دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة

د. هواري سويسي – جامعة ورقلة

ملخص: تتعدد مؤشرات قياس الأداء في المؤسسات حسب ما تضمنه الفكر التسييري، والتي تهدف في مجملها إلى رفع أداء المؤسسات من خلال الكشف عن مستواه، ومن ثم المساعدة على اتخاذ القرارات المناسبة. ولعل من أهم هذه المؤشرات تلك المبنية على منظور خلق القيمة، باعتبار أن هذا الأخير يعد الهدف الذي يرضي الأطراف المهتمة بالمؤسسة، خاصة المساهمين منهم حسب ما جاء به الفكر المالي. وعلى هذا الأساس نحاول من خلال هذه الورقة أن نقدم إسهاما باستعراض مؤشرات الأداء في سياقها التاريخي وتحليل ونقد مختلف هذه المؤشرات، بما فيها الحديثة منها المعتمدة على القيمة والتي لاقت شهرة كبيرة من خلال استعمالها وتسويقها من طرف مكاتب الاستشارة الدولية المتبنية لها، لنخلص لايجابيات وحدود كل مؤشر، الأمر الذي يساعد في تبني النموذج المناسب لقياس أداء المؤسسة.

الكلمات المفتاح: مؤشرات قياس الأداء، خلق القيمة، العائد على الاستثمار، الربح المتبقي، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، إستراتيجية القيمة.

تمهيد : تهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في بورصة القيم إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة من جهة، وبالنظر لتطور نظرية هدف المؤسسة من جهة أخرى. ولعل ما يبرر ويدعم ذلك، هو أن استمرارية المؤسسة –هدف إنشائها- مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق القيمة création de la valeur . لذلك يتعين على مسيري المؤسسات توجيه مختلف القرارات، نحو ذلك الهدف.

إن المؤسسات التي تتبنى ذلك الطرح بشكل عملي، إذ تجعل من القيمة المحرك والهدف الذي ترتكز عليه عملية التسيير، يحتم عليها ضرورة إجراء عملية التقييم الدوري سواء للمؤسسة ككل أو لفروعها أو لوحداتها الإستراتيجية (نشاط معين) بما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، ومن ثم ليتسنى لها اتخاذ التدابير والقرارات المناسبة. إن ما سبق، يتجاوز الجانب الاستراتيجي والمالي، حيث يمتد لكافة مستويات المؤسسة، وعليه نجد أن الجوانب التشغيلية اليومية والمتكررة هي الأخرى توجه لخدمة هدف خلق القيمة، ومن ثم فكل مسيري المؤسسة عند جميع المستويات وحتى عمالها يمكن ربطهم وتسخيرهم في خدمة ذلك الهدف (قياس أدائهم بواسطة القيمة، ربط المكافآت بخلق القيمة،...).

انطلاقا مما سبق، سنحاول من خلال هذه الورقة أن نتطرق إلى إحدى الأساليب المساعدة في تشخيص وضعية المؤسسة والوقوف على أدائها، وذلك باستعمال أدوات أو بالأحرى مؤشرات الأداء المبنية على القيمة للوصول لذلك الهدف. فهذه المؤشرات من شأنها أن تساعد المسيرين بالدرجة الأولى في كشف وضعية مؤسستهم على عدة مستويات، الأمر الذي يترتب عنه الرشادة في اتخاذ القرارات السليمة.

ومنه، سنبحث في هذا النوع من المؤشرات بالدراسة والتحليل، متتبعين السياق التاريخي لتطورها في إطار الفكر الاقتصادي والتسييري، قصد تقديم المؤشر أو المؤشرات المناسبة التي تعكس المحيط الذي تعرفه المؤسسة في وقتنا الراهن. لذلك، سنعتمد المنهج الوصفي حينما يتم استعراض المؤشرات، ممزوجا بالمنهج المقارن المناسب لطبيعة الإشكالية المطروحة. وعلى هذا الأساس ستتضمن الورقة محورين، وهما:

أولا: السياق التاريخي لتطور نماذج قياس الأداء.
ثانيا: المؤشرات الحديثة لقياس الأداء من منظور خلق القيمة.

أولا: السياق التاريخي لتطور نماذج قياس الأداء

توجد عدة مؤشرات لقياس خلق القيمة La création de valeur، إذ تندرج ضمن نموذجين أساسين – حسب ما قدمه كل من (هيريجواين، 1993) و(كابي وهيريجواين، 2001)[1] - وهما:

- نموذج خط القيمة La droite de valeur والنماذج المشتق منه[2]؛
- نموذج التقييم المالي.

كما توجد العديد من مؤشرات خلق القيمة المرتكزة على التقييم المالي، حيث أن كل واحد منها عرف انتشارا وسمعة في وقته في سياق تاريخ علوم التسيير. ويعتبر مؤشر EVA[3] من المؤشرات التي لاقت استعمالا واسعا في هذا المجال. إذ نجده قد ساعد في تطوير مؤشرات، حيث كانت امتدادا له والشكل المكمل له، ونافس مؤشرات أخرى، كانت جميعها تستعمل في قياس المردودية، وذلك منذ بداية القرن العشرين للمؤسسات الحديثة آنذاك[4].

وللإشارة، تندرج مؤشرات خلق القيمة في ما يعرف بنظم قياس (تقييم) الأداء، والتي كانت في بدايات ظهورها عبارة عن مقاييس أداء محاسبية تقليدية. إلا أنه بالنظر لقصورها[5]ومع تطور المؤسسات ومحيطها، ظهرت أدوات قياس حديثة؛ منها بعض المقاييس المحاسبية المطورة، كمقاييس القيمة الاقتصادية، والتي تعد امتدادا وتطويرا لبعض المقاييس المحاسبية المقدمة في سنوات الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، والتي أبرزها مقياس الربح المتبقي.

هذا وتلعب نظم قياس الأداء دورا رئيسيا في[6]:

- تطوير الخطط الإستراتيجية؛
- تقييم مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها؛
- مكافأة المسيرين.

وللأهمية التي تتمتع بها طرق مقاييس القيمة الاقتصادية، وبالأخص القيمة الاقتصادية المضافة سنفرد لها مجالا واسعا من الدراسة. غير أنه قبل الخوض في مفهوم هذا المؤشر والمؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة، لا بد أن نتحدث عن التطور التاريخي لأدوات قياس المردودية التي يعتبر هذا المقياس امتدادا لها والشكل الأكثر تطورا لها في سياق تطورها التاريخي، خاصة إذا ما علمنا أن معالم هذا التطور برزت بشكل كبير في الانتقال من المفهوم المحاسبي إلى المفهوم الاقتصادي من جهة، ومن جهة أخرى التحول أكثر من النظر لمردودية وقيمة المؤسسة من منظور داخلي (تسيير داخلي) فقط نحو المنظور الخارجي والمتمثل في وجهة نظر السوق المالي من خلال المساهمين الذين يمثلون عنصرا خارجيا على المؤسسة، حيث يستعمل المؤشر وفق ذلك كوسيلة اتصال تبين مستوى أداء المؤسسة المسعرة لجمهور المستثمرين في السوق المالي.

1-1_ مؤشر العائد على الاستثمار ROI[7] : يعتبر" العائد على الاستثمار" من المؤشرات الأساسية المستعملة لقياس الأداء للمؤسسات الصناعية، خاصة مع بداية القرن العشرين[8]. ويقدم هذا المؤشر في شكل نسبة محاسبية، باعتبار أنه يتم الحصول على مكونيه من الكشوف المحاسبية، ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة، وتحسب في شكل؛ النتيجة الصافية/ رأس المال. يسمح تحليل هذه النسبة بمعرفة ثلاث تأثيرات أساسية ملخصة ضمنها وهي؛ تسيير الهوامش، تسيير الأصول خاصة معرفة معدل دوران الأصول المتداولة، وأخيرا الأثر الخاص بالمبيعات المرتبط بالسوق[9].

ولقد استعمل هذا المؤشر في الأصل لغرض رفع فعالية المديرين بالمؤسسات، وبالأخص المهندسين منهم الذين نجدهم لا يمارسون التسيير إلا في الميدان[10]، ونجدهم لا يملكون شهادة من معهد أو جامعة في مجال التسيير. كما يستعمل هذا المؤشر في الحالة التي يتم فيها الاعتماد على اللامركزية في التسيير، من خلال ما يعرف بتسيير الأنشطة عن طريق الأقسام؛ حيث يتم التقسيم على

أساس المنتجات، المسارات، الأسواق والزبائن، إذ نجده من بين الأدوات المستعملة لرفع أداء مسؤولي الوحدات الذين يتم دفعهم وتشجيعهم لتطوير اتخاذ القرارات اللامركزية على مستوى وحداتهم[11]، حيث يصبح المؤشر مقياسا لأداء مديري الوحدات والأقسام والوسيلة التي يتم من خلالها تقييم أدائهم من طرف مسؤوليهم (الإدارة العليا).

