

المحور التاسع:الأساليب الحديثة في التحليل الماليأولاً: القيود والمحددات على استخدام النسب المالية في التحليل:

على الرغم من الفوائد التي تتحقق للشركة من استخدام النسب المالية في التحليل، إلا أن المحلل المالي، أو المستخدم لهذه النسب يجب أن يأخذ في اعتباره عدة محددات على استخدامها وأهمها:

1. الصعوبات المقترنة بالقدرة على التحديد الدقيق للصناعة التي تنتمي إليها الشركة في حالة تعدد أنشطتها.

2. متوسط الصناعة، عادة ما يكون مقياس تقريبي، يعطي للمحلل إرشاد عام وليس تحديد علمي دقيق.

3. أن متوسط الصناعة للمؤشرات المالية اللازمة يشير فقط إلى متوسط الأداء المالي للشركات الموجودة بتلك الصناعة، وليس بالضرورة أن تكون قيمة ذلك المتوسط هي الأحسن أو الأمثل للمؤشر المستخدم بالشركة.

4. تختلف الممارسة العملية المحاسبية بشكل كبير فيما بين المنشآت. على سبيل المثال قد تستخدم الشركات أسس مختلفة في حساب الإهلاك لأصولها الثابتة. هذا الاختلاف في حد ذاته قد يؤدي إلى صعوبة المقارنة بين الشركات باستخدام المؤشرات المالية.

5. توجد صعوبات في استخدام أو الاستفادة من النسب المالية في حالة الشركات التي تتسم بالموسمية وللتغلب على تلك الصعوبة يمكن استخدام متوسط عدة قوائم مالية خلال السنة الواحدة، وكذلك إجراء المقارنات خلال الفترات الجزئية خلال السنة مع الفترات ذاتها خلال سنوات أخرى.

6. يجب أخذ تأثير التضخم في الحسبان عند استخدام النسب المالية وإلا سيصل المحلل إلى نتائج

ثانياً: تعريف القيمة الاقتصادية المضافة

هناك العديد من التعريفات المرتبطة بمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، فقد عرفت بأنها "الربح الإقتصادي الكلي"، بمعنى أنها ليست هي النتيجة المحاسبية الصافية التقليدية، ولكنها الفائض الناتج بعد طرح تكلفة الأموال الإجمالية بما فيها تكلفة الأموال الخاصة، فالقيمة الاقتصادية المضافة تساوي الفرق بين نتيجة صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة، والتكلفة الكلية لمبلغ الأموال المستثمرة.

كما يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها عبارة عن صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وبعد التعديلات مخصوماً منه تكلفة التمويل الكلي لفترة زمنية معينة. في ضوء هذا المؤشر فإن الاستثمارات التي تحقق القيمة الاقتصادية المضافة EVA موجبة القيمة لها الأفضلية على البدائل التي لا تحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة.

ثالثاً: أهمية القيمة الاقتصادية المضافة EVA

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من ضمن أفضل المعايير المالية لإظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة، حيث أنها تشجع المدراء على التركيز على مقدار ما ستولده الشركة من عوائد تفوق تكلفة رأس المال لأي استثمار مطروح.

رابعاً: طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يمكن توضيح نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمعادلات التالية:

$$EVA = NOPAT - IC (WACC)$$

حيث أن:

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT: صافي الربح من العمليات قبل الفوائد وبعد الضرائب

IC: رأس المال المستثمر

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال

أيضا يمكن التعبير عن EVA عن طريق المعادلة التالية :

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن: **ROIC**: معدل العائد على رأس المال المستثمر

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر

IC: رأس المال المستثمر

ويمكن التوصل مما سبق أنه عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة EVA موجبة، فهذا يعني أن العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال وبذلك تكون الشركة قد حققت أداء جيداً مما سيزيد من تعظيم

ثروة المساهمين والعكس صحيح، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة EVA سالبة فإن ذلك يعني أن العائد على رأس المال أقل من تكلفة رأس المال مما يعني تدمير القيمة للمساهمين.

طريقة حساب NOPAT:

الطريقة 1:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - (\text{EBIT} \times \text{Tax Rate})$$

الطريقة 2:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{IBS}$$

حيث:

- **EBIT** : الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب.
- **Tax Rate** : معدل الضريبة (بالنسبة المئوية).
- **IBS** : قيمة الضرائب المحسوبة على EBIT

طريقة حساب WACC

$$\text{WACC} = (\text{وزن القروض} \times \text{تكلفة القروض}) + (\text{وزن السندات} \times \text{تكلفة السندات}) + (\text{وزن الأسهم العادية} \times \text{تكلفة الأسهم العادية}) + (\text{وزن الأسهم الممتازة} \times \text{تكلفة الأسهم الممتازة}).$$

حيث:

وزن المصدر التمويلي = قيمة أموال المصدر / قيمة أموال جميع المصادر

و تشير تكلفة رأس المال Cost of capital والتي تسمى أيضا "معدل العائد المطلوب"، إلى المعدل الذي يطلبه المقرضون والمستثمرون من الشركة مقابل السماح لها باستخدام أموالهم.

