

## خلق القيمة واقتصاد الأصول غير المادية

### *Value creation and Economy of intangible Assets*

عائشة سلمى كيجلي

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

جامعة قاصدي مرباح ورقلة

لمياء عماني

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

جامعة قاصدي مرباح ورقلة

#### ملخص :

المساهمة الأساسية لمفهوم خلق القيمة داخل النظرية المالية هو تحديد مدخل استراتيجي قائم على الاتساق بين مفهومي القيمة بالنسبة للمساهم والميزة التنافسية، وهو الاتساق الضروري لثمين المؤسسة، والانطلاق نحو دعم اقتصاد الأصول غير المادية، من أجل خلق قيمة دائمة للمؤسسة. حيث تتمكن الاستراتيجيات التي تؤثر على نمو المؤسسة من خلق القيمة الاستراتيجية والمالية عندما يتولد عنها آثار تعاضدية، وعندما تتضافر مع مساهمة الأصول غير المادية. فتنقاسم نماذج تقييم خلق القيمة المختلفة فرضية أساسية وهي أن ثمين المؤسسة يبقى رهنا لوجود توقعات مستقبلية إيجابية حول التدفقات النقدية للمؤسسة وتخفيض معدل تكلفة رأس المال، وهو الأمر الضروري لتحقيق الهدف الاقتصادي للمؤسسة المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين.

الكلمات المفتاحية : أصول غير مادية – خلق القيمة – قيمة مالية – قيمة استراتيجية – آثار التعاضدية

#### Abstract:

The main contribution for the value creation concept in the financial theory is to determine a strategic approach based on the consistency between the shareholder value and the competitive advantage. The strategies affecting company growth create value when they generate high synergies, and when all combined with the intangible assets. The different models for assessing value creation share one basic hypothesis: the company's valorisation remains subject to the existence of favourable future prospects. These prospects determined by the long-term cash flow and decreasing the cost of capital to maximize shareholder wealth, which is the economic objective of the company.

**Key Words :** Intangible asset, Value creation, Financial value, Strategic value, Synergetic effects.

#### مدخل:

إن إضافة مفهوم "خلق القيمة" في التحليل داخل النظرية المالية الحديثة هو محاولة لخلق نوع من التقارب بين مدخلين أساسيين: المدخل الأول هو الميزة التنافسية، والانتقال من تموقع المؤسسة إلى القوى التنافسية، ثم التطور إلى نظرية سلسلة القيمة، وتعريف القيمة على أنها مجموع ما يكون الزبون مستعدا لدفعه مقابل ما تقدمه المؤسسة، حيث يقدم هذا المدخل تعريفا اقتصاديا للقيمة.

المدخل الثاني هو مختلف المقاربات الأخرى كمقاربة الموارد، مقاربة الكفاءات، ومقاربة الطاقات الكامنة، التي ترى أن المؤسسة تأخذ قيمتها من المعارف والكفاءات والتكنولوجيا التي تتمكن من تجميعها، أي من تعاضدية الأصول غير المادية التي تخلقها أو التي تطورها، وتقدم هذه المقاربات تعريفا استراتيجيا للقيمة.

مقابل ذلك تطرح النظرية المالية تعريفاً آخر للقيمة متأثراً بنظرية الوكالة هو القيمة المساهمية، وهي قيمة سوقية أو مالية بالأساس، ورغم الميول المحاسبية المعتمدة في تعريف القيمة (تقييم المؤسسات وخلق القيمة) إلا أن التعريف الأساسي المعتمد للقيمة جذوره النظرية تبقى اقتصادية.

نريد من خلال هذا العمل تحليل مصدر القيمة، أو المحفز على خلق القيمة في المؤسسة على المدى الطويل، وهي الركيزة الرافعة للقيمة والمثمّنة لها، بين ما هو "مالي"، وما هو "اقتصادي واستراتيجي"، وذلك ربطاً للقيمة بالثمنين في السوق المالي من ناحية، وبالميزة التنافسية و التعاضدية بين الأصول غير المادية من ناحية أخرى.

إذن نحاول هذه الدراسة الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: كيف تسهم الأصول غير المادية في خلق القيمة، مؤسسة لاقتصاد الأصول غير المادية وخلق القيمة المستدامة؟ ومن خلال تسلسل منهجي في طرح التساؤلين الفرعيين التاليين:

- ما مدى مساهمة مختلف الركائز المالية و الاستراتيجية في خلق القيمة؟

- إلى أيّ مدى تسهم الأصول غير المادية في خلق القيمة؟

فرضيات الأساس:

- الثمنين في السوق المالي، تحديداً على المدى الطويل، مقيّد بوجود توقعات مستقبلية إيجابية حول النتائج التي تحقّقها المؤسسة.

- الأصول غير المادية تدعم خلق القيمة بشكل مباشر وغير مباشر إذا كان أثر التعاضدية بينها مرتفعاً.

وعلى هذا الأساس قسمت الدراسة إلى العنصرين التاليين:

- ركائز خلق القيمة في المؤسسات.

- دور الأصول غير المادية في خلق القيمة.

## 1- ركائز خلق القيمة في المؤسسات:

### 1-1- تطور مفهوم " القيمة":

في بدايات الفكر المالي لم يكن هناك اهتماماً خاصاً بمفهوم القيمة، فقد كانت قيمة المؤسسة تقدر انطلاقاً من الوثائق المحاسبية، ثم تمّ الانتباه أنه في موضوع "القيمة" تحديداً يجب التمييز بين المحاسبة و المالية. فالمحاسبة ترى أن قيمة المؤسسة تركز على ماضيها، وهي تبني مقارنة في التقييم تعتمد على التكاليف (مع مراجعة قيمة التكاليف)؛ أما "المالية" فقد بدأت بإعطاء أفقٍ أوسع للقيمة من خلال رؤية مستقبلية للمؤسسة، وتحديداً للتدفقات النقدية المتوقعة بناءً على تقدير المخاطرة، و المردودية المتوقعة عند ذلك المستوى المحدد من المخاطرة.

قيمة المؤسسة هي إذن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة و التي يتم تحيينها بمعدل المردودية المطلوب، وهي مقارنة مالية بالدرجة الأولى، ولكنها ذات جذور بعيدة في النظرية الاقتصادية. ومع بداية الخمسينيات بدأ التركيز في النظرية المالية على مفهوم "القيمة" من خلال دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة، وتطوّر هذا الاهتمام بالقيمة أكثر في السبعينيات من خلال نظرية الوكالة.

مفهوم قيمة المؤسسة في المالية يستند أيضا إلى القيمة السوقية للأدوات الصناعية أو التجارية، أو القيمة السوقية للأصل الاقتصادي، وتساوي القيمة السوقية للأموال الخاصة والديون المالية الصافية، والجدول رقم 1 يختصر مفهوم "القيمة" في النظرية المالية بين الجذور المحاسبية للتقييم والمرجعية النظرية الاقتصادية.

