

III.2. نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA

على الرغم من الانتقادات الموجهة للنماذج التقليدية التي تركز على الأبعاد المالية في المؤسسات الاقتصادية، إلا أن المؤشرات التي تقيس هذه الأبعاد أخذت حيزاً هاماً في النماذج المعاصرة، غير أنه تم تطويرها وفقاً لمتغيرات التنافسية، والذي نتج عنه التحول من المفاهيم التقليدية للتكاليف إلى المفهوم الواسع الذي يدرج تكلفة الفرصة البديلة في التحليل المالي.

وبالبحث في مفهوم تكلفة الفرصة البديلة يجد أن الاهتمام به جاء في كتابات آدم سميث في تعبيره عن الأرباح المجدية للمساهمين وربطها بالأرباح الخالية من المخاطر، فيما يسمّى بنموذج الدخل المتبقي Residual Income والربح الاقتصادي، بالإضافة إلى ارتباط القيمة الاقتصادية من ناحية المفهوم بالفكر الاقتصادي الكلاسيكي بشكل عام، حيث ظهر في كتابات Hamilton سنة 1777 والذي كتب: إذا أرادت الشركة تحقيق أرباح وثروة لها يجب عليها أن تحقق أكثر من تكاليف رأس المال الممتلك والمقترض، ثم تبعه المفكر الاقتصادي Alfred Marshal سنة 1880 حيث تناول مفهوم الربح الاقتصادي Economic Profit أو الدخل المتبقي Residual Income ، وذلك في سياق استعراضه للربح الحقيقي الذي تحققه المنشأة، حيث ركز في كتابه "مبادئ الاقتصاد" على أهمية التعديلات التي يجب عملها على البيانات المحاسبية من أجل أن تعكس كلفة رأس المال المستخدم.

III.2.1. نموذج الدخل المتبقي والربح الاقتصادي ركيزة نماذج القيمة

كما أشرنا سابقاً، فإن مفهوم الدخل المتبقي جاء في كتابات آدم سميث في تعبير عن تقييم مدى ربحية الأسهم، وربط آدم سميث بين الربح المحقق للمساهمين والعوائد المتوقعة في حال استثمار هذه الأموال في مجالات أخرى أقلّ مخاطر (العوائد على الاستثمارات ذات الدخل الثابت)، والتي تأتي سندات الخزينة اليوم على رأسها.

الفكرة الأساسية للدخل المتبقي والربح الاقتصادي هي أن المستثمرين يحتاجون إلى معدل عائد من مواردهم - أي حقوق الملكية - تحت سيطرة إدارة الشركة أو البنك، وتعويضهم عن تكلفة الفرصة البديلة وحساب مستوى المخاطر الناتجة. معدل العائد هذا هو تكلفة حقوق الملكية،

ويجب طرح تكلفة حقوق الملكية الرسمية من صافي الدخل. وبالتالي، فمن أجل خلق قيمة للمساهمين، يجب أن تولّد الإدارة عوائد لا تقل عن هذه التكلفة. وعليه فقد تبلغ الشركة أو البنك عن تحقيق ربح في بيان الدخل الخاص بها، غير أنّها قد تكون في الواقع غير مربحة اقتصادياً. ويمكن تعريف الدخل المتبقي Residual Income على أنه صافي الدخل الذي يتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر المحسوب على أساس القيمة الدفترية لحقوق المساهمين، وينظر إلى تكلفة رأس المال على أنّها تكلفة الفرصة البديلة.

كما يمكن تعريفه على أنّه الدخل الزائد الناتج عن الحد الأدنى لمعدل العائد، الدخل المتبقي هو مقياس للأداء الداخلي للشركة أو البنك، حيث يقوم مجلس إدارة البنك بتقييم الدخل الناتج بالنسبة إلى الحد الأدنى المطلوب من العائد للشركة. ويمكن التعبير عن الدخل المتبقي من خلال منهجين:

أ. منهج مالية المؤسسة Residual Income in Corporate Finance

حيث يمكن حساب الدخل المتبقي الشركات من تخصيص الموارد بين الاستثمارات بطريقة أكثر كفاءة. فعندما يكون هناك RI موجب، فهذا يعني أن الشركة قد تجاوزت الحد الأدنى من معدل العائد. على العكس من ذلك، فإن RI السلبي يعني أنه فشل في تلبية معدل العائد المتوقع. ويرمز الحد الأدنى من العائد هنا إلى العوائد الدنيا الخالية من المخاطر والتي تتمثل في العوائد على سندات الخزينة أو التوظيفات في البنوك. وعليه يتم حسابه وفق هذا المنهج من خلال المعادلة التالية:

$$RI = \text{الهامش القابل للتحكم} - (\text{متوسط الأصول المتداولة} * \text{معدل العائد المطلوب})$$

حيث يعبر الهامش القابل للتحكم عن الدخل الخام للشركة (البنك) بمعنى ناتج طرح النفقات من الإيرادات.

ويعبر متوسط الأصول المتداولة عن الأصول السائلة وشبه السائلة في البنك، بينما يعبر معدل العائد المطلوب عن العائد المحقق من الاستثمار الخالي من المخاطر.

وهذه المعادلة تعني أنه ولمعرفة مدى ربحية البنك وفقاً للدخل المتبقي، فإنه يتعين علينا حساب العائد على الأصول السائلة وشبه السائلة في البنك إذا ما تم استثمارها في شراء سندات خزينة أو توظيفها لدى بنوك أخرى، وطرح هذا العائد من العائد الخام للبنك، فوجود دخل متبقي موجب يعني أن البنك لا يتحمل تكلفة فرصة بديلة كبيرة، بينما إذا كان سالبا فالبنك لا يشغل أصوله المتداولة بشكل جيد ويتحمل فرصة بديلة كبيرة.

ب. منهج حقوق الملكية Residual Income in Equity Valuation

عندما يتعلق الأمر بحقوق الملكية، يتم استخدام الدخل المتبقي لتقريب القيمة الجوهرية لأسهم الشركة. هنا يتم تقييم الشركة بناءً على مجموع قيمتها الدفترية، فضلاً عن القيمة الحالية للدخل المتبقي المتوقع، يساعد RI أصحاب الشركات على قياس الربح الاقتصادي، وهو صافي الربح بعد طرح تكاليف الفرصة البديلة المتكبدة في جميع مصادر رأس المال. ويمكن التعبير عنه وفق المعادلة التالية:

$$\text{الدخل المتبقي} = \text{الدخل الصافي} - \text{تكلفة حقوق الملكية} \quad \text{RI} = \text{Net Income} - \text{Equity Charge}$$

حيث تعبر تكلفة حقوق الملكية على تكلفة رأس المال المملوك للمساهمين، والتي يمكن تعريفها بالقيمة الدفترية للأسهم B مضروبة في معدل العائد المطلوب r.

$$\text{Equity Charge} = r * B$$

حيث أن B : هي القيمة الدفترية للأسهم العادية
r : معدل العائد المطلوب (معدل العائد الذي كان يمكن لحملة الأسهم الحصول عليه لو تم الاستثمار في مجالات أخرى أقلها هو العائد على السندات الحكومية أو التوظيفات كودائع في البنوك).

