

تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم

ملخص

يحتل مفهوم خلق القيمة للمساهم مكانة هامة في الإدارة المعاصرة لمنشآت الأعمال باعتباره الهدف الأساسي الذي يتمحور حوله الفكر الاستراتيجي لأي منشأة. وقد سعت أغلب المنشآت الهادفة إلى خلق القيمة للمساهم لتبني مقاييس أداء أكثر تعبيراً عن هذا الهدف و استخدامها سواء على المستوى الداخلي في عملية اتخاذ القرارات و على المستوى الخارجي بتحسين الاتصال المالي مع مجتمع المستثمرين. إن الهدف من هذا المقال يكمن في محاولة تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم من خلال إجراء مقارنة بين مختلف المقاييس، ثم الوقوف على مجالات استخدامها وكيفية تطبيقها في الواقع العملي.

أ - هشام بحري

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة قسنطينة 2
الجزائر

مقدمة

عبر العقود القليلة الماضية تولدت العديد من الاتجاهات التي تعني أن دور المساهم قد أصبح مهماً بشكل أكبر، خاصة في ظل التوسع في التخلص من القواعد المنظمة والتوسع في أسواق المال، والتطور السريع في تكنولوجيا المعلومات. كل هذه الاتجاهات مجتمعة تعني أمراً واحداً أن أي شركة ترغب في الاستمرار في جذب الموارد المالية اللازمة للقيام بنشاطها على أكمل وجه يجب عليها أن تعظم القيمة لحملة الأسهم.

Résumé

Le concept de la création de la valeur actionnariale occupe une place centrale dans la gestion contemporaine des entreprises. La plupart des dirigeants comprennent aujourd'hui que la nécessité de créer la valeur passe par le choix d'une mesure de performance appropriée en terme de création de valeur, ce qui leur permet de prendre des décisions créatrices de valeur, et améliorer leur communication financière aux investisseurs. L'objet de cet article consiste à faire une évaluation des différentes mesures de la création de la valeur actionnariale, ce qui conduit en premier lieu à une comparaison entre les différentes mesures, et ensuite faire le point sur la façon dont ces mesures sont elles perçues et mises en application dans la réalité.

فالمستثمرون يقومون باستثمار أموالهم في منشأة يتوقعون منها عائدا يساوي على الأقل العائد الذي يمكنهم الحصول عليه من مكان آخر، إن لم يكن أفضل منه.

على هذا الأساس، يمكن القول أن المنشأة قد خلقت القيمة لمساهميها خلال فترة زمنية معينة عندما تحقق عائدا على رأس المال المستثمر يفوق تكلفة الفرصة البديلة أو معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين.

ومن أجل تحقيق رغبات مساهميها، سعت معظم الشركات العالمية الرائدة إلى تقييم كل قرار إستراتيجي على أساس خلق القيمة وتحسين نوعية المعلومات المالية التي تقدمها للمستثمرين في السوق المالي (1)، وعملت على تبني مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة و التخلي تدريجيا عن مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية المستخرجة من القوائم المالية مثل: العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، ربحية السهم الواحد EPS. ويعود سبب هذا التوجه إلى ضعف وعدم ملائمة المقاييس المحاسبية التقليدية في التعبير عن هدف خلق القيمة للمساهم، حيث تعاني هذه المقاييس من عدة سلبيات من هذا الجانب أهمها: عدم الأخذ بعين الاعتبار لتكلفة حقوق الملكية، تجاهل المخاطرة، تجاهل القيمة الزمنية للنقود، والاعتماد على المعلومات المحاسبية التاريخية (2).

ويعود الفضل في بروز مقاييس خلق القيمة للمساهم إلى الأعمال القيمة للأمريكي ألفريد رابابورت (1986) Alfred Rappaport الذي استطاع تقديم مقارنة لخلق القيمة للمساهم حدد من خلالها الوسائل الضرورية التي تمكن إدارة المنشأة من الوصول إلى تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهمين (3). ومع مطلع التسعينات من القرن الماضي، سارعت العديد من مكاتب الاستشارات المتخصصة إلى تبني أفكار رابابورت واستطاعت تطوير نماذج لقياس خلق القيمة قامت بالترويج لها من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من المنشآت لاستغلال نماذجها في القياس.

وتكتسي مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم أهمية بالغة في الإدارة المالية الحديثة، حيث يمثل مقياس الأداء الذي من خلاله يتحدد مقدار خلق القيمة المحقق من طرف المنشأة الركيزة الأساسية لنظام الإدارة على أساس القيمة Value Based Management (VBM)، فاستخدام مقياس الأداء من منظور خلق القيمة يسمح للمنشآت بتحسين عملية الاتصال الداخلي أو الخارجي بالمستثمرين، و يساعد على اتخاذ القرارات التشغيلية و الإستراتيجية، وإعداد نظام المكافآت الذي يجعل سلوك المديرين يتماشى مع أهداف المساهمين.

و نظرا لتعدد وتنوع مقاييس خلق القيمة، والشهرة الواسعة التي اكتسبتها منذ ظهورها فإن إشكالية تقييم هذه المقاييس تستدعي البحث في التساؤلات التالية: ما هي المقاييس الأكثر ملائمة لقياس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم؟ ما هي مجالات استخدام هذه المقاييس؟ وكيف يتم تطبيقها من طرف المنشآت في الواقع العملي؟. كل

هذه التساؤلات الهامة سيتم الإجابة عنها من خلال تحليل ومناقشة مختلف عناصر موضوع المقال.