الجدول رقم (1): تطور مفهوم "القيمة" بين الفكر الاقتصادي والنظرية المالية

النظرية الاقتصادية	الجذور المحاسبية
<p>– قدم J B Williams 1938 مفهوما للقيمة من منظور اقتصادي شكّل قاعدةً للنظرية المالية : قيمة كل أصل مادي أو مالي محددة بالقيمة الحالية للتدفقات المالية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل.</p> <p>– قيمة الأصل لا تتحدد بتكلفة حيازته ولا بالأرباح التي أمكنه تحقيقها سابقا، بل بما يمكن أن يجلبه مستقبلا ( وهي الفكرة التي سبق إليها Fisher من قبل)</p>	<p>– منظور بسيط ووحيد للقيمة: الذمة المالية (تقييم عناصر الأصول والخصوم بشكل مستقل ثم التجميع لإيجاد قيمة الأصل المحاسبي الصافي) من ناحية، ثم التصحيح الملحق بها، وقيمة العائد و Goodwill من ناحية أخرى، للمرور من القيمة المحاسبية إلى القيمة النظرية أو الرياضية.</p>

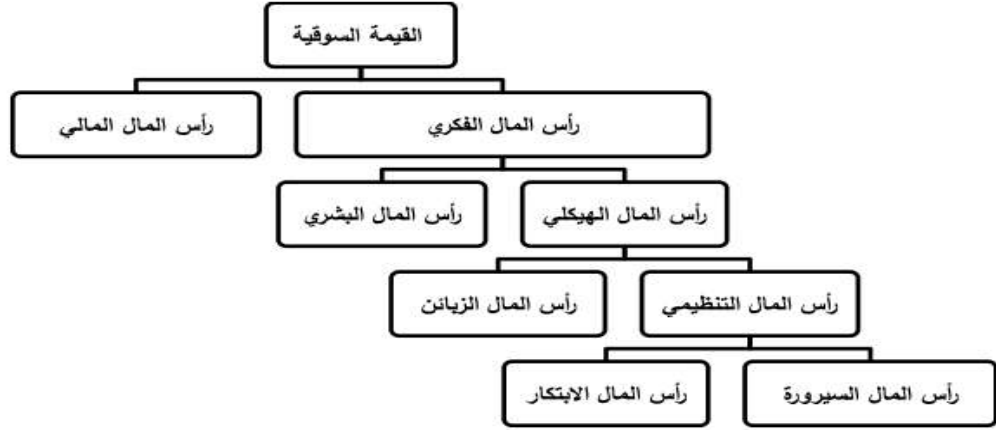
المصدر: ملخص عن: Hirigoyen, G. et Caby, J. (1998). Histoire de la valeur en finance d'entreprise : [www.univ-paris1.fr](http://www.univ-paris1.fr)

سمح تطور مفهوم القيمة بين الفكر الاقتصادي والنظرية المالية باندماج بطيء لكافة شركاء المؤسسة إلى جانب المساهمين، وقد سمح بهذا التطور الإثراء الذي أسهمت به نظرية المنظمات في النظرية المالية، وظهور قيود خارجية في المالية نتج عنها تغير النظرة للمؤسسة إلى منشأة ذات طبيعة تعاقدية، وهو التغيير الذي يمكن التعبير عنه ملخصا بـ "خلق القيمة"<sup>1</sup>.

تتطلب عملية الإدارة بالقيمة (تسمى أيضا التحكم بالقيمة، التسيير بالقيمة، أو هندسة القيمة) في المؤسسة تحديد الإطار العام والشامل لسيرورة خلق القيمة، الأدوات والتقنيات والطرق المعتمدة في تلك السيرورة، وتتلخص العملية في النقاط التالية:

- تعريف وتحديد القيمة، من خلال دراسة وتحليل العلاقات التي من شأنها أن تؤدي إلى خلق القيمة، ودور الأصول المادية والمعنوية والأصول غير المادية في تلك السيرورة، وذلك من خلال تحديد مخطط القيمة أو شجرة القيمة، وهو المخطط الذي يسمح بتحديد ركائز خلق القيمة (يساعد الشكل رقم 1 على فهم شجرة القيمة من خلال رؤية Roos et Edvinsson 1997) ؛
- تصميم البرامج، وتحديد "سلسلة النتائج" التي تقدم خارطة طريق نحو التغيير، لإدارة المخاطر، ومن أجل التأكد من واقعية الأرباح وقابليتها للتحقق. لقد أثبتت "سلسلة النتائج" نفسها كوسيلة لزيادة القيمة المكتسبة من أية مبادرة، وتمثل هذه الخطوة سياق للاتصال والمتابعة وتمحور الأطراف ذات المصلحة حول البرنامج ؛
- إدارة محفظة النشاطات، وهي مجموعة من الأدوات والتقنيات والعمليات التي تمكن الإدارة من تقييم، اختيار، وتمويل المشاريع والبرامج التي تملك أكبر قدرة على خلق القيمة في المؤسسة ؛
- الإدارة الاستراتيجية، التي تعمل على ضمان الاتساق بين استراتيجية الأعمال ومحفظة البرامج والمشاريع<sup>2</sup>.

الشكل رقم (1): شجرة القيمة لـ Roos et Edvinsson 1997



Source : Germain, C. et Trébuq, S. (2004) : La performance globale de l'entreprise et son pilotage : quelques réflexions, semaine sociale Lamy, N° 1186, p 39

ومن خلال الشكل رقم 1 الذي يعبر عن شجرة القيمة أو عن مجموع القيم التي تنصهر في النهاية لتشكيل القيمة الحقيقية للمؤسسة، نلاحظ أن القيمة السوقية الكلية للمؤسسة حسب Edvinsson هي تجميع لرأس المال المالي ورأس المال غير المادي، هذا الأخير ممثلاً في مجموع الأصول غير المادية التي تشمل بشكل أساسي رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي، الذي يقسمه حسب رؤيته (التي تبناها العديد من الباحثين لاحقاً) إلى رأس المال التنظيمي (السيورة، الابتكار) ورأس المال الزبائن.<sup>3</sup>

## 1-2- القيمة الاقتصادية مقابل القيمة المالية:

تختلف رؤية واستراتيجية المستثمر الصناعي عن نظيرتها لدى المستثمر المالي، وذلك راجع لاختلاف منظور كل منهما للمؤسسة ولقيمة هذه الأخيرة، والشكل رقم 2 يوضح ذلك الاختلاف انطلاقاً من مفهومين أساسيين للقيمة هما القيمة الاقتصادية ( ذات البعد الاستراتيجي) والقيمة المالية (السوقية). حيث ينظر المستثمر المالي للمؤسسة على أنها مكون من مكونات محفظته المالية، يسعى لتجميع قيمتها السوقية، اهتماماته حولها قصيرة المدى لذلك لا يهتم كثيراً باستراتيجياتها طويلة المدى، وهو من خلال اعتماده على مقارنة القيمة المالية أو السوقية عند اتخاذ قرار الشراء، من خلال تحديده للمردودية المالية المطلوبة، يعتبر العملية ككل مجرد فرصة بسيطة للاستثمار ضمن مجموعة واسعة من الفرص.

