كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

# تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم

## دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية

# The Effect of Economic Value Added on Stock Returns: Evidence from Egypt

رسالة مقدمة

**للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال**

إعـــداد الباحث

**محمود سيد سليم محمد**

تحت إشراف

**أ.د / محمد عبده مصطفى**

أستاذ التمويل والاستثمار

كلية التجارة – جامعة عين شمس

**د / أفكار قنديل**

مدرس إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة عين شمس

**٢٠١٩**

كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

اسم الباحـــــث : محمود سيد سليم محمد

الدرجة العلمية : ماجستير إدارة الأعمال

القسم التابع له : إدارة الأعمـــــــــال

اســـم الكليـــــة : كليـــــة التجـــــارة

الجامعـــــــــة : جامعـــة عيـــن شمس

سنـــة المنـــح : ٢٠١٩

كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

اسم الباحث : **محمود سيد سليم محمد**

عنوان الرسالة : **تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم**
دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية

الدرجة العلمية : **درجة الماجستير في إدارة الأعمال**

## لجنة الحكم والمناقشة

**الأستاذ الدكتور: محمد عبده محمد مصطفي** (مشرفًا ورئيسًا )
أستاذ الإدارة المالية بالكلية

**الأستاذ الدكتور : نادر ألبير فانوس** ( عضـــــــــوًا )
أستاذ الإدارة المالية بالكلية

**الأستاذ السيد : محسن عادل حلمي** ( عضـــــــــوًا )
الرئيس التنفيذي للهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة

**تاريخ مناقشة الرسالة:٢٠ إبريل ٢٠١٩**

# إهـــداء

إلـــــى

والدي.. ووالدتي.. وزوجتي وأولادي

إلى أساتذتي خالص الشكر والتقدير

أدعو اللّه لكم بالصحة

والسعادة دائما

# شكر وتقدير

**الشكر أولًا وأخيرًا لله سبحانه وتعالى على نعمه التي لا تعد ولا تحصى.**

**وأتقدم أيضًا بخالص الشكر والامتنان**

**للأستاذ الدكتور/محمد عبده مصطفى**

الذي شرفني بقبوله الإشراف على رسالتي، وما توانى لحظة عن مساعدتي، منذ اليوم الذي عرضت عليه العنوان حتى أصبحت الرسالة جاهزة للمناقشة، وكانت إرشاداته وآراؤه في غاية الأهمية؛ مما أثرى البحث وزاده غنى.

**كما أتقدم أيضًا بخالص الشكر والامتنان**

**للدكتورة/ أفكار قنديل**

على قبولها الإشراف على هذه الرسالة، وعلى ما وجدته منها من رحابة صدر، وعون ومساعدة لإنجاز هذا العمل.

**وأخيرًا أتقدم بخالص الشكر والامتنان**

لأعضاء لجنة المناقشة الذين تحملوا جهد وعناء قراءة الرسالة والمساعدة في إثرائها، وإلى كل من ساعد أو ساهم في هذه الرسالة.

## مستخلص البحث

تناولت هذه الدراسة تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم، وأخذت الدراسة في الاعتبار تأثير بعض المتغيرات الرقابية مثل ربحية السهم الواحد، معدل نمو إجمالي الأصول، متغير عدم الاستقرار السياسي والأمني، متغير تخفيض قيمة الجنيه المصري، وقد اشتملت عينة الدراسة على ٥٢ شركة مساهمة مسجلة تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر، وخلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٩ وحتى نهاية عام ٢٠١٧، وقد تم حساب قيمة المتغيرات على أساس سنوي، وباستخدام تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، تم اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار التدريجي Step-wise Regression وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- عند دراسة تأثير متغير القيمة الاقتصادية المضافة وحده على عوائد الأسهم، أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة مجتمعة، حيث بلغ معامل الانحدار ٠,٠٣٨١٣٩ وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٥ ، كما أظهرت نتائج التقدير أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة وحده له قدره على تفسير التغير في عوائد الأسهم بنسبة ٦,٨% وهو ما ظهر من خلال معامل التحديد R-Squared.
- عند دراسة تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة، أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي وإيجابي لكل من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومؤشر ربحية السهم الواحد، ومعدل نمو إجمالي الأصول، ومتغير تخفيض قيمة الجنيه المصري، حيث بلغت معاملات الانحدار الخاصة بهم ٠,٠٢٢، ٠,٠٢٤٣، ٠,١٥٢٣، ٠,٢٢١٥ على التوالي،وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٥، كما أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي وسلبي لمتغير عدم الاستقرار السياسي والأمنى، حيث بلغ معامل الانحدار ٠,٠٤٧٦ (بإشارة سالبة) عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٥، كما أظهرت نتائج التقدير أن المتغيرات المستقلة مجتمعة (القيمة الاقتصادية المضافة، ربحية السهم الواحد، معدل نمو إجمالي الأصول، متغير الاستقرار السياسي والأمني، متغير تخفيض قيمة الجنيه المصري) لها قدرة على تفسير التغير في عوائد الأسهم بنسبة ٢١%، وهو ما ظهر من خلال معامل التحديد المعدل Adjusted R-Squared، وأن للنموذج دلالة إحصائية كلية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر(p-value of the F-test) قيمته ٠,٠٠٠ وهو أقل تماما من ٠,٠٥.