1. مدخل إلى مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم:

لقد استطاعت مكاتب الاستشارات المتخصصة تطوير مقاييس للأداء من منظور خلق القيمة بإمكانها أن تقيس مقدار خلق القيمة للمساهم، من أبرزها: مكتب ستارن وستيوارت Stern-Stewart الذي قدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، مكتب هولت فالي وبراكستون أسوسيات Holt Value-Braxton Associate الذي طور مقياس عائد التدفق النقدي على الإستثمار CFROI وتم تبنيه من طرف مكتب بوسطن للاستشارات BCG ، مكتب لأك للاستشارات L.E.K Consulting مع مقياس القيمة المضافة للمساهم SVA، مكتب بوسطن للاستشارات BCG الذي قدم مقياس العائد الإجمالي للمساهم TSR. و تكمن الفكرة الرئيسية التي تجمع بين مختلف مقاييس خلق القيمة في أن تحقيق القيمة للمساهم يتم فقط عندما يحصل فارق إيجابي بين هامش الربح و تكلفة رأس المال (4). و تستخدم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة أساسا إما التدفقات النقدية أو الأرباح بعد الأخذ بعين الاعتبار لتكلفة حقوق الملكية من أجل تحديد مقدار خلق القيمة. وعلى العموم يمكن تصنيف هذه المقاييس إلى 03 أصناف:

1.1 مقاييس الدخل المتبقي:

تعتبر مقاييس الدخل المتبقي *Residual Income* كمقاييس للأداء الدوري من منظور خلق القيمة، فتحقيق دخل متبقي موجب (سالب) يعني أن الإدارة قد استطاعت إضافة (تهديم) القيمة للمساهم في فترة معينة. ويندرج تحت هذا الصنف مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومقياس الربح الاقتصادي EP كمتغيرين لمفهوم الدخل المتبقي الذي يتمثل في الربح الصافي مطروحا منه تكلفة حقوق الملكية، لكن مع إدراج بعض التعديلات المحاسبية من أجل حساب الربح على أساس اقتصادي بدلا من المحاسبي. أما مقياس CVA فيضيف تعديلات أخرى تتعلق بمعدل التضخم.

1.1.1 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

يعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA من أبرز و أشهر مقاييس الأداء المبنية على القيمة تم تطويره من طرف مكتب الاستشارات Stern & Stewart (5). و تعرف القيمة الاقتصادية المضافة EVA على أنها الدخل المتبقي الناتج عن الفرق بين الربح التشغيلي الصافي بعد دفع الضريبة NOPAT و تكلفة رأس المال المستخدم و المكون من حقوق الملكية و الديون. و تحسب تكلفة رأس المال من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستخدمة WACC والمشكلة من تكلفة حقوق الملكية و تكلفة الديون.

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \cdot Capital_{t-1}$$

من خلال المعادلة السابقة، يمكن الحكم على خلق أو هدم القيمة للمساهم من خلال الفائض الناتج عن الفرق بين الربح التشغيلي و تكلفة رأس المال. و يمتاز مقياس EVA بالعديد من الخصائص أبرزها أنه مقياس داخلي لفترة واحدة مما يدفع بالمديرين و الموظفين للتعاون من أجل البحث عن أفضل أداء ممكن. كما يسمح كذلك بتحديد مكافآت المديرين و جعلها تتماشى مع القيمة المحصلة من طرف المساهمين مما يحث المديرين للبحث عن تحقيق رغبات المساهمين. من جانب آخر، يمتاز مقياس EVA بنظرة الخلفية بدلا من الاهتمام بما سيجري في المستقبل، ويعتمد بدرجة أولى على رأس المال التاريخي و يتجاهل توقعات سوق الأسهم فيما يتعلق بالأداء المستقبلي للمنشأة. كما يحتاج حساب EVA إلى بعض التعديلات المحاسبية المعقدة التي تقارب 164 تعديل حسب ما يقترحه ستارن وستيوارت. والمشكلة الأساسية لهذه التعديلات أنها تتطلب معلومات داخلية، و بالتالي إمكانية لجوء المحللين الخارجيين و اعتمادهم على مقاييس الأداء الأخرى (6).

2.1.1. الربح الاقتصادي (EP) Economic Profit

لقد تم تطوير مقياس الربح الاقتصادي من طرف مكتب Mckinsey & Co ، حيث يقيس هذا المقياس مقدار القيمة الاقتصادية الذي تحققه المنشأة خلال فترة واحدة. و يحسب الربح الاقتصادي EP_t الذي تحققه المنشأة لفترة معينة بالفرق ما بين الربح التشغيلي الصافي بعد خصم الضرائب المعدلة NOPLAT و تكلفة رأس المال المستثمر، أو بالفرق ما بين العائد على رأس المال المستثمر ROIC و تكلفة رأس المال مضروبا في حجم رأس المال المستثمر IC. و تكتب معادلته كما يلي:

$$EP_t = NOPLAT_t - WACC_t \cdot IC_{t-1} = (ROIC_t - WACC_t) \cdot IC_{t-1}$$

و تبعا للمعادلة السابقة، تحقق المنشأة قيمة مضافة لمساهميها خلال فترة معينة عندما يتحسن ربحها الاقتصادي، أما في حالة انخفاض ربحها الاقتصادي ففي هذه الحالة تكون المنشأة قد هدمت القيمة لمساهميها. و يمتاز مقياس الربح الاقتصادي بنفس خصائص القيمة الاقتصادية المضافة غير أن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في عدد التعديلات المحاسبية المطلوب تنفيذها، أين يزيد عدد التعديلات المطلوبة بالنسبة لمقياس EVA مقارنة بمقياس EP (7).