على عكس المستثمر المالي فإن المستثمر الصناعي ينظر للمؤسسة كمشروع استراتيجي وكفرصة استثمارية داخل قطاع معين، لذلك يسعى لشراء مؤسسة ذات قيمة استراتيجية وتعمل على خلق القيمة وتستمر في ذلك على المدى الطويل. حيث يتوقع تحسن نتائج المؤسسة باستمرار من خلال رؤيته الخاصة والمختلفة في الإدارة، آثار التعاضدية، فرص إعادة الهيكلة، وتجميع الأصول غير المادية. هو يبحث عن الفائدة أو المصلحة الاستراتيجية الظاهرة أو الكامنة القابلة للتحويل إلى قيمة مالية، أو التي تجلب القيمة لذلك تختلف القيمة الاستراتيجية من مستثمر صناعي لآخر.<sup>4</sup>

الشكل رقم (2): تقاطع رؤية المستثمر وطبيعته مع مفهوم القيمة



المصدر: انظر المرجع، بتصرف: Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : 3 édition, p 10-17 Economica,

### 3-1- ركائز خلق القيمة في المؤسسة:

عند استخدام مفهوم خلق القيمة لتقييم الأداء، يمكن تقسيم الأداء إلى:

- الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة مقاسا بالتدفقات النقدية الناتجة عن السياستين الإنتاجية والتجارية، وهو ما يسمى بالمكون الصناعي للقيمة. لخلق قيمة ذات طبيعة صناعية يشترط أن تحقق المؤسسة مردودية اقتصادية تفوق المردودية المطلوبة، مع الأخذ بعين الاعتبار للمخاطر التشغيلية والاستراتيجية؛
- الأداء المالي كنتيجة للسياسة التمويلية والتوظيفات المالية للفوائض وإدارة المخاطر المالية، وهو ما يسمى بالمكون المالي للقيمة. لخلق قيمة ذات طبيعة مالية من خلال الهيكل المالي الأمثل، لا بد من تخفيض تكلفة رأس المال ورفع معدل العائد على السهم، بحيث تكون المردودية المالية المحققة أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر<sup>5</sup>.

انطلاقاً مما سبق يمكن القول أن هناك ثلاث ركائز أساسية (Des leviers) تدعم سيورة خلق القيمة هي حوكمة الشركات، الركائز الاستراتيجية، والركائز المالية، بحيث يمكن اعتبار حوكمة الشركات " أصل غير مادي"<sup>6</sup> يمكن تمييزه، كما يمكن اعتبار تلك الأصول غير المادية ضمن الركائز الاستراتيجية، بما أنها تؤثر على الميزة التنافسية.

### 1-3-1- ركائز حوكمة الشركات:

هي أنماط التعديل، وأدوات الرقابة والتحفيز، المتبعة لتقليل تكاليف الوكالة، وبالتالي لتوجيه جهود المسيرين والأجراء وكل الأطراف ذات المصلحة نحو هدف واحد هو خلق القيمة، كي لا ينحرف أداء المسيرين عن تحقيق أهداف الملاك .

يعتبر نظام الحوكمة الأمثل، من وجهة نظر المساهمين، ذلك النظام الذي يعمل على خلق القيمة، الذي يحافظ على القيمة، والذي يقلل من تكاليف الوكالة لبلوغ الهدف الأول، من خلال الرقابة والتحفيز.

من الفعلية ممارسة التوليفة المناسبة من الرقابة والتحفيز، بربط التحفيز بالأداء، وربط هذا الأخير بخلق القيمة، حيث لا يتم تجميع الجهد والوسيلة، إنما تجميع النتيجة<sup>7</sup>.

بشكل أساسي حياة المسيرين على جزء من أسهم المؤسسة التي يديرونها، من خلال برامج Stock-options على سبيل المثال، يشكل التحفيز الأقوى لهؤلاء، لأن تجميع أصولهم يصبح مرتبطاً مباشرة بتجميع أسهم المؤسسة، أي بخلق القيمة للمساهمين.

رغم أنّ التحفيز ومكافأة المسيرين على الأداء يهدف إلى توجيه جهودهم نحو تعظيم قيمة المؤسسة، بانحياز دالة منفعتهم نحو هذا الهدف، إلا أنه يتطلب نوعاً من الموازنة بين ما يجلبه من مزايا وما يطرحه من قيود:

- ضرورة تقييد مكافأة المسيرين في مستويات تسمح بتعظيم القيمة، بحيث لا تتطور لتضخيم التكلفة؛
- بما أن التحفيز المرتبط بالأداء يضمن النتيجة وليس الوسيلة، فهذا يعني القبول بتدهور المكافأة مع تدهور الأداء، هذا الطرح من شأنه أن يؤدي بالمسيرين إلى اتخاذ القرارات الصعبة بهدف تعظيم القيمة (إغلاق، تصفية، تسريح عمالة...)<sup>8</sup>.

### 1-3-2- الركائز الاستراتيجية لخلق القيمة:

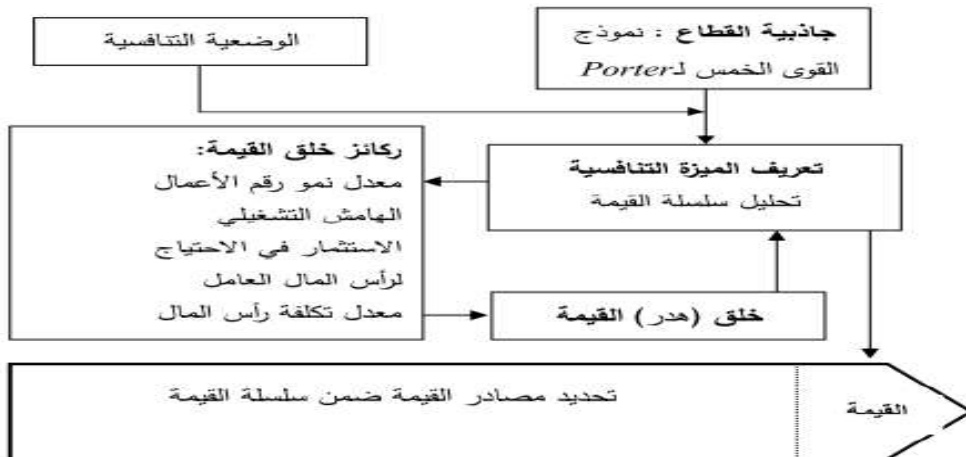
هي مختلف العمليات التي تؤثر على المكون الصناعي للقيمة الناتج عن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة، وهو الأداء الذي يتم قياسه في الأخير من خلال التدفقات النقدية. تشمل هذه الركائز الميزة التنافسية، عمليات النمو الداخلي، وعمليات النمو الخارجي، وآثار التعاضدية التي تنشأ.