# Abstract

This study examined the impact of the Economic Value Added (EVA) on stock returns. The study considered the effects of some controlled variables such as EPS, total assets growth rate, the political instability and The EGP devaluation. The sample included 52 companies traded on the stock market of Egypt during the period from 2009 until the end of 2017. Variables calculated on an annual basis. The study used panel data technique to test the Hypotheses. Also, it used the step-wise regression analysis when testing the hypotheses, **to reach the following conclusions**:

- When examining the impact of only EVA on the stock returns, the study found that EVA has a significant positive effect on the stock returns, with a Beta of 0.038139, a p-value that is less than 0.05 and an R-squared of 6.8%.
- When examining the impact of all the independent variables on the stock returns, the study found that the variables EVA, EPS, total assets growth and the devaluation of the Egyptian pound, have significant positive effect on the stock returns with Betas of 0.022, 0.0243, 0.1523, and 0.2215 respectively. The study also found that the independent variable, the political instability, has a significant negative effect on the stock returns with a Beta of -0.0476 and a p-value that is less than 0.05. Moreover, the study found (when examining the impact of all the independent variables on the stock returns) that the adjusted R-squared is 21%, and the p-value of the F-test is 0.000, which is less than 0.05.

# قائمة المحتويـــــات


| | الصفحة |
|---|---|
| إهداء | أ |
| شكر وتقدير | ب |
| مستخلص البحث | ج |
| Abstract | د |
| فهرس المحتويات | ه |
| فهرس الأشكال والجداول | و |
| **الفصل الأول: الإطار العام للبحث** | |
| أولاً: المقدمة | ٢ |
| ثانيًا: المشكلة موضع البحث | ٤ |
| ثالثًا: الدراسات السابقة | ٦ |
| رابعًا: الاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السابقة | ٢٠ |
| خامسًا: أهداف وأهمية البحث | ٢١ |
| سادسًا: فروض البحث | ٢٢ |
| سابعًا: منهجية البحث | ٢٢ |
| **الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث** | |
| أولاً: المقدمة | ٣٤ |
| ثانيًا: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) | ٣٤ |
| ثالثًا: مفهوم القيمة السوقية المضافة (MVA) | ٣٧ |
| رابعًا: التسويات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة | ٣٨ |
| خامسًا:مزايا تبني مقياس القيمة الاقتصادية المضافة | ٤٣ |
| سادسًا: عيوب تبني مقياس القيمة الاقتصادية المضافة | ٤٣ |
| **الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية والنتائج والتوصيات** | |
| أولاً: تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم | ٤٦ |
| ثانيًا: تحليل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم | ٤٧ |
| ثالثًا: تحليل نماذج الانحدار واختبار الفرضيات | ٤٨ |
| رابعًا: النتائج والتوصيات | ٦٢ |
| قائمة المراجع والمصادر | ٦٥ |

## فهرس الجداول


| الرقم | عناوين الجداول | الصفحة |
|---|---|---|
| ١ | أسماء الشركات التي شملتها الدراسة عينة الدراسة | ٢٣ |
| ٢ | متوسط معدل العائد على أذون الخزانة المصرية من عام ٢٠٠٩ وحتى ٢٠١٧ | ٢٨ |
| ٣ | نتائج تقدير بدل الخطر السوقي في مصر من عام ٢٠٠٩ وحتى عام ٢٠١٧ | ٢٩ |
| ٤ | معامل الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم | ٤٧ |
| ٥ | نتائج اختبار الفرض الأول | ٥٠ |
| ٦ | نتائج اختبار الفرض الثاني | ٥٢ |
| ٧ | نتائج اختبار Breusch–Godfrey للكشف عن الارتباط الذاتي من الرتبة الأولى | ٥٧ |
| ٨ | نتائج اختبار Breusch–Godfrey للكشف عن الارتباط الذاتي من الرتبة الثانية | ٥٨ |
| ٩ | مصفوفة الارتباط الخطي المتعدد | ٥٩ |
| ١٠ | نتائج اختبارBreusch–Pagan test | ٦١ |


