

تقييم المؤسسات الاقتصادية: الموازنة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة

الاقتصادية المضافة: دراسة حالة مؤسسة إنتاج أغذية الانعام

*Evaluation of economic companies: Balance between the free cash flow and the economic added value- Case Study of the Animal Feed Production Corporation UAB- Oum El Bouaghi*برائيس نورة، جامعة باجي مختار- عنابة- الجزائر، beraisnora@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2020/08/15 تاريخ القبول: 2021/01/06 تاريخ النشر: 2023/06/10

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مدى موضوعية مدخلي التدفقات النقدية الحرة والقيمة الاقتصادية المضافة وإمكانية الموازنة بينهما في تقييم المؤسسات، وتم التطبيق على مؤسسة إنتاج أغذية الانعام UAB، وتوصلت الدراسة إلى أن التقييم بـ FCF أسسه موضوعية وممكن من تقدير قيمة المؤسسة لكن دون توضيح مدى أهميتها وإعطاء تصور عن مدى قدرة المؤسسة على خلق قيمة مستقبلا، وفي المقابل التقييم باستخدام EVA أسسه أكثر موضوعية، وأعطى تصور عن مدى قدرة المؤسسة على خلق قيمة اقتصادية مستقبلا. الكلمات المفتاحية: التدفقات النقدية، القيمة الاقتصادية المضافة، الموازنة بين FCF وEVA....

تصنيف JEL: G3, G32

Abstract: The purpose of this study was to clarify the objectivity of the free cash flow (FCF) and the economic added value (EVA) methods in the evaluation of corporations; the methods were applied on the UAB, The study concluded that the FCF assessment was objective; it enabled the prediction of the value of UAB, but without clarifying the importance of this value or providing an indication of the corporation's ability to create future economic value. In contrast, valuation using the EVA appeared to be more objectively, and gave a picture of the extent to which the UAB can create future economic value.

Keywords: FCF, EVA, Balance between FCF and EVA...

Jel Classification Codes: G3, G32

المؤلف المرسل: برائيس نورة،

Beraisnora@gmail.com الإيميل:

1. مقدمة:

إن تطورات بيئة أعمال المؤسسات وجهت مساعي هذه الأخيرة نحو زيادة فاعلية قراراتها بالشكل الذي يمكنها من الاستمرارية وخلق قيمة *Création de valeur* كإيدولوجية طبيعية يطلبها حملة الأسهم، وهو ما أوجب على المؤسسات اعتماد إستراتيجيات فعالة لتحسين أدائها وخلق قيمة، معتمدة في ذلك على التسيير بعدة مؤشرات، ويعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من أهم المؤشرات المستحدثة لقياس الأداء، وقد قامت شركة Stern Stewart بتطويره كمؤشر يُعني بتحويل مفهوم الربح المحاسبي إلى الربح الاقتصادي لقياس الأداء.

وفي مجال تقييم المؤسسات نال مؤشر EVA إهتماما واسعا بهدف الانتقال من مفهوم التقييم المحاسبي إلى التقييم الاقتصادي الذي يعتبر مفهوم خلق القيمة الاقتصادية، وقد اثبتت دراسات لشركة Stern Stewart على وجود علاقة تربط بين:

- القيمة الاقتصادية المضافة التي تخلقها المؤسسة مقاسة بمؤشر EVA

- قيمة المؤسسة بوصفها قيمة تقترب إلى التقدير الحقيقي وتبتعد عن التشويه المحاسبي.

وباستمرار الأبحاث المهمة بمؤشر EVA وتقييم المؤسسات، برزت عدة دراسات لإثبات العلاقة بين القيمة المحاسبية للمؤسسة وقيمتها السوقية، منها دراسة Gérard Charreaux الذي أثبت إمكانية الموازنة بين طريقة FCF وEVA، لتحديد قيمة المؤسسة.

1.1. إشكالية الدراسة: لما سبق يمكن صياغة السؤال العام على النحو التالي:

ما مدى موضوعية كل من مدخلي التدفقات النقدية الحرة والقيمة الاقتصادية

المضافة وكيف يمكن الموازنة بينهما لتقييم مؤسسة إنتاج أغذية الانعام UAB ؟

2.1. فرضيات الدراسة: للإجابة على إشكالية الدراسة، تمت صياغة الفرضيات التالية:

- يُعتبر مدخل التدفقات النقدية الحرة موضوعيا لتحديد قيمة مؤسسة UAB.
- يُعتبر مدخل القيمة الاقتصادية المضافة أكثر موضوعية لتحديد قيمة مؤسسة UAB،
- يمكن الموازنة بين مدخلي التدفقات النقدية والقيمة الاقتصادية المضافة لتحديد قيمة مؤسسة UAB.

3.1. الأهمية: تأتي أهمية هذه الدراسة، من كون أن موضوع تقييم المؤسسات أصبح يعتبر محركاً فاعلاً لعملية التسيير وإتخاذ القرارات الاستراتيجية للمؤسسة في ضوء مساعيها لتحقيق هدف الإستمرارية المرهون بكفاءتها على توليد وخلق قيمة مضافة.

4.1. الدراسات السابقة: تناولت موضوع الدراسة العديد من الدراسات ذات العلاقة، نذكر منها:

- دراسة بريكة السعيد، مسعي سمير (2009): بعنوان: تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف - مسيلة، الجزائر، أبريل 2009، وقد توصلت الدراسة إلى أن الربح المحاسبي وطرق التقييم المحاسبي التقليدية لا تعتبر مؤشراً كافياً لمعرفة قيمة المؤسسة ما يُحدث تحجيماً للقيمة أو تشويهها. وأن الطرق الحديثة التي تراعي مخاطر النمو وتعتبر الواقع الاقتصادي لنشاط المؤسسة، تُعد أكثر موضوعية في تقييم المؤسسات من منطلق مفهوم خلق قيمة إقتصادية مضافة في المستقبل التي يسعى المساهمين إلى تحقيقها، وهو المفهوم الذي أصبحت المؤسسات تأخذ به عند التقييم واتخاذ القرارات، عملاً بضرورة إدماج كافة المتعاملين والشركاء في إدارة المؤسسة.