تقييم الركائز الاستراتيجية يعني تحليل أثر القرارات الاستراتيجية على القيمة في المؤسسة، وفي هذا الإطار يمكن اعتبار قرار الاستثمار ورغم بعده المالي من القرارات الاستراتيجية التي تظهر نتائجها على المدى الطويل.

### - الميزة التنافسية:

حسب "Rappaport 1987"<sup>9</sup> خلق القيمة مرتبط بالميزة التنافسية، يتم التركيز على جاذبية القطاع وعلى موقع المؤسسة التنافسي في القطاع، بالاعتماد على النموذج المقترح من طرف "Porter"، حيث تؤثر القوى الخمس التي يشير إليها: قوة المنافسين، قوة التفاوض للزبائن، تهديد الكيانات الجديدة، تهديد المنتجات البديلة، وقوة التفاوض للموردين، على سيورة خلق القيمة من خلال التأثير على الأسعار، الكميات المباعة، مستوى الاستثمار المحقق، ودرجة المخاطر الموافقة.

الشكل رقم (3): تحليل التنافسية وسلسلة القيمة لخلق القيمة



Source : Rappaport (1987) et Porter (1986) in, Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Op cit, pp 40, 41

يبين الشكل رقم (3) أن سلسلة القيمة يمكنها أن تحدد الميزة التنافسية، وأيضا القيمة الناتجة عنها. سلسلة القيمة تسمح بتحديد الرابط بين الميزة التنافسية وتدفقات الخزينة عبر مؤشرات أولية لخلق القيمة (نمو رقم الأعمال والهامش التشغيلي، الاستثمار في الأصول الثابتة ورأس المال العامل، ومعدل تكلفة رأس المال)، حيث تؤثر جودة هذه الركيزة الاستراتيجية على التدفقات النقدية التي تولدها المؤسسة، وبالتالي تؤثر على خلق القيمة.

#### - عمليات النمو الداخلي و الخارجي:

تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة على المدى الطويل بشكل إيجابي بعمليات النمو الداخلي، والمقصود بعمليات النمو الداخلي هو مستوى الاستثمار في الأصول الثابتة، نسبة الإنفاق على أعمال البحث والتطوير، التركيز على الاستثمارات ذات الطبيعة الاستراتيجية على المدى الطويل. حيث يمكن أن تكون هناك مشاريع غير مقبولة بالمعايير المالية رغم ارتفاع قيمتها الاستراتيجية<sup>10</sup>، لذلك لا بد أن تقيم بعض المشاريع ليس فقط بمعايير العائد والمخاطرة وتكلفة رأس المال، ولكن أيضا من خلال التكاليف والمخاطر الاستراتيجية التي تتعرض لها المؤسسة إذا لم تنفذ هذه المشاريع<sup>11</sup>.

كما تتأثر قيمة المؤسسة بتقييم فعالية القرارات الاستراتيجية فيما يخص خلق أو تدهور القيمة في حالات الاندماج، أي أنها تتأثر بعمليات النمو الخارجي أيضا، إذ تستهدف عملية الشراء الحصول على حصة سوقية، و إيجاد شكل من أشكال التعاضدية، بتحسين نتائج النشاطات الموجودة أو المحصل عليها. وضمن هذا الإطار تندرج عمليات النمو الخارجي والتوسع، التي تتمثل في عمليات الاندماج والاستحواذ، وعمليات التركز (Recentrage) والتخلص من وحدات ونشاطات ليس لها مردودية عالية أو تتعرض لضغط منافسة شديدة (Décroissance externe). وتبين بعض الدراسات فعالية استراتيجية التركز مقارنة مع استراتيجية التنويع إذا كان الهدف هو خلق القيمة<sup>12</sup>.

#### 1-3-3- الركائز المالية لخلق القيمة:

هي مختلف العمليات التي تؤثر على المكون المالي للقيمة، من خلال أثر السياسة المالية على خلق القيمة، و تشمل عمليات الرفع المالي وعمليات إعادة شراء الأسهم (إعادة الهيكلة المالية)، إضافة إلى إدارة جيدة للمخاطر المالية<sup>13</sup>. كما يمكن لعمليات أخرى كالمناولة والقرض التجاري Leasing أن تكون ضمن الركائز المالية لخلق القيمة، عندما يكون الهدف منها ليس التأثير على عمليات الاستغلال، إنما تخفيض الأصول الاقتصادية أو رأس المال المستثمر لزيادة معدل المردودية (يمكن الحديث هنا عن أمولة الاستراتيجيات)<sup>14</sup>.

#### 1-4- خلق القيمة والاتصال المالي:

لقد أصبحت عمليات الإبلاغ تتطلب الإعلان عن العوامل التي تخلق القيمة على المدى الطويل، بحيث لا يجب التركيز عند الإبلاغ عن مصادر خلق القيمة في المؤسسة على العوامل المالية فقط، بل يجب الاهتمام بالعوامل غير المادية ذات التأثير الاستراتيجي<sup>15</sup>.

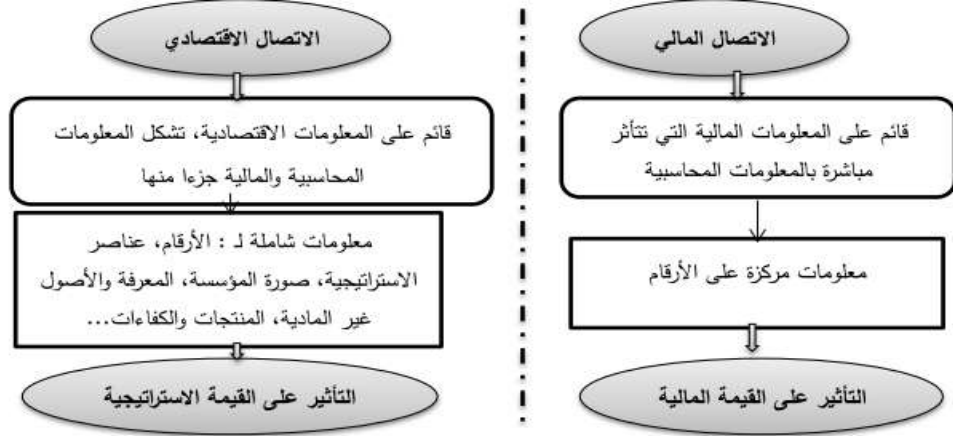
إن الهدف من الاتصال المالي هو "بيع القيمة"، أو الحصول على أفضل قيمة تتحول إلى سعر، عند تقييم وتسعير الأسهم المتداولة في السوق المالي. وللاتصال المالي عدة أهداف يمكن تلخيصها فيما يلي:

- دعم ثقة الأسواق المالية، ووضع حد للمنافسة أو تخفيفها ؛
- الإدارة الإيجابية لصورة المؤسسة، وإظهار الاستراتيجية ؛
- تفادي الأثر السلبي للإشاعة، التضليل، والتشويش على القيمة<sup>16</sup>.