إن ما جعل هذا المؤشر يحوز على أهمية في تلك الفترة وصالحا للاستعمال، نتج عن ثلاثة أسباب رئيسية هي:[12]

- أخذه في الحسبان للأداء الكلي للمؤسسة، يضاف إلى ذلك اعتباره أداة تؤدي لتوافق (اتساق) أهداف المنظمة وأهداف الأفراد؛
- يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمؤسسة، والاستثمارات الجديدة؛
- يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة، وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها أو بينها وبين فرص استثمارية أخرى.

من خلال ما سبق، يتضح بأن هذا المؤشر يسمح بحساب الأداء الكلي للمؤسسة، ومن ثم نجده يعطي صورة عامة لها لكي يتيح للمسيرين عقد المقارنة في الأداء بين المؤسسات المتواجدة في نفس القطاع أو بين فرص استثمارية أخرى، كما يسمح هذا المؤشر بتقييم أداء المسيرين أنفسهم عبر السنوات الماضية ومن خلال التوقعات التي يعدونها. كما يمكن استعمال هذا المؤشر أيضا في حساب مردودية كل وحدة أو قسم أو بشكل عام كل مركز مسؤولية على حدى، حيث يتم من خلاله تقييم أداء المسؤولين عنها، وعقد مقارنات بين مختلف مراكز المسؤولية وتتبع الأداء من خلال المقارنة مع السنوات الماضية.

وباعتبار، أن هذا المؤشر يستعمل في قياس أداء المسيرين المسؤولين على مختلف مراكز المسؤولية بالمؤسسة، سيجعلهم يتفانون في العمل على رفعه (المؤشر) من خلال اتخاذ القرارات الصائبة والسليمة، ومن ثم تحسن أداء الوحدات وبشكل عام المؤسسة. ليصبح هذا المؤشر عبارة عن أداة تجعل من أهداف كل من الأفراد المتمثلة في تعظيم مصالحهم متوافقة مع أهداف المؤسسة الرامية لتحسين أدائها.

ويسمح هذا المؤشر أيضا بتقديم معلومات هامة حول مردودية الاستثمارات الموجودة بالمؤسسة المتمثلة في البحث عن نقاط القوة والضعف لها، ليتم على إثرها اتخاذ القرارات الصائبة التشغيلية منها والإستراتيجية (كقرار التنازل،...). كما نجده يستعمل كأحد أساليب اختيار الاستثمارات عندما تريد المؤسسة اقتناء استثمارات جديدة، حيث يتم تقدير النتيجة التي يمكن أن يقدمها الاستثمار الجديد ليتم على إثرها حساب العائد المتوقع تقديمه إذا ما تم اقتناؤه وتوظيفه داخل المؤسسة.

بالرغم من المزايا السابقة الذكر التي جعلت من هذا المؤشر يحظى باستعمال واسع، نجد أنه يطرح عدة مشاكل وسلبيات يمكن أن تحد من مزاياه، وذلك لسببين رئيسيين هما[13]:

- إمكانية إنتاج الطرق المستعملة المختلفة لحساب قاعدة الاستثمار (على سبيل المثال استعمال التكلفة التاريخية أو قيمة السوق) لمعدل مردودية مغلوط، يؤدي إلى إضعاف العلاقة بين ربحية الأقسام (الوحدات) وربحية المؤسسة.
- البساطة الكبيرة والسطحية لهذا المؤشر كأداة قياس تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات.

ومن بين الانتقادات التي يوجهها بعض الدارسين لهذا المؤشر، هو عدم اعتبار المردودية الهدف الوحيد المنشود من طرف المؤسسة، ففي نظرهم تعد الأهداف التجارية من الأهداف الأساسية التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها، من جهة، ومن جهة أخرى نجد أن القياس السنوي للمردودية يدفع بالمسيرين إلى تفضيل المشاريع ذات المردودية الآنية (فترة استرداد قصيرة)، إذا ما تم الاعتماد على القيمة الصافية للأصول، أو الاستثمار بشكل سريع، إذا ما تم استعمال القيمة الإجمالية للأصول، بمعنى آخر أن عدم الانسجام يفسر بالأخص في أن مردودية الأصول التي تتجاوز مدة تحقيقها (دورانها) السنة نجدها -وفق هذا المؤشر- تحسب ويتم الحكم عليها من خلال سنة واحدة [14].

وعليه، يعتبر ذلك إجحافا لكثير من الاستثمارات، والتي في أغلبها تدر عوائد في فترة تفوق السنة، كما أن بعض الاستثمارات نجد أن مدة إنجازها تتجاوز السنة، فباستعمال هذا المؤشر باعتباره مقياس أداء للمسيرين سيعمل على دفعهم لاختيار استثمارات لا تتجاوز عوائدها ومدة إنجازها السنة، لغرض الحساب الدقيق للعائد؛ فإذا ما تم اختيار استثمار يحقق عوائد تتجاوز السنة، فإن العوائد التي تتحقق خارج السنة الأولى لا يتم احتسابها ضمن المؤشر الأمر الذي يعطي عائدا على الاستثمار أقل من عائده الحقيقي. فهذا التوجه سيؤدي بالمؤسسة إلى تضييع فرص عدة تسمح بتحسين أوضاعها.

لقد دفعت الآثار السلبية الملاحظة في هذا المؤشر لتطويره. فبعد نهاية الحرب العالمية الثانية، تغيرت إستراتيجية المؤسسات، إذ أصبحت تقوم بتنويع أنشطتها وتلجأ إلى عمليات التوسع الخارجي من خلال حيازة مؤسسات تابعة لقطاعات اقتصادية أخرى، غير أن هذا الارتفاع المكثف في حجم الاستثمارات المصاحبة لعمليات التنويع كثيرا ما أدى إلى إضعاف تحكم المسيرين في النشاط الأصلي لهذه المؤسسات[15].

فعلى إثر هذه الوضعية، أصبح المؤشر "العائد على الاستثمار" –الذي لم يكن سوى أداة إحصائية تستعمل لقياس الأداء يفرض نفسه بقوة كمؤشر اتصال داخلي يستعمل في الاستثمارات طويلة الأجل (طابع استراتيجي)، كما بات معيارا أو إشارة توجه من أعلى الهرم في التسيير إلى أسفله قصد إلقاء المسؤولية على عاتق مديري الأقسام ومدري المؤسسات الفرعية[16].

بالرغم من التطور الحاصل في هذا المؤشر المصاحب لسلوك المؤسسات الجديد، لم يسلم من الانتقادات الكثيرة عند استعماله، والتي سجلت في سنوات الستينيات[17] من القرن الماضي، والتي من بينها-وبشكل أساسي- أنه لا يأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال[18]. وقد بات أمر قصور هذا المؤشر وعدم صلاحيته في قياس المردودية الاقتصادية، معروفا لدى كثير من المهتمين بمقاييس أداء المؤسسات[19]. فأمام هذا الوضع، برزت طريقة جديدة في التسيير تعتمد على مؤشر منافس لـ"العائد على الاستثمار" يسمى بـ"الربح المتبقي".

2-1_ الربح المتبقي : لقد تم استعمال مؤشر "الربح المتبقي"**RI**[20] لأول مرة في الميدان في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، حيث أكد "سلون" Sloan في كتابه "سنواتي مع جنرال موتورز"[21] أن المؤسسة قد استعملت في تلك الفترة، مؤشرا جديدا يتمثل في الربح المتبقي، بحيث تم استعماله مع المؤشر المحاسبي الأكثر استعمالا وشيوعا في تلك الفترة والمتمثل في العائد على الاستثمار[22]، ومرد استعمال هذا المؤشر الجديد، إلى أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار، إنما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة.

كما قد حظي هذا المؤشر الجديد، باهتمام خاص في سنوات الخمسينيات من القرن الماضي بالولايات المتحدة الأمريكية من طرف مؤسسة "جنرال إلكتريك"[23]، والتي يرجع البعض[24] السبق لها في استعماله (في الميدان)، بالرغم من أنهم يشيرون إلى وجوده قبل تطبيقه من طرف هذه المؤسسة.

ولعل إرجاع السبق والفضل في بروز هذا المؤشر وتطبيقه في الميدان لمؤسسة "جنرال إلكتريك" هو الاعتماد على هذا المؤشر كوسيلة لقياس الأداء، عقب نهاية الحرب العالمية الثانية التي بدأ يشهد فيها مؤشر "العائد على الاستثمار" انتقادات لاذعة ويعرف محدودية في تقييم الأداء والتسيير، على عكس ما قامت به مؤسسة "جنرال موتورز" في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، حينما استعملت المؤشر بشكل ثانوي بمعية المؤشر الأساسي المعروف آنذاك والذي كان في أوج شهرته في أوساط مسيري المؤسسات، والمتمثل في " العائد على الاستثمار".