- دراسة: NGUYE, VU THUY LINH (2013)، بعنوان: Discounted cash-flow and economic value Added: Methods in Corporate valuation, Degree program in International Business Thesis, spring 2013, Lahti University of Applied Sciences

وقد هدفت هذه الدراسة الى المقارنة بين طريقتين للتقييم DCF و EVA، من خلال تطبيق كلاهما على شركة Case التي تعمل في فنلندا، حيث تم التنبؤ بوضعها المالي في المستقبل القريب وكانت قيمة الشركة بطريقة DCF مساوية تقريباً للقيمة المحددة بطريقة EVA، وتوصلت الدراسة إلى أن التقييم بـ EVA أكثر موثوقية من DCF نظراً لأنه يحتوي على عوامل أقل للتنبؤ، حيث إتضح أن الشركة تحقق أرباح جيدة وتحقق قيمة اقتصادية مضافة، ويجب عليها الاهتمام أكثر بالموازنة بين الادخار والإنفاق ما يزيد من القيمة المضافة، مع تخفيض النفقات والحفاظ على علاقات عمل جيدة مع الموردين والعملاء، وزيادة الاستثمار لاسيما في الابتكار والبحث وشراء براءات الاختراع ما يسمح بتحسين التدفقات النقدية وخلق قيمة إقتصادية مضافة للشركة.

5.1. منهجية البحث: اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي للبحث في أدبيات كل من مدخلي EVA و FCF وكيفية الموازنة بينهما، كما اعتمدنا منهج دراسة الحالة لدراسة حالة مؤسسة إنتاج أغذية الانعام UAB في محاولة تقييمها حسب مدخلي FCF و EVA.

2. قيمة المؤسسة: مدخل التدفق النقدي الحر FCF:

1.2. مفهوم التدفق النقدي الحر وعلاقته بقيمة المؤسسة والقيمة المنشأة:

يعتبر مصطلح التدفق النقدي الحر Free cash flow في الأصل مصطلحا أنجلوسكسونيا، ويقصد به التدفق النقدي الصافي تعبيراً عن المدخلات والمخرجات من السيولة، مع طرح الضرائب وصافي الاستثمارات والتغير في الاحتياج لرأس المال العامل (IM Pandey, 2007, p357).

وبتحديد مفهوم التدفق النقدي، فإن استخدام طريقة التدفق النقدي الحر للتقييم يسمح بتحديد قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية (Gérard Charreaux, 2014, p187):

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+K)^t} + \frac{VT_n}{(1+K)^n}$$

حيث أن

- V_E : قيمة المؤسسة، K: معدل الخصم المحدد بنموذج CMPC
 - FCF_t : قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقع تحقيقها خلال فترة التنبؤ ($t=1 \rightarrow n$)
 - VT_n : القيمة النهائية المتوقع بقاءها للمؤسسة في نهاية سنة n

وبتحديد قيمة المؤسسة يمكن تقييم القيمة المنشأة التي تم خلقها في المؤسسة Valeur créée، من خلال طرح قيمة الأصول الاقتصادية الأولية المستثمرة (AE_0) من قيمة المؤسسة V_E ، وعليه بحسب طريقة التدفق النقدي الحر تتحدد القيمة المنشأة في المؤسسة كمايلي (Gérard Charreaux, 2014, p188):

$$\text{Valeur créée} = V_E + AE_0$$

وتسمح هذه الطريقة بتقييم رأس المال المملوك للحصول على القيمة الحالية لتدفقات رأس المال الخاص $VA(\text{Flux CP})_0$ بحسب المعادلة التالية:

$$VA(\text{Flux CP})_0 = V_E - D$$

أما القيمة الاقتصادية للديون المالية D فتساوي مبدئياً القيمة المخصومة المستحقة للدائنين المالكين، إذا لم يتغير معدل فائدة الاولي الخاص بالديون المالية D_0 ، وفي هذه الحالة تُحسب القيمة التي تم خلقها على أنها توافق الفرق بين القيمة المخصومة لتدفقات رأس المال الخاص والمبلغ الذي تم استثماره من قبل المساهمين CP_0 ، على النحو التالي:

$$Valeur\ créée = VA(Flux\ CP)_0 - CP_0$$

2.2. مراحل تحديد قيمة المؤسسة بطريقة FCF:

أ- مرحلة تقدير التدفقات النقدية الحرة FCF: وتوجد عدة طريقة منها:

- الطريقة الأولى (Sébastien Dossogne, 2010, p154):

التدفق النقدي الحر = صافي ربح العمليات بعد الضرائب + الاهتلاكات - الاستثمارات الصافية +/- التغير في الاحتياج لرأس المال

- الطريقة الثانية (I M Pandey, 2007, pp370):

التدفق النقدي الحر (FCF) = إيرادات العمليات - مصاريف العمليات - الضرائب

+ الاهتلاكات - الاستثمارات الصافية +/- التغير في الاحتياج

لرأس المال العامل

كما يمكن التعبير عن التدفق النقدي (Gérard Charreaux, 2014, p202) كمايلي:

التدفق النقدي الحر = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - التغير في رأس المال المستثمر

FCF= résultat. Exploitation Après Impôts - Var AE

ب. مرحلة تحديد معدل الخصم/التحيين: يحسب معدل الخصم الذي سنرمز له بـ K

بنموذج التكلفة الوسطية المرجحة لرأسمال (: Coût moyen pondéré du capital)