III.2.2. القيمة الاقتصادية

يرتكز تقييم الأداء في المؤسسات الاقتصادية والبنوك عموماً على مقدرة هذه المؤسسات على منح المستثمرين (المساهمين) عوائد على استثماراتهم، وهو ما يحيلنا إلى تحديد معايير لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية المشكّلة من هذه الأسهم.

منذ الكتابات الأولى لآدم سميث، أبدى العلماء اهتماما متزايدا بمفهوم القيمة، حيث يشير آدم سميث إلى نوعين من القيمة في كتابه ثروة الأمم: القيمة الاستعملية والقيمة الاستبدالية، حيث يشير إلى أنّ الأشياء التي لها قيمة عظيمة أثناء الاستعمال ليس لها نفس القيمة عند الاستبدال، وبالعكس، فالأشياء التي لها قيمة كبيرة عند الاستبدال غالبا تكون أقلّ قيمة عند الاستعمال، وأشار كام إلى أنّ القيمة يقصد بها القيمة الاقتصادية، والتي تتعلّق بميول الناس نحو سلع معيّنة بسبب التوقعات بمنافع مستقبلية.

كما يمكن القول أنّ أول من أشار إلى قيمة المؤسّسة هو ألفريد مارشال سنة 1896، حيث كتب: الربح الوحيد الذي يقلّل من ربحك هو تكلفة رأس المال، ووافقه في ذلك بيتر دراكر، وأشار مدير شركة جنرال موتورز سنة 1924 إلى هذا المفهوم حيث قال: إنّ الهدف من التسيير ليس بالضرورة تحقيق أرباح عالية وإنّما يجب تحقيق ربح يضمن تغطية كلّ التكاليف الاقتصادية وبالأخصّ تكلفة رأس المال المستثمر.

وتعتبر إسهامات Michael Porter الأهمّ على الإطلاق في هذا المجال، حيث يعرف القيمة على أنّها ما يرغب المتثمر في دفعه، وتبلغ قيمتها العظمى عند عرض أقلّ أسعار مقارنة بالمنافسين لفس المنافع أو تقديم منافع فريدة.

ومن هنا يمكن القول أنّ التنافسية ترتبط ارتباطا كبيرا بالقيمة، وفي عالم الاستثمار ترتبط التنافسية بتكلفة الفرصة البديلة، وعليه فالقرارات الاستثمارية تتحدّد وفقا لهذه المتغيّرات، وهو ما نجده في الاهتمام بقياس الأداء وفقا لنموذج الربح الاقتصادي والدخل المتبقّي، والذي بُني عليه نماذج جديده هي نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والقيمة السوقية المضافة MVA.

ويختلف مصطلح القيمة الاقتصادية عن السعر، فالسعر هو ما يجب أن يدفع أما القيمة هي ما يجب أن يحصل عليه المستثمر عند استثمار أمواله في مجال معين، فالسعر هو ما كان أما القيمة فهي ما يجب أن تكون كما يرى Mcelroy & Neale كما ينظر إلى القيمة على أنّها مفهوم موضوعي هادف، في المقابل غالبا ما ينظر إلى السعر باعتباره مفهوما شخصيا يمكن أن يتأثر بعدّة عوامل (كالمشتري، ومركزه المالي، أي قدرته على الدفع وحالة السوق وأوجه التوافق).

3.2.III. فلسفة نموذج EVA

يطلق بعض الباحثين على الهيكل الاقتصادي الجديد المتمثل في المقاييس المعتمدة على القيمة مصطلح: الإدارة على أساس القيمة Management Based Value ومن أهم هذه المقاييس هو ما قدّمته شركة Stern Stewart وهو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. يعتبر مكتب الإستشارة Joe Stern & G Bennett Stewart أول من قدّم تعريفا للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونموذجاً لحسابها سنة 1933، وأول من أدخلها في مجال قياس الأداء في المؤسسات، وقد قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA® في أواخر الثمانينات من القرن الماضي، ومنذ سنة 1991 تمّ استخدامها على نطاق واسع في المؤسسات الاقتصادية والمصرفية، من خلال الترويج والإشهار لهذا النموذج.

ويرتكز هذا النموذج عموماً على مفهوم الربح الاقتصادي الذي أطلقه آدم سميث وعدد من الاقتصاديين على الهامش الذي يمثّل الربح بعد استبعاد تكلفة رأس المال (الدّيون ورأس المال)، حيث ينظر إلى تكلفة رأس المال على أنّها تكلفة كغيرها من التكاليف الواجب تغطيتها للوصول إلى الأرباح الحقيقية.

أ. مفهوم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA

لقد عرّف Stewart & Stern مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بأنه: مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدّل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض. وعرفه Scott على أنّه الفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الوحدة، وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية. كما يعرفه Spero بأنّه مقياس محاسبي للأداء التشغيلي الجاري وهو يمثّل الدخل المتبقي بعد حصول المستثمري على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في الوحدة.

ويظهر من خلال التعاريف المختلفة أنّ فلسفة هذا النموذج تركز على مفهوم الدّخل التّبقّي، من خلال الاعتماد على العائد الخالي من المخاطر الذي يتوقع الحصول عليه على الأصول التشغيلية، وبالتالي فنموذج القيمة الاقتصادية المضافة هو امتداد لنموذج الربح المتبقّي.

ب. طرق حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق معادلتين:

المعادلة الأولى:

$$EVA = NOPAT - (Invnsted Capital * WACC)$$

حيث يمثّل:

NOPAT: صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة Net operating profit after taxes

Invested Capital: رأس المال المستثمر

WACC: تكلفة رأس المال Weighted average cost of capital

المعادلة الثانية:

$$EVA = (\text{معدل العائد على رأس المال المستثمر} - \text{معدل تكلفة رأس المال}) * \text{رأس المال المستثمر}$$

ولحساب القيمة الاقتصادية المضافة يجب أولاً حساب NOPAT، وWACC، بشكل صحيح، بعد التعديلات التي تنصح بها شركة Stern Stewart، حيث ترى أنّه يتوجب إجراء 160 تعديلاً على الدّخل المحاسبي، غير أنّها تكتفي بـ 5 إلى 15 تعديلاً فقط.

ويمكن تعريف NOPAT على أنّه: نتيجة الاستغلال بع الضريبة أو النتيجة الحالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل أو التعديلات المحاسبية، أو النتيجة المتأّتية عن طريق العمليات التشغيلية.