## فهرس الأشكال


| الرقم | عناوين الأشكال | الصفحة |
|---|---|---|
| ١ | شكل الانتشار بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم | ٤٦ |

# الفصل الأول
# الإطار العام للبحث

**أولًا: المقدمـــــة**

**ثانيًا: المشكلة موضع البحث**

**ثالثًا: الدراسات السابقة**

**رابعًا: الاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات المحلية السابقة**

**خامسًا: أهداف وأهمية البحث**

**سادسًا: فروض البحث**

**سابعًا: منهجية البحث**

## أولا: المقدمة:

إن الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه هو تعظيم ثروة الملاك، ويمكن النظر إلى هذا الهدف على أنه محصلة القرارات المالية، المتمثلة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل. وتؤثر القرارات المالية على ثروة الملاك من خلال تأثيرها على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه المنشأة،وأيضًا من خلال تأثيرها على حجم المخاطر التى تتعرض لها من جراء تلك القرارات (هندي، ٢٠١١، ص ٥٥).

وطبقاً لنظرية الوكالة Agency Theory، فإنه يمكن النظر إلى إدارة المنشأة على أنها وكيلة عن الملاك، لذا فمن المتوقع أن يقوم الوكيل برعاية مصالح موكليه ، وذلك بأن يسعى إلى تحقيق الهدف الذي يصبون إليه وهو تعظيم ثرواتهم ، ورغم هذا فقد أثبتت الدراسات أنه بسبب انفصال الإدارة عن الملكية ، قد لا تكرس إدارة المنشأة كل جهدها لتحقيق هدف الملاك ، ولذلك كان لابد من تقييم أداء الوكلاء وقياس مدي كفاءتهم وقدرتهم علي تعظيم ثروة الملاك، وقد استخدمت لذلك العديد من المؤشرات المالية التقليدية التي يمكن بواسطتها قياس الأداء، منها معدل العائد علي الأصول، معدل العائد علي المبيعات، معدل العائد علي حقوق الملكية، ربح السهم الواحد، وتوزيعات السهم الواحد (الجعيدي، ٢٠١٥).

إن هذه المقاييس رغم أهميتها فقد تعرضت لانتقادات شديدة؛ بسبب تأثرها بالسياسات المحاسبية المتبعة، واعتمادها على قيم محاسبية يغلب عليها التقدير الشخصي، فالقواعد المحاسبية غالبا ما يتم انتقادها لكونها أصبحت مطاطة ومحل للتلاعب بشكل أدى إلى تآكل تدريجي في جودة الربح المحاسبي، وهبطت بالتالي بمستوى جودة التقارير المالية، وخلقت مناخا من عدم الثقة أو حتى عدم النزاهة في إعداد تلك التقارير. انتقاد في محله، أكدته بعد بضع سنين فضيحة التقارير المالية لشركة إنرون، وشركة ورلدكوم في بداية الألفية الثالثة (هندي، ٢٠١٠، ص٦٢).

كما تعاني هذه المقاييس من عدم القدرة على الكشف عما إذا كانت جهود الإدارة قد ساهمت بالفعل في تعظيم ثروة الملاك، أم أنها بددت تلك الثروة، فمعدل العائد المحاسبي دائمًا ما يتم انتقاده لعدم قدرته على قياس الربح الاقتصادي، فنسب الربحية وفي مقدمتها معدل العائد علي حقوق الملكية، مهما تعاظمت قيمتها، لا يمكن أن تعتبر دليلا على إضافة المزيد إلى ثروة الملاك، طالما لا تأخذ في الحسبان تكلفة الأموال، وكذا حجم المخاطر التي تتعرض لها الربحية المحققة، كما أن هنالك العديد من الوحدات قد حققت معدلات مرتفعة في الربحية،