(CMPC= K، الذي يعتبر تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الإسدانة (Gérard

Charreaux, 2014, pp189-190) حسب المعادلة التالية:

$$CMPC = K_{CP} \frac{CP}{CP + D} + K_d (1 - T) \frac{D}{CP + D}$$

حيث أن

K_d : تكلفة القروض بعد الضريب = معدل الفائدة الاسمي (1- معدل الضريبة على الأرباح)

ت. مرحلة تقدير القيمة النهائية للمؤسسة: La valeur Terminale:

تكون للمؤسسة في آخر السنة من المدة المحددة لتقدير FCF تدفق نقدي، يُعبر عن

القيمة النهائية لها، وقد اعتمدت ثلاث طرق لتقدير القيمة النهائية (Gérard Charreaux,

(2014, p189) وهي:

- الطريقة الأولى: تعتبر القيمة النهائية للمؤسسة (VT_n) في السنة الأخيرة من فترة التقدير

منعدمة، وذلك إذا كانت التقديرات تتم على أفق زمنية طويلة كأن تصل فترة التقدير حتى

إلى 75 سنة حيث يصعب تحديد القيمة النهائية لعدم التأكد والخطأ.

- الطريقة الثانية: تعتبر القيمة النهائية (VT_n) مساوية إلى القيمة المحاسبية للأصول

الاقتصادية للمؤسسة في السنة الأخيرة n ، ما يعني أن هذه الطريقة تعتمد على فرضية عدم

وجود أي خلق للقيمة بعد السنة الأخيرة من فترة التقدير.

- الطريقة الثالثة: وتفترض أن هناك نمو ثابت يؤول إلى ما لانهاية بمعدل (g) لقيمة التدفق

النقدي الحر FCF_n لسنة n بعد الفترة (t) أي انطلاقاً من سنة $n+1$ ، هو ما يعني أن

هناك خلق للقيمة بعد السنة الأخيرة من فترة التقدير، ليصبح التدفق النقدي الحر الخاص

بسنة $n+1$ هو FCF_{n+1} متوقع تحقيقه إلى فترة ما لانهاية (t^*) ويحدد كمايلي:

$$\boxed{FCF_{n+1} = FCF_n (1 + g)} \quad g < K$$

وبحسب فرضية هذه الطريقة تقدر القيمة النهائية في نهاية السنة n (VT_n) كقيمة حالية

لـ FCF_{n+1} (Gérard Charreaux, 2014, pp189-190)، كما يلي:

$$\boxed{VT_n = FCF_n \sum_{t'=n+1}^{\infty} \frac{(1+g)^{t'}}{(1+k)^{t'}} = \frac{FCF_n (1+g)}{K-g} = \frac{FCF_{n+1}}{K-g}}$$

ج. مرحلة تحديد قيمة المؤسسة: تحسب قيمة المؤسسة (V_E) كقيمة حالية لكل من سلسلة FCF والقيمة النهائية (VT_n) بالمعادلة التالية (Gérard Charreaux, 2014, p187):

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+K)^t} + \frac{VT_n}{(1+K)^n}$$

مما سبق يتضح أن طريقة FCF تعد موضوعية، كما تعد معقدة بالنظر إلى طبيعة العناصر المكونة للتدفقات النقدية فيما يخص تحديد فترة التقدير وتقدير التدفقات والقيمة النهائية للمؤسسة وتقدير معدل الخصم.

3. قيمة المؤسسة:مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA والموازنة مع FCF

1.3. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

تعود البداية لظهور مفهوم خلق القيمة الاقتصادية المضافة، إلى ما قدمه المفكر الاقتصادي Hamilton عام 1777م موضحاً بأنه يقوم على فكرة تعظيم ثروة الملاك التي يجب أن تعود عليهم بعائد أكبر من كلفة الدين والملكية (محمد حكمت، 2015، ص 118)، كما عرف الباحث Alfred Marshal خلق القيمة 1890 هو: "رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال" (Denis Dubois, 2000, p 4).

أما Donaldson Braown فتناول مفهوم خلق القيمة من منظور أن هدف التسيير ليس تحقيق مردودية عالية، لكن أكثر من ذلك ضمان نمو في النشاط يحقق ربح على الأقل مساو لتكلفة رأس المال المطلوب" (Christian Hoarau, Robrt Teller, 2001, p7). وقد قامت شركة Stern Stewart الاستشارية المتواجدة في نيويورك بنشر مفهوم معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA (Economic Value Added)، وطريقة حسابه في أواخر الثمانيات من القرن الماضي، حيث عرف كل من Stern and Stewart معيار EVA بأنه: "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المستثمر (محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، 2000، ص 103).

وترتكز أسس معيار EVA على مؤشر الربح المتبقي الذي قامت شركة Stern Stewart بتطويره لعدم تعبيره عن حقيقة إقتصاديات التشغيل (Stewart Bensett, 1994, p64). ووفق ما قدمته شركة Stern Stewart، فإنه يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة (عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، 2008، ص 137) بالمعادلة الآتية:

$$EVA = NOPAT - \text{COST OF CAPITAL}$$

حيث أن:

NOPAT: تمثل نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضريبة

- تكلفة رأس المال المستثمر: تحسب باعتبار رأس المال المستثمر (CI) والذي يمثل مجموع الأصول الاقتصادية (AE) ونموذج التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

$$EVA = NOPAT - (CI \cdot CMPC) \quad \text{ص 22، (محمد حكمت، 2015، ص 22)}$$

مع العلم أن كافة هذه المعلومات خاصة بفترة زمنية معينة ويتم حساب EVA، حيث:

- إذا كانت $EVA < 0$: يعني أن المؤسسة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك

- إذا كانت $EVA = 0$: يعني أن المؤسسة قد أنتجت بقدر ما استثمرته من أموال،

- إذا كانت $EVA > 0$: يعني تأكل في ثروة الملاك.