وقد قدم مؤشر "الربح المتبقي" للتغلب على عيوب العائد على الاستثمار، بحيث أنه يتضمن تحميلا على الربح يمثل تكلفة رأس المال[25]، في شكلها البدائي، والمتمثلة في تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في معدل فائدة داخلي. إضافة لذلك، نجده يعطي رقما مطلقا للربح بعد استبعاد تلك التكلفة المحملة على الربح، وليس نسبة مئوية كما هو الحال لمؤشر العائد على الاستثمار[26].

أما على المستوى النظري، فنجد أن مفهوم الربح المتبقي قديم في النظرية الاقتصادية، حيث أكد الاقتصاديون منذ "آدم سميث" على أن المهمة الاجتماعية للمؤسسة هي تعظيم القيمة لملاكها، وبالتالي يجب أن تحقق المؤسسة أرباحا تفوق تكلفة القروض ورأس المال المملوك[27]. غير أن أول باحث اهتم بهذا المؤشر -تحت اسم الربح المتبقي وكوسيلة لقياس الأداء- هو "برينرايش" Preineich، وذلك في سنوات الثلاثينات[28] من القرن الماضي.

ولقد بين هذا الباحث بأن القيمة الحالية لتدفقات الربح المتبقي لاستثمار ما تساوي قيمته الحالية الصافية[29]، هذه الأخيرة التي تساوي أيضا الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتاحة (تدفقات نقدية تحسب انطلاقا من الخلفية المحاسبية حيث تضاف للنتيجة الإهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي) مطروحا منها قيمة الاستثمار. بمعنى أن قيمة الاستثمار وفق طريقة الربح المتبقي قسطت على السنوات المأخوذة من خلال ما يعرف بتكلفة رأس المال الممولة لهذا الاستثمار، في حين نجد في الطريقة الثانية (القيمة الحالية الصافية) أن التدفق النقدي المتاح لكل سنة متوقعة لا يأخذ في حسابه ما يعرف بتكلفة رأس المال، إذ لا يقوم بطرحها (لا يتم حسابها ضمن التكاليف)، غير أنه بعد إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية ويتم طرح قيمة الاستثمار منها (الذي يمثل تكلفة تمويل على المؤسسة) سنصل لنفس القيمة المتوصل إليها في طريقة الربح المتبقي.

ويحسب لـ"برينرايش، 1930" أيضا -في هذا السياق-، أنه برهن على إمكانية التوفيق Réconciliation بين النموذج المحاسبي (مخرجات المحاسبة) والقيم المسجلة في البورصة، حيث وضح بأن القيمة البورصية لمؤسسة ما تساوي القيمة المحاسبية مضافا إليها الأرباح المخصومة، حيث أن هذه الأخيرة تعرف بالفرق بين الربح لوحدة واحدة من رأس المال المستثمر منقوص منها تكلفة تلك الوحدة من رأس المال[30]، وبعد الحصول على هذا الفرق للوحدة يتم ضربها في رأس المال المستثمر لتعطينا الربح المتبقي في شكل إجمالي بعدما حسب في شكل وحدوي، وهذا لمختلف السنوات المقدرة ليتم خصمها بعد ذلك وإضافتها للقيمة الدفترية المسجلة في المحاسبة لتتساوى مع القيمة البورصية، لكن ذلك لا يحدث إلا في حالة كفاءة السوق. وبذلك نجد أن "برينرايش" قد أعطى مفهوما وحدويا للربح المتبقي، أي الربح المتبقي لكل وحدة من رأس المال المستثمر[31].

ويقيس "الربح المتبقي" نتيجة المؤسسة بحساب الفرق بين المبيعات وتكاليفها الخاصة، إذ يضاف لهذه الأخيرة المصاريف المالية الداخلية المرتبطة بأصولها[32]، حيث يقصد بالمصاريف المالية الداخلية، التعويضات المرتبطة بالمؤسسة حيث يتم احتساب معدل فائدة داخلي يمثل المردودية المطلوبة من طرف المؤسسة، ممثلة في إدارتها العامة. إن تحميل هذا العبء المتمثل في الفائدة التي تحسب ضمن معادلة الربح المتبقي، لمسؤولي الوحدات يتنافى مع مبدأ الرقابية Contrôlabilité[33]، الأمر الذي يجعل المسيرين مسؤولين عن عناصر غير قابلة للرقابة. لذلك يقترح مطبقو المنظور الأكثر تطورا، ممثلا في القيمة الاقتصادية المضافة الأخذ في الحساب تكلفة رأس المال كبديل عن ذلك في مراكز المسؤولية.

ويمكن أن نوضح أكثر الفكرة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم "الربح المتبقي" في أنها تتمثل في تطبيق معدل فائدة، والتي تمثل تكلفة الموارد (الأموال) الموضوعة تحت تصرف مركز المسؤولية بالمؤسسة، حيث يترجم هذا المعدل تكلفة فرصة الأموال المستثمرة في ذلك المركز، والمبدأ الذي يقوم عليه هذا المفهوم هو أن مستوى نتيجة الاستغلال بعد الضريبة المحققة من طرف مركز المسؤولية (نشاط معين) تكون على الأقل مساوية لناتج ضرب معدل الفائدة في الأصل الاقتصادي المستعمل في مركز المسؤولية[34].

يقوم الربح المتبقي بحساب خلق القيمة لغرض احتياجات المسيرين داخل المؤسسة، مع الأخذ بالحسبان التكاليف والمردودية الداخلية فقط، لذلك فهو يساعد على توجيه سلوك المؤسسات المتفرعة لأقسام (اللامركزية) Entités décentralisées في ظل القرارات المتخذة من طرف المسيرين ذات الأثر الهام[35]. وقد أكد المختصون في مجال التنظيم على أن المؤسسات التي تنتهج الاتجاه اللامركزي في تنظيمها وتتوسع في تفويض سلطة اتخاذ القرارات إلى المستويات الأدنى في الهيكل التنظيمي، يجب أن تغير من نظم الرقابة الداخلية، وأن تعيد التفكير في نظم قياس الأداء والحوافز حتى تضمن اتخاذ القرارات من قبل مديري عمليات التشغيل بما يحقق زيادة في قيمة المؤسسة[36]. الأمر الذي يبرر الحاجة لمؤشر الربح المتبقي في وقت ظهوره.

لقد كان الهدف من استعمال "الربح المتبقي" هو تنشيط وتفعيل مراكز المسؤولية داخل المؤسسة. لذلك فهو يمثل تغير حقيقي في لغة الاتصال داخل المؤسسة، إذ سمح بالمرور من لغة محاسبية إلى لغة أكثر اقتصادية، بحيث نجد أن اللغة الأولى ترتكز على النتيجة المحاسبية وتستعمل بشكل عام في المؤسسات المعتمدة على فكرة المركزية، بينما اللغة الثانية ترتكز على الربح المتبقي والذي ساهم في تغيير الشكل التنظيمي للمؤسسات كونه يستعمل في المؤسسات التي تعتمد على استقلالية أكبر لوحداتها وتعتمد على لا مركزية أكثر في التسيير[37]. وعليه، نجد أن هذا المؤشر يسمح بالمرور من قياس أداء إجمالي للمؤسسة إلى قياس أداء بالوحدات، أي لكل مركز مسؤولية.

مما سبق، ومن خلال الإسهامات الأكاديمية والكتابات حول الربح المتبقي، يتضح بأن له خلفية نظرية في الفكر الاقتصادي وتفكير نظري ثري، ساهم في تطور مفهومه وفي استعماله بشكل أكثر ملائمة لواقع التسيير الداخلي للمؤسسات المبني على اللامركزية في تسيير الوحدات. غير أن ذلك لا يعني خلوه من السلبيات، فلهذا المؤشر أوجه قصور متعددة، الأمر الذي ساهم في ظهور مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة" التي حاولت تدارك أوجه ذلك القصور باعتبارها تمثل وجه التطور والامتداد الطبيعي لمؤشر "الربح المتبقي".

ثانيا: المؤشرات الحديثة لقياس الأداء من منظور خلق القيمة

يتم استعمال هذه الطرق لقياس المردودية، كما تستخدم في قياس خلق القيمة. نحاول في هذا الجزء التطرق لأهم هذه الطرق والتي نالت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين من خلال الدراسات التي تناولتها، بالإضافة لما حققته من شهرة في أوساط المهنيين من خلال تبنيها من طرف مكاتب الاستشارة ذات السمعة العالمية.

2-1: نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA[38] لـ ستارن وستيوارت J.M.Stern et G.B.Stewart

2-1-1_ القيمة الاقتصادية المضافة: مفهومها وطريقة حسابها : تعتبر "القيمة الاقتصادية المضافة" الشكل المطور لمفهوم " الربح المتبقي"، وفي نظر البعض[39] ما هي إلا إعادة بعث وإحياء لهذا المفهوم. وعليه، فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري[40]. ذلك أنها قدمت على ضوء القصور في استعمال مؤشر "الربح المتبقي"، لتستجيب لواقع آخر للمؤسسات تميز بالضغوط الممارسة من طرف الأسواق المالية، من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين (مؤشر خارجي-داخلي).