إن الأطراف المعنية بعملية الاتصال المالي (مستخدمو القوائم المالية)، أو التي تستهدفها المؤسسة أساسا من عملية إيصال المعلومة تشمل كل من: المستثمرون الماليون، وهؤلاء تسعى المؤسسة لكسب ثقتهم لدعم الأموال الخاصة؛ الأجراء، تتعامل معهم المؤسسة على قاعدة التحفيز والانسجام لإدماجهم في سيورة خلق القيمة؛ الإعلام، المحللون الماليون، الزبائن والموردون والدائنون<sup>17</sup>.

إذن يؤثر الاتصال المالي على القيمة (بالنسبة للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية)، ويبقى لدى المؤسسة وسيلة أخرى لإيصال المعلومات الكافية لدعم "القيمة" من خلال الاتصال الاقتصادي، هذا الأخير يشتمل ضمنا على الاتصال المالي ويتجاوزه لإيصال البعد الاستراتيجي لأداء المؤسسة ووضعيتها، إذ يركزي الآفاق "ذات المدى الطويل" و يبرز الطاقات الكامنة بالإضافة إلى "الأرقام" أو المؤشرات الكمية التي تهم المستثمر: يؤثر الاتصال المالي القائم على النتائج المالية على القيمة السوقية؛ بينما يؤثر الاتصال الاقتصادي القائم على المعلومات الاقتصادية، خاصة المتعلقة بالمعرفة والأصول غير المادية، على القيمة الاستراتيجية، كما هو مختصر في الشكل رقم 4.

الشكل رقم (4): علاقة الاتصال (المعلومات) بالقيمة



(بالتصرف) Source: Barneto, P. et Gregorio, G (2009). Finance, manuel et applications : Dunod, 2<sup>e</sup> édition, Paris, p 82

هناك عدّة نقاط هامة تشملها عملية الاتصال المالي لإيصال المعنى الحقيقي لخلق القيمة عند القيام بالابلاغ وتحرير تقارير النشاط (المجلس الدولي للابلاغ المتكامل):

- خلق القيمة يكون ضمن سيورة.
- القيمة المالية مهمة لأن خلق القيمة يجب أن يظهر من خلال النتائج، ولكنها غير كافية لتقييم خلق القيمة في المؤسسة.
- خلق القيمة يكون من خلال الأصول المادية والأصول غير المادية، والتفاعل فيما بينها.
- هناك خلق لقيمة مشتركة من خلال الموارد الخاصة والعامّة.
- يتم خلق القيمة للمؤسسة وللأطراف ذات المصلحة.
- الابتكار ضروري لخلق القيمة.
- "القيم" تلعب دورا في الطريقة التي يتم من خلالها خلق القيمة، وفي طبيعة تلك القيمة.
- مقاييس خلق القيمة (مؤشرات القياس) تتطور بشكل مستمر<sup>18</sup>.



**2- دور الأصول غير المادية في خلق القيمة:****1-2- أثر الأصول غير المادية على قيمة المؤسسة:**

قبل الحديث عن أثر الأصول غير المادية على القيمة السوقية للمؤسسة، هناك حاجة لتوضيح مفهوم تلك الأصول. لقد تم استخدام مصطلح اقتصاد الأصول غير المادية Economie de l'Immatériel من قبل "Andrieux, M-A." في غالبية أبحاثها للدلالة على البعد الاقتصادي للأصول غير المادية في خلق القيمة.

**1-1-2- تعريف الأصول غير المادية:**

حسب التعريف الذي أوردته منظمة OCDE 2008<sup>19</sup> فإنّ الأصول غير المادية هي التي تجمع الخصائص التالية:

- ليس لها وجود مادي ؛
- يمكن للمؤسسة أن تحتفظ بها أو أن تتاجر بها ؛
- يمكن اعتبارها مصدر لمزايا اقتصادية مستقبلية محتملة وغير مؤكدة.

تشمل أعمال البحث والتطوير أو رأس المال المعرفة أو رأس المال الفكري، الذي تنتج عنه الميزة التنافسية، البراءات والعلامات التجارية ؛ وتطوّر مفهوم رأس المال الفكري ليشمل الموارد والطاقات البشرية ضمن رأس المال البشري ؛ ورأس المال الهيكلي، أو الوسائل الهيكلية، قاعدة البيانات، التكنولوجيا، الثقافة، العادات، رأس المال العلاقات، السيورة التنظيمية، شبكة الزبائن والموردين خاصة في حالات التخريج، الخ. ثم تم إضافة بعض العناصر الديناميكية كالقدرة على خلق المعارف، حقوق الاستفادة من التكنولوجيا، قدرة المديّرين على وضع الاستراتيجية الملائمة، والقدرة على الابتكار، رأس المال- المعلومات، ورأس المال-النمو والقدرة على تطوير المؤسسة والتكيف مع المحيط<sup>20</sup> ضمن رأس المال الاستراتيجي.

إن التوسع في المفهوم عادة ما يأخذه نحو التشتت والغموض، أو بالأحرى الالتباس، وهذا ما يحدث مع اقتصاد الأصول غير المادية، ولكن التعريف الأكثر شيوعاً ربما هو المقدم من طرف Roos et Edvinsson 1997 .

**2-1-2- أثر الأصول غير المادية على القيمة السوقية:**

إن الأصول غير المادية ليست مجرد متغير تمت إضافته لغرض التعديل، بل هي مفهوم اقتصادي مرتبط بشكل أساسي بقيمة المؤسسة، تحديداً قيمتها غير المادية، حيث تفسّر حوالي 75% وأكثر من القيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في السوق المالي. وهو ما يساعد على تفسير عدم التقارب غالباً بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية<sup>21</sup>.

لقد انتقل الوزن النسبي للأصول غير المادية في تفسير القيمة السوقية للشركات المسعرة في مؤشر S & P 500 من 17% سنة 1975 إلى 84% سنة 2015، أي أن القدرة التفسيرية لتلك الأصول غير المادية قد ارتفعت تقريبا 4 مرات خلال 4 عشرات. انظر الشكل رقم 5.

الشكل رقم (5): قدرة الأصول غير المادية على تفسير القيمة السوقية لمؤشر S & P 500 بين 1975 و 2015



Source: Ocean Tomo, "Annual Study of Intangible Asset Market Value," 2015, in Jrboe, K.P. (2015). Op cit, p 2

## 2-2- إمكانية خلق القيمة عبر الأصول غير المادية:

تجدر الإشارة إلى أن هذه الأصول لا تخلق بحد ذاتها القيمة أي لا تخلق القيمة بمجرد تكوينها، إنما يحدث ذلك عندما تتكامل مع عوامل أخرى للإنتاج وعندما تتحسن السيولة التجارية، وتتوفر أنظمة معلومات مناسبة<sup>22</sup>، أي عندما يتيح وجودها في المؤسسة إمكانية الاستفادة من أثر التعاضدية.