وهكذا برزت أهمية معيار EVA الذي قامت أكثر من 700 مؤسسة بتطبيقه لقياس

الأداء، لما يحقق من الفعالية في الاتصالات المالية للمساهمين، المقرضين والمستثمرين، (<http://www.business-planning-for-managers.com>, 17/07/2018).

أما عن إيجابيات معيار EVA (عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، 2008، ص 140-141)، فتحدد فيمايلي:

- توضيح التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين؛ ومؤشر لتعظيم سعر السهم في السوق
- قياس الأداء التشغيلي والإداري، وقياس النمو الحقيقي لربحية الشركة في الأجل الطويل؛

- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم العادية؛
ومن الانتقادات الموجهة لمعيار EVA (منير إبراهيم هندي، 2003، ص 21-20)، نذكر:

- لا يمكن اعتبار معيار EVA كمتوسط يمكن اعتماده في تقييم أداء الفروع مختلفة الحجم؛

- يرتكز معيار EVA على النتائج الحالية التي يكمن أن تعرقل عمليات الإبداع في الأجل الطويل؛

2.3. تحديد قيمة المؤسسة باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

ولأن القيمة الاقتصادية المضافة تمثل القيمة التي يتم خلقها من خلال نشاط المؤسسة، فإن قيمة المؤسسة V_E تساوي قيمة رأس المال المستثمر المتمثل في قيمة الأصول الاقتصادية الأولية (AE_0) مضافا إليها القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المتوقع تحقيقها مستقبلا عن أفق زمنية تؤول الى ما لانهاية، وذلك بحسب المعادلة التالية (Gérard Charreaux , 2014, p201):

$$V_E = AE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

ومنه تمثل القيمة التي يتوقع خلقها على طول الأفق الزمنية، قيمة المؤسسة مطروحا منها قيمة الأصول الاقتصادية ($V_E - AE_0$)، أي القيمة المنشأة للمؤسسة تساوي مجموع القيم الحالية لـ EVA المتوقع تحقيقها مستقبلا عن فترة زمنية تؤول إلى ما لانهاية.

وإذا كانت الأسواق المالية كفأه، فإن الفرق بين قيمة المؤسسة والأصول الاقتصادية ($V_E - AE_0$) يساوي القيمة السوقية المضافة للمؤسسة (MVA)، حيث تمثل القيمة السوقية المضافة المعيار الثاني الذي سوقته شركة Stern & steward كمؤشر لتقييم الأداء المالي في شركات الأعمال (حمزة محمود الزبيدي، 2008، ص 261).

ويمكن تكييف هذه العلاقة (Gérard Charreaux, 2014, p p201-202)، من خلال تحليل القيمة المنشأة عن أنشطة المؤسسة إلى حدين كما هو واضح في المعادلة التالية:

$$V_E - AE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+K)^t} + \frac{\sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+K)^t}}{(1+K)^n}$$

حيث أن:

الحد الأول: يمثل مجموع القيم الاقتصادية المخصوصة عن فترة السنوات الأولى

الحد الثاني: يرتبط بالقيم الاقتصادية المتوقعة بداية من $n+1$ إلى فترة ما لانهاية، حيث:

- في حالة إفتراض أن المؤسسة لم تعد تخلق قيمة مضافة بعد السنة n ، فإن الحد الثاني يصبح معدوما.

- في حالة إفتراض أن المؤسسة تتوقع أن تخلق قيم مضافة بعد السنة n بداية من السنة n+1 إلى ما لانهاية، فإنه يمكن تحديد القيم المضافة على أساس طرق مختلفة، ما يسمح بتقييم القيمة النهائية VT_n في نهاية السنة n، فمن خلال استخدام طريقة FCF سيساوي الحد الثاني من المعادلة لقياس القيمة الاقتصادية المضافة إلى $(VT_n - AE_n) / (1+K)^n$.

3.3. الموازنة بين مدخلي FCF و EVA لتقييم المؤسسة:

يمكننا إثبات أن تقييم المؤسسة على أساس طريقة القيمة الاقتصادية المضافة EVA، له نتائج متوافقة مع تلك التي تم الحصول عليها باستخدام طريقة التدفق النقدي الحر FCF لنفس العام، ويمكن توضيح مفهوم هذا التوافق إلى الحد الذي يمكن من خلاله تأسيس علاقة مباشرة بين FCF و EVA لنفس السنة من نشاط المؤسسة، (Gérard Charreaux, 2014, p 202-203) حيث:

من جهة، نجد أن: $FCF = \text{résultat. Exploitation Après Impôts} - \text{Var AE}$

حيث أن: $\text{Var AE} = \text{investissements} + \text{Var BFRE} - \text{dot. Mort}$

من جهة أخرى، نجد: $EVA = \text{résultat Exploitation Après Impôts} - (AE_{t-1} \cdot K)$

ومن خلال مقارنة التعبيرين، نستنتج أن: $EVA = FCF + \text{Varition AE} - (AE_{t-1} \cdot K)$

حيث: Var AE : التغير في الأصول الاقتصادية،

Var BFRE : التغير في الاحتياج لرأس المال العامل

K: معدل الخصم، Dot. Mor: مخصصات الاهتلاك،

AE_{t-1} : الأصول الاقتصادية عن نهاية السنة السابقة والمستثمرة للسنة الحالية.

وتتمثل ميزة استخدام طريقة القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم المؤسسات، في أنها تمكن من إظهار قيمة الفائض الذي يتم الحصول عليه كل سنة.

