوق الخرطوم للأوراق المالية وسوق أبو ظبي فان راس المال المصرح به للشركة يبلغ حوالي ٢.٥٠٠.٠٠٠.٠٠٠.٠٠٠ مليار دولار امريكي (راس مال أساسي مسجل) بينما راس المال المصدر والمدفوع بالكامل يبلغ حوالي ١,٣٨٨,٦٩١,٠٧٧ مليار دولار امريكي بقيمة اسمية واحد دولار امريكي للسهم وفقا للقوائم المالية المرحلية الموحدة لسوداتل في سبتمبر ٢٠٢٥ م، مرتفعاً عما كان عليه في سبتمبر ٢٠٢٤م والذي كان فيه راس المال المصدر والمدفوع في حدود 1,322,562,930 مليار دولار امريكي، نتيجة لزيادة راس المال.

مجال العمل:

تقدم سوداتل مجموعة من الخدمات التي يمكن تلخيصها في الآتي :

- خدمات الاتصالات الهاتفية الثابتة والمتحركة (الصوت والبيانات).
- خدمات الإنترنت والتوصيل الشبكي والاتصالات الدولية والباند وبيث .
- تقديم حلول تكنولوجيا المعلومات والاتصالات (ICT) للشركات والمستخدمين.
- خدمات الاستضافة والحوسبة السحابية وتشغيل البنية التحتية الأساسية للاتصالات في السودان

أهمية الشركة:

تلعب الشركة دورًا مركزيًا في ربط الأفراد والمؤسسات في السودان بالاتصالات الحديثة، وهي من الأعمدة الرئيسية في البنية التحتية الوطنية للاتصالات، كما تساهم الشركة في تطوير قطاع الاتصالات الرقمي وتبني تقنيات جديدة تُسهم في دعم التحول الرقمي داخل البلاد.

قياس متغيرات الدراسة:

يتم قياس متغيرات الدراسة وفقاً لما هو موضح في الجدول رقم (١)

الجدول (١): قياس متغيرات الدراسة

نوع المتغير	اسم المتغير	الرمز	طريقة القياس
المتغير التابع	عائد السهم	EPS	صافي الربح ÷ متوسط عدد الأسهم المتداولة
المتغير المستقل	القيمة الاقتصادية المضافة	EV A	EVA = NOPAT - (Capital Invested × Cost of Capital)

يوضح الجدول تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة وطريقة قياسها، حيث يمثل EPS العائد على السهم كمؤشر للسوق، بينما يمثل EVA المؤشر المستقل لقياس القيمة الاقتصادية المضافة للشركة.

الإحصاء الوصفي لبيانات الدراسة:

١- جمع بيانات الدراسة:

تم جمع البيانات السنوية لكل من متغير EVA و EPS خلال الفترة من التقارير المالية للشركة السودانية للاتصالات في الفترة ٢٠١٣-٢٠٢٢، كما هو موضح في الجدول: (2)

الجدول (٢): بيانات الدراسة

العائد السهم (EPS)	القيمة الاقتصادية المضافة EVA	العام
(0.0036)	(146118148.89)	٢٠١٣
0.0571	(3355448.76)	٢٠١٤
0.0567	(18620999.16)	٢٠١٥
0.556	(8137624.81)	٢٠١٦
0.0396	1756407.61	٢٠١٧
0.044	(66485383.60)	٢٠١٨
0.0061	(31364432.96)	٢٠١٩
(0.0132)	(19135072.91)	٢٠٢٠
0.0153	72290187.36	٢٠٢١
0.0428	3870342.07	٢٠٢٢