3.1.1. القيمة النقدية المضافة (CVA) Cash Value Added

لقد تم تقديم مقياس القيمة النقدية المضافة CVA من طرف مكتب Boston Consulting Group (BCG) كمقياس بديل ومحسن لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA (8). وتعرف القيمة النقدية المضافة بأنها الربح المتبقي الناتج عن الفرق

بين التدفقات النقدية التشغيلية الإجمالية (OGCF) Operating Gross Cash Flows مطروحا منها تكلفة رأس المال المحسوبة على إجمالي الأموال المستثمرة من طرف المنشأة أو الاستثمار الإجمالي (GI) Gross Investment . وتكتب علاقتها كما يلي:

$$CVA_t = OGCF_t - WACC_t \cdot GI_{t-1}$$

و يشبه مقياس CVA في حسابه مقياس EVA لكنه لا يتطلب القيام بالكثير من التعديلات المحاسبية مقارنة بحساب EVA. ومن مزايا هذا المقياس إمكانية تطبيقه على مستوى المنشأة ككل وعلى مستوى أقسامها، كما يتطلب حساب CVA تعديلات تتعلق بالتضخم من خلال حساب الاستثمار الإجمالي بالقيمة الحالية حتى يعكس مستوى التضخم. من جانب آخر، يواجه مقياس CVA بعض الانتقادات التي تتمثل أساسا في كون هذا المقياس يعتمد على القيم المحاسبية التاريخية التي لا تعكس التدفقات النقدية المستقبلية المحققة من طرف المنشأة، كما يمتاز بالتعقيد في حسابه خاصة فيما تعلق بالتعديلات المتعلقة بالتضخم.

2.1. مقاييس القيمة المبنية على التدفقات النقدية الحالية:

تقوم مقاييس القيمة المبنية على التدفقات النقدية الحالية على مبادئ النظرية المالية التي تعتبر أن مقدار القيمة المحقق من طرف المنشأة يتمثل في مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. وتشتق هذه المقاييس من نموذج التدفق النقدي المخصوم DCF ، ويندرج تحت هذا الصنف المقاييس التالية:

1.2.1. القيمة المضافة للمساهم (SVA) Shareholder Value Added

لقد تم تطوير مقياس القيمة المضافة للمساهم SVA من طرف الباحث الأمريكي Alfred Rappaport من مكتب الإستشارات LEK/Alcar Consulting. ويعرف رابابورت القيمة من وجهة نظر المساهم Shareholder Value بأنها قيمة المنشأة مطروحا منها قيمة الديون⁽⁹⁾. وتساوي قيمة المنشأة للتدفقات النقدية المخصصة للمنشأة مضافا إليها قيمة الأصول غير التشغيلية والأوراق المالية القابلة للتداول. ويهتم مقياس SVA بالتغير في القيمة من وجهة نظر المساهم ، حيث يكون من السهل حسابه خلال كل فترة إذا ما توافرت لدينا القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية لكل فترة. و تحسب القيمة المضافة للمساهم SVA_t للفترة t بالفرق ما بين القيمة في نهاية الفترة (SHV_{t+1}) و في بدايتها (SHV_t) وفق العلاقة التالية:

$$SVA_t = SHV_{t+1} - SHV_t$$

إن مقياس القيمة المضافة للمساهم مقياس جذاب يسمح بتقييم خلق القيمة خلال كل فترة زمنية، و يمكن المديرين من معرفة تأثير العملية التشغيلية و قرار تخصيص الأموال على القيمة. إلى جانب ذلك، يعد مقياس SVA من أفضل المقاييس على

المستوى الداخلي للمنشأة بالنسبة للأقسام و وحدات الأعمال لأنه يربط بين أداء وحدة الأعمال و خلق القيمة للمساهم على مستوى المنشأة⁽¹⁰⁾. و في المقابل، يواجه مقياس SVA عدة انتقادات أبرزها يتمثل في كونه مقياس يفترض أن التحسن في الأداء الحالي يبقى ثابتا إلى مالا نهاية على الرغم من أن الأداء قابل للتغير مستقبلا. كما أن اعتماد المقياس على التنبؤات يجعله نوعا ما صعب المعالجة مثل مقياس التدفق النقدي المخصوم DCF.

2.2.1. عائد التدفق النقدي على الإستثمار Cash Flow Return On Investment (CFROI)

هذا المقياس تم تطويره من طرف مكتب الاستشارات Holt Value-Braxton Associate والذي تم تبنيه من طرف مكتب بوسطن للاستشارات BCG . ويعرف عائد التدفق النقدي على الإستثمار CFROI بأنه معدل العائد على جميع الإستثمارات المنجزة من طرف المنشأة، ويكافئ هذا المعدل معيار معدل المردود الداخلي IRR وبالتالي يعتبر كمعدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية مضافا إليها القيمة النهائية مع قيمة الإستثمار الإجمالي⁽¹¹⁾. ويحسب كما يلي:

$$GI = \frac{CF_1}{(1 + CFROI)} + \frac{CF_2}{(1 + CFROI)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + CFROI)^n} + \frac{TV}{(1 + CFROI)^n}$$

و من أجل حساب هذا العائد يجب تقدير مكوناته الأربعة التالية:

- 1- الإستثمار الإجمالي (GI) Gross Cash = القيمة الصافية للأصل + الإنخفاض المتراكم في الأصل + تعديلات تتعلق بالتضخم.
- 2- التدفق النقدي الإجمالي (CF) Gross Cash Flow = نتيجة الاستغلال (1- الضريبة) + الإهلاكات والمؤونات - التغير في الحاجة من رأس المال العامل
- 3- مدة الحياة المتوقعة للأصول أو مدة حياتها الاقتصادية n
- 4- القيمة النهائية (Terminal Value (TV) أو القيمة المتوقعة للأصول في نهاية حياتها