ويكمن الفرق بين المفهومين في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر "الربح المتبقي" لخدمة مسيري المؤسسات في سنوات الستينيات من القرن الماضي كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها (مؤشر داخلي)، بينما أستعمل مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة" لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي، كأداة اتصال يستعملها المسيرون لتمرير معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة المدرجة منها في البورصة. يضاف لذلك، أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية،- والتي كانت محل انتقاد كما سبق الإشارة لذلك- بينما تعتمد "القيمة الاقتصادية المضافة" على مفهوم تكلفة رأس المال، والتي تسمح بالمرور من قياس لنتيجة - كما هو الحال في "الربح المتبقي"- إلى قياس فائض.

يعود الأساس النظري المباشر للقيمة الاقتصادية المضافة لفكرة الربح المتبقي، غير أنه قد استند مؤسسا هذا المؤشر "جول ستارن و ج. بنات ستاوارت" Joel Stern et G.Bennett Stewart –أيضا- على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه "موديجلياني وميلر، 1961" F.Modigliani et M.H.Miller، باعتباره أنه أساس لنظام شامل للإدارة المالية، كما استندا أيضا إلى أعمال كل من "و.هـ. ماككلينغ و م.س. جنسن" W.Mecling et M.C.Jensen في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة، وبذلك، يرجع الفضل لـ"ستارن وستوارد" في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل فهمه ويساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموارد المؤسسة نتيجة الجهد المشترك الذي استمر نصف قرن "[41]. ويؤكد ويضيف "كابي وهيرجواين، 2001" في هذا المجال، بأن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة" يسجل كامتداد لأعمال "موديجلياني وميلر، 1961، 1966"[42].

وعموما، تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنها طريقة للتحفيز Incitation[43]. بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للتسيير[44]، فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.

ويتم وفق "القيمة الاقتصادية المضافة" ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسيسهم بها وفق منطق النتائج/الوسائل من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف كل مسير (مسؤول) من جهة، ووفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال، ممثلين في المساهمين بالدرجة الأولى، هذا من جهة ثانية[45]. مما سبق، يمكن القول أن مفهوم "القيمة الاقتصادية المضافة" يقترب جدا من المفهوم المقدم بشأن "الربح المتبقي"، طبعا مع إضافة جديد. حيث لا يكمن الشيء الجديد المقدم من طرف "القيمة الاقتصادية المضافة"- في الجانب النظري بل في استخدامه (جانب ميداني) من خلال الحرص على تحديد الأموال الخاصة بكل نشاط، مسار، منتج، قسم أو سوق، سواء كانت هذه الأموال عبارة عن أصول ثابتة (استثمارات) أو أصول متداولة، ويتمثل المغزى من ذلك في الوقوف على مدى مساهمة كل عنصر في المؤسسة، وذلك حسب التصنيف المتبع؛ منتج، سوق أو نشاط في القيمة البورصية للمؤسسة[46] بالدرجة الأولى، كما يفيد ذلك في معرفة قيمة المؤسسة ككل حتى وإن لم تكن مسعرة في البورصة.

ويتم حساب "القيمة الاقتصادية المضافة" من خلال العلاقة التالية[47]:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة – (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على رأس المال المستثمر – معدل تكلفة رأس المال)× رأس المال المستثمر[48]

وسوف نحاول إعطاء المصطلح للمجمعات والنسب المحاسبية المستعملة وفق ما هو متعارف عليه في أعرافنا المحاسبية، على خلاف المصطلحات الأنجلوسكسونية التي تمثل الأصل في حساب مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة"، حيث أن:

- صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة NOPAT تقابلها نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأرباح (قبل احتساب المصاريف المالية).
- معدل تكلفة رأس المال WACC وتمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تحسب انطلاقا من الهيكل المالي للمؤسسة، بين الديون ورأس المال.

مما سبق، ومن وجهة نظر تقنية، يتبين المفهوم الأساسي لنموذج "القيمة الاقتصادية المضافة" في الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد المالية التي استخدمتها[49]. حيث يطلق الاقتصاديون -منذ عهد آدم سميث - على هذا الهامش الذي يمثل الربح بعد استبعاد تكلفة رأس المال (الديون ورأس المال) بالربح الاقتصادي، حيث ينظر إلى تكلفة رأس المال على أنها تكلفة كغيرها من التكاليف الواجب تغطيتها للوصول إلى الأرباح الحقيقية، والتي تمثل إضافة لثروة

المساهمين[50]، فلا يعقل أن يتم حساب تكلفة عامل الإنتاج المتمثل في العمل ضمن تكاليف المؤسسة وتترك تكلفة عامل الإنتاج الممثل في رأس المال. وعليه، فالربح الحقيقي هو العائد الاقتصادي -حسب ما جاء في النظرية الاقتصادية – بحيث يحسب بعد تغطية جميع تكاليف عوامل الإنتاج (العمل ورأس المال).

إن الهدف الرئيسي من استعمال هذا المؤشر، هو تحفيز كل الفاعلين بالمؤسسة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للمؤسسة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للمؤسسة من خلال تأثيره على القيمة البورصية للمؤسسة[51]. فهذا التقييم من شأنه، أن يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصية للمؤسسة وقيمتها الدفترية، ويتضح ذلك من خلال استعمال مبتكري "القيمة الاقتصادية المضافة" لمفهوم "القيمة السوقية المضافة" MVA[52]. فإذا كانت "القيمة الاقتصادية المضافة" EVA تحسب لكل فترة (سنة)، فإن "القيمة السوقية المضافة" MVA تحسب لمجموعة من السنوات؛ حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم[53]، وذلك كما يلي[54]:

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

حيث:

$$EVA_t = (r_{et} - k_t) \times C_t$$

EVAt: القيمة الاقتصادية للفترة t؛

Ct: مبلغ رأس المال المستثمر في الفترة t

Ret : معدل المردودية الاقتصادية لرأس المال المستثمر في الفترة t.

Kt: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t.

وتحسب القيمة السوقية للمؤسسة انطلاقا من القيمة الدفترية المستقاة من الوثائق المحاسبية مضاف لها القيمة السوقية المضافة، وذلك على النحو التالي[55]:

$$V_{to} = C_{t0} + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

حيث: Cto: القيمة الدفترية (المحاسبية) لرأس المال المستثمر

ما يلاحظ بعد استعراض صيغتي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة هو:

- تحسب القيمة الاقتصادية المضافة لفترة واحدة، بينما تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو قد تحسب إلى ما لانهاية. وعليه، فالقيمة الاقتصادية المضافة هي الفائض من القيمة الناتج عن مركز مسؤولية أو مؤسسة لفترة واحدة، بينما القيمة السوقية المضافة هي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة.
- تستعمل القيمة الاقتصادية المضافة لغرض قياس الأداء الداخلي للمؤسسة، في حين تقيس القيمة السوقية المضافة الأداء من وجهة نظر خارجية. وعليه، يصعب استعمالها كأداة تسيير داخلية.[56]
- تعتمد مكونات المعادلة التي تحسب القيمة الاقتصادية المضافة على المخرجات المحاسبية. فبالرغم من ابتعاد المعطيات المحاسبية على التقييم الاقتصادي(الحقيقي) لتلك المخرجات، ينصح مبتكرو القيمة الاقتصادية المضافة استعمال المكونات بقيمتها الدفترية (المحاسبية)[57]، ولتقليص الانحراف بين القيم المحاسبية والاقتصادية نجدهم يقترحون مجموعة من التعديلات على المعلومات المحاسبية (تعديلات القرض الايجاري، تعديلات مصاريف البحث والتطوير تعديلات فائض القيمة Goodwill، اختيار طرق الاهتلاك،...)[58]، لتقريب الأرباح والقيم المحاسبية المعتمدة على المبادئ المحاسبية إلى الواقع الاقتصادي[59]. حيث تهدف هذه التعديلات المحاسبية إلى الوصول للقيمة العادلة Fair value [60]، وإلى تقريب المحاسبة التقليدية[61] من المحاسبة على أساس القيمة الاقتصادية[62].