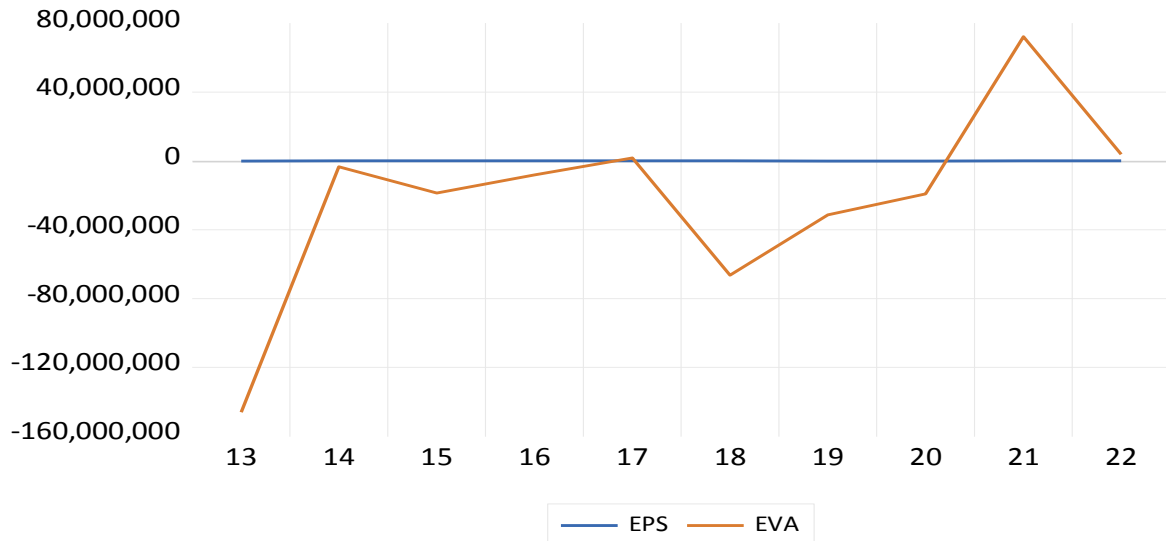
المصدر: اعداد الباحثون من تحليل القوائم المالية للشركة السودانية للاتصالات (سوداتل)، ٢٠٢٢م

يوضح الجدول ٢ التباين الكبير في قيم EVA وعوائد الأسهم على مدى فترة الدراسة، حيث تظهر بعض السنوات خسائر كبيرة في EVA، مقابل إرتفاعات متفرقة في EPS، مما يعكس التذبذب في الأداء المالي للشركة والتقلبات الاقتصادية المحيطة.

٢- الرسم البياني لمتغيرات الدراسة:

يعرض الشكل (1)، تطور عوائد الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة على مدى فترة الدراسة ٢٠١٣-٢٠٢٢، حيث يمكن ملاحظة التذبذب الكبير في كلا المتغيرين، مع وجود ذروة في EPS لعام ٢٠١٦ على الرغم من كون EVA سلبياً في نفس السنة.

الشكل (١): القيمة الاقتصادية المضافة EVA و EPS خلال الفترة ٢٠١٣م - ٢٠٢٢م



المصدر: إعداد الباحثون من بيانات الدراسة الميدانية، ٢٠٢٢م

الرسم البياني ١ ، يعكس الاتجاه العام للمتغيرات عبر الزمن، ويشير إلى أن العلاقة بين EVA و EPS ليست مباشرة أو منتظمة، وهو ما يدعم النتائج الأولية لتحليل الانحدار التي أشارت إلى ضعف العلاقة الإحصائية.

٣- مؤشرات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

الجدول التالي يوضح مؤشرات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

جدول (3) : مؤشرات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

الإحصاء	EPS	EVA
المتوسط (Mean)	0.08008	-21,530,017
الوسيط (Median)	0.0412	-13,379,312
الأعلى (Maximum)	0.556	72,290,187
الأدنى (Minimum)	-0.0132	-146,118,148
الانحراف المعياري (Std. Dev.)	0.16908	55,929,955
الانحراف (Skewness)	2.55728	-0.77814
الالتواء (Kurtosis)	7.77760	4.07970
Jarque-Bera	20.4101	1.49490
الاحتمال (Probability)	0.000037	0.473572
المجموع (Sum)	0.8008	-215,300,170
مجموع المربعات (Sum Sq. Dev.)	0.257278	2.82E+16
عدد الملاحظات (Observations)	10	10

المصدر: إعداد الباحثون من بيانات الدراسة الميدانية، ٢٠٢٢م.