هناك ثلاث معادلات حسب Andieux, M-A يمكن أن تفسر التعاضدية التي تنشأ في المؤسسة:

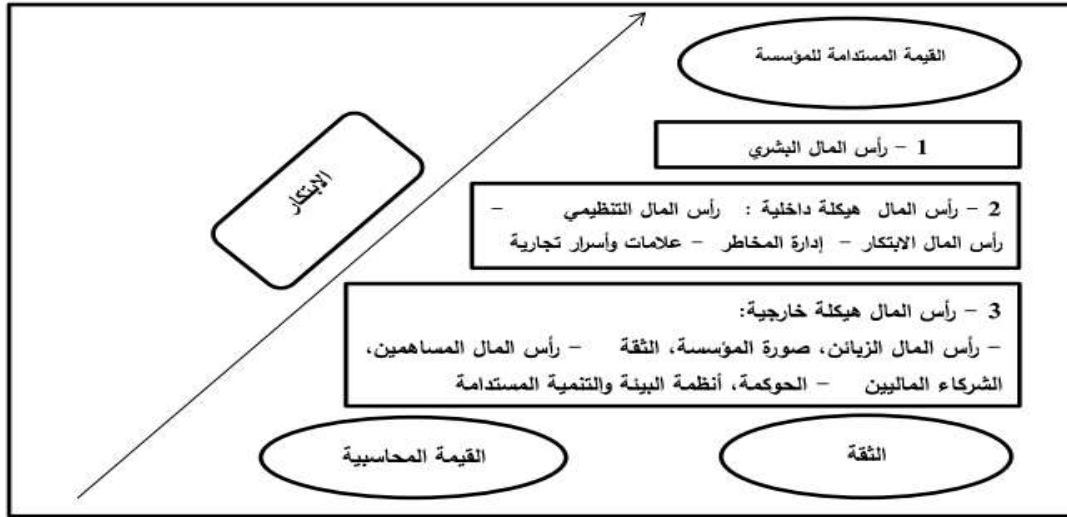
- القيم = القيمة ، ثقافة المؤسسة تتضمن إمكانية تقاسم رؤية استراتيجية، التقييم في المؤسسة تؤسس بشكل أساسي قيمة المؤسسة، هذه الأخيرة تشمل بشكل قابل للاستدامة: رأس المال الزبائن، رأس المال البشري، ورأس المال المساهمين.
- القيمة = التقاسم ، قوة المؤسسة ليست في الامتلاك بل في التقاسم، حيث يأتي التقييم من دوران المعلومة، فإذا تميّز الاقتصاد المادي بتبادل سلعة بسلعة فإن الاقتصاد غير المادي يتميّز بتبادل فكرة بأفكار، ولذلك يعتمد نظام خلق القيمة على التعاضدية بين الأصول غير المادية.
- التقاسم = عقد اجتماعي جديد، خلق القيمة مشروط بتقاسم القيمة بين المؤسسة وأولئك الذين أسهموا في خلق القيمة (يعني الأطراف ذات المصلحة، من خلال نظام مكافآت مرتبط بالأداء).

نقطة القوة في الاقتصاد غير المادي هو القدرة على خلق القيمة الاقتصادية والاجتماعية من خلال احترام مبادئ التنمية المستدامة<sup>23</sup>. والشكل رقم 6 يوضح أثر التعاضدية المفترضة بين الأصول غير المادية، وكيف تتضافر جهود هذه الأصول مدعومة بالابتكار للانتقال من القيمة المحاسبية ( لتلك الأصول) إلى القيمة المستدامة، حيث يمكن توضيح طبيعة هذه الأصول من وجهة نظر هذا النموذج (إن صحت التسمية) فيما يلي:

- رأس المال البشري: يشمل المعارف والكفاءات، القدرة على الابتكار، الخبرة المهنية والقدرة على العمل الجماعي، المرونة، التحفيز، التكوين والقدرة على التعلم.
- رأس المال الهيكلي: هو ما يتبقى في المؤسسة عندما يغادرها العمال والموظفون، ويشمل الأنظمة، الثقافات، قواعد البيانات، الاستخدامات، وجود أقطاب للمعرفة، استخدام تكنولوجيا المعلومات، والقدرة على التعلم التنظيمي .

ويمكن تقسيمه إلى:

- رأس المال "الهيكلية الداخلية": يعني قدرة المؤسسة على خلق القيمة من خلال إدارة جيدة للمخاطر، الإنفاق على أعمال البحث والتطوير، إبراز المواهب الخالقة القادرة على الابتكار، تقاسم المعارف من خلال العمليات والتنظيم، أي من خلال إدارة المعرفة.
  - رأس المال "الهيكلية الخارجية": يعني قدرة المؤسسة على خلق القيمة من خلال شبكة العلاقات مع الشركاء من الخارج، بما يشمل من رأس المال الزبائن والموردين، صورة المؤسسة والعلامات، الشبكات المرتبطة بالتوزيع، المحيط والبنى المجتمعية، أي القدرة الخارجية على الوصول إلى التنمية المستدامة<sup>24</sup>.
- الشكل رقم (6): التفاضلية بين الأصول غير المادية وخلق القيمة



Source : Andrieux, M –A. (2009). Développer et financer l’innovation, le cas particulier des actifs immatériels : 64 congrès de l’ordre des experts-comptables, p 26 – www.expert-comptables.fr .

- إن استراتيجية خلق القيمة المستدامة تتطلب التعرف على الفرص، وتقييم تلك الفرص يجب أن يكون موازيا لتقييم الإمكانيات والكفاءات، كما يتطلب فهما أكبر للبيئة الخارجية. وتسهم الأصول غير المادية خاصة في تقييم الإمكانيات. إن التساؤل هو دائما حول وجود الأصول/ أو الموارد التي تحتاجها المؤسسة لاستغلال الفرص<sup>25</sup> :
- رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي: هل هناك قدرة على التجاوب مع الفرص؟
  - رأس المال العلاقات، رأس المال الاستراتيجي: هل هناك انسجام للعلاقات مع الاستراتيجية، هل يتوافق نموذج الأعمال مع الفرص؟ وهل هناك درجة فهم كافية للعوامل الخارجية ؟ .

### 2-3- مشكلة تقييم الأصول غير المادية:

ثبت وجود فارق مهم بين القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة في السوق المالي (الرملة) وقيمة الأموال الخاصة أي الأصول المحاسبية الصافية، لا تفسره قيمة الأصول المعنوية وفائض القيمة goodwill ، اللذان يظهران في القوائم المالية، هذا الفارق تفسره قيمة الأصول غير المادية الأخرى غير المسجلة في الميزانية.

هناك توجه لتقييم رأس المال غير المادي بطريقة نوعية وليس بطريقة كمية، باعتباره مفهوما اقتصاديا وليس محاسبيا، يتغير عبر الزمن، تتحسن جودته، وبالتالي هو مصدر للقيمة المستدامة. وتتميز القيمة الاقتصادية للمؤسسة بتوقف على تعريف وقياس رأس المال

الكامن في المؤسسة، حتى إن لم تتح معايير المحاسبة التقييم الكمي لهذا المورد فلا يوجد ما يمنع المؤسسة من تتمين نوعي لأصولها غير المادية.