ولحساب NOPAT يتوجب اتباع الخطوات التالية:

- معالجة الفروق الضريبية: ويقصد بها الفرق بين الضرائب الواجب دفعها والضرائب التي دفعت فعلياً، ثم يضاف الفرق إلى دخل السنة الحالية ليتم الوصول إلى صافي الربح بعد الضريبة؛

-تقييم المخزون: يقيم المخزون وفق طريقة LIFO (الوارد أخيراً الصادر أولاً)، ثم يحسب الفرق بين التقييم وفق هاته الطريقة ووفق ما هو مقيم به سابقاً ثم يضاف الفرق إلى NOPAT ؛

-معالجة إهلاك شهرة المحل: يؤدّي هذا النوع من التدفقات غير النقدية إلى تشويه رأس المال المستثمر، وبما أن القيمة الاقتصادية المضافة ترتكز على النقد المتولد من رأس المال المستثمر في المؤسسة لذا يجب إضافة إهلاك الشهرة إلى NOPAT ؛

- رسملة العناصر غير الملموسة: كنفقات البحث والتطوير التي يترتب عليها منافع اقتصادية طويلة الأجل، وحسب مبدأ القيمة الاقتصادية المضافة، يتم رسملة التغيرات الناجمة عنها فيتم إضافة القسط السنوي لنفقات البحث والتطوير والعناصر غير الملموسة الأخرى إلى NOPAT؛

- معالجة الاحتياطات والمخصصات الأخرى: يوجد بعض العناصر التي يجب تعديلها لحساب NOPAT من بينها نجد احتياطي تقادم المخزون ومخصصات الحسابات المشكوك فيها (القروض المتعثرة في البنوك) وتعالج هذه العناصر وفق أسلوب LIFO.

أما التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC وهي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والتي يمكن الحصول عليها من خلال مجموع تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل في الوزن النسبي لكل مصدر من الهيكل المالي للمؤسسة، وتعرف تكلفة رأس المال على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري، الذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممالي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة).

III.4.2. خصائص استخدام نموذج EVA في تقييم أداء البنوك التجارية

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

تعتبر الديون أحد أهم الاختلافات بين المؤسسات المصرفية وغيرها من المؤسسات، فالديون في المؤسسات غير المالية هي جزء من النشاط التمويلي، ويترتب على ذلك استبعاد تكاليف /دخل الفائدة من حساب الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب. أما بالنسبة للبنوك فإن الديون بما فيها

الودائع تختلف عن غيرها بأمريين هامين هما: أنها تعتبر مولدة للقيمة بذاتها، رغم أنها تساعد في تمويل موجودات البنك وبتكلفة أقل من السوق، كما أن التمويل بالدين بالنسبة للبنك يمثل المواد الخام لنشاطها، لهذا فتكاليف الفائدة هنا تعادل تكلفة البضاعة المباعة بالنسبة للمؤسسات غير المالية الأخرى، ولهذا لا يتم استبعاد تكاليف الفوائد من الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب للبنوك. كما أن رأس مال البنوك سوف يقاس بالقيمة الدفترية وليس بالقيمة السوقية له، وذلك لأن الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب يستند إلى بيانات تاريخية، وبالتالي فإن استخدام القيمة السوقية لرأس المال سيضلل نتائج القيمة الاقتصادية المضافة. إضافة إلى ذلك فإن تكلفة رأس المال بالنسبة للبنوك لا تقاس بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost Of Capital (WACC) بل تقاس باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية باستخدام Capital Asset Pricing Model (CAPM).

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

- الأهمية المادية لهذه التعديلات
 - أثر هذه التعديلات على القرارات الإدارية
 - مدى سهولة فهمها
 - درجة تأثيرها على القيمة السوقية للشركة
- وفي هذا الصدد فقد استقر الفكر المحاسبي على عدد أقل من التعديلات، حيث بلغت التعديلات المعمول بها بالنسبة للبنوك أربعة تعديلات أساسية هي: مخصص خسائر القروض (مخصص تدني التسهيلات الائتمانية)، مخصص الضرائب، وأرباح (خسائر) استثمارات الأوراق المالية، والأحداث غير المتكررة.
- ويمكن التفصيل في هذه التعديلات فيما يلي:

أ. مخصص خسائر القروض (مخصص تدني التسهيلات الائتمانية):

تعتمد البنوك إلى تكوين مخصصات لأحداث قد تقع لاحقاً وذلك حسب مفهوم التحوط والحذر Conservatism، وذلك من أجل إظهار القيمة الأعلى للالتزامات المحتملة، ومن هذه المخصصات مخصص تدني التسهيلات الائتمانية، والذي يهدف إلى تغطية أية خسائر مستقبلية ناجمة عن منح التسهيلات الائتمانية. إذ ينشأ هذا الحساب من خلال مبادئ وسياسات مالية صحيحة، لكنها قد تشوه من القيمة السوقية للمصرف والتي ينعكس تأثيرها على حملة الأسهم.

حيث تهدف تعديلات شركة Stern Stewart من هذه الحسابات إلى إزالة التشويه المحاسبي الحاصل في نتائج القوائم المالية للبنك، فتتسبب هذه الحسابات في حدوث فارق كبير بين القيم الاقتصادية والتدفقات النقدية للبنك، إذ تستطيع إدارة البنك استخدام هذا المخصص للتأثير على نتائج نشاطه، وهو ما يطلق عليه مفهوم إدارة الأرباح Earning Management.

ب. مخصص الضرائب

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

ج. أرباح وخسائر الاستثمارات في الأوراق المالية

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

مزايا وعيوب نموذج EVA

لتجنب الوقوع في قيمة اقتصادية سالبة، يمكن للمنشأة اللجوء إلى أحد الخيارات التالية: تخفيض التكاليف، وتخفيض تكلفة رأس المال، والأداء الأفضل في إدارة الموجودات، والاستثمارات في

مشاريع مربحة، ومن هنا يمكن استنتاج أن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، والفرق الأساسي بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي هو تكلفة رأس المال المملوك، حيث إن المحاسب لا يخصم تكلفة رأس المال المملوك، بينما يخصم الاقتصادي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المملوك. ومن مزايا استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ما يلي:

- القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الاقتصادي لمنشآت الأعمال وأكثرها ارتباطاً بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة؛

- أشارت بعض الدراسات التطبيقية لشركة Stern Stewart أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من مقاييس الأداء المحاسبية مثل: ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار بأكثر من 50 % في قدرتها على تفسير التغيرات في ثروة الملاك؛

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

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

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

- كثرة التعديلات المحاسبية المقترحة إدخالها على الأرقام المحاسبية الظاهرة في قائمة الدخل والمركز المالي، الأمر الذي يصعب معه حساب المقياس، إضافة إلى أن مطوري هذا المقياس أشاروا إلى إمكانية الاختصار على إجراء عدد محدود من التعديلات يتراوح بين 5 و15 تعديلاً، الأمر الذي يجعل طريقة حساب المقياس تختلف من منشأة إلى أخرى، وهو ما يفقده خاصية القابلية للمقارنة، ولكن يمكن التغلب على هذه المشكلة بالاتفاق على عدد التعديلات التي يجب القيام بها

للوصل إلى الحساب السليم للقيمة الاقتصادية المضافة، إضافة إلى الإفصاح عن عدد التعديلات التي تم إجراؤها، علماً بأن مطوري هذا المؤشر قد حددوا شروطاً ومعايير معينة يجب الالتزام بها عند اختيار البنود التي يتم تعديلها.