من الجدول (3) نستنتج الاتي:

١. يظهر **EPS** متوسطاً منخفضاً (٠.٠٨٠) مع تباين كبير وإنحراف موجب عالي (٢.٥٦) يدل على وجود قيمة شاذة عالية في البيانات (عام ٢٠١٦). كما يشير إختبار Jarque-Bera إلى عدم طبيعية التوزيع ($p < 0.05$)
٢. متوسط **EVA** سلبي (-٢١ مليون) يعكس خسائر الشركة في بعض السنوات، الانحراف المعياري مرتفع جداً، مع إنحراف سلبي وكورتوز معتدل، بينما إختبار Jarque-Bera يظهر أن التوزيع قريب من الطبيعي ($p > 0.05$)
٣. البيانات توضح التذبذب الكبير في **EVA** مقارنة بعوائد الأسهم، مما يعكس التأثير المحدود لمؤشر **EVA** على **EPS** في البيئة السودانية.

إختبار فرضيات الدراسة:

يتم إختبار فرضية الدراسة والتي تنص على " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة (**EVA**) في عوائد الأسهم السوقية في الشركة السودانية للاتصالات خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠٢٢" باستخدام الانحدار الخطي البسيط، وذلك كما يلي:

١. نموذج الدراسة

إعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار البسيط لاختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (**EVA**) كمتغير مستقل وعائد السهم (**EPS**) كمتغير تابع. النموذج الافتراضي يمكن صياغته على النحو التالي:

$$EPS_t = \alpha + \beta EVA_t + \epsilon_t$$

حيث: (EVA_t) = القيمة الاقتصادية المضافة في السنة t

(EPS_t) = عائد السهم في السنة t

(B) = معامل الانحدار لمتغير **EVA**

(a) = المعامل الثابت

(ϵ_t) = الخطأ العشوائي

نتائج الانحدار:

تم تحليل البيانات باستخدام برنامج EViews، وأظهرت النتائج الاتية:

الجدول (٤): نتائج الانحدار بين **EVA** و **EPS**

المعامل	القيمة	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant (a)	0.0504	0.0287	1.756	0.123
EVA (B)	2.15E-09	1.12E-09	1.918	0.091
R-squared	0.285			
Adjusted R-squared	0.215			
F-statistic	3.678			0.091

المصدر: إعداد الباحثون من خلال تحليل بيانات الدراسة ٢٠٢٢، باستخدام E-Views.

يلاحظ الباحثون من خلال الجدول رقم (٤) الآتي:

- المعامل (B) لمتغير EVA إيجابي ($2.15E-09$)، ما يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم، بمعنى أن ارتفاع EVA يؤدي إلى ارتفاع EPS بشكل طفيف.
- المعامل الثابت (a) قيمته 0.000504 ، وهو يعكس متوسط عائد السهم عند غياب تأثير EVA.
- قيمة R-squared تبلغ 0.285 ، أي أن 28.5% من التغيرات في عائد السهم يمكن تفسيرها بتغيرات القيمة الاقتصادية المضافة، بينما الباقي (71.5%) يرجع لعوامل أخرى غير مدروسة في النموذج.
- إختبار t و F يشير إلى أن العلاقة بين EVA و EPS مقبولة على المستوى الحدسي ($p \approx 0.091$)، لكنها لا تصل إلى مستوى الدلالة التقليدي (0.05)، ما يعكس تأثير EVA محدودًا على عائد السهم ضمن الفترة محل الدراسة.
- يمكن الاستنتاج أن الأداء المالي للشركة (متمثلًا بالقيمة الاقتصادية المضافة) له أثر إيجابي على عائد السهم، ولكن هذا الأثر ليس قويًا بشكل كامل، وبالتالي لم تتحقق فرضية الدراسة، مما يشير إلى أن عوامل أخرى مثل السياسات السوقية، المنافسة، أو ظروف الاقتصاد الكلي تلعب دورًا مهمًا في تحديد العوائد المالية.