ويمتاز هذا المقياس بفعاليته في قياس المردودية الاقتصادية للأصول، و يمكن مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC من أجل الحكم على خلق أو هدم القيمة. ويكمن الهدف الأساسي لهذا المقياس في دراسة الأداء الإجمالي للمؤسسة باعتبارها تمثل مشروعا واحدا. أما بالنسبة لسليباته فتتمثل أساسا في كونه مقياس ذو نظرة خلفية ويهتم بالإستثمار الأصلي فقط و يتجاهل فرص النمو المستقبلية للمنشأة. كما يمتاز مقياس CFROI بصعوبة حسابه نظرا للتعديلات المحاسبية الكثيرة المطلوبة⁽¹²⁾.

3.2.1. مقياس عائد الأعمال الإجمالي (TBR) Total Business Return

قدم مكتب بوسطن للاستشارات BCG مقياس عائد الأعمال الإجمالي كمقياس داخلي مكمل لمقياس عائد المساهم الإجمالي TSR. يعبر مقياس العائد الأعمال الإجمالي عن عوائد الأصول الموجودة بحوزة المنشأة والنمو المستقبلي في الأصول (معبرا عنها كنسبة مئوية من القيمة السوقية للمنشأة)، ويحسب بجمع عائد التدفقات النقدية الحرة FCF بالنسبة للقيمة السوقية للمنشأة مضافا إليها نسبة التغير الحاصل في القيمة السوقية للمنشأة بين بداية الفترة MV_t ونهايتها MV_{t-1} . وتكتب علاقة عائد الأعمال الإجمالي لفترة واحدة كما يلي:

$$TBR_t = \frac{FCF_t}{MV_{t-1}} + \frac{MV_t - MV_{t-1}}{MV_{t-1}}$$

يشير مكتب الاستشارات BCG إلى إمكانية استخدام مقياس عائد الأعمال الإجمالي TBR كأساس لقياس الأداء من خلال مقارنته مع تكلفة رأس المال، تحديد المكافآت و تقييم السياسات الاستثمارية. من جانب آخر، توجه لمقياس TBR بعض الانتقادات في كونه مقياس يتجاهل تكلفة رأس المال في حسابه مقارنة بقياس المقياس من نفس الصنف التي تدمجها كمعدل للخصم، كما يعتمد في حسابه على المعلومات السوقية مما يثير التساؤل بمدى قبوله لإدارة الأداء الداخلي⁽¹³⁾.

3.1. مقاييس القيمة المبنية على أساس السوق:

تختلف هذه المقاييس عن مقاييس القيمة السابقة لكونها مقاييس خارجية لا تستخدم على المستوى الداخلي من طرف إدارة المنشأة بل للتدليل عن مدى خلق الثروة للمساهم التي يمكن لمجتمع المستثمرين في السوق المالي الحصول عليها. و يندرج تحت هذا الصنف المقاييس التالية:

1.3.1. القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added

تعرف القيمة السوقية المضافة MVA للمنشأة على أنها الفرق بين القيمة السوقية لكل عناصر رأس المال مطروحا منها مقدار رأس المال المستثمر التاريخي، وتكتب معادلتها كما يلي:

$$\text{القيمة السوقية المضافة MVA} = \text{القيمة السوقية لرأس المال} - \text{رأس المال المستثمر}$$

وتمثل القيمة السوقية لرأس المال مجموع القيم السوقية للديون ولحقوق الملكية، أما مقدار رأس المال المستثمر فيحدد من خلال القيمة الدفترية الاقتصادية بدلا من القيمة

الدفترية لرأس المال، وهذا يتطلب حسب Stern & Stewart إجراء بعض التعديلات لكي تعكس القيمة الدفترية لرأس المال القيمة الاقتصادية الحقيقية للأصول (14).

ويعتبر مقياس القيمة السوقية المضافة MVA من أدق المقاييس في حساب مقدار خلق الثروة للمساهم. فمقياس MVA يعبر عن المقدار المتراكم الناتج عن الزيادة في ثروة المساهم في حالة ما إذا كانت $(MVA > 0)$ ، أو عن الانخفاض في ثروة المساهم إذا ما حصل العكس $(MVA < 0)$. فيما يتعلق بسلبيات هذا المقياس فهي تخص بالأساس تجاهل هذا المقياس لتوزيعات الأرباح وهو مكون أساسي لثروة المساهم. يضاف إلى ذلك، أن القيمة السوقية المضافة لا يمكن حسابها إلا بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة، ويكون من الصعب كذلك قياس MVA لوحدة الأعمال أو لقسم من أقسام المنشأة.