عادة ما تكون المعلومات المالية الكمية مرفقة بمعلومات نوعية تسهم في تقليص حالة عدم اليقين التي تصاحب عملية تقييم فائض القيمة أو خلق القيمة في المؤسسة الناتج عن أصول غير مادية، وحتى تكون هناك رؤية واضحة وعملية لتقييم فائض القيمة يجب فهم محددات الميزة التنافسية لكل مؤسسة<sup>26</sup>.

من بين الأساليب المعتمدة في التقييم نجد طريقة التنقيط أو التصنيف (Rating) بإعداد سلم بدرجات، وبعد التشخيص اللازم يتم تحديد المعايير المعتمدة في التنقيط كالأداء، درجة المخاطر المرتبطة بتلك الأصول، والطاقة الكامنة للنمو، إضافة إلى معايير مرتبطة بالابتكار<sup>27</sup>. كما يعتمد أيضا على المعايير المحاسبية الجديدة<sup>28</sup> في التقييم الكمي، العلامات (les marques) على سبيل المثال تقييم وفق عدة مقاربات، كمقاربة التكاليف، مقاربة السوق، ومقاربة العوائد<sup>29</sup>.

إنّ رأس المال غير المادي هو عنصر حقيقي للقيمة في المؤسسة، لذلك عندما يكون التقييم من خلال القيمة العادلة (في ظل الكفاءة المفترضة للأسواق المالية) فإن القيمة السوقية للمؤسسة ستعكس قيمتها الحقيقية من خلال تتمين رأس المال غير المادي كقيمة كامنة، حيث يمكن لبعض الأصول غير المادية أن تسجل كأصول معنوية، إذا كانت مثلا قابلة للتنازل<sup>30</sup>.

غير أن مساهمة الأصول غير المادية في خلق القيمة ليس مشروطا بملكية المؤسسة لها أي الاعتراف بها محاسبيا، فيكفي أن تكون متاحة وقابلة للاستخدام<sup>31</sup>.

#### - استخدام بطاقة الأهداف المتوازنة Kaplan et Norton:

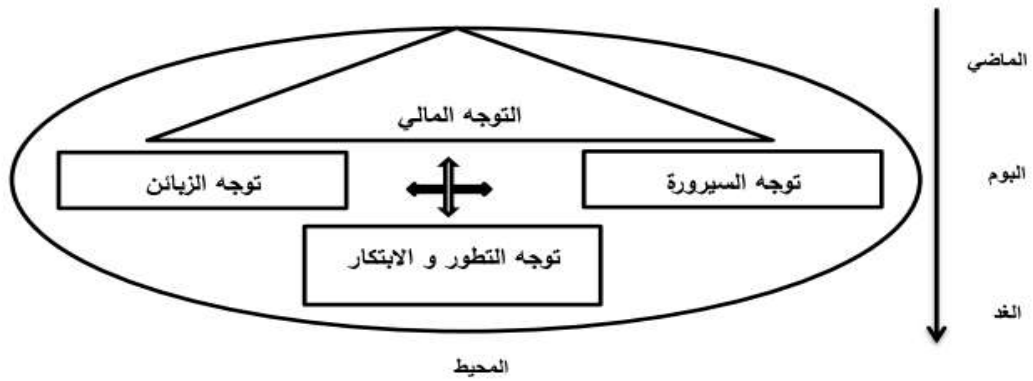
ينشأ التوازن في المؤسسة من دمج العناصر المالية وغير المالية في سيورة خلق القيمة، وتحديد الأصول غير المادية (تم الإشارة هنا إلى الأصول المعنوية التي تسجل في محاسبة المؤسسة)، وفي هذا الإطار لا توجد حاجة لإيجاد لوحة قيادة جديدة لمتابعة تطبيق الاستراتيجية، لذلك تعد بطاقة الأهداف المتوازنة أداة تسيير ملائمة تخرج في شكل متوازن ومنسجم جميع المؤشرات: المؤشرات المالية المردودية المطلوبة من طرف المساهمين، وتلك المتعلقة بالزبائن والسيورة الداخلية والتعلم والابتكار والاستفادة من الميزة التنافسية والحفاظ عليها وتطويرها<sup>32</sup>.

#### - طريقة Le navigateur Skandia:

يمثل أيضا طريقة من طرق تقييم الأصول غير المادية، حيث يتم التركيز على التوجهات الأربعة الموضحة في الشكل رقم 7، من خلال:

- أولا، البعد المالي بمعرفة حجم الأصول والعلاوات ونتيجة الاستغلال وما يطلبه المساهمون أو المردودية المطلوبة، وهو البعد التقليدي الذي يركز على رأس المال المادي وفق مقاربة تقليدية لتقييم الأداء، الذي يمثل نظرة الأمس.
- ثانيا، بعد الزبائن (الأطراف ذات المصلحة) من خلال عدد العقود ودرجة الرضا والوفاء، ثم بعد السيورة بتحديد النفقات الإدارية والعلاوات الإجمالية، وهو البعد الحديث للأداء الذي يركز على رأس المال الهيكلية والتنظيم ويجسد نظرة اليوم.
- ثالثا، بعد التطور والابتكار، من خلال التعلم التنظيمي والقدرة على التغيير والتحسين والتجديد، والتركيز على رأس المال البشري والتطلع نحو المستقبل<sup>33</sup>.

الشكل رقم (6): Le navigateur Skandia

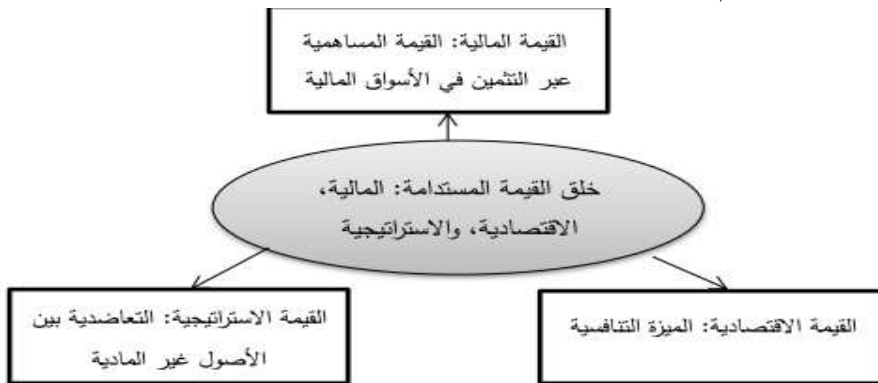


Source : Germain, C. et Trébucq, S. (2004). Op cit , p 39

3- اقتراح نموذج لخلق القيمة المستدامة:

من خلال ما سبق يمكن وضع تصور لخلق القيمة المستدامة في المؤسسة من خلال الاعتماد على الأصول غير المادية في الشكل رقم 7.