إلا أن هذه النتيجة لم تنعكس على أسعار أسهمها، وهذا مما أدى إلى إقالة العديد من مجالس إدارات هذه الوحدات، كما في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي الاتحاد الأوروبي، ويعود ذلك إلى تأثر مصالح المستثمرين ليس فقط بربحية الوحدة، ولكن أيضًا بالتغيرات في القيمة السوقية لأسهم الوحدة، الأمر الذي أدى إلى ضرورة تبني مقاييس ملائمة لدى المستثمرين تمكنهم من التعرف على تحقيق القيمة، حيث إن مقاييس الأداء المتعارف عليها أصبحت غير فعالة في قياس وتقويم الأداء في ظل البيئة الصناعية الحديثة، ومن هنا وجد مدخل القيمة الاقتصادية المضافة طريقه، ذلك أنه يقيس كفاءة الإدارة على أساس قدرتها على تحقيق عائد الملاك يفوق تكلفة كافة الأموال التي اعتمدت عليها المنشأة في تحقيق هذا العائد، بما فيها أموال الملاك، إلى جانب مراعاته للمخاطر التي يتعرض لها العائد (هندي، ٢٠١٠، ص ٥).

من ناحية أخرى، في الأسواق الناشئة وغير الكفء ومنها مصر (Forgha, 2012)، نجد أنه ليس بالضرورة أن ترتبط حركة أسعار الأسهم بأداء الشركات، ومن ثم فإن تحركات الأسعار ارتفاعا وانخفاضا داخل تلك الأسواق لا يعبر عن الأداء الحقيقي للشركات، الأمر الذي لا يجعل أسعار الأسهم مرآة صادقة لمستوى أداء الشركات، لذلك كان لابد من ظهور مقاييس ملائمة كالقيمة الاقتصادية المضافة، تمكن من قياس أداء الشركات، وتحديد مدى قدرتها على خلق قيمة للمساهمين فيها،ولقد قامت شركة Stern Stewart بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT مطروحًا منه التكلفة المرجحة للأموال WACC، (Stewart,2013, p 5)، وذلك وفقًا للمعادلة التالية:

**القيمة الاقتصادية المضافة = الربح التشغيلي بعد الضرائب – (التكلفة المرجحة للأموال × رأس المال المستثمر)**

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\ Capital)$$

من خلال ما سبق نستنتج أنه عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة فإن العائد على رأس المال المستثمر يكون أعلى من التكلفة المرجحة للأموال، وهنا تكون الشركة قد ساهمت بشكل مباشر في زيادة ثروة الملاك، وفي حالة إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة، فهذا يعني أن الشركة قامت بتبديد ثروة الملاك؛ فالعائد المحقق على رأس المال المستثمر أقل من تكلفة الأموال.

وطبقاً لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة فإن القيمة السوقية للمنشأة تتأثر بالقيمة الاقتصادية المضافة التي تحققها، وبالتالي فإن ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة لأي منشأة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لها.

هذا وقد ارتبط ظهور EVA مع مقياس آخر لأداء المنشأة (Stewart,2013,p19)وهو مؤشر القيمة السوقية المضافةMVA والذي ظهر سنة ١٩٨٩ من طرف Stern Stewart Co.والذي يحسب على النحو التالي:

**القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للمنشأة - القيمة الدفترية لرأس المال**

MVA = MV of the firm – capital

وتؤكد المعادلة السابقة على وجود علاقة مباشرة بين القيمة السوقية المضافة للمنشأة MVAوالقيمة الاقتصادية المضافة لها EVA، حيث تعبر القيمة السوقية المضافةMVA عن مجموع القيم الحالية لـــ EVA لسنوات مقبلة.

وفي العقدين الأخيرين من الزمن، ظهرت العديد من الدراسات التي تقارن بين مقاييس الأداء التقليدية ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة من حيث تأثير هذه المقاييس على عوائد الأسهم، وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتائج متناقضة، وقد كان النصيب الأكبر لتلك الدراسات على الأسواق المتطورة، إلا أن عددًا محدودًا من الدراسات (وذلك على حسب علم الباحث) تناول هذا الموضوع بالتطبيق على الأسواق الناشئة، ومنها سوق الأوراق المالية بمصر.

وبناء على ما سبق، تأتي هذه الدراسة كمحاولة لتحديد إلى أي مدى يؤثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات المسجلة التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر.