2.3.1. معدل العائد الإجمالي للمساهم Total Shareholder Return (TSR)

إن معدل العائد الإجمالي للمساهم TSR خلال فترة زمنية معينة يتمثل في معدل العائد السوقي الذي يحصل عليه المساهم، و يتكون من توزيعات الأرباح الحالية (D) مضافا إليها المكاسب الرأسمالية (الفرق بين سعر شراء السهم P_0 في الزمن $t=0$ و سعر التنازل عليه P_1 في الزمن $t=0$) التي يمكن أن يتحصل عليها المساهم خلال تلك الفترة. و تكتب علاقته كما يلي:

$$TSR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0}$$

و يمتاز معدل العائد الإجمالي للمساهم بالعديد من المزايا أهمها أنه مقياس يعكس القرارات المتخذة من طرف إدارة المنشأة (مثل: التغييرات في توزيعات الأرباح، عمليات إعادة شراء الأسهم، توسع المنشأة). ويقدم هذا المقياس إشارة للمستثمرين عن مدى فعالية الإستراتيجيات المتبعة من طرف المنشأة. كما يلبي هذا المقياس رغبات المستثمرين على اعتبار أنه يضم المكاسب الرأسمالية وتوزيعات الأرباح التي سيحصل عليها المستثمر من الأسهم المشكلة لمحفظه أوراقه المالية. أما بالنسبة لسلبيات هذا المقياس فتتمثل أساسا في كونه لا يمتاز بالقوة لتأثره بالاضطرابات التي تصيب السوق المالي، كما لا يمكن استخدامه من طرف الشركات غير المدرجة في البورصة إضافة إلى وحدات الأعمال التابعة للمنشأة (15).

2. مقارنة مختلف المقاييس:

إن اختيار مقياس الأداء المناسب من منظور خلق القيمة يساعد إدارة المنشأة على اتخاذ القرارات التي تتماشى مع هدف خلق القيمة للمساهم على اعتبار أن الخطأ في

اختيار مقياس الأداء من شأنه أن يؤدي إلى تقديم إشارات خاطئة لإدارة المنشأة، ويقودها إلى اتخاذ قرارات غير مناسبة تنجم عنها نتائج سلبية . و من أجل معرفة المقاييس الأكثر ملاءمة لقياس الأداء من منظور خلق القيمة، يمكن الاستعانة بستة معايير نوعية شاملة (16) تسمح بإجراء مقارنة لهذه المقاييس. هذه المعايير هي:

- **صلاحية المقياس:** يشير معيار الصلاحية إلى أن طريقة القياس يجب أن تعكس القيمة الإضافية التي يمكن للمنشأة تحقيقها لفائدة مساهميها. و تبعا لهذا المعيار، فإن كل مقاييس القيمة هي مقاييس صالحة تستطيع أن تفسر مقدار خلق أو هدم القيمة للمساهم من فترة إلى أخرى، باستثناء مقياس CFROI الذي يستجيب جزئيا لمعيار الصلاحية لأنه لا يدرج في حسابه تكلفة رأس المال.

- **سهولة التطبيق:** وتعني البساطة في فهم طريقة القياس مما يضمن صحة و سهولة التطبيق، كما يجب أن يضمن هذا المعيار أن المقياس المعتمد يسهل عملية الإتصال بالنسبة للموظفين ومجلس الإدارة والمستثمرين. وتبعا لذلك، يتضح أن جميع مقاييس القيمة تمتاز بسهولة تطبيقها ما عدا مقياسي CFROI و CVA نتيجة إدراج بعض التعديلات المعقدة المتعلقة بالتضخم مما يزيد من صعوبة استخدام هذه المقاييس من طرف المديرين و المستثمرين.

- **التحكم في المقياس:** يعني معيار التحكم أن تكون لدى مديري المنشأة القدرة على التأثير على نتيجة مقياس الأداء، و تعني ضمنا أن المقياس صالح أيضا لقياس الأداء للمنشأة ككل، لأقسامها أو لوحات أعمالها. ويمكن إلى حد ما للمديرين التحكم ومراقبة نتائج كل المقاييس باستثناء مقياس TBR و المقاييس السوقية TSR و MVA على اعتبار أن هذه المقاييس تضم القيمة السوقية للمنشأة والسعر السوقي للسهم عند حسابها مما يجعلها خاضعة لقوى السوق المالي، و بالتالي لا يمكن للإدارة التحكم فيها مباشرة.

- **تماسك المقياس:** يتعلق هذا المعيار بالمكونات التي تدخل في حساب مقياس الأداء والتي على إثرها يتحدد مدى تماسك وتناسق المقياس. وتبعا لهذا المعيار، يتبين أن كل المقاييس هي مقاييس متماسكة ومتناسقة بالتعريف، باستثناء مقياس MVA الذي يعتبر لا يأخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح عند حسابه.

- **الموضوعية:** يشير معيار الموضوعية إلى أن مقاييس الأداء يمكن حسابها دون حدوث أي غموض من خلال المعلومات المنشورة والمتوفرة للجمهور، وبالتالي يتم تجنب أي تقديرات شخصية أو ذاتية. و وفقا لمعيار الموضوعية، فإن جميع المقاييس يتم حسابها بموضوعية باستثناء مقياسي CVA و CFROI اللذان يتطلبان القيام بتقديرات شخصية لمعدلات التضخم.

- **الحدود الزمنية:** يشير هذا المعيار إلى أن مقياس الأداء سيعكس الأداء الخاص بفترة الاستثمار بشكل مستقل عن الفترات السابقة أو اللاحقة. و تبعا لهذا المعيار، فإن

كل المقاييس تمثل مقاييس أداء دورية تعكس فقط أداء الفترة المدروسة باستثناء مقياس SVA الذي يفترض أن التحسن في الأداء الحالي يبقى إلى مالا نهاية.