النتائج والتوصيات:

نتائج الدراسة: من خلال الإحصاء الوصفي وإختبار فرضية الدراسة تم التوصل الى النتائج التالية:

1. وجود علاقة إيجابية بين EVA و EPS: أظهرت نتائج الانحدار أن ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم، على الرغم من أن تأثيرها لم يكن قويًا بشكل كامل ($R^2=28.5\%$).
2. تفسير محدود لعائد السهم بواسطة EVA وحدها: بالرغم من إيجابية العلاقة، فإن R^2 المنخفض يشير إلى أن جزءًا كبيرًا من التغيرات في EPS يفسره عوامل أخرى مثل الظروف الاقتصادية، السياسات الحكومية، والمنافسة السوقية.
3. إستقرار EVA كأداة تقييم: يتضح من الرسم البياني والانحدار أن EVA يظهر قدرة نسبية على تفسير الأداء المالي بشكل مستقر عبر السنوات.
4. أهمية دمج EVA ضمن أدوات التحليل المالي: النتائج التطبيقية لدراسة سوداتل تؤكد أن EVA توفر صورة أعمق لفكرة المنشأة على خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس التقليدية مثل العائد على الأصول أو صافي الربح، وأنه لا يجب الاعتماد على EVA وحدها، بل ضمن إطار مالي متكامل يأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال وخصائص الشركة السوقية.
5. تطبيق النتائج على الأسواق الناشئة: اعتمادًا على تجربة سوداتل، يمكن القول إن EVA تعد أداة فعالة لتقييم الأداء المالي في الأسواق الناشئة.

من خلال النتائج السابقة، يمكن القول ان فرضية الدراسة لم تتحقق، حيث اشارت النتائج الى وجود أثر غير معنوي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في عوائد الأسهم في الشركة السودانية للاتصالات خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠٢٢م، رغم وجود علاقة إيجابية بين EVA و EPS

مناقشة نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة:

تتفق نتائج هذه الدراسة مع العديد من الدراسات السابقة التي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة

(EVA) وعوائد الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة طردية بين EVA وربحية السهم (EPS)، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة (Olatunji & Adegbite, 2014) و (Worthington & West, 2004) إلا أن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية قوية، وهو ما يتماشى مع ما توصلت إليه دراسة (Kothari, 2001) و (Sharma & Kumar, 2010)، حيث أكدت هذه الدراسات أن EVA ليست العامل الوحيد المؤثر في عوائد الأسهم، وأن هناك عوامل أخرى تلعب دورًا مهمًا مثل المخاطر والظروف الاقتصادية ويجب دمجها مع مقاييس أخرى لتكون النتائج أكثر دقة .

كما تتفق نتائج الدراسة مع الدراسات العربية مثل (عبد الله، ٢٠٢٣) و (الشمري، ٢٠٢٤)، التي أثبتت وجود علاقة إيجابية بين EVA وربحية السهم، وأكدت الدراستين على أن الشركات التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة إيجابية تتمتع بربحية أعلى وكفاءة أفضل في استخدام رأس المال مقارنة بتكلفة رأس المال، مما يعزز من أهمية هذا المقياس في تفسير الأداء المالي، كذلك جاءت نتائج الدراسة متوافقة مع نتائج (Olatunji & Adegbite 2014) و (نايل & البشير 2024) حيث أشارت هذه الدراسات إلى قدرة EVA على تقديم مؤشرات أكثر حساسية وواقعية لأداء الشركات والمؤسسات المالية مقارنة بالمقاييس التقليدية، وإن EVA تعد أداة فعالة لتقييم الأداء المالي في الأسواق الناشئة.

