

المحور 10

التقييم من منظور خلق القيمة:

تهدف المؤسسة مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة في البورصة أم لا إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها والمساهمين وكل الأطراف المهتمة بها، ولعل ما يفسر ذلك أن إنشاء المؤسسة واستمراريتها في النشاط مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى قدرتها على خلق القيمة، وهناك عدة مؤشرات لقياس القدرة على خلق القيمة أهمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added) الذي عرف استعمالا واسعا في هذا المجال.

تندرج مؤشرات خلق القيمة فيما يعرف بنظام تقييم الأداء، كانت بدايات ظهوره مرتكزة على مرجعية محاسبية ومع تطور المؤسسات ومحيطها ظهرت عدة محاولات لتطوير هذا المفهوم، ويعود الفضل في تطوير هذا النموذج إلى شركة الدراسات الأمريكية (Stern Et Stewart)، ثم تطبيقه على العديد من المجمعات الاقتصادية الأنجلوسكسونية، أما في فرنسا تعود بدايات تطبيق هذا النموذج إلى بعض المؤسسات منها (Siemens SA Lafarge Danone).

أ- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة.

القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة، وهي الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي الذي يقيس نتيجة المؤسسة بالفرق بين مبيعاتها وتكاليفه الخاصة بعد أن نضيف إلى هذا الأخير المصاريف المالية المرتبطة بالأصول، كما تعد طريقة للتحفيز، حيث تقوم بقياس حيث تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسة أمام المساهمين وعليه تصبح وسيلة لدفع المسيرين إلى بذل مجهود أكبر لتحسين أداء مؤسساتهم، وتصبح بذلك طريقة للتسيير يتم بموجبها ربط المسيرين وتحسيسهم بما وفق منطق النتائج مقابل الوسائل من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف المسيرين، وبعد التعديلات التي طرأت على هذا المؤشر أصبح أداة متكاملة لقياس الأداء وربطه بخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين 4، ويمكن التعبير عن القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة التالية:

$$EVA = R(1 - T) - (CMPC \times CE)$$

R : النتيجة الصافية للاستغلال؛

T: معدل الضريبة؛

CMPC: التكلفة المتوسطة لرأس المال؛

CE : رأس المال المستثمر؛

إذا يمكن القول أن القيمة الاقتصادية المضافة الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوم منها تكلفة رأس المال المستثمر، وعليه يمكن القول:

القيمة الاقتصادية المضافة = الربح التشغيلي بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال x رأس المال المستثمر)

$$EVA = NOPAT - (CMPC \times CE)$$

تمثل صافي الأرباح الناتجة عن عملية التشغيل بعد الضريبة (NOPAT) هي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأرباح، ويمكن حساب قيمته كمايلي:

نتيجة الاستغلال قبل الضريبة على الأرباح EBIT avant impôt

- الضريبة النظرية على الأرباح Impôt théorique sur l'EBIT

+ نتائج الشركات الزميلة

+ نتائج الشركات التابعة غير المدمجة

صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة NOPAT

ويمكن حساب الأرباح الصافية الناجمة عن عملية التشغيل بعد الضريبة من خلال العلاقة التالية:

$$NOPAT_t = (1-T_t)(CA_t - Cex_t)$$

CA_t : رقم الأعمال للفترة t ؛

Cex_t : مصاريف الاستغلال ومخصصات الإهلاك للفترة t ؛

وكما نعلم التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMPC) تتحدد من خلال العلاقة:

$$K = CMPC = \frac{V_{CP}}{VE} K_{CP} + \frac{V_{DN}}{VE} K_{DN}(1 - T_i)$$

أما معدل مردودية الأموال المستثمرة يتحدد من خلال العلاقة التالية:

$$r = \frac{NOPAT}{CE}$$

ومنه يمكن تحديد القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة التالية :

$$EVA = (r - K)CE$$

مما سبق يمكن القول أن المفهوم الأساسي لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة يمثل الهامش الذي ينتج

عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة رؤوس الأموال المستخدمة والذي يعرف اقتصاديا بالربح الاقتصادي ، ومنه يمكن الحكم على مؤسسة ما أنها قامت بخلق القيمة عندما تكون نتيجة الاستغلال للسنة تفوق تكلفة رأس المال، فالقيمة الاقتصادية المضافة تقيس القدرة على خلق الثروة خلال فترة (سنة) أما إذا أردنا معرفة هذه القدرة خلال مجموعة من السنوات فيتم تحديدها من خلال القيمة السوقية المضافة.

ب- القيمة السوقية المضافة:

تمثل القيمة السوقية المضافة القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم والمستحدثة بمعدل يساوي التكلفة المتوسطة لرأس المال، فهي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة زمنية طويلة ويمكن التعبير عن القيمة السوقية المضافة من خلال العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}$$

عكس القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتبر مؤشر لقياس الأداء الداخلي للمؤسسة، القيمة السوقية المضافة تعتبر طريقة لقياس الأداء من وجهة نظر خارجية، فهو يعطي صورة عن فائض القيمة التي سيحققها المساهمين في حالة التنازل عن المؤسسة ، فائض القيمة هذا يمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة المحاسبية الأموال الخاصة.

إذا تحدد القيمة السوقية للمؤسسة انطلاقاً من القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر مضاف إليه القيمة السوقية المضافة، وهذا على النحو التالي:

$$VM = CE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}$$

CE: القيمة المحاسبية لرأس المال.

بعد استعراضنا للنموذجين المحدثين للتقييم المرتكزين على خلق القيمة يمكن القول أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة له جذور اقتصادية، تبلورت بشكل عملي مع ظهور مؤشر الأداء (الربح المتبقي) فالقيمة المضافة ما هي إلى مؤشر لقياس الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال، أما القيمة السوقية المضافة فترتكز على مرجعية مالية لكونها انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية، ورغم أن طريقة القيمة الاقتصادية المضافة تقيس العائد الحقيقي لإجمالي رأس المال المستثمر أخذنا بعين الاعتبار تكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض، إلا أن نموذج القيمة السوقية المضافة تعطي نتائج مماثلة لطريقة التدفقات النقدية المتاحة وذلك لأن البسط في كلا المعادلتين متساوي، أما المقام يعطي صورة للتدفقات النقدية المتاحة في شكل عوامل لخلق القيمة، وعليه فطريقة القيمة السوقية المضافة تعتمد على خلفية ترتكز على منظور التدفقات النقدية المتاحة المخصصة التي تعود لنظرية الاستثمار، مع اعتماد بعض التعديلات للخروج بمؤشر يستطيع قياس القدرة على خلق القيمة بشكل عملي، يسمح للمؤسسة باتخاذ قرارات لها تأثيرات على المدى الطويل.