- إن نجاح القيمة الاقتصادية المضافة مرتبط بإعداد برنامج تحفيزي على المدى الطويل، فقد يندفع المدبرون في سعيهم للحصول على حوافز ومكافآت عالية إلى قبول مشروعات لها عوائد سريعة في الأجل القصير، ورفض المشاريع التي تتطلب تدفقات نقدية سالبة في الوقت الحاضر ولكنها تحقق عوائد عالية في الأجل الطويل.

مثال تطبيقي:

ليكن لديك المعلومات المالية لبنك ABC الصيني التالية:

ABC Bank			
Balance Sheet			
as of 12/31/XX			
(in \$000's)			
Assets		Liabilities	
Cash	150,000	Demand Deposits	800,000
Fed Funds Sold	800,000	MMDA's	1,800,000
Commercial Loans	2,000,000	CD's	1,300,000
Credit Card Loans	1,900,000	Savings Accounts	680,000
Loan Loss Reserve	(100,000)	Deferred Taxes	100,000
Other Assets	250,000	Total Liabilities	4,680,000
Total Assets	5,000,000	Total Liabilities & Equity	5,000,000
ABC Bank			
Income Statement			
Year ending 12/31/XX			
(in \$000's)		Tier 1 Capital Ratio	7.42%
		Total Capital Ratio	9.74%
Interest Income	408,000		
Interest expense	148,700		
Net interest income	259,300		
Provision for loan losses	(25,000)		
Noninterest income	185,000		
Noninterest expense	(265,000)		
Pre-tax income	154,300		
Provision for taxes	(61,720)		
Net income	92,580		

المطلوب:

1- أكمل الجدول بحساب:

-حقوق الملكية Equity

- معدّل العائد على الأصول ROA

-معدّل العائد على حقوق الملكية ROE

- الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT

- تكلفة رأس المال Dollar cost of equity

2- أحسب القيمة الاقتصادية المضافة للبنك وعلّق على النتائج

الحلّ:

1- إكمال الجدول

-حساب حقوق الملكية

يتمّ حساب حقوق الملكية من خلال المعادلة:

$$Equity = Total Assets - Total Liabilities$$

وعليه فحقوق الملكية في البنك تساوي

$$Equity = 5000000000 - 4680000000$$

$$Equity = 320000000 \$$$

- حساب معدّل العائد على الأصول ROA

يتمّ حساب معدّل العائد على الأصول من خلال قسمة صافي الدّخل على إجمالي الأصول:

$$ROA = \frac{Net Income}{Total Assets} * 100 = \frac{92580000}{5000000000} * 100$$

$$ROA = 1,85\%$$

- حساب معدّل العائد على حقوق الملكية ROE

يتمّ حساب معدّل العائد على الأصول من خلال قسمة صافي الدّخل على الملكية:

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Equity} * 100 = \frac{92580000}{320000000} * 100$$

$$ROE = 28,93\%$$

- الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT

من خلال ما سبق شرحه في خصائص حساب الربح التشغيلي بعد الضريبة في البنوك، يجب أن

يتمّ تعديل ناتج البنك وفق 3 مراحل:

المرحلة الاولى:

وفيها يتمّ حساب صافي ناتج البنك من الفوائد، وذلك من خلال حساب الفروق بين ناتج البنك

من الفوائد (القروض) منقوصاً منه تكاليف البنك من الفوائد (الودائع) كما يلي:

$$Net\ Interest\ Income = Interest\ Income - Interest\ expense$$

$$Net\ Interest\ Income = 408000000 - 148700000$$

$$Net\ Interest\ Income = 259300000$$

بعد ذلك يتمّ حساب صافي ناتج البنك من الأنشطة الأخرى التي لا تدرّ فوائد كما يلي:

$$Net\ Noninterest\ Income = Noninterest\ Income - Noninterest\ expense$$

$$Net\ Noninterest\ Income = 185000000 - 265000000$$

$$Net\ Noninterest\ Income = -80000000$$

بعدها يتمّ جمع الصافي من الفوائد مع الصافي من الأنشطة الأخرى وخصم مخصص خسائر

القروض ومخصص الضرائب لتحصّل على صافي دخل البنك كما يلي:

$$Net\ Income = Net\ Interest\ Income + Net\ Noninterest\ Income - Provision\ for\ loan\ losses - Provision\ for\ Taxes$$

$$Net\ Income = 259300000 + (-80000000) - 25000000 - 61720000$$

$$Net\ Income = 92580000$$

المرحلة الثانية:

ويتمّ فيها حساب NOPAT بعد التعديل كما يلي:

-التعديل المتعلق بمخصص خسائر القروض:

حيث يلاحظ أنّ البنك قد خصّص مبلغ \$ 25000000 لكنّ المبالغ التي تمّ صرفها لمواجهة هذه الخسائر كانت فقط \$22000000 وهنا نجد أنّ الخصم من الدّخل الصّافي كان أكبر من القيمة الحالية الفعلية، وعليه فقيمة الدّخل الصافي الحقيقية تحس وفق ما يلي:

$$\text{Net Income} = 92580000 + (25000000 - 22000000)$$

$$\text{Net Income} = 95580000$$

-التعديل المتعلّق بمخصّص الضرائب:

حيث يلاحظ كذلك أنّ البنك قد خصّص مبالغ كمخصّصات للضريبة على الدّخل الخاضع للضريبة تختلف عن تلك التي استحقّت والمعلن عنها في القوائم المالية (المبالغ ظهرت أكبر حيث سجل البنك قيمة 61720000 في حين القيمة في القوائم هي 66000000)، وهنا كانت الزيادة التي تخصم من الدّخل الصافي كما يلي:

$$\text{Net Income} = 95580000 - (66000000 - 61720000)$$

في الأخير ينتج لنا NOPAT

$$\text{NOPAT} = 91300000 \$$$

المرحلة الثالثة:

وهي المرحلة التي يتمّ فيها حساب تكلفة رأس المال من خلال مضروب إجمالي حقوق المساهمين في مستحقات عوائدهم كما يلي:

$$\text{cost of equity} = \text{Total capital equity} * \text{Shareholders' required return}$$

$$\text{cost of equity} = 42000000 * 0,681$$

$$\text{cost of equity} = 28602000$$

2- حساب القيمة الاقتصادية المضافة للبنك EVA والتعليق على النتائج

يكفي هنا طرح تكاليف رأس المال من الربح التشغيلي بعد الضريبة للحصول على EVA:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Cost of equity}$$

$$\text{EVA} = 91300000 - 28602000$$

$$EVA = 62698000 \$$$

Calculating EVA:			
(in \$000's)			
NOPAT		Dollar cost of equity	
Net income	92,580	Total capital equity	420,000
Provision for loan losses	25,000	Shareholders' required return	6.81%
Actual net chargeoffs	(22,000)		
Provision for taxes	61,720		
Actual cash taxes paid	(66,000)		
NOPAT	91,300	Dollar cost of equity	28,602
ROA	1.85%		
ROE	28.93%		
Efficiency Ratio	59.64%		
EVA	62,698		

ومن خلال النتائج يظهر أنّ البنك حقق قيمة اقتصادية مضافة تقدّر بثلاثي الدخل الصافي، وهي نتيجة جيدة.

وبالإمكان تحليل النتائج أكثر من خلال تتبع قيمة EVA لفترة زمنية بعدة سنوات، أو مقارنتها مع بنوك مماثلة أو منافسة وهو المغزى من عملية التقييم.

كما نذكر هنا أنّنا اكتفينا بالتعديلات الثلاث فقط ولم نتطرق للتعديل الخاص بالأوراق المالية والذي يمكن حسابه من خلال قيمة عمليات توريق الديون.

3.III. نموذج القيمة السوقية المضافة (MVA) (Market Value Added)

في إطار سعيها لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، فقد عملت شركة Stern Stewart على صياغة معيار آخر للأداء يتمثل في القيمة السوقية المضافة MVA، كمؤشر للأداء الخارجي للمؤسسة، كمقياس لقدرتها على تكوين الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية.

1.3.III. مفهوم القيمة السوقية المضافة

يُقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر بها من قبل المالك والمقرضين، وبهذه الصورة، فإن القيمة السوقية المضافة تعدّ معياراً شاملاً في قياس وخلق الثروة، كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في منظمات الأعمال وفقاً لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المنشأة وفعاليتها.

تعرف القيمة السوقية المضافة (MVA) على أنها عملية حسابية توضح الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال الذي يساهم به جميع المستثمرين، سواء حملة السندات أو المساهمين. بمعنى آخر، هي القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية مطروحاً منها جميع مطالبات رأس المال المحتفظ بها ضد الشركة.

كما تعرف القيمة السوقية المضافة (MVA) بأنها مقدار الثروة التي تستطيع الشركة تكوينها لمساهميها منذ تأسيسها. بعبارة أدق، هي الفرق بين القيمة السوقية الحالية لأسهم الشركة ورأس المال الأولي الذي تم استثماره في الشركة من قبل كل من حملة السندات وحملة الأسهم.

2.3.III. طرق حساب القيمة السوقية المضافة

تمثل القيمة السوقية المضافة تقييماً شاملاً للأداء ابتداءً من إنشاء الشركة حتى تاريخ حساب قيمتها السوقية، ونظراً لأهمية القيمة السوقية يصل الأمر في بعض الشركات إلى إعادة شراء أسهمها المتداولة في السوق المالي لتحرك قيمتها السوقية أو حتى أنها تدفع توزيعات أرباح للمساهمين القدامى مصدرها رأسمال المساهمين الجدد لنشر الانطباع، بأن الشركة توزع أرباحاً لزيادة قيمتها السوقية خاصة في حالات المضاربة.

في هذا الصدد نجد اليوم العديد من الشركات تساهم في صناديق استثمارية محدّدة لشراء أسهمها أو بيعها للتأثير على أسعار الأسهم وقيمتها في السوق.

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم.

فالقيمة السوقية المضافة تعتمد بشكل مباشر على القيمة الاقتصادية المستقبلية، حيث تعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة، و رأس المال المستثمر من قبل المالكين والمقترضين، في حين يمكن اعتبارها الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين.

على هذا الأساس يتمّ حساب القيمة السوق المضافة وفق طريقتين أساسيتين:

الطريقة الأولى: طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للشركة

وفق هذه الطريقة، فإن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة خلال عمرها الإنتاجي، بمعنى آخر هي خصم للتدفق النقدي الناتج عن القيمة الاقتصادية المضافة للشركة خلال الزمن، ومن عيوب هذه الطريقة أنها تعتمد على التوقعات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة كما تعتمد على معدل الخصم لإيجاد القيمة الحالية.

ومن خلال مفهوم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يمكن تبسيط العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كما يلي:

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

الطريقة الثانية:

حسب هذه الطريقة القيمة السوقية المضافة تمثل الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية مضروبة بعدد الأسهم، والبعض الآخر يعرفها على أنها الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الاسمية للسهم مضروبة بعدد الأسهم.

ويتمثل نموذج احتساب القيمة السوقية المضافة وفقاً للمعادلة التالية:

$MVA = \text{Market Value of Shares} - \text{Book Value of Shareholders' Equity}$

$$MVA = MEV - BEV$$

واختصاراً

حيث:

MVA: هي القيمة السوقية المضافة

MEV: هي القيمة السوقية لحقوق الملكية

BEV: هي القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية

للتدقيق، المراجع الأمريكية تضمّن في الـ MEV بالإضافة إلى القيمة السوقية للأسهم كذلك القيمة السوقية للديون أو السندات.

يمكن تقديم أمثلة على الشركات ذات القيمة المضافة العالية في مختلف مجالات الاستثمار، فمثلاً شركة Alphabet Inc (GOOGL) الشركة الأم لـ Google، هي من بين الشركات الأكثر قيمة في العالم، حيث بلغ العائد على الاستثمار في أسهمها بنسبة 1.293 % في أول 10 سنوات لها. وقد تمكنت الشركة من مضاعفة القيمة السوقية المضافة من 2015 إلى 2019. وقد نما إجمالي القيمة المضافة لشركة Alphabet من 354.25 مليار دولار في عام 2015 إلى 606.20 مليار دولار في ديسمبر 2017 إلى 809.01 دولاراً أمريكياً مليار دولار في ديسمبر 2019 إلى 1.19 تريليون دولار في عام 2020.

عند محاولة حساب القيمة السوقية المضافة تظهر لنا العديد من قيم الأسهم وحقوق الملكية والمصطلحات التي تتعلّق بشركات المساهمة، لذلك يجب أولاً شرح هذه القيم هنا:

أ. القيمة الدفترية وحقوق الملكية: Book Value

القيمة الدفترية هي القيمة الصافية لأصول الشركة التي تظهر في ميزانيتها، وهي تساوي تقريباً المبلغ الإجمالي الذي سيحصل عليه جميع المساهمين (Shareholders) إذا قاموا بتصفية الشركة. ويجب القول أن القيمة الدفترية متغيرة حسب تغير أصول الشركة وبالتالي حقوق ملكية المساهمين.