4. منهجية الدراسة: تقييم مؤسسة UAB باستخدام طريقتي FCF و EVA

سنقوم بإجراء دراسة ميدانية على مؤسسة إنتاج أغذية الانعام UAB (Unité D'Aliment du Bétail OULED HAMLA) المتواجدة ببلدية أولاد حملة دائرة عين ميله ولاية أم البواقي، وتم إنجازها عام 1979 من قبل شركة GIZA الإيطالية في إطار عقود البناء، وسنقوم بتقييم مؤسسة UAB باستخدام طريقتي التدفق النقدي

الحر (FCF) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مع ضرورة الموازنة بين الطريقتين لتقدير قيمة هذه المؤسسة.

ولتحديد أسس كل من طريقتي FCF و EVA، قمنا بإعداد مخطط عمل تقديري لنشاط مؤسسة UAB للفترة 2018-2022.

1.4. أسس تقدير نمو مستوى النشاط الإنتاجي لمؤسسة UAB للفترة 2018-2022:

- أ- تحديد الفترة (t) المأخوذة كأساس لتقدير FCF: ويتوقف على تشخيص العناصر التالية:
- بالنسبة للوضع التنافسي: تحتكر مؤسسة UAB نشاط إنتاج أغذية الانعام منذ عام 1969، حيث تتميز بالخبرة والسمعة الجيدة، وتسعى الدولة إلى دعمها ودعم استهلاك المواد الأولية وضبط حصص المنافسين في السوق من خلال تسيير الأسعار ومراقبتها.
- بالنسبة لحجم الطلب: يشكل سوق أغذية الانعام من منتجات الدواجن والابقار والبيض الجزء الأكبر من الطلب على مستوى وحدات المجمع الشرقي للدواجن،
- بالنسبة لقنوات تسويق المنتجات: تفتقر مؤسسة UAB إلى وجود مصلحة خاصة بالتسويق، ما يعني إنعدام بحوث حول السوق وأذواق المستهلكين وعن كفاءات التسويق والحملات الإشهارية، ما يحول دون تمتع المؤسسة بقنوات قوية لتسويق منتجاتها.
- بالنسبة لإمكانية تمييز وتقدير إسم تجاري للمؤسسة: فمؤسسة UAB تتمتع بسمعة جيدة إكتسبتها من جودة منتجاتها، إلا أنها لا تمتلك شهادات ISO 9000 لإثبات هذه الجودة.
- ينضح بأن مؤسسة UAB تنشط في سوق متنامية وبالتالي إحتتمالات ارتفاع الطلب على جميع المنتجات ويعد حجمها مهما نسبيا بالمقارنة مع المنافسة الخاصة، كما تمتلك إمكانيات متمكنها من الاستمرار في نشاطها لفترة ليست بالقصيرة ولا يمكن أن تكون طويلة، خاصة وأنها تحتاج إلى تنمية قدراتها الإنتاجية، ما يبرر تحديد فترة التقدير بـ 5 سنوات.
- ب- تحديد العناصر المعتمدة كأساس لتقدير التدفقات النقدية والدالة:
- تمتلك المؤسسة معدات إنتاج تشكل نسبة 32% من إجمالي الأصول لسنة 2017، حيث أن 53% من إجمالي المعدات مهتلكة تماما وتتميز بتدني قدرتها الإنتاجية.
- تمتلك مؤسسة UAB معدات ذات قدرات لطحن الحبوب وخط المواد والوزن، كما تمتلك معدات ذات إمكانيات جيدة لرقابة جودة المنتجات، وتمتلك عقارات ومخازن ملائمة.

● وجود 50% من إجمالي العمال هم من فئات الأعمار، غير أن 40% منهم عمال مؤقتين يتميزون بمستوى تأهيلي جيد، ما يدل على أن مؤسسة UAB لديها فرصة للتحسين من أدائها إذا سعت إلى توظيف العمال المؤقتين وتحفيزهم.

لما سبق تتحدد العناصر اللازمة لتقدير التدفقات النقدية فيما يلي:

- تحديد مؤسس للمدة (t) المأخوذة كأساس لتقدير التدفقات بـ 5 سنوات
- توقع مؤسس لاستمرار النشاط بصورة مستقرة خلال فترة التقدير وعليه ستحدد القدرات الإنتاجية مقاسة بعدد الوحدات المتوقع إنتاجها وبيعها في العام للفترة 2018-2022 وعدد العمل المتوقع تشغيلهم، بناء على تقديرات سنة 2018، كما يلي:

جدول رقم(01): تقدير متوسط الكميات المنتجة وعدد العمال للفترة ما بين 2018-2022

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022
الكميات المنتجة و المباعه (طن)	34500	34500	34500	34500	34500
عدد العمال	71	71	71	71	71

المصدر: المخطط التقديري للإنتاج والبيع- موازنة 2018،

● تقدير رقم الاعمال للفترة 2018-2022: من التحليل السابق يتضح بأن مؤسسة UAB ستستمر بنشاطها ويتوقع تراجع في مستواه، حُدد بحسب رؤية مسؤول إعداد الموازنات بنسبة 10% في المتوسط كإخفاض في الطاقة الإنتاجية وبالتالي إنخفاض النتائج المتوقعة، وحيث أن رقم الأعمال التقديري لسنة 2018 يساوي 1261427 دج(و.ألف دج)فان تقديرات رقم الاعمال للفترة 2018-2022 كمايلي:

جدول رقم(02): رقم الاعمال المقدر للفترة ما بين 2018-2022الوحدة ألف دج

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022
رقم الاعمال	1135284	1135284	1135284	1135284	1135284

المصدر: إعداد الباحثة إعتمادا على حساب النتائج التقديرية- موازنة 2018

● تقدير المصاريف للفترة 2018-2022:

- لم تمثل القدرة الإنتاجية لسنة 2017 إلا نسبة 40% من القدرة المحددة، بسبب بتدني مستوى الأداء الإنتاجي للتركيبات الصناعية وعدم كفاءة عملية الصيانة وارتفاع تكاليفها.
- سجلت معدلات التوظيف للفترة 2015-2017، إرتفاعا في نسبة العمال المؤقتين، وبسبب منح المكافآت التحفيزية بمعدلات ضعيفة ومن ثم تراجع إنتاجية العمال.