يلاحظ بأن القيمة الاقتصادية المضافة والتدفق النقدي المتاح ليسا مختلفين في الوصول لنفس النتيجة، حيث تساوي القيمة الاقتصادية المضافة التدفق النقدي المتاح مضافا إليه التغير الصافي في رأس المال المستثمر منقوصا منه التعويضات المقابلة له، ويمكن بيان ذلك في المعادلة التالية بشكل عكسي[63]:

$$CFD_t = EVA_t + \Delta C(1 + k_t)$$

وللحصول على القيمة السوقية للمؤسسة يمكن استحداث التدفقات النقدية المتاحة إلى ما لانهاية، كما أن نفس القيمة يمكن أن تحسب بدلالة القيمة الاقتصادية المضافة من خلال إيجاد القيمة السوقية المضافة باستحداث القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة إلى ما لانهاية مضاف إليها رأس المال الأولي المستثمر، وذلك على النحو التالي[64]:

$$VM = C_{t0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + k)}$$

2-1-2: القيمة الاقتصادية المضافة: إيجابياتها وحدودها

2-1-2-1: إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة : بالإضافة إلى ما تم ذكره سابقا، يمكن أن نبين ونستخلص مصادر القوة الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك كما يلي[65]:

1- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.
2- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.
3- تربط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
4- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك للمؤسسة.
5- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا. بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل. وذلك على العكس من بعض المقاييس المالية الأخرى كالعائد على الاستثمارات والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.

كما يمكن أن نجد إيجابيات أخرى تتمثل أساسا في قدرة القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لخلق القيمة في الوصول وقدرتها على الربط بين الجانب الاستراتيجي والمالي[66]Stratégie/Finance، مما يسهل على المسيرين من تحكمهم بالأخص في نتائج الاستثمارات، وبشكل عام تسهيل اتخاذ القرارات وترشيدها، كما يؤدي إلى دفع المسيرين على المستوى التشغيلي بتحمل المسؤولية أكثر[67].

من خلال استعراض مؤشر خلق القيمة المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة يتبين مسايرته لمفهوم حوكمة المؤسسة باعتبارها تحاول أن تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة، وبذلك فهي تحاول تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين.

2-1-2-2: حدود وانتقادات القيمة الاقتصادية المضافة[68] : يمكن تلخيص الانتقادات وأوجه القصور المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي[69]:

أولا: يتمثل الانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشرات لخلق القيمة في أنهما لا يمثلان سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحملا أي إضافة عليها وما هي إلا إعادة تحوير بسيط لها[70].

ثانيا: تلقى القيمة الاقتصادية المضافة محدودية في كونها تحفز المسيرين على رعاية مصالح الملاك، وذلك في مجال الحساب، فعلى سبيل المثال إن استعمال نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF في حساب تكلفة رأس المال من شأنه أن يغير بشكل كبير قيمة EVA عندما تكون تذبذبات المؤشر "بيتا" ذات تأثير معتبر على النتيجة النهائية[71]. وعموما، يطرح مشكل الحساب بشكل أساسي

فيما يتعلق برأس المال الموضوع تحت تصرف المؤسسة في شكل استثمارات، نظرا للحجم المعتبر له والتعديلات المحاسبية المتعلقة به، فكما لاحظنا فإن القيمة المحاسبية للأصول تعدل حسب مبتكري الطريقة لتصبح أكثر تعبيرا عن القيمة الاقتصادية. فأمام مختلف التعديلات المحاسبية التي ينصح بها، فإن نسيان تعديل أو تعديلات، -حسب خصائص كل مؤسسة- من شأنه أن لا يعطي قياسا جيدا للقيمة الاقتصادية المضافة، وينتج عن ذلك ضياع أموال كبيرة[72]، كما أن كثرة التعديلات المحاسبية، تحد من الاستعمال الجيد لهذا المؤشر EVA ، ويصبح مصدر ربح في فائدة مكاتب الاستشارة[73]، لذلك تدعو بعض المكاتب إلى إجراء توحيد دولي حول طريقة حساب المؤشر والتعديلات المحاسبية المرتبطة به[74].

ثالثا: من العيوب الجوهرية التي توجه إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة -كغيرها من المقاييس المالية- أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجر عنه ما يعرف بمخطر الأجل القصير Risque du court-termisme، ذلك أن الإدارة تحتاج إلى مقاييس طويلة الأجل خاصة عند تقييم المشاريع الاستثمارية، وبشكل عام العمليات الإستراتيجية، فحساب القيمة الاقتصادية المضافة لا يأخذ في الحسبان آثار القرارات على السنوات المقبلة، ولذلك فإن تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة الحالية قد يتم على حساب الأجل الطويل، فعلى سبيل المثال قد يخفض المسيرون الإنفاق الاستثماري لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير، على الرغم من أن هذا الإنفاق الاستثماري قد يكون مفيدا للمؤسسة في الأجل الطويل، وذلك بسبب أن هذه الاستثمارات ستخفض من القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير وبالتالي انخفاض المكفآت والحوافز، هذا من جهة[75]. ومن جهة أخرى نجد أن أغلب المساهمين يستثمرون في الأجل الطويل، مما يدفعهم للبحث عن معلومات تمكنهم من معرفة قيمة السهم على المستوى المتوسط وطويل الأجل[76]، إلى جانب ذلك، يفرض المستثمرون –داخليا- تسييرا طويل الأجل في المؤسسة[77]. وعليه، فالقيمة الاقتصادية المضافة لا توافق جميع دورات النشاط، فالمؤسسات التي لديها تسهيلات في التمويل تكون دورة نشاطها طويلة، وبذلك تتعقد عملية التقييم وتجعل من القياس السنوي أقل ملائمة لها[78]. إضافة إلى ذلك، تسجل محدودية القياس وفق القيمة الاقتصادية المضافة عند استعمالها في الأنشطة البنكية والمالية، كون أن جزءا من الأموال المستثمرة تحدد وفق تنظيمات وقواعد الحيطة والحذر، والأمر كذلك بالنسبة للمؤسسات أو الأنشطة التي هي في بداية انطلاقتها Start up لخضوع تدفقات عوائدها المتوقعة لعدة افتراضات[79].

رابعا: باعتبار أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كغيره من المقاييس المالية يتم حسابه من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة-في اغلب الأحوال- فهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة. بينما يهتم مديرو عمليات التشغيل والمهندسون بصورة أكبر بالمقاييس غير المالية ويركزون على المحركات الأساسية لهذه المقاييس، ويعتبر ذلك توجها نحو العمليات، أي التركيز على المقاييس غير المالية بصورة أكبر من المقاييس المالية[80]. وقد رد "ستوارت"[81] على هذا الانتقاد بالتأكيد على أن الفائدة الكاملة من استخدام إطار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء تتحقق فقط في حالة ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية والأهداف الإستراتيجية، لذلك فقد قامت شركة Stern, Stewart & Co بتطوير أسلوب تسيير أطلق عليه "محركات القيمة الاقتصادية المضافة" يساعد المسيرين في تتبع المحركات الأساسية، التشغيلية والإستراتيجية للقيمة الاقتصادية المضافة والتي يستطيع المسيرون التحكم فيها.

خامسا: لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان[82]. لأنه قد يرجع السبب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة بالمقارنة بقسم آخر لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما.

سادسا: تلقى القيمة الاقتصادية المضافة على غرار باقي المقاييس المطورة للأداء -من طرف شركات الاستشارة المبتكرة لها-، انتقادا مفاده أن الدراسات التي يقدمها المنتسبون لهذه الشركات تتميز بعدم الحيادية أو التحيز بالنظر للمصلحة التجارية من وراء تسويق هذه المقاييس[83].

في الأخير، نجد أن القيمة الاقتصادية المضافة في عمومها قد لاقت نفس الانتقادات الموجهة للمؤشرين السابقين؛ "العائد على الاستثمار" و بالأخص "مؤشر الربح الباقي"، باعتباره الشكل المطور لها، يضاف إلى ذلك الانتقادات المرتبطة بالجانب الميداني لها لأنها كانت أكثر استعمالا وتسويقا من طرف مبتكريها كعلامة تجارية. وللحد من الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، من الواجب استعماله بمعية المؤشرات المالية التقليدية، إضافة للمؤشرات المرتبطة بالإستراتيجية التجارية، كالتدفق النقدي، النتيجة الجارية، المردودية المالية،... (مؤشرات مالية) وحصة السوق، نفقات الإشهار، حجم المبيعات،... (المؤشرات التجارية التقليدية)[84]، لكي تتكامل مختلف هذه المؤشرات فيما بينها وتسد الثغرات الموجودة في كل مؤشر على حدة، والاستفادة من مزايا كل مؤشر. غير أن ذلك، ينبغي أن يتم من خلال القيام بتعديلات تجعلهم متكاملين فيما بينهم، ذلك أن التضارب في النتائج المقدمة من طرف كل مؤشر قد تؤدي إلى ارتباك في التسيير، يضاف إليها التكاليف الناجمة من استعمال ترسانة من المؤشرات وأنظمة التسيير. لذلك، ينصح باستعمال مؤشر رئيسي، وليكن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في إطار نظام تسيير مبني على القيمة، مزود بمؤشرات مالية أخرى وغير مالية لملأ الفراغات (النقائص) التي لا يستطيع المؤشر الرئيسي الإجابة عنها.

2-2_ نموذج إستراتيجية القيمة لماكنزي : تم تقديم نموذجين هامين للتقييم- بالإضافة للسابق والمتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة- وهما[85]:

- نموذج إستراتيجية القيمة لماكنزي McKinsey، 1994؛
- نموذج فلتم-أولسن، 1995[86].