الشكل(1): مقارنة مختلف مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة

	الصلاحية	سهولة التطبيق	التحكم	التماسك	الموضوعية	الحدود الزمنية	
EVA	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	مقاييس الدخل الحقيقي
EP	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	
CVA	نعم	لا	نعم	نعم	لا	نعم	
SVA	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	مقاييس التدفق النقدي
TBR	نعم	نعم	لا	نعم	نعم	نعم	
CFROI	جزئيا	لا	نعم	نعم	لا	نعم	
MVA	نعم	نعم	لا	جزئيا	نعم	نعم	المقاييس السوقية
TSR	نعم	نعم	لا	نعم	نعم	نعم	

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال المقارنة السابقة، ومثلما يوضحه الشكل (1) يبدو جليا أن مقياسي القيمة الاقتصادية المضافة EVA والربح الاقتصادي EP هما المقياسان المفضلان لقياس خلق القيمة على المستوى الداخلي لأنهما يستجيبان بالكامل للمعايير النوعية الستة مقارنة بمقاييس القيمة المبنية على التدفقات النقدية الحالية غير الملائمة لأسباب مختلفة. أما بالنسبة للمقاييس السوقية فإن مقياس TSR يعد المقياس الأنسب للتعبير عن خلق الثروة للمساهم.

3. واقع استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة:

لقد حاولت العديد من المنشآت عبر العالم تبني مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة من أجل استخدامها سواء على المستوى الداخلي في الإدارة أو الخارجي للإتصال بالمستثمرين. و على الرغم من الشهرة الواسعة التي اكتسبتها هذه المقاييس فإن الواقع

العملي للمنشآت يثبت أن هناك اختلاف في كيفية استخدامها من منشأة إلى أخرى نتيجة عدة صعوبات تواجهها هذه المنشآت عند تطبيقها لهذه المقاييس.

1.3. مجالات استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة:

بما أن مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة هي الركيزة الأساسية لنظام الإدارة على أساس القيمة، فإن الواقع العملي يبين أن لهذه المقاييس العديد من الاستخدامات من طرف المنشآت. و من خلال التطبيقات الخاصة لهذه المقاييس تتضح الأسباب المنطقية التي أدت بالمنشآت لتبنيها واستخدامها. وبصفة عامة، هناك أربعة تطبيقات أساسية لمقاييس خلق القيمة هي:

- إدارة المنشأة:

يمكن استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة في إدارة المنشأة من عدة أوجه: أن هذه المقاييس يمكن أن تستخدم في التخطيط الإستراتيجي والتشغيلي من خلال المساعدة في تقييم الاستثمارات الداخلية وإمكانية النمو الخارجي، وبالتالي اتخاذ القرارات على أساس القيمة سواء على مستوى وحدات الأعمال أو الأقسام وحتى على مستوى المنشأة ككل (17). كما أن استخدام هذه المقاييس يساعد على ربط مكافآت الإدارة والموظفين بخلق القيمة مما يدفعهم للبحث عن زيادة القيمة للمساهمين، تقييم و إدارة عمليات الاندماج والاستحواذ حتى لا تدفع إدارة المنشأة أكثر مما ينبغي في هذه العمليات.

- إدارة الأداء في جميع المستويات التنظيمية:

يشمل استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة كافة المستويات التنظيمية للمنشأة حيث لا يقتصر تطبيقها على مستوى المنشأة ككل بل يمتد كذلك إلى غاية أقسامها. وحتى تنجح عملية إدارة الأداء على مستوى الأقسام يجب على إدارة المنشأة تجزئة العمليات التشغيلية إلى مراكز أداء قابلة للاستغلال (18). على هذا الأساس، فإن مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة تسمح بإدارة أداء الأقسام في الاتجاه الذي يتمشى مع تحقيق مصالح المساهمين.

- الاتصال الداخلي و الخارجي:

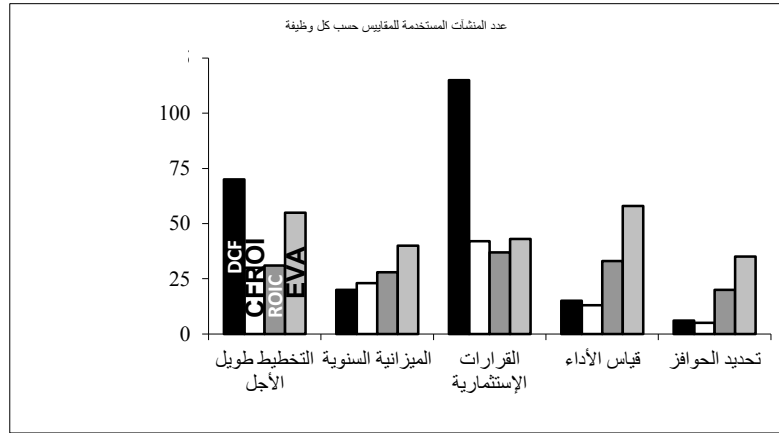
يمثل الاتصال الداخلي والخارجي للمنشأة مجال آخر لتطبيق مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة، أين تعد عملية الاتصال الداخلي بالموظفين جد ضرورية من أجل فهم خلق القيمة وكيفية تأثيرهم فيها من خلال توضيح أهداف الإستراتيجية المبنية على القيمة واتخاذ مختلف القرارات. كما تساعد هذه المقاييس في عملية الاتصال الخارجي بالمستثمرين في السوق المالي أين يبحث مجتمع المستثمرين عن معرفة المعلومات المتعلقة بمدى قدرة المنشآت على خلق القيمة.

- تحليل الاستثمار:

تساعد مقاييس خلق القيمة المحليين الماليين ومديري المحافظ على تقييم الأسهم على أساس القيمة واختيار محفظة الأوراق المالية ومراقبة المخاطر⁽¹⁹⁾. و جدير بالذكر، أن المحللين يستخدمون أيضا هذه المقاييس من أجل تقييم أداء فروع المنشأة كالأقسام أو الأسواق من خلال استخدام البيانات المنشورة والمعلومات الخاصة بالمنشآت وقطاعات نشاطهم.