ويمكن حسابها رياضياً بالعلاقة بين أصول وديون الشركة كالتالي:

$$Book Value = Total Assets - Total Liabilities$$

كما يمكن حسابها من خلال حقوق الملكية كالتالي:

$$Book Value = \frac{\text{Shareholders' equity}}{\text{Number of shares}}$$

وبفصل حقوق أصحاب الأسهم الممتازة يتم حساب القيمة الدفترية كما يلي:

Book Value

$$= \frac{\text{Shareholders' equity} - \text{Preferred shareholders' equity}}{\text{Number of Common shares}}$$

$$\text{أي: القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق الملكية} - \text{حقوق أصحاب الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

هذه العلاقة تقودنا إلى قيمة أخرى وهي حقوق الملكية Equity ، والتي تعني حقوق المساهمين في الشركة باستبعاد الالتزامات، وتحسب وفقاً لذلك كما يلي:

$$\text{حقوق الملكية} = \text{أجمالي الأصول} - \text{إجمالي الديون}$$

وعليه فحقوق الملكية تساوي رياضياً مجموع الجزء العلوي من خصوم الشركة وهو ما جعل العديد من المراجع تقدم العلاقة التالية لحساب حقوق الملكية:

$$\text{حقوق الملكية} = \text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح غير الموزعة}$$

ب. القيمة السّوقية

تمثل القيمة السوقية قيمة الشركة وفقاً لسوق الأوراق المالية، وهي السعر الذي سيحصل عليه السهم في السوق، وعلى مستوى شركات المساهمة فالقيمة السّوقية للشركات أو ما يطلق عليه اسم رسملة السّوق Market capitalisation، هذه الأخير هي سعر السّهم في لحظة معينة مضروباً بعدد أسهم الشركة في السّوق.

وتظهر العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية Market Value and Book Value باستخدام المعدّل بينهما، والذي يطلق عليه The price-to-book (P/B) ratio، وغالباً يشير المعدّل المنخفض إلى شراء مربح.

كما أنّه وبالنّظر إلى مكوّنات القيمة الدّفترية نجد أنّه من المنطقي أن تتحرّك القيمة السوقية في نفس اتجاه الدّفترية.

ج. قيمة الشركة: Enterprise value

قيمة المؤسسة (EV) هي مقياس للقيمة الإجمالية للشركة، وغالباً ما تستخدم كبديل أكثر شمولاً للقيمة السوقية للأسهم. تتضمن EV في حسابها القيمة السوقية للشركة وأيضاً الدين قصير الأجل وطويل الأجل بالإضافة إلى أي نقود سائلة في الميزانية. قيمة المؤسسة EV هي مقياس شائع يستخدم لتقييم شركة من أجل عملية استحواذ محتملة.

وتستخدم قيمة الشركة في حساب MVA كما قلنا في المراجع الأمريكية، فلا تكتفي بالقيمة الدّفترية للأسهم بل كذلك الديون والنّقود السائلة. وهو ما يعني أنّ MVA هي الفرق بين سعر السّهم وما يمكن للمساهم أن يحصل عليه في حال بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية.

III.3.3. حالات القيمة السوقية المضافة ودلالاتها في المؤسسات المصرفية

في دراسة أجرتها شركة Stern Stewart على أبرز 1000 شركة أمريكية، توّصلت إلى أنّ مؤشّر MVA هو أكثر المؤشّرات مصداقية وتنبؤاً باتجاه القيمة السوقية للشركة.

أ. القيمة الدفترية أكبر من القيمة السوقية (قيمة سوقية مضافة سالبة)

من غير المعتاد أن يتم تداول أسهم شركة أو بنك ما بقيمة سوقية أقل من قيمتها الدفترية، وعندما يحدث ذلك، فإنه عادة ما يشير إلى أن السوق قد فقد الثقة في البنك لبعض الوقت، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى ضعف أداء الإدارة، وقد يكون ذلك بسبب مشاكل العمل أو فقدان الدعاوى القضائية الهامة أو أحداث عشوائية أخرى؛ بمعنى آخر، لا يعتقد السوق أن البنك يستحق هذه القيمة في دفاتره، قد يؤدي سوء الإدارة أو الظروف الاقتصادية إلى وضع أرباح البنك المستقبلية والتدفقات النقدية موضع تساؤل.

يسعى كبار المستثمرون إلى البحث عن الشركات التي تقل قيمتها السوقية عن تقييماتها الدفترية، لأنهم يرون في ذلك علامة على التقييم بأقل من القيمة الصحيحة، ويأملون في أن تكون تصورات السوق غير صحيحة. في هذا السيناريو، يمنح السوق المستثمرين فرصة لشراء شركة بأقل من صافي ثروتها المعلنة، ومع ذلك، ليس هناك ما يضمن أن السعر سيرتفع في المستقبل.

ب. القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية

عادة ما تتجاوز القيمة السوقية للشركة قيمتها الدفترية، فسوق الأوراق المالية يخصص قيمة أعلى لمعظم الشركات لأنها تتمتع بقوة أرباح أكبر من أصولها. وهو ما يشير إلى أن المستثمرين يعتقدون أن الشركة لديها آفاق مستقبلية ممتازة للنمو والتوسع وزيادة الأرباح، قد يعتقدون أيضاً أن قيمة الشركة أعلى مما يظهره حساب التقييم الكتابي الحالي.

عادة ما يكون للشركات المربحة قيم سوقية أكبر من القيم الدفترية، تلبي معظم الشركات الموجودة في أعلى الفهارس هذا المعيار، كما يتضح من أمثلة Microsoft و Walmart وبنوك Citigroup Inc و JPMorgan. قد يجد مستثمرو النمو مثل هذه الشركات واعدة. ومع ذلك، قد يشير أيضاً إلى تداول الأسهم المبالغة في التقييم أو الشراء المفرط بأسعار مرتفعة، وهو ما يعرف بحالات الفقاعات السعرية Price bubbles.

وهناك حالات تكون فيها القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية، وهي حالات تشير إلى كفاءة أكثر في السوق، بمعنى تناسب المعلومات الصادرة من البنك أو الشركة مع تلك التي تصدر من السوق.