قدم مكتب الاستشارة "ماكنزي" نموذج لقياس خلق القيمة، يدعى بإستراتيجية القيمة، حيث اعتبر أن قيمة المؤسسة تتشكل من مكونين. ويمكن إيضاح ذلك بواسطة الصيغة التالية[87]:

قيمة المؤسسة= القيمة الحالية للتدفق النقدي المتاح خلال فترة التوقعات الظاهرة Explicite[88] + قيمة التدفق النقدي التي تأتي بعد فترة التوقعات الظاهرة أو القيمة النهائية

انطلاقا من هذه الصيغة على المقيم أن يمر بثلاث مراحل، تتمثل في إعداد التوقعات بشأن التدفق النقدي المتاح للفترة التي يمكن التنبؤ به (الظاهرة)، تقدير تكلفة رأس المال وتقدير القيمة النهائية أو المتبقية.

2-2-1_ إعداد التوقعات بشأن التدفق النقدي المتاح : يتمثل التدفق النقدي المتاح، في التدفق النقدي بعد حساب الضريبة المطروح من طرف المؤسسة ككل والذي يعود لجميع مانحي الأموال (مساهمين ودائنين)، على عكس التدفق النقدي الموافق للأموال الخاصة، الذي يعود للمساهمين فقط. ويساوي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة على أرباح المؤسسات وقبل احتساب المصاريف المالية (NOPAT)[89] يضاف لها مخصصات الاهتلاكات والمؤونات ويطرح منها التغير في احتياج رأس المال العامل والاستثمارات (الحيازة والتجديد) والمنجزة جميعها خلال الفترة. وعليه، فالمعادلة تكون كما يلي[90]:

التدفق النقدي المتاح (للفترة)= نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات – التغير في الاحتياج في رأس المال العامل – الاستثمارات

وينصح مبتكرو هذا النموذج باعتماد أفق للتقديرات الموافق للفترة الظاهرة بين عشر (10) إلى خمسة عشر (15) سنة لغالبية المؤسسات، أما بالنسبة للمؤسسات التي تتبع دورة الأعمال Les entreprises cycliques وتلك المؤسسات ذات النمو الكبير فقد يلزمها فترة توقعات أطول من ذلك للوصول إلى مرحلة النضج[91]، لكي نقف على قدرتها الربحية الحقيقية؛ كون أن المؤسسات ذات النمو الكبير تعتمد في السنوات الأولى على حجم إنفاق كبير قصد نموها، بينما قد تطول حالة الكساد أو الرواج للمؤسسات الدورية، ومن ثم فإن استعمال فترة لا تغطي مرحلتين (رواج وكساد) قد لا يعبر عن حقيقة قيمة المؤسسة. كما أن أخذ فترة ثلاث (03) إلى خمس (05) سنوات يعرض المؤسسة لتقدير أدنى لقيمتها Sous- evaluation أو يجعل فرضيات النمو المرتبطة بفترة القيمة النهائية متفائلة جدا[92].

يقر أصحاب هذا النموذج بصعوبة تقدير التوقعات في الفترة الطويلة، خاصة إذا تم اعتماد فترة تتراوح ما بين عشر (10) سنوات وخمسة عشر(15) سنة، لذا فإنهم ينصحون لتجاوز هذا المشكل وتجنب الوقوع في أخطاء كبيرة في التوقعات، بتقسيم الفترة الظاهرة لمجالين، حيث[93]:

1. في المجال الأول، والذي يبدأ من السنة الأولى وحتى السنة الثالثة أو قد يمتد إلى السنة الخامسة كأقصى تقدير، يتم إعداد توقعات مفصلة بالاعتماد على الميزانيات وجداول حسابات النتائج، كما يكون مبنيا قدر الإمكان على معطيات حقيقية (على سبيل المثال، الحجم الوحدوي للمبيعات، التكلفة الوحدية)؛
2. وفي المجال الذي يأتي بعد المجال السابق، يتم إعداد توقعات مبسطة، تعتمد على بعض المتغيرات الدالة كنمو رقم الأعمال، الهوامش (الأرباح) ودوران الأموال.

بالإضافة لعملية تبسيط إعداد التوقعات في المجال الثاني، ينصح أصحاب هذا النموذج باعتماد الأسس والمعطيات الاقتصادية لنشاط المؤسسة في بناء التوقعات وعدم الاكتفاء فقط بالعناصر المحاسبية[94]. وللقيام بتقدير التوقعات في الأفق الزمني يتم الاعتماد على أدوات التشخيص المالي والإستراتيجي، التي تسمح بمعرفة الوضعية المالية المستقبلية والوضعية التنافسية في ظل المحيط، وذلك من خلال القيام بعدة سيناريوهات (من الأكثر تفاؤلا إلى الأكثر تشاؤما) حسب ما يمكن توقعه، ليسمح في النهاية بحساب متوسط بين مختلف نتائج السيناريوهات، والتي تتمثل في التدفقات النقدية.

2-2-2_ تقدير تكلفة رأس المال : بعد إعداد التوقعات بشأن التدفقات النقدية ضمن الفترة التي يمكن التنبؤ بها، ينبغي معرفة قيمتها لحظة التقييم، وهذا الأمر لن يتأتى إلا من خلال إيجاد معدل استحداث يمكن معه معرفة القيمة الحالية لتلك التدفقات المقدرة في المستقبل. ويستعمل كمعدل استحداث تكلفة رأس المال المصاحبة لهذا التدفق الذي يعود لمانحي الأموال ممثلين في المساهمين والدائنين. وتحسب تكلفة رأس المال من خلال التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر تمويل المؤسسة، وتوضح وفق المعادلة التالية:

$$k_{ct} = k_{et} \times (E_t / V_t) + k_{dt} \times (1-\tau) \times (D_t / V_t)$$

حيث:

Kct: تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t ،

Vt: تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة t (Vt= Et+Dt)

Et: القيمة السوقية للأموال الخاصة؛

Dt: تمثل القيمة السوقية للأموال المقترضة؛

Ket: تكلفة الأموال الخاصة في الفترة t تقدر وفق معادلة نموذج توازن الصول المالية MEDAF؛

Kdt: تكلفة الأموال المقترضة قبل الضريبة؛

τ : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

2-2-3_ تقدير القيمة النهائية : يقصد بالقيمة النهائية تلك القيمة المتبقية للمؤسسة، بعد إعداد التوقعات بشأن التدفق النقدي المتاح خلال فترة التوقعات الظاهرة(الأفق) التي تمكن من التنبؤ بما ستكون عليه تدفقات المؤسسة، وبشكل مباشر، تمثل القيمة النهائية، الشق الثاني من المعادلة –السابق بيانها- التي تمثل هذا النموذج، والتي تمثل قيمة التدفقات النقدية المنتظرة بعد فترة التوقعات الظاهرة.

وتزيد هذه القيمة وتنقص بدلالة فترة التوقعات الظاهرة، فكلما قلت هذه الفترة عظمت القيمة النهائية، والعكس صحيح. وغالبا، ما تمثل القيمة النهائية في واقع تقييم المؤسسات نسبة معتبرة من القيمة الإجمالية للمؤسسة، إذ يمكن أن تتراوح حسب مكتب الاستشارة "ماكنزي" ما بين 56% و125% في مثال تم اعتماده لمجموعة من المؤسسات تشتغل في أربع قطاعات، ومع اعتماد فترة ظاهرة للتوقعات تقدر بثماني سنوات[95]. غير أنه بالرغم من أهمية هذه النسب الممثلة للقيمة النهائية، لا يجعلنا ذلك، نستنتج بان الجزء

الأكبر من قيمة المؤسسة ينتج في فترة القيمة النهائية، فغالبا ما يعني هذا الأمر بأن التدفقات الداخلة في السنوات الأولى من نشاط المؤسسة تغطيها (تمتصها) التدفقات الخارجة، والمتعلقة بنفقات الاستثمار وتكوين رأس المال العامل المعتبرة، والتي سيكون لها الأثر في رفع حجم التدفقات النقدية في الفترات اللاحقة والتي تمس فترة القيمة النهائية.

توجد عدة طرائق لقياس القيمة النهائية، اعتمدت من طرف مكتب "ماكنزي" للاستشارة تعتمد على منظور التدفق النقدي المتاح وأخرى تعتمد على الربح الاقتصادي[96]. وسنستعرض ثلاث طرائق ترتكز على التدفق النقدي المتاح، وذلك كما يلي:

- اعتماد توقعات ظاهرة ضمن مجال زمني طويل جدا(75 سنة أو أزيد)، وبذلك يتم تجاهل القيمة النهائية؛
- اعتماد طريقة النمو إلى فترة لانهائية للتدفق النقدي المتاح، والتي تنطلق من الشكل التالي:

$$V_t = CFD_{t+1} / (k_c - g)$$

حيث:

Vt: القيمة النهائية؛

CFD t+1: المستوى المعياري للتدفق النقدي المتاح أثناء السنة الأولى التي تلي فترة التوقعات الظاهرة؛

Kc: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WAAC)؛

-g: معدل النمو المتوقع اللانهائي للتدفق النقدي المتاح (مع g<kc) .