## ثانيا: المشكلة موضع البحث:

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من بين المؤشرات الحديثة التي تقوم على فكرة أن المؤشرات المحاسبية التقليدية غير كافية عندما يتعلق الأمر بعملية خلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، ومن خلال مقارنة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مع المؤشرات التقليدية الأخرى نلاحظ أنها تقوم على فكرة أن قياس كفاءة الإدارة يتحدد بمدى قدرتها على تحقيق أرباح من التشغيل تزيد عن تكلفة الأموال، ويمثل الفائض المحقق ما أضافته الإدارة إلى ثروة الملاك، فلو كانت ربحية التشغيل أكبر من تكلفة الأموال حينئذ نكون أمام خلق أو إضافة للثروة، أما لو كانت ربحية التشغيل هي الأقل، حينئذ نكون في مواجهة تبديد للثروة، وهكذا يمكن الادعاء بأن مقياسEVA يعطى تقديرًا مقبولًا لقياس القدرة على إدارة الأصول،وهذا يجعله أسلوبًا ملائمًا لتقييم أداء الإدارة.

وفي مصر – كما هو الحال في معظم الدول العربية– تفتقر الشركات خاصة المساهمة منها لمثل هذه الدراسة، التى تركز على تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية بمصر، وهذه العلاقة يمكن أن تساعد الإدارة في اتخاذ القرارات الضرورية في سبيل زيادة قيمة الشركة الاقتصادية، وتقييم أداء المديرين فيها.

ومن هنا فإن مشكلة هذه الدراسة تتمثل في تحديد تأثير القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات المسجلة التى تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر، **وذلك من خلال الإجابة على التساؤل التالي:**

**إلى أي مدى تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات المسجلة التى تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر،في ظل وجود متغيرات رقابية مثل ربحية السهم الواحد، معدل نمو إجمالي الأصول، متغير عدم الاستقرار السياسي والأمني، متغير تخفيض قيمة الجنيه المصري؟**

**<u>ويتفرع من هذا السؤال الرئيسي الأسئلة التالية:</u>**

- هل يوجد تأثير معنوي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات المسجلة التى تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر؟
- هل يوجد تأثير معنوي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم للشركات المسجلة التى تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بمصر،في ظل وجود متغيرات رقابية مثل ربحية السهم الواحد، معدل نمو إجمالي الأصول، متغير عدم الاستقرار السياسي والأمني، متغير تخفيض قيمة الجنيه المصري؟

## ثالثا: الدراسات السابقة:

خلال العقدين الأخيرين من الزمن، ظهر العديد من الدراسات التي تقارن بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية من حيث تأثير تلك المقاييس على أسعار الأسهم، أو عوائد الأسهم، أو العوائد غير العادية للأسهم، أو القيمة السوقية المضافة، ويمكن تقسيم هذه الدراسات إلى ثلاثة أقسام:

القسم الأول: الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بالتطبيق على الأسواق المتطورة.

القسم الثانى: الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بالتطبيق على الأسواق الناشئة بخلاف مصر.

القسم الثالث: الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بالتطبيق على مصر.

### الدراسات التي تناولت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بالتطبيق على الأسواق المتطورة:

### دراسة Stern Stewart (1989)

تعتبر أول دراسة في هذا الموضوع، حيث هدفت الدراسة إلى تحديد قوة الارتباط بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة، واشتملت عينة الدراسة على ٦١٣ شركة أمريكية مسجلة في سوق الأوراق المالية، وباستخدام بيانات السنتين ١٩٨٧ و ١٩٨٨، هذا وقد تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين، الأولى تحتوي على منشآت الأعمال ذات القيمة الاقتصادية المضافة الموجبة، والثانية تحتوي على منشآت الأعمال ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة، وقد أظهرت النتائج أنه بالنسبة للشركات التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة كان هناك مستوي عال من الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، أما بالنسبة لمجموعة الشركات التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة سالبة فكان الارتباط ضعيفاً بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

### دراسة Stewart (1991)

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد قوة الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة بالمقارنة بين فترتين، الفترة الأولى تتضمن بيانات السنتين ١٩٨٤ و١٩٨٥، والفترة الثانية تتضمن بيانات السنتين ١٩٨٧ و١٩٨٨، واشتملت عينة الدراسة على ٦١٣ شركة أمريكية مسجلة في سوق الأوراق المالية، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة أن العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ستثبت وبصورة أفضل عندما نأخذ في الاعتبار التغيرات في المؤشرين دون الاعتماد على الأرقام المطلقة فقط، ومع ذلك كانت هذه العلاقة أقل وضوحًا للشركات التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة سالبة؛ بسبب زيادة احتمال التصفية أو الاستحواذ عليها، وهو ما يحدد حدًا أدنى للقيمة السوقية لهذه الشركات.