وتشير نتائج دراسة أنجزت في عام 1999 قام بها كل من ريان وتراهان Ryan & Trahan وشملت 162 شركة من كبرى الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية المستخدمة لمقاييس الأداء من منظور خلق القيمة أن هذه الشركات قد استخدمت مقاييس خلق القيمة في العديد من الوظائف: التخطيط طويل الأجل، إعداد الميزانية السنوية، اتخاذ القرارات الاستثمارية، تحديد الحوافز⁽²⁰⁾. ومن ضمن المقاييس التي كانت محل الدراسة فقد تم استخدام مقياس التدفق النقدي المخصوم DCF ومقياس عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI على نطاق ضيق، بينما تم تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومعدل العائد على رأس المال المستثمر ROIC على نحو مشترك في مجمل وظائف المنشأة مثلما يوضحه الشكل (2).

الشكل (2): استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة حسب وظائف المنشأة



Source : (Ryan & Trahan, 1999, p51)

وتبين الدراسة أن 112 شركة تستخدم مقياس DCF أي بنسبة 97% من أجل المساعدة على اتخاذ القرارات الاستثمارية وتقييم القيمة الحالية الصافية للمشاريع، وتستخدم الأغلبية (59%) مقياس DCF في التخطيط طويل الأجل. كما أن 82% و55% من 56 شركة تستخدم مقياس CFROI في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتخطيط طويل الأجل على التوالي. من جانب آخر، يتبين أن 76 شركة تستخدم مقياس EVA و 59 شركة تستخدم مقياس ROIC في مختلف وظائف المنشأة.

ويتضح مما سبق أن هناك توجه واضح للمنشآت نحو استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة وبالأخص مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA الذي شمل استخدامه مختلف وظائف المنشأة، مما يدل على أن مقياس EVA هو الأكثر استخداماً وشهرة ما بين المنشآت مقارنة بمقاييس خلق القيمة الأخرى.

2.3. تقييم استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة في الواقع العملي:

تشير الكثير من الأعمال التطبيقية التي اهتمت بدراسة كيفية استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة من طرف المنشآت إلى وجود اختلاف في تطبيق هذه المقاييس وذلك بالنظر إلى الغاية التي تم من وراءها استخدام هذه المقاييس سواء كان ذلك لغرض الاستخدام الداخلي أو الخارجي، أو بالنظر إلى المستويات التنظيمية للمنشآت. ومن أبرز هذه الأعمال توجد دراسة كوبر و آخرون (2001) Cooper et al ، ودراسة مالمي وإكاهيمو (2003) Malmi & Ikäheimo التي بينت أن هناك بعض الشركات تستخدم مقاييس خلق القيمة بصفة رمزية فقط من دون أن يكون لها تأثير حقيقي في اتخاذ القرارات، التخطيط الإستراتيجي وتحديد المكافآت. وفي الوقت الذي تصرح فيه هذه الشركات على استخدامها لمقاييس القيمة فإنها بالموازاة مع ذلك تبقى على استخدام المقاييس المحاسبية التقليدية، وبالتالي تركيز هذه الشركات ليس على مقاييس خلق القيمة بل على المقاييس المحاسبية التقليدية، مما يعني أن استخدامها لمقاييس خلق القيمة لا يمثل إلا مجرد إشهار لها فقط في تقاريرها السنوية (21). كما تبين هذه الدراسات أنه بالنسبة لبعض الشركات يقتصر استخدام مقاييس خلق القيمة فقط على المستويات العليا في الهيكل التنظيمي للشركات دون أن يشمل ذلك المستويات الدنيا كالأقسام أو وحدات الأعمال. بينما في بعض الشركات الأخرى فيغطي استخدام المقياس كامل المنشأة أين يمتد تطبيق المقياس إلى وحدات الأعمال (22).

وترجع هذه الدراسات سبب الاختلاف في استخدام مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة من منشأة إلى أخرى إلى العوائق والصعوبات الكثيرة التي تواجهها بعض المنشآت عند تطبيقها لهذه المقاييس في الواقع العملي. ومن أبرز هذه العوائق غياب الوعي والإدراك بمختلف مقاييس خلق القيمة، تردد المديرين في تبني هذه المقاييس

والمشاكل التقنية التي تصاحب تطبيقها من طرف الشركات، وبشكل خاص على مستوى الأقسام . ومن أهم المشاكل التقنية التي تواجهها الشركات عند تطبيقها لهذه المقاييس الحاجة إلى حساب تكلفة رأس المال، وحساب حجم رأس المال المستخدم خاصة على مستوى الأقسام. إضافة إلى التعديلات المعقدة التي يجب إدخالها على المقياس والصعوبات التي تواجه المحاسبون من أجل تحديدها وتفسيرها، وإجراء التحويلات الضرورية للمرور من البيانات التاريخية إلى البيانات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية. كما أن إجراء هذه التعديلات يتطلب القيام بالمراجعة والتدقيق مما يحمل المنشأة تكاليف إضافية من أجل تنفيذ هذا الإجراء.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه وعلى الرغم من الشهرة الواسعة التي اكتسبتها مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة لدى المنشآت، إلا أن الواقع العملي يثبت أن هناك اختلاف في كيفية استخدامها من منشأة إلى أخرى. حيث أن بعض المنشآت تستخدم هذه المقاييس بشكل غير سليم من أجل جلب شهرة لها فقط ، والبعض الآخر يواجه صعوبات ومشاكل عند استخدامه لهذه المقاييس، وبالتالي في كل الحالات لن تستفيد المنشآت من وراء استخدام هذه المقاييس إذا لم تعمل على تطبيقها بشكل سليم وعلى أكمل وجه.

الخاتمة

تعتبر مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة من مقاييس الأداء الحديثة التي تقيس مدى قدرة المنشأة على تحقيق القيمة للمساهم، حيث تركز هذه المقاييس على فكرة أساسية تتمثل في أن خلق القيمة للمساهم يتحقق فقط عندما يحصل فارق إيجابي بين هامش الربح وتكلفة رأس المال. وتستخدم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة إما التدفقات النقدية أو الأرباح بعد الأخذ بعين الاعتبار لتكلفة حقوق الملكية من أجل تحديد مقدار خلق القيمة، وتتشكل من مقاييس الأداء المبنية على التدفقات النقدية الحالية، مقاييس الدخل المتبقي ومقاييس القيمة المبنية على أساس السوق.

وفي ظل تعدد مقاييس خلق القيمة واتساع نطاق استخدامها ما بين المنشآت، سعت هذه الدراسة إلى تقييم مختلف مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم عبر إجراء عملية مقارنة لها، والوقوف على مجالات استخدامها وكيفية تطبيقها في الواقع العملي. وقد أفضت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تبين عملية المقارنة بين مختلف المقاييس أن مقياسي القيمة الاقتصادية المضافة EVA والربح الاقتصادي EP هما المقياسان الأكثر ملاءمة لقياس خلق القيمة على المستوى الداخلي لأنهما يستجيبان بالكامل لمعايير المقارنة، بينما يمثل مقياس TSR المقياس السوقي الأنسب على المستوى الخارجي.

- تستخدم المنشآت مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة في العديد من المجالات كإدارة المنشأة، إدارة الأداء في جميع المستويات التنظيمية، الاتصال الداخلي والخارجي، تحليل الاستثمار.
 - يعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA المقياس الأكثر استخداماً وشهرة لدى المنشآت في الواقع العملي مقارنة بمقاييس خلق القيمة الأخرى.
 - يبين الواقع العملي وجود اختلاف في كيفية استخدام مقاييس خلق القيمة على مستوى المنشآت، وهذا يدل على أن المنشآت لم تستخدم هذه المقاييس بشكل سليم أو أنها تواجه صعوبات بالغة في تطبيقها.
 - غياب الإدراك والوعي لدى المديرين بأهمية هذه المقاييس والمشاكل التقنية التي تصاحب تطبيقها من أبرز العوائق التي تواجه المنشآت عند استخدامها لهذه المقاييس في الواقع العملي.
- على العموم، و بالرغم من المزايا المتعددة التي توفرها مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم عند استخدامها فإن الواقع العملي للمنشآت يثبت وجود اختلاف في كيفية استخدامها من منشأة إلى أخرى، مما يطرح تحديات كبيرة أمام المنشآت إن أرادت الاستفادة الكاملة من مزايا هذه المقاييس أبرزها: نشر ثقافة القيمة من أعلى هرم في الهيكل التنظيمي للمنشأة إلى أسفله، و ضرورة التزام إدارة المنشأة بخلق القيمة للمساهم من أجل الحفاظ على تواجدتها الاقتصادي والاستمرار في نشاطها.

المراجع

1. Arnold G., M. Davies, Value based Management: Context and Application, John Wiley & Sons, Chichester, 2000, p 13.
2. Martin J.D., J.W Petty, Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution. Harvard Business School Press, Boston, 2000, pp 36-40.
3. Black A., J. Wright, J. Bachman, In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. Pitman Publishing, London, 1999, p26.
4. Morin R., S. Jarrell, Driving Shareholder Value : Value-Building Techniques For Creating Shareholder Wealth, McGraw-Hill, New York, 2001, p 8.
5. مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يمثل علامة مسجلة لشركة Stern & Stewart لذلك يرمز لها بالرمز EVATM.
6. Fiordelisi F., P. Molyneux, Shareholder Value in Banking, Palgrave Mcmillan, New York, 2006, pp 61-63.

7. Copeland T., Koller T., and Murrin, J., Valuation: Measuring and managing the Value of companies, 2nd edn, John Wiley & Sons, New York, 1996, p 155-157.
8. O'Byrne S. F., N. Young, EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation, McGraw-hill, New York, 2001, p 428.
9. Rappaport A., 1999. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors (revised and updated edition). Free Press, New York, p 32.
10. Morin R., S. Jarrell, Op.Cit., p 323.
11. Fiordelisi F., P. Molyneux, Op.Cit., p 58.
12. Martin J.D., J.W Petty, Op.Cit., p 116.
13. Martin J.D., J.W Petty, Ibid, p 113.
14. Fiordelisi F., P. Molyneux, Op.Cit., pp 60-61.
15. Morin R., S. Jarrell, Op.Cit., p 333.
16. هذه المعايير تشكل المرجع الأساسي لإجراء عملية المقارنة بين مختلف مقاييس الأداء من بين مجموعة واسعة من المعايير يقدمها الباحثون، أنظر مثلاً: (Morin & Jarrell, 2001, pp307-340; Knight, 1998, pp195-208)
17. Holler A., New Metrics for Value-Based Management, Gabler Research, Germany, p 45.
18. Rappaport A., Op.Cit., p 118.
19. Holler A., Op.Cit., p 49.
20. Ryan, H.E. & Trahan, E.A., The Utilisation of Value Based Management: An empirical Analysis, *Financial Practice & Education*, Vol.9, No.1, 1999. pp 46-58.
21. Cooper S, Crowther D, Davies M & Davis E W, Shareholder or Stakeholder Value, London, CIMA, 2001.
22. Malmi T. , S. Ikäheimo, Value Based Management practices—some evidence from the field,