ثانياً: توصيات الدراسة:

- إستناداً إلى نتائج الدراسة والدراسات السابقة يوصي الباحثون بما يلي:
١. أهمية دمج EVA ضمن مؤشرات الأداء المالي وعدم الاعتماد فقط على المقاييس التقليدية مثل صافي الربح أو العائد على الأصول، نظراً لقدرتها على قياس القيمة الحقيقية المضافة للمساهمين .
 ٢. أهمية استخدام EVA في إتخاذ القرارات الاستثمارية كأداة لتقييم المشاريع الاستثمارية.
 ٣. الاهتمام بتقدير تكلفة رأس المال بدقة، نظراً لأن فعالية EVA تعتمد على دقة إحتساب تكلفة رأس المال، توصي الدراسة بتطبيق معايير دقيقة لحساب تكلفة رأس المال لضمان موثوقية التحليل.
 ٤. يُستحسن دمج EVA مع مؤشرات أخرى مثل العائد على حقوق الملكية (ROE) أو صافي الربح والتدفقات النقدية للحصول على رؤية شاملة وأكثر دقة عن الأداء المالي للشركة.
 ٥. توصي الدراسة باعتماد EVA كأداة معيارية لتقييم الشركات في السودان والأسواق الأفريقية والعربية الناشئة، مستندة إلى فعالية المؤشر في قياس الأداء الواقعي وإنشاء قيمة حقيقية للمساهمين، كما أشارت الدراسات الحديثة (Olatunji & Adegbite, 2014; نايل & البشير، ٢٠٢٤).
 ٦. على الشركة تطوير أنظمة تقارير مالية دورية تتضمن EVA، لتسهيل متابعة الأداء المالي وإتخاذ القرارات الاستراتيجية القائمة على معلومات دقيقة ومحدثة.

قائمة المراجع

- بن عيسى، محمد، وبوحفص، أحمد. (٢٠٢٢). تقييم فعالية القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية في قياس الأداء المالي. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، ١٠(2)، 72.٥٥-
- الشمري، أحمد بن علي. (٢٠٢٤). دور القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين ربحية السهم. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، ١٦(1)، 140.١٢٠-

- عبد الله، محمد حسن. (٢٠٢٣). أثر القيمة الاقتصادية المضافة على ربحية الشركات المدرجة في البورصة المصرية .
المجلة العربية للإدارة المالية، ١٥(3)، 110.٨٩-
- مطر، محمد. (٢٠٠٦). إستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية .مجلة
العلوم الإدارية، ٨(2)، 68.٤٥-
- نايل، أحمد محمد، والبشير، خالد عبد الله. (٢٠٢٤). أثر القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية في الكفاءة
المصرفية .مجلة البحوث المالية والمصرفية، ١٢(1)، 102.٧٧-
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). Financial management: Theory and practice (15th ed.). Cengage Learning.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). Valuation: Measuring and managing the value of companies (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2001). The dark side of valuation: Valuing old tech, new tech, and new economy companies. Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (3rd ed.). Wiley.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. Journal of Accounting and Economics, 31(1-3), 105-231.
- Olatunji, T. E., & Adegbite, T. A. (2014). Investment and value of firms: EVA approach. International Journal of Finance and Accounting, 3(1), 40-47.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). Economics (19th ed.). McGraw-Hill.
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2010). Economic value added (EVA) and market value added (MVA): An empirical study of Indian companies. Decision, 37(2), 41-64.
- Stewart, G. B. (1991). The quest for value: A guide for senior managers. Harper Business.
- Stewart, G. B. (1994). EVA: Fact and fantasy. Journal of Applied Corporate Finance, 7(2), 71-84.
- Velimirović, D., Velimirović, M., & Stanković, R. (2011). Role and importance of key performance indicators measurement. Serbian Journal of Management, 6(1), 63-72.
- Worthington, A. C., & West, T. (2004). Australian evidence concerning the information content of economic value-added. Australian Journal of Management, 29(2), 201-224.
- Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2001). EVA and value-based management: A practical guide to implementation. McGraw-Hill.
- الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) (2013-2022). التقارير المالية السنوية. الخرطوم، السودان.
- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة (2013-2022).