ج. معدّل السّعر إلى الدّفتر

تعد نسبة السعر إلى الدفتر (P/B) طريقة شائعة لمقارنة القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وهو يساوي سعر السهم مقسوماً على القيمة الدفترية للسهم الواحد. على سبيل المثال، عندما يكون (P/B) لبنك أو شركة يساوي الواحد، فهذا يعني أنّ التقييم الكتابي وتقييم السوق متساويين. في اليوم التالي، إذا انخفض سعر السوق، تصبح نسبة السعر إلى القيمة الدفترية أقل من واحد. هذا يعني أنّ تقييم السوق أقل من التقييم الكتابي، لذلك قد يقلل السوق من قيمة السهم. إذا لرتفع سعر السوق بعدها وخلق نسبة P / B أكبر من واحد، يخبرنا ذلك أنّ تقييم السوق يتجاوز الآن التقييم الكتابي، مما يشير إلى احتمال وجود مبالغة في التقييم. ومع ذلك، فإن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي إحدى الطرق العديدة التي يستخدم بها المستثمرون القيمة الدفترية.

د. كيفية الحكم على أداء المؤسسات المصرفية من خلال MVA

إنّ قياس الأداء في المؤسسات المصرفية يتمّ من خلال المنهج التاريخي أو المقارن، وذلك من خلال حساب سلسلة زمنية من القيمة السوقية المضافة، ومحاولة حساب معدّل لنمو MVA، والذي من خلاله، يتمّ الحكم على مدى ارتفاع أو انخفاض ثروة الملاك، أو من خلال مقارنة منحني MVA لبنك معيّن بمنحني MVA لبنك معياري في السوق. ويمكن حساب معدّل النمو خلال فترة زمنية محدّدة من خلال الفارق بين MVA بين سنتين على أساس سنوي.

$$MVA\% = \frac{MVAt - MVAt - 1}{MVAt - 1} * 100$$

أو اختيار سنة معيّنة كسنة أساس في السلسلة فيتمّ الحساب بين سنتين من خلال قسمة الفارق على MVA في سنة الأساس كما يلي:

$$MVA\% = \frac{MVAt - MVAt - 1}{MVA \text{ base}} * 100$$

مثال تطبيقي:

إليك البيانات المالية التالية المتعلقة ببنوك: سوسيتي جينرال الفرنسي، وجي بي مورغان وغولدمان ساكس الأمريكيين.

STOCK MARKET DATA

JP MORGAN CHASE

Price	\$127,763
Equity	\$227.49 billion
Equity / share	-
Return on equity	-
P / book Ratio	-
Number of titles	2 939 770 246
Capitalization	-
Net earning	\$43.22 billion
MVA	-

SOCIETE GENERALE

Price	€22,720
Equity	€70.86 billion
Equity / share	-
Return on equity	-
P / book Ratio	-
Number of titles	837 124 432
Capitalization	-
Net earning	€5.641 billion
MVA	-

GOLDMAN SACHS

Price	\$319,450
Equity	\$78.12 billion
Equity / share	-
Return on equity	-
P / book Ratio	-
Number of titles	337 924 987
Capitalization	-
Net earning	\$21.64 billion
MVA	-

المطلوب:

الجزء الأول:

-أكمل الجداول بحساب العائد على حقوق الملكية، والقيمة السوقية، معدّل القيمة السوقية على الدفترية، والقيمة السوقية المضافة الكليّة والمحسوبة على كلّ سهم بطريقتين.

الجزء الثاني:

-قدّم تقييماً لأداء البنوك من خلال العائد على حقوق الملكية ROE والقيمة السوقية المضافة MVA وحسب معدّل القيمة السوقية/ القيمة الدفترية P/Book ratio.

الحل:

الجزء الأول:

1-العائد علة حقوق الملكية ROE

يمكن حسابه من خلال العلاقة:

$$ROE = \frac{Net\ Earning}{equity} * 100$$

$$ROE_{JPM} = = 19\% \quad \text{وعليه:}$$

$$\frac{43.22}{227.49} * 100$$

$$ROE_{SG} = \frac{5.641}{70.86} * 100 = 7\%$$

$$ROE_{Gsachs} = \frac{21.64}{78.12} * 100 = 27.7\%$$

2-القيمة السوقية Capitalisation

يتمّ حسابها من خلال حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر السهم عند الإقفال:

$$Capitalisation = \text{Number of titles} * Price$$

$$CAP_{JPM} = 2\,939\,770\,246 * 127.763 = 375,59\$ \text{ مليار} \quad \text{وعليه:}$$

$$CAP_{SG} = 837\,124\,432 * 22.720 = 19.02 \text{ € مليار}$$

$$CAPGsachs = 337\,924\,987 * 319,450 = 107.95 \text{ \$ مليار}$$

3- القيمة السوقية / الدفترية P/Book Ratio

يتم حسابها من خلال العلاقة:

$$P/Book = \frac{Capitalisation}{equity}$$

$$P/BookJPM = \frac{375,59}{227.49} = 1,65 \quad \text{وعليه:}$$

$$P/BookSG = \frac{19,02}{70,86} = 0,27$$

$$P/BookGsachs = \frac{107,95}{78,12} = 1,38$$

4- القيمة السوقية المضافة MVA

$$MVA = MEV - BEV \quad \text{ويتم حسابها من خلال العلاقة:}$$

$$MVAJPM = 375,59 - 227.49 = 148.1 \text{ \$ مليار} \quad \text{وعليه:}$$

$$MVASG = 19,02 - 70,86 = -51.84 \text{ € مليار}$$

$$MVAGsachs = 107,95 - 78,12 = 29.83 \text{ \$ مليار}$$

5- القيمة السوقية المضافة لكل سهم MVA per share:

لحساب القيمة السوقية المضافة لكل سهم ماعلينا سوى تقسيم القيمة الكلية على عدد

الأسهم كما يلي:

-الطريقة الأولى:

$$MVA \text{ per share } JPM = \frac{148,1 \text{ billion}}{2\,939\,770\,246} = 50,37 \text{ \$}$$

$$MVA \text{ per share } SG = \frac{51.84 \text{ billion}}{837\,124\,432} = -61,92 \text{ €}$$

$$MVA \text{ per share } Gsachs = \frac{29.83 \text{ billion}}{337\,924\,987} = 88,27 \text{ \$}$$

-الطريقة الثانية:

يمكن حسابها وفق العلاقة:

$$MVA \text{ per share} = \text{market value per share} - \text{book value per share}$$

وعليه يجب حساب القيمة الدفترية لكل سهم فقط باعتبار أنّ القيمة السوقية للسهم هي

سعره عند الإقفال والمعطى في الجدول:

$$\text{Book Value/shareJPM} = \frac{227.49 \text{ billion}}{2\,939\,770\,246} = 77,38$$

$$\text{Book Value/shareSG} = \frac{70,86 \text{ billion}}{837\,124\,432} = 84,65$$

$$\text{Book Value/shareGsachs} = \frac{78,12 \text{ billion}}{337\,924\,987} = 231,18$$