2.4. تقدير النتائج المتوقع تحقيقها للنشاط الإنتاجي لمؤسسة UAB 2018-2022: وحيث يتوقع تراجع في مستوى بنسبة 10% في المتوسط، فإنه تقدر مختلف النتائج كمايلي:

جدول رقم (03): حساب النتائج المتوقع تحقيقها من 2018-2022 الوحدة ألف دج

البيان	حقيقي 2017	2018	2019	2020	2021	2022
رع	1384235	1135284	1135284	1135284	1135284	1135284
التموينات	16161	0	0	0	0	0
التحصيلات	16161	0	0	0	0	0
إيرادات الدورة	1400396	1135284	1135284	1135284	1135284	1135284
المشتريات	1107913	941461	941461	941461	941461	941461
الخدمات الخارجية	3768	3303	3303	3303	3303	3303
قيمة مضافة	272554	190520	190520	190520	190520	190520
مصاريف الموظفين	52810	49603	49603	49603	49603	49603
ضرائب، رسوم	16370	11501	11501	11501	11501	11501
الفائض للاستغلال	203374	129415	129415	129415	129415	129415
إيرادات أخرى	7874	0	0	0	0	0
أعباء أخرى	1151	0	0	0	0	0
مخصصات الاهت	112409	28718	28718	28718	28718	28718
استرجاع المؤونات	113856	0	0	0	0	0
النتيجة التشغيلية	211544	100697	100697	100697	100697	100697
إيرادات مالية	0	0	0	0	0	0
أعباء مالية	1215	0	0	0	0	0
النتيجة المالية	1215	0	0	0	0	0
النتيجة العادية	210329	100697	100697	100697	100697	100697
الضرائب المؤجلة	1111	0	0	0	0	0
النتيجة الصافية	209218	100697	100697	100697	100697	100697
نتيجة متوقعة	0	100697	100697	100697	100697	100697

المصدر: جداول حسابات النتائج، حساب النتائج التقديرية، موازنة 2018.

3.4. تقدير قيمة عناصر الميزانية، وقيمة الأصول الاقتصادية المستثمرة AE:

1.3.4. تقدير قيمة عناصر الميزانية لمؤسسة UAB للفترة ما بين 2018-2022:

وحيث يتوقع تراجع في قيمة التقديرات بنسبة 10% في المتوسط، فإنه تُقدر عناصر الميزانية:

جدول رقم (04): القيمة المقدرة لعناصر الميزانية للفترة 2018-2022

الأصول					
البيان					
2022	2021	2020	2019	2018	
296159	296159	296159	296159	296159	إجمالي الأصول غير الجارية
149754	149754	149754	149754	149754	الأصول الجارية: المخزونات
964219	964219	964219	964219	964219	المدنيون
20273	20273	20273	20273	20273	الجزينة
1134246	1134246	1134246	1134246	1134246	إجمالي الأصول الجارية
1430405	1430405	1430405	1430405	1430405	إجمالي الأصول
الخصوم					
البيان					
2022	2021	2020	2019	2018	
1217295	1217295	1217295	1217295	1217295	إجمالي الأموال الخاصة
16106	16106	16106	16106	16106	إجمالي الخصوم غ الجارية
197004	197004	197004	197004	197004	إجمالي الخصوم الجارية
1430405	1430405	1430405	1430405	1430405	إجمالي الخصوم

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على: الميزانية التقديرية لمؤسسة UAB لسنة 2018.

2.3.4. تقدير قيمة الأصول الاقتصادية المستثمرة AE للفترة 2018-2022:

جدول رقم(05): قيمة الأصول الاقتصادية المقدرة للفترة 2018-2022. الوحدة ألف دج

البيان						
2022	2021	2020	2019	2018	2017	
1217295	1217295	1217295	1217295	1217295	1308962	الأموال الخاصة
16106	16106	16106	16106	16106	16166	الديون الطويلة والمتوسطة
1233401	1233401	1233401	1233401	1233401	1325128	رأس المال / المستثمر AE
296159	296159	296159	296159	296159	267046	إجمالي الأصول غير جارية
916969	916969	916969	916969	916969	908866	احتياج رأس المال العامل
20273	20273	20273	20273	20273	149214	الجزينة

المصدر: جدول رقم(04)، جدول رقم(06)

5. نتائج الدراسة:

1.5. تحديد قيمة مؤسسة UAB بطريقة التدفقات النقدية الحرة FCF في بداية 2018:

1.1.5. تحديد التدفقات النقدية الحرة FCF المتوقع تحقيقها خلال فترة 2018-2022:

• تحديد الاحتياج لرأس المال العامل المقدر:

جدول رقم (6): قيمة الاحتياج لرأس المال العامل المقدر 2018-2022 الوحدة. ألف دج

البيان	2018	2019	2020	2021	2022
المخزونات	149754	149754	149754	149754	149754
مدينون و إستخدامات للتحويل	964219	964219	964219	964219	964219
الديون القصيرة الأجل:- الديون	195901	195901	195901	195901	195901
- ضرائب	1103	1103	1103	1103	1103
مستحقة					
القيمة المقدر للاحتياج BFRE	916969	916969	916969	916969	916969

المصدر: الميزانية التقديرية، المخطط التقديري لتمويل دورة الاستغلال، موازنة 2018.