وفيما يلي المصادر الرئيسة للأموال التي تستخدمها الشركات:

الديون: تكلفة الديون هي العائد المفروض على اقتراض الأموال

$$\text{تكلفة الديون (قروض مصرفية أو سندات)} = \text{معدل الفائدة الفعلي} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

الأسهم: تكلفة الأسهم هي العائد المطلوب للملاك في الشركة وهي النسبة المئوية التي يتوقع أصحاب الشركة كسبها بناء على الأموال التي استثمروها.

الأسهم الممتازة:

تكلفة الأسهم الممتازة = توزيعات الأرباح التي يحققها السهم / قيمة السهم الممتاز

مثال

إذا كان السهم الممتاز يوزع أرباحاً قيمتها 1000 دج. ويُبَاع بقيمة 12000 دج، تبلغ تكلفة السهم الممتاز بالنسبة إلى الشركة 8.33%.

الأسهم العادية:

تشير تكلفة الأسهم العادية إلى العائد الذي يطلبه المستثمرون في مقابل شراء الأسهم العادية التي تطرحها الشركة. ولا بد من الإشارة إلى أنّ تكلفة الأسهم العادية هي **تكلفة الفرصة البديلة**، أي أنها العائد الذي يمكن أن يجنيه المستثمرون من خلال استخدامات بديلة مماثلة لأموالهم. وتنطبق هذه التكلفة على كل من الأسهم المطروحة في الشركة والأسهم الجديدة التي ستصدرها في المستقبل.

تكلفة الأسهم العادية أو تكلفة الفرصة البديلة تحسب بعدة طرق نذكر منها :

1. عندما تكون الأسهم العادية أخطر من الديون بالنسبة إلى المستثمر يمكن أن يبدأ تقدير تكلفة الأسهم العادية بمعدل العائد المدفوع للمقرضين وإضافة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر. ويمكن تمثيل هذه الطريقة على النحو الآتي:

تكلفة الأسهم العادية = معدل العائد للديون + العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر

2. تستند الطريقة الثانية لتحديد تكلفة الأسهم العادية إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

(CAPM) و يُستخدم هذا النموذج لتحديد العائد على الأسهم العادية على النحو الآتي:

تكلفة الأسهم العادية = العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا × (مردودية السوق المتوقعة - العائد الخالي من المخاطر)

ويُعد هذا العائد المطلوب ضرورياً لإقناع المستثمرين بشراء الأسهم، لذلك يمكن اعتباره بمثابة تكلفة الأسهم العادية في الشركة.

• معامل "بيتا" الذي تعتمد عليه الشركة، والذي يقيس المخاطر المنهجية المرتبطة بالشركة.

طريقة حساب ROIC

$$NOPAT = IC / ROIC$$

طريقة حساب IBS

$$IBS = EBIT \times \text{Tax Rate}$$

خامساً: المحددات، والانتقادات الموجهة لاستخدام القيمة الاقتصادية المضافة

- 1- تركز على الأداء المالي لسنة مالية واحدة، أي أن الأداء قصير الأجل، وذلك أن الإدارة والمستثمرين يحتاجون إلى مقاييس طويلة الأجل لتقويم الاستثمارات طويلة الأجل، وأيضاً من أجل التخطيط الاستراتيجي، فحساب القيمة الاقتصادية المضافة الحالية لا يأخذ بالحسبان القرارات المستقبلية للسنوات القادمة، ولذلك يمكن تضخيم القيمة الاقتصادية على حساب الأجل الطويل وبعد هذا الانتقاد من أهم الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة.
- 2- اعتبار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كغيره من المقاييس المالية، حيث يتم حساب البيانات المالية المعدة في نهاية السنة المالية، فهو لا يساعد المديرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه لا يوفر المعلومات، وتعتبر أيضاً محدودة لأولئك الذين تحملوا مسؤولية إدارة العمليات في الشركة.
- 3- لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بعين الاعتبار الاختلافات في الحجم، لأنها قد تعود لأسباب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم، أو وحدة عمل في الشركة بالمقارنة بوحدة عمل أخرى لاختلاف حجم الاستثمارات المتاحة.
- 4- يمكن أن تتسم عملية التقييم بالتحيز وعدم النزاهة خاصة إذا تم طلبه من الشركات الاستشارية، وذلك بسبب وجود مصالح لهذه المكاتب في تحسين نتائج بعض الشركات مما ينعكس إيجاباً على أسعار أسهمها السوقية.
- 5- يتطلب احتساب القيمة الاقتصادية المضافة إجراء العديد من التعديلات على بيانات القوائم المالية، وازدياد عدد هذه التعديلات أصبحت تمثل عقبة أمام الشركات والمستثمرين في تطبيقها.
- 6- تقوم بالاهتمام فقط بالنتائج ولا تقوم بالاهتمام بالأسباب، وبالتالي فهي توفر معلومات تفيد جهة واحدة فقط للأداء، وهو الجانب المالي، ولا تقوم بعكس الجوانب غير المالية للأداء، وأن كانت تحقق قيمة لحملة الأسهم.