وبطرح هذه القيمة من سعر السهم لكل بنك نجد:

$$MVA \text{ per share JPM} = 127,76 - 77,38 = 50,37 \$$$

$$MVA \text{ per share SG} = 22,720 - 84,64 = -61,92 €$$

$$MVA \text{ per share Gsachs} = 319,45 - 231,17 = 88,27 \$$$

وعليه يمكن إستكمال الجدول كما يلي:

JP MORGAN CHASE	
Price	\$127,763
Equity	\$227.49 billion
Equity / share	\$77.38
Return on equity	19%
P / book Ratio	1,65
Number of titles	2 939 770 246
Capitalization	\$375,59 billion
Net earning	\$43.22 billion
MVA	\$148.1 billion
MVA per share	\$50,37

SOCIETE GENERALE

Price	€22,720
Equity	€70.86 billion
Equity / share	€84.65
Return on equity	7%
P / book Ratio	0,27
Number of titles	837 124 432
Capitalization	€19,02 billion
Net earning	€5.641 billion
MVA	€-51.84 billion
MVA per share	€-61,92

GOLDMAN SACHS

Price	\$319,450
Equity	\$78.12 billion
Equity / share	\$231.18
Return on equity	27,7%
P / book Ratio	1,38
Number of titles	337 924 987
Capitalization	\$107,95 billion
Net earning	\$21.64 billion
MVA	\$29,83 billion
MVA per share	\$88,27

الجزء الثاني:

1- تقييم أداء البنوك من خلال العائد على حقوق الملكية ROE

من خلال نتائج العائد على حقوق الملكية يظهر أنّ بنك غولدمان ساكس يحقق أعلى نسبة، حيث بلغت 27.7%، وهو ما يعني أنّ ملاك البنك يحصلون على 27,7 دولار عن كلّ دولار من حقوقهم في الشركة، وهي نسبة كبيرة جداً، ويأتي بنك جي بي مورغان في المرتبة الثانية، حيث تبلغ هذه النسبة 19%، في حين بلغت هذه النسبة 7% فقط في سوسيتي جينرال.

وبتحليل نتائج البنوك الثلاث نجد أنّ سبب ارتفاع ROE في غولدمان ساكس هو ارتفاع صافي الأرباح المحققة خلال نفس الفترة مقارنة مع بنك سوسيتي جينرال مثلاً نظراً لتساوي حقوق

الملكية فيهما، ففي حين نجد أرباح غولدمان ساكس تفوق ربع حقوق الملكية، نجد أنها لا تتجاوز 7% في سوسيتي جينرال.

وعلى الرغم من تحقيق أرباح أكبر في بنك جي بي مورغان 143.1 مليار دولار، أكبر منه في غولدمان ساكس إلا أن قيمة حقوق الملكية المرتفعة، جعلت العائد على حقوق الملكية أقل.

2- تقييم أداء البنوك بالاعتماد على القيمة السوقية المضافة MVA

تعتبر القيمة السوقية المضافة المحسوبة على أساس القيمة السوقية للبنك (EV) عن نظرة البنك كمؤسسة، أي من وجهة نظر مجلس الإدارة في البنك، وعلى هذا الأساس يمكن القول أنه وبالنظر إلى النتائج في الجدول، فبنك جي بي مورغان حقق أكبر قيمة سوقية مضافة مقارنة مع البنكين الآخرين 148.1 مليار دولار، وهذا يعني أن هناك ارتفاع في ثروات المساهمين وأصحاب الحقوق في الشركة.

ويأتي بنك غولدمان ساكس في الرتبة الثانية 29,83 مليار دولار، بينما حقق بنك سوسيتي جينرال قيمة سوقية مضافة سالبة -51,84 مليار أورو، وهو ما يعني ضعف أداء إدارة البنك، انعكس بشكل سلبي على ثروات ملاك البنك.

وما يؤكد هذه النتائج هو معدل السعر / الدفتر والذي يشير إلى تفوق بنك جي بي مورغان حيث سجل معدلاً يفوق الواحد والنصف، وهذا يعني أن القيمة السوقية تفوق الدفترية بمرة ونصف، وهو ما يشير إلى ثقة السوق في أسهم البنك من جهة، ومن جهة أخرى وبتحليل القيمة السوقية للبنك مقارنة مع بنك غولدمان ساكس نجد أن الفرق بينهما يكمن في عدد الأسهم المتداولة في السوق، حيث ورغم تفوق سعر أسهم غولدمان بضعف عن أسعار جي بي مورغان، إلا أن قيمة البنك Capitalisation أكبر بكثير من (375,59 مليار دولار، مقابل 107,95 بالنسبة لغولدمان ساكس).

وتقوم العديد من المؤسسات باستراتيجية تفتيت الأسهم أو طرح عدد أكبر من الأسهم بغرض تخفيض أسعارها وزيادة الطلب عليها في السوق.

بالنسبة لبنك سوسييتي جينرال جاء معدل السعر / الدفتر منخفضاً، حيث سجل أقل من واحد، 0,27 وهو ما يعني تقارباً بين القيمة السوقية للبنك وقيمتها الدفترية. وهي النتائج التي تختلف عن التحليل المقدم باستخدام العائد على حقوق الملكية، وهو ما أشرنا إليه سابقاً من خلال دراسة Stern Stewart.

من خلال تحليل نتائج القيمة السوقية المضافة لكل سهم MVA per share، نجد أن الأمر مختلف هنا، حيث يتفوق بن غولدمان ساكس، وهنا يجب أن نؤكد على أن هذه المقاربة تستخدم من طرف المستثمرين، المضاربين أو الملاك.

حيث تشير النتائج إلى أن بينك غولدمان ساكس هو الأحسن من حيث القيمة السوقية المضافة لكل سهم MVA per share، حيث يتفوق على بنك جي بي مورغان، ويبقى بنك سوسييتي جينرال مسجلاً لقيمة سالبة.

ولتفسير ذلك نرجع إلى حقوق الملكية لكل سهم من جهة، ونذكر أن هذه المقاربة كما قلنا أنفاً هي مقارنة تستخدم لمعرفة أداء الأسهم في الأسواق من طرف المستثمرين والمضاربين. فحقوق الملكية لكل سهم equity/ share تشير إلى أنه وفي حين تبلغ ثروة الملاك في بنك غولدمان ساكس قيمة 231 دولار لكل سهم، يحصل ملاك جي بي مورغان فقط على 77 دولار ويحصل ملاك سوسييتي جينرال على 84 دولار، وهي القيم التي يحصل عليها المساهمون في حال بيع أسهمهم بقيمتها الحقيقية.

هذا ما يجعل المستثمرين في الأسواق المالية هنا يفضلون أسهم غولدمان ساكس على باقي الأسهم، وذلك لأن القيمة السوقية المضافة تؤكد أداء جيداً للإدارة من جهة، وارتفاع حقوق الملكية لكل سهم والعائد على حقوق الملكية من جهة أخرى.