• تحديد قيمة التدفقات النقدية الحرة المقدر للفترة 2018-2022:

جدول رقم (7): قيمة التدفقات النقدية الحرة المقدر للفترة 2018-2022 الوحدة. ألف دج

البيان	ح.2017	2018	2019	2020	2021	2022
النتيجة الصافية- حصة المجمع	209218	100697	100697	100697	100697	100697
مخصصات الاهت و المؤ للفترة	112409	28718	28718	28718	28718	28718
- التغيير في الاحتياج	249699	8103	0	0	0	0
= تدفقات الخزينة للاستغلال	71928	121312	129415	129415	129415	129415
- الاستثمارات	56232	57831	28718	28718	28718	28718
- التغيير في الخزينة		-128941				
= قيمة المقدر التدفقات النقدية	128160	192422	100697	100697	100697	100697

المصدر: حساب النتائج 2018-2022، المخطط التقديري للتمويل، موازنة 2018.

2.1.5. تحديد القيمة النهائية VT_n لمؤسسة UAB المتوقعة في نهاية سنة 2022:

لتحديد القيمة النهائية للمؤسسة، سيتم إفتراض أن هذه القيمة تأسس على القيمة المحاسبية للأصول الاقتصادية AE في نهاية التنبؤ (Gérard Charreaux, 2014, pp191-192)،

وبحسب عناصر كل من الأصول والخصوم المقدره، فان القيمة النهائية للمؤسسة ستحدد باعتبار قيمة الأصول الاقتصادية المقدره بـ 1233401 الف دج، مضافا اليها قيمة التدفق النقدي المتوقع تحقيقه في نهاية سنة 2022 بقيمة 100697 الف دج، لتساوي بذلك القيمة النهائية VT_n قيمة 1334098 الف دج وتمثل التدفق النقدي عند نهاية سنة 2022 3.1.5. تحديد قيمة مؤسسة في بداية 2018:

بعد تحديد كل من سلسلة FCF والقيمة النهائية المتوقع بقائها من المؤسسة في نهاية سنة 2022، يتم حساب قيمة مؤسسة UAB في بداية سنة 2018 (V_E) كقيمة حالية لكل من سلسلة قيمة FCF وقيمة VT_n باستخدام معدل التحيين K.

• تحديد معدل التحيين لعام 2018: لنقص المعلومات، سيتم تقدير معدل تحيين K بإعتبار: - معدل فائدة القروض: بلغ معدل الفائدة الحقيقي الخاص بالقروض البنكية بالجزائر لسنة 2018 بـ 7% (Http://donnees.banquemondiale.org/1/11/2018) - معدل التضخم لسنة 2018 يُحدد في المتوسط بـ 5.55% -

و عليه يُحدد معدل التحيين (K) بـ : $K=7\% + 5.5\% = 12.5\%$

• حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المقدره وتحديد قيمة مؤسسة بعد تحديد كل من سلسلة التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها خلال فترة التقدير، حيث أن التدفق النقدي في نهاية سنة 2022 يساوي القيمة النهائية المتوقعة في نهاية سنة 2022 والممثلة في قيمة الأصول الاقتصادية مضافا اليها التدفق المقدر في نهاية سنة 2022 (1334098 الف دج)، فانه تحسب قيمة مؤسسة أولاد حملة في بداية سنة 2018 (V_E) كقيمة حالية لسلسلة قيمة التدفقات النقدية، كمايلي :

جدول رقم (09): القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة في بداية 2018 الوحدة ألف دج

البيان	2018	2019	2020	2021	2022
التدفقات النقدية الحرة (FCF)	192422	100697	100697	100697	1334098
معدل التحيين $(1+12.5\%)^{-n}$	0.8889	0.7901	0.7023	0.6243	0.5549
القيمة الحالية للتدفقات الحرة	171043	79561	70720	62865	55877
تراكم القيمة الحالية للتدفقات	171043	250604	321324	384189	1124479.980

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النتائج السابقة

وهكذا نصل إلى تحديد قيمة مؤسسة UAB في بداية 2018 بطريقة التدفقات النقدية الحرة
لتساوي:

$$V_F = 1124479980 \text{ DA}$$

2.5. تحديد قيمة مؤسسة UAB باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA، ويتطلب:

جدول رقم (10): القيم المتوقعة تحقيقها خلال الفترة 2018 - 2022 الوحدة. ألف دج

2022	2021	2020	2019	2018	2017	البيان
100697	100697	100697	100697	100697		NOPAT نتيجة الاستغلال
%12.5	%12.5	%12.5	%12.5	%12.5		K : CMPC
1233401	1233401	1233401	1233401	1233401	1325128	الأصول إقتصادية / رأس المال المستثمر AE
154175	154175	154175	154175	165641		$AE_{t-1} \cdot K$
-53478	-53478	-53478	-53478	-64944		EVA=NOPAT- ($AE_{t-1} \cdot K$)
100697	100697	100697	100697	192422		قيمة التدفقات FCF
0	0	0	0	-91727		التغير في رأس المال المستثمر Var AE
-53478	-53478	-53478	-53478	-64946	-	EVA= FCF+ Var AE - ($AE_{t-1} \cdot K$)
0.5549	0.6243	0.7023	0.7901	0.8889		معدل التحيين K %12.5

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على النتائج السابقة

حساب قيمة المؤسسة UAB باستخدام EVA في بداية 2018:

$$VE = AE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(EVA)_t}{(1+K)_t} = 1325128 + (-200602.324) = 1124525.676 \text{ M. DA}$$

$$DA25676V_E=11245$$

6. الخاتمة:

من العرض التحليلي والتطبيقي لكل من مدخلي FCF وEVA لتقييم مؤسسة إنتاج أغذية الانعام UAB، توصلنا الى:

1- أن الأسس المعتمدة لتقدير التدفقات النقدية 2018-2022، تُعبر موضوعية وقيمة مؤسسة UAB المحددة بطريقة FCF في بداية 2018 والتي تساوي 1124479,980 مليون دينار جزائري، تعتبر قيمة موضوعية وأقرب لقيمتها الحقيقية.