- ترتكز الطريقة الثالثة على الشكل الذي يحسب التدفق النقدي الذي ينمو بمعدل نمو إلى فترة لانهائية، لكن مبينة من خلال عوامل خلق القيمة[97]، وتحسب:

$$V_t = \left(RE_{t+1} \times (1 - g/r)\right) / (k_c - g)$$

حيث:

RE t+1: النتجة الصافية للاستغلال قبل المصاريف المالية (NOPLAT) للسنة الأولى التي تلي فترة التوقعات الظاهرة؛

-g: معدل النمو اللانهائي المتوقع لـ RE ؛

-r: النمو المتوقع للعائد على الاستثمار الصافي الإضافي.

تعطي الطريقة الأخيرة -والتي تعرف بطريقة عامل خلق القيمة- نتائج مماثلة لنتائج طريقة نمو التدفق النقدي المتاح لفترة لانهائية، ذلك أن البسط لكلا المعادلتين التي تحسبهما متساويين وأن المقام يعطي صورة للتدفق النقدي المتاح للطريقة الأولى في شكل عوامل لخلق القيمة في الطريقة. من خلال استعراض هذا النموذج، يتضح بأنه يعتمد على خلفية نظرية قوية ترتكز على منظور التدفقات النقدية المخصومة التي تعود لنظرية الاستثمار مع اعتماد بعض التعديلات للخروج بمؤشر يستطيع قياس خلق القيمة للمؤسسة بشكل عملي، ليسمح لها باتخاذ قرارات ذات تأثير طويل المدى بالأخص، باعتبار ارتباط المدة الطويلة المأخوذة بحياة المؤسسة، فنجد أن فترة التوقعات الظاهرة تصل إلى خمسة عشر (15) سنة -كما ينصح بذلك مبتكروها-. وعليه، يصلح هذا النموذج ويوافق كثيرا مراقبة وتقييم وترشيد اتخاذ القرارات ذات الصبغة الإستراتيجية، بما في ذلك المالية منها، وما يعكس هذا التوجه أكثر اسم النموذج نفسه، إذ سمي بنموذج إستراتيجية القيمة.

خلاصة واستنتاجات : بعد استعراض النموذجين الحديثين لقياس الأداء المرتكزين على خلق القيمة، واللذين لهما شهرة في هذا المجال من خلال اعتمادهما في ترتيب المؤسسات واستعمالهما الواسع من طرف المؤسسات والمهتمين بالأسواق المالية، تبين أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة المقدم من طرف شركة "ستارن ستيوارت للاستشارة" له جذور في النظرية الاقتصادية، والتي تبلورت بشكل عملي لأول مرة من خلال ظهور مؤشر أداء في سنوات الخمسينات من القرن العشرين تحت اسم "الربح المتبقي"، فالقيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا مؤشر الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال. وفيما يرتبط بالقيمة السوقية المضافة المبتكرة من طرف نفس مكتب الاستشارة فإنها هي الأخرى تجد جذورها في النظرية المالية الحديثة، لكونها سوى انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية.

أما عن نموذج إستراتيجية القيمة المقدم من طرف مكتب "ماكينزي للاستشارة" فهو الآخر يستند لخلفية نظرية واضحة تحكمه في إطار النظرية المالية، باعتباره يعتمد على مفهوم التدفق النقدي المتاح، بحيث تحسب قيمة المؤسسة من خلال استحداث تلك التدفقات.

وما تم إضافته من طرف مبتكري النموذجين على اختلاف طرائقهم في الوصول لقياس خلق القيمة، هو قيامهم بتعديلات واقتراحات (محاسبية،...)، وبناء منهجية عملية -تسمح بترجمة المفاهيم النظرية إلى واقع عملي. فمفهوم خلق القيمة هو مفهوم قديم ظهر في إطار النظرية المالية في شقها المرتبط بمالية المؤسسة منذ حوالي نصف قرن من الزمن، من خلال ظهور مفهوم القيمة الحالية الصافية التي تنتج عن استحداث التدفقات النقدية المتاحة ثم طرح قيمة الاستثمار منها، لذلك فهذا المفهوم القديم يعتبر أساس كل تفكير مرتبط بخلق القيمة.

المراجع والإحالات :

[1])- للاطلاع على ذلك أنظر إلى:

- G.Hirigoyen, "Nouvelles approches du lien stratégie finance", in : Revue française de gestion, N°92, Janvier-février 1993, PP : 64-73.
- J.Caby et G.Hirigoyen, "La création de valeur de l'entreprise", 2e édition, Economica, Paris, 2001, PP : 15-32.

[2])- سنركز الدراسة على نماذج الأداء المعتمدة على التقييم المالي المبنية على قياس خلق القيمة، ولذلك سوف لن نتطرق لنموذج خط القيمة والنماذج المشتقة منه، فللاطلاع على النموذج الأخير، أنظر على سبيل المثال إلى:

- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 15-20.

[3])- بالإضافة إلى "مقياس القيمة الاقتصادية المضافة"، قدمت العديد من الشركات الاستشارية مقاييس أخرى للقيمة الاقتصادية فيما وصفه Myers, 1996 بحرب المقاييس Metric wars ، وعلى سبيل المثال قدمت شركة Boston Consulting Group s Holt Value Associates مقياس معدل العائد على الاستثمارات وفقا للتدفقات النقدية CFROI، وقدمت شركة Alcar مقياس التدفقات النقدية المخصومة DCF وقدمت شركة Marakon Associates مقياس الأرباح الاقتصادية المخصومة DEP ، كما قدمت شركة KPMG Peat Marwich نظام إدارة القيمة الاقتصادية Economic Value Management EVM . في:

- R. Myers, The metric wars, CFO; The magazine for chief financial officers. in:

هالة عبد الله الخولي، "دراسة تحليلية انتقاديه لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال"، في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد:56، الناشر جهاز الدراسات العليا والبحوث كلية التجارة- جامعة القاهرة، 200، ص:101.

[4]) - A.D.Chalandler, Organisation et performance des entreprises .In : A. Nabet , "Les systèmes de gestion par la valeur : une analyse de leur impact sur les logiques de contrôle de deux groupes français", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Non publier, Université Paris 09 dauphine, 2001, P :85-86.

[5])- للاطلاع على تحليل نقدي لمؤشرات الأداء المحاسبية وأوجه قصورها، أنظر على سبيل المثال إلى:

-F.Pierre et E.Besançon, "Valorisation d'entreprise et théorie financière", Edition d'organisation, Paris, 2004, PP :14-61.

[6])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:101.

[7]) - ROI : Return On Investment.

[8]) -A. Nabet , Op.cit, P :86.

[9])- H.Bouquin, "Le contrôle de gestion", 4e édition, PUF, 1998, P : 258.

[10])- R.Teller, "Le contrôle de gestion- pour un pilotage intégrant stratégie et finance", Les essentiels de la gestion, Editions management et société, 1999, P : 109.

[11])- Idem.

[12])- A. Nabet Op.cit, P :88.

[13])- RN.Anthony et J.Dearden, Management control systems :text and cases,. in: Idem.

[14])- H.Bouquin, Op.cit, P : 261.

[15])- R.Teller, Op.cit, P : 109.

[16])- Idem.(بتصرف)

[17])- RN.Anthony et J.Dearden, Management control systems :text and cases, in: A. Nabet ,Op.cit, P :89.

[18])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:105.

[19])- H.Bouquin, Op.cit, P : 264.(بتصرف)

[20])- RI : Residual Income.

[21])- Sloan, My years with General Motors, 1993.

[22])- A. Nabet, Op.cit, P :89.(بتصرف)

[23])- Id.

[24])-H.T.Johnson & R.S.Kaplan, Relevance lost. The rise and the fall of management accounting,. in: P.Zarlowski, "Pilotage par la valeur: étude théorique et analyse d'un exemple de mise en œuvre", Thèse de doctorat en science de gestion, Non publier, Université Paris Dauphine, 1996, P: 149.

[25])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:105.
[26])- نفس المرجع، ص:105.
[27])-نفس المرجع، ص: 105-106.
[28])- G.Prenreich, The fair value yield of common stock, . In: M.Bromwich & M.Walker, "Residual income past and future", Management accounting research, Vol 9, P: 393.
[29])- A. Nabet , Op.cit, P :89.
[30])- M.Bromwich & M.Walker, Op.cit, P: 396.
[31])- Id.
[32])- A. Nabet , Op.cit, P :89.
[33])- K.A.Merchant, How and why firms disregard the controllability principle .In: Ibid, P :91.
[34])- P.Zarlowski, Op.cit, P: 150.
[35])- A. Nabet , Op.cit, P :89.
[36])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:99-100.
[37])- H.Bouquin, Op.cit, P : 269.
[38])- EVA : Economic Value Added.
[39])- A.Nabet , Op.cit, P :94.
[40])- يستعمل البعض المفهومين كمترادفين الربح المتبقي/القيمة الاقتصادية المضافة، أنظر على سبيل المثال إلى:
- P.Zarlowski, Op.cit, P: 149.
ولعل استعمالهما كمترادفين ، يعود لأنهما يمثلان مفهوما نظريا واحدا، كما أن طرق حسابهما لا تختلفان كثيرا.
[41])- AL.Ehrbar, Economic Value Added: The real keyto creating wealth,. in:
- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:106.
[42])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P : 13-14.
[43])-A.Nabet, Op.cit, P :93.
[44])- إن القيمة الاقتصادية المضافة EVA علامة مسجلة لشركة الاستشارة Stern, Stewart & Co حيث اعتمدت كطريقة تسيير تطبق لفائدة المؤسسات المدرجة في البورصة وغير المدرجة لـ تفصيل أكثر حول هذه الطريقة في التسيير أنظر إلى:
- موقع الشركة في شبكة الانترنيت التي تحوي على عدة مقالات عملية ونظرية:www.eva.com
-G.B.Stern, "The quest for value", New York, Harper Business,1991.
[45])- A.Nabet , Op.cit, P :95.
[46])- H.Bouquin, "Comptabilité de gestion", Sirey, Paris, 1997, P : 280.(بتصرف)
-([47]
- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:107.
- A.Nabet, Op.cit, P :95-96.
[48]) -تكتب الصيغ الرياضية السابقة المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة، حسب ما قدمها مبتكروها كما يلي (بالترتيب السابق):
EVA® = NOPAT- Charge du Capital. EVA® = NOPAT – (WACC * CE). EVA® = [(NOPAT/CE) – (WACC)] * CE.
Avec : NOPAT (Net Operating Profit After Tax), WACC (Weighted Average Cost of Capital), CE (Capital Employed), ROCE (Return On Capital Employed).
[49])- A.Black, P.Wright et J.Bachman, Gestion de la valeur actionnariale, Dunod, Paris, 1997, P :65.
[50])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:107.
[51])- A.Nabet , Op.cit, P : 96.
[52])- MVA : Market Value Added.
[53])- تعتمد شركة ستارن وستيوارت على القيمة السوقية المضافة MVA في إعداد ترتيب سنوي لألف شركة من أكبر الشركات في أهم دول العالم. ويتم نشر الترتيب تحت عنوان :« The Stern Stewart Performance 1000» في مجلة "بنك أوف أمريكا" ، كما ينشر في عدد من الدوريات الهامة في كثير من دول العالم وتشمل مجلة Fortune في الولايات المتحدة الأمريكية، Sunday Times في إنجلترا، Capital في ألمانيا، Financial Post في كندا، ويتزايد الاعتماد على هذا الترتيب من قبل شركات الاستثمارات والمستثمرين عموما في تقييم الشركات. في: - هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:107.
- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, "La stratégie de la valeur : L'évaluation d'entreprise", Traduit par V.Phalippou (Valuation Measuring and Managing the value of companies), Edition d'Organisation Paris, 2002, P : 154.
[54])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P :23.
[55])- Id.
[56])- A.Nabet , Op.cit, P : 96.
[57])- ينصح مبتكرو الطريقة الاعتماد على القيم المحاسبية (الدفترية) للعناصر بدلا من القيمة السوقية أو القيمة الاستبدالية، نظرا لما تحتاج له القيمة الاستبدالية أو السوقية لتحديث مستمر، كما أنها تعتمد على التقدير الشخصي، وتتطلب في بعض الأحيان الاستعانة بمقيم خارجي مما يرتب أعباء على النظام المحاسبي، إضافة لذلك أنه عند استعمال القيمة المحاسبية، يمكن التغلب على عيوب التكلفة التاريخية، وذلك بربط حوافز المسيرين ليس بالقيم المطلقة للقيمة الاقتصادية المضافة ولكن بالتغيير السنوي فيها. في: هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص:126.
[58])-Voir: A.Nabet , Op.cit, P : 96.
[59])- للاطلاع أكثر على مشاكل قياس القيمة الاقتصادية المضافة والتعديلات المحاسبية المقترحة، أنظر إلى:
- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص ص:125-139.
[60])- Y.Bernheim, Etat-Unis : information sur les justes valeurs,. in : A.Nabet , Op.cit, P : 96-97.

[61])- في هذا الإطار وخاصة في معرفة الفروقات بين النتيجة المحاسبية والطرق المرتكزة على خلق القيمة (المنظور الاقتصادي)، أنظر إلى:
- R. Demestère, "Pour une vue pragmatique de la comptabilité", In : Revue française de gestion, N° 157, 04/2005, PP : 109-113.

[62])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص: 127.

[63])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P : 26.
[64])- Id.

[65])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص: 139-140.
[66])- للاطلاع أكثر حول الربط بين الجانب الاستراتيجي والمالي، الذي بدأ يأخذ حيزا في الدراسات المالية، وكذا علاقته بخلق القيمة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- L.Batsch, "Finance et stratégie", Economica, Paris, 1999.
- G.Hirigoyen, "Stratégie et finance : approche par la création de valeur", Encyclopédie de gestion, 2e édition, Economica, Paris, 1997, PP : 3064-3092.
- G.Hirigoyen, Nouvelles approches du lien stratégie finance, Op.cit, PP : 64-73.

[67])- للتوسع أكثر في هذه النقطة أنظر إلى:

- A.Nabet , Op.cit, PP : 99-101.

[68])- إن أغلب الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة ومحدوديتها توجه بشكل عام لمنظور خلق القيمة، مع إضافة انتقادات عامة، أنظر بالخصوص إلى:

- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 81-99.

[69])- لمزيد من التوسع أكثر، أنظر على سبيل المثال إلى:
- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص ص:139-146.

- A.Nabet, Op.cit, PP : 97-99.
- M.Albouy, "Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur", in : Revue française de gestion, Janvier-février 1999, P :88-89.
- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 81-99.

[70])-G.Charreaux et P.Desbrieres, "Gouvernement d'entreprise : création de valeur au-delà des actionnaires", Les cahiers de l'audit, N°3, Quatrième trimestre 1998. P :13.
[71])- M.Albouy, Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur, Op.cit, P :89.
[72])-I.Shaked, A.Michel et P.Leroy, "Pourquoi L'EVA s'est imposée", L'Expansion management review, Septembre 1998, P : 56.
[73])- A.Nabet , Op.cit, P : 96-97.
[74])- E.Salustro, "Vers l'adoption de règles communes", L'Expansion management review, Septembre 1998, P :81.

[75])- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص: 143-144.

[76])- M.Albouy, Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur, Op.cit, P :89-90.
[77])- A.Nabet , Op.cit, P : 99.
[78])- J. Stern, "Le père de l'EVA répond de critiques", L'Expansion management review, Septembre 1998, P : 87.
[79])- C.Hoarau et R.Teller, "Création de valeur et management de l'entreprise", Collection Entreprendre, Vuibert, Paris, 2001, P :107.
[80])- P.C.Brewer, G.Chandra and C.A.Hock, Economic Value Added (EVA): Its uses and limitations, . in:
- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص: 145.
[81])- G.B.Stewart, "EVA : fact or fantasy", Journal of applied corporate finance, Vol7, 1994, P:76
[82])- D.Hqnsen and M. Mowen, Cost Management; accounting and control,. in:
- هالة عبد الله الخولي، مرجع سابق، ص: 142.
[83])- R. Lowenstein, Rethinking the latest economic elixir,. in:
- نفس المرجع، ص: 104.
[84])- A.Nabet , Op.cit, P : 98.
[85])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 21-30.

[86])- للاطلاع على هذا النموذج، أنظر على سبيل المثال إلى:

- Ibid, PP : 26-30.
[87])- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, Op.cit, P : 154.

[88])- القصد من التوقعات الظاهرة هي تلك التي تتم في الفترة التي يمكن للمقيم أن يحدد بشكل صحيح تدفقات النقدية للمؤسسة بناء على تشخيص لوضعيتها، أما حينما لا يستطيع التحكم والتنبؤ بالتوقعات فنحن بصدد تدفقات تلي الفترة الظاهرة.

[89])- Net Operating Profit After Tax.
[90])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P: 21.
[91])- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, Op.cit, P : 270.
[92])- Id.
[93])- Ibid, P : 270-271.
[94])- Ibid, P : 271.
[95])- Ibid, P : 311-312.
[96])- Ibid, PP : 313-317.

[97])- تتساوى هذه الطريقة مع الطريقة السابقة التي تحسب التدفق النقدي الذي ينمو بمعدل نمو لفترة لانهائية.