الشكل رقم (7): مخطط القيمة المستدامة المدعومة باقتصاد الأصول غير المادية



المصدر: من إعداد الباحثين

يسعى الكثير من مسيري المؤسسات الى اتخاذ قرارات تفضي إلى تحسين الأداء وخلق القيمة للمساهم، كما يحاولون اثبات كفاءتهم وفعاليتهم من خلال البحث عن آفاق جديدة لخلق القيمة داخل مؤسساتهم. وهو ما يتاح لهم عندما يدعمون الأصول غير المادية مما يسمح لهم بخلق القيمة المستدامة.

ويمكن تحقيق ذلك من خلال المزج بين الأبعاد المالية، الاقتصادية والاستراتيجية لخلق القيمة، حيث أنه باستبعاد الركائز المالية المؤثرة بالأساس على القيمة المالية السوقية للمؤسسة والتركيز على الدعائم الاستراتيجية المؤثرة على القيمة الاقتصادية الاستراتيجية، كان الابتكار والتجديد رافعة أساسية للقيمة من خلال تأثيره على الميزة التنافسية، ودعمه للأصول غير المادية، وإسهامه في تعزيز أثر التعااضدية بين تلك الأصول من خلال سلسلة القيمة.

## خلاصة:

هناك جانب في القيمة يمكن للأصول غير المادية أن تدعمه، وهو ما أراد هذا البحث التوقف عنده، لأن خلق القيمة كموضوع غير توافقي في النظرية المالية وفي علاقة المالية ببقية الميادين كالإدارة الاستراتيجية ونظرية القرار، لا يمكن أن يختزل في خلق قيمة مالية من حيث طبيعتها أو قيمة مساهمية من حيث توزيعها.

ورغم أن البحث لم يتطرق بشكل مباشر للقيمة المستدامة، إلا أنه يصل إليها بعد عرض العلاقة بين خلق القيمة واقتصاد الأصول غير المادية (التعاضدية، والابتكار محركات أساسية لهذا الاقتصاد)، إنها القيمة التي يمكن أن تعدل من طبيعة العلاقة بين رأس المال المادي ورأس المال غير المادي بمعناه الواسع، أي بين المساهمين وبقية الأطراف ذات المصلحة، وهو ما يجب أن تتضمنه استراتيجية المؤسسة ومخطط أعمالها.

## الهوامش و المراجع المعتمدة :

- <sup>1</sup> - Caby, J. et Hirigoyen, G. (1998). Histoire de la valeur en finance d'entreprise, p 23, www.univ-paris1.fr
- <sup>2</sup> - Gestion de la valeur de l'entreprise: FUJITSU Consulting 2002, Canada, consulté le 12/06/2012 <http://www.fujitsu.com/downloads/SOL/fci/fs/valeur-ent.pdf>
- <sup>3</sup> - فيما يخص ترجمة المصطلحات يفضل الباحث تركها على حالها من مصدرها دون تحويلها، مثلاً رأس المال الزبائن بدل رأس المال الزبوني، أو رأس المال العلاقات بدل رأس المال العلائقي لاختلاف الاجتهادات في الترجمة.
- <sup>4</sup> - Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : Economica, 3<sup>e</sup> édition, p 16
- <sup>5</sup> - Charreaux, G et Chopin, P Y. (1998). Evaluation et analyse du processus de création de la valeur: un modèle généralisé du goodwill : Direction et gestion, N<sup>o</sup> 169/170, p 7-22
- <sup>6</sup> - Leberg, D. in, Andrieux, M – A. (2011). Immatériel et capital humain: quels enjeux de la reprise et de la transmission d'entreprises fondées sur l'anticipation?: conférence, Deloitte, p 11 [https://www.economie.gouv.fr/files/mutecos\\_14\\_dec\\_2011\\_ma\\_andrieux.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/mutecos_14_dec_2011_ma_andrieux.pdf)
- <sup>7</sup> - Brealey, R. Myers, S. et Allen, F. (2006). Principes de gestion financière : Pearson, 8<sup>e</sup> édition, Paris, p 322-327
- <sup>8</sup> - Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Op cit, p 64-67
- <sup>9</sup> - Caby, J. et Hirigoyen, G. (1998). Op cit, p 23, 24
- <sup>10</sup> - في هذا المجال يمكن القول أن نظرية الخيارات الحقيقية قد أحدثت ثورة حقيقية في مجال تقييم المشاريع بتجاوزها البعد المالي في نماذج القيمة الحالية الصافية.
- <sup>11</sup> - Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Op cit, p 43
- <sup>12</sup> - Ibid, pp 43, 44
- <sup>13</sup> - Ibid, p 50-61
- <sup>14</sup> - إن الركائز المالية لخلق القيمة شديدة الأهمية في تفسير القيمة المساهمية، خاصة في ظل أمولة الاستراتيجيات وتركيزها على المكون المالي للقيمة، وقد قدمت في هذا العمل باختصار نظراً لانها ليست محورا لإشكالية البحث.
- <sup>15</sup> - Value creation : Background paper, International integrated reporting council, 2013, p 3, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/08/Background-Paper-Value-Creation.pdf>
- <sup>16</sup> - Barneto, P. et Gregorio, G (2009). Finance, manuel et applications : Dunod, 2<sup>e</sup> édition, Paris, p 105
- <sup>17</sup> - Ibid, p 81-87
- <sup>18</sup> - Value creation. Op cit, p 4

<sup>19</sup> - يشير التقرير إلى الغموض والالتباس بين الأصول غير المادية، الأصول غير الملموسة، رأس المال الفكري، ورأس المال المعرفي، وأنها قد تستخدم تجاوزا كمتراصفات، والمعنى المعمول عليه في هذا البحث هو اعتبار الأصول غير المادية المجموعة الأشمل لرأس المال الفكري والمعرفي وكل ما يمكن ان يتضمنها، كما انها أشمل من الأصول المعنوية والأصول غير الملموسة المعترف بها في المحاسبة.

<sup>20</sup> - Actifs intellectuels et création de valeur, Rapport de synthèse : Brochure préparée par l'OCDE 2008, pp 9, 10 <https://www.oecd.org/fr/sti/inno/40825836.pdf>

<sup>21</sup> - Avril, O. (2006, Mai). Comment évaluer le capital immatériel de l'entreprise : [www.acting-finance.com](http://www.acting-finance.com).

<sup>22</sup> - Actifs intellectuels et création de valeur. Op cit, p 10

<sup>23</sup> - Andrieux, M – A. (...). L'économie de l'immatériel en perspectives <http://www.societestrategie.fr/pdf/agir32txt08.pdf>

<sup>24</sup> - Andrieux, M – A. (2006). Le capital immatériel : une valeur durable pour les PME, Revue française de comptabilité, paris, p 33-47

<sup>25</sup> - Jrboe, K.P. (2015). Intangible Assets as a Framework for Sustainable Value Creation: Working Paper N<sup>o</sup> 13, Athena Alliance, SE Washington, p 7

<sup>26</sup> - Prat, C. (2009). Le contrôle de la survaleur, un défi pour les auditeurs légaux, p 12,13, [www.anales.org](http://www.anales.org)

<sup>27</sup> - Développer et financer l'innovation, le cas particulier des actifs immatériels – 64 congrès de l'ordre des experts comptables – 2008 - [www