غير أن طريقة FCF توضح فقط ما يمكن أن تحققه مؤسسة UAB من أرباح وتدفقات، دون توضيح مدى أهمية هذه الأرباح والتدفقات، وذلك فيما يخص إعطاء تصور عن مدى قدرة المؤسسة على خلق قيم مضافة مستقبلا، لتكون بذلك طريقة FCF موضوعية لكنها غير كافية للحكم على أداء المؤسسة وتوضيح أهمية قيمتها المقدرة في ظل تطور بيئة أعمالها بمختلف جوانبها الاقتصادية والمالية والسوقية... الخ، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

2- أن الأسس المعتمدة لتقدير القيم الاقتصادية المضافة في المستقبل للفترة 2018-2022، تعتبر موضوعية، وقد أظهر مؤشر EVA حسب الجدول رقم (10)، أن مؤسسة UAB ستحقق خلال المستقبل المتوسط نتائج إستغلال بعد الضرائب موجبة وتبدو متواضعة وذلك دون أن تحقق قيم إقتصادية مضافة، وذلك بسبب تدني مستوى الأداء الإنتاجي أين حققت مؤسسة UAB خلال سنة 2017 قدرة إنتاجية لم تمثل إلا نسبة 40 % من القدرة المحددة، ويرجع هذا الوضع من جهة إلى تدني القدرات الإنتاجية للمعدات لقدمها دون كفاءة عملية صيانتها، ومن جهة أخرى إلى تراجع إنتاجية العمال لعدم إتباع المؤسسة لبرامج تكوينية ومنح المكافآت التحفيزية بمعدلات ضعيفة وغير مرضية، وهو الوضع الذي

أثر سلبا على حصة المؤسسة في السوق الذي يتميز بقوة المنافسين لاسيما الخواص، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

3- حسب النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم(10) يتضح أن القيم الاقتصادية المضافة المقدره بالطريقة المباشرة تطابق تماما القيم المقدره بطريقة التدفقات النقدية الحرة وهذا ما يثبت إمكانية الموازنة بين مدخلي FCF و EVA في تحديد قيمة مؤسسة UAB، والتي تم تقدير قيمته في بداية 2018 باعتبار القيم الاقتصادية المضافة المقدره للفترة 2018-2022 سواءً بالطريقة المباشرة أو بطريقة التدفقات النقدية، لتساوي قيمة 1124525,676 مليون دج وهي تقريبا مساوية للقيمة بطريقة التدفقات النقدية الحرة 1124479,980 مليون دج، وهذا ما يؤكد موضوعية هذه القيمة ويثبت صحة الفرضية الثالثة.

وعلى أساس النتائج المتوصل إليها، نقدم الاقتراحات التالية:

1. ضرورة تأهيل القدرات الإنتاجية للمؤسسة حتى تتمكن من توسيع نطاق نشاطها وتنويع منتجاتها.

2. ضرورة العمل على ترسيم العمال المؤقتين ذوي الكفاءات ما يحفزهم على الإنتاجية أكثر.

وحيث أن مؤسسة UAB، تتميز عقاراتها ووسائلها للتخزين بحالة حسنة وتستفيد من دعم الدولة فيما يخص المواد الخام وتمتع بسمعة جيدة وتميز منتجاتها بالجودة وتنشط في سوق متنامية، فإنه يتحتم عليها توطين أنشطتها لأهميتها الاستراتيجية، واتخاذ قرار التحالف للحصول على المعدات بأحدث التكنولوجيات دون تحمل استثمارات كبيرة، ما يمكنها من تحسين الأداء وخلق قيمة اقتصادية مضافة ويرفع قيمتها.

7. قائمة المراجع:

✓ الكتب

1. Hamza Mahmoud Al-Zubaidi, *Financial Management and Advanced Institutions*, Al-Wuraq Publishing House, Jordan, 2008
2. Muhammad Hikmat, *Modern and Advanced Financial Management*, Zamzmer Publishing House, Jordan, 2015،
3. Muhammad Salih Al-Hinnawi, Nihal Farid Mustafa, *Basics of Financial Management*, University House, Alexandria University, 2000،
4. Munir Ibrahim Hindi, *Financial Department*, Al-Aridi Office, Alexandria, 2003،
5. Adnan Tayeh Al-Nuaimi, Arshad Fouad Al-Tamimi, *Analysis and Financial Planning Contemporary Trends*, Al-Yazouri Scientific House for Publishing and Distribution, Jordan, 2008،

✓ **Livers :**

6. Christian Hoarau, Robrt Teller, *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, Paris, 2001 ;
7. I M Pandey , *Financial Management*, Ninth Edition, Sixth Reprint, New Delhi,2007;
8. Gérard Charreaux, *Finance d'entreprise*, Edition EMS, Paris, 2014 ;
9. Sébastien Dossogne: *Que vaut mon entreprise ?*, Edition des CCI SA, Imprimé en Belgique, 2010 ;
10. Denis Dubois, *la création de valeur*, Paris, 2000;

✓ **Revues ;:**

1. Stewart Bensett: *Fact and fantasy*, journal of Applied Corporate Finance, Volume 7, N°02, 1994.

✓ مواقع الانترنت:

1. <http://www.business-planning-for-managers.com/mainourses/finance/valuation/economic-value-added>, consulter le 17/7/2018.
2. [Http://donnees.banquemondiale.org](http://donnees.banquemondiale.org), consulter le 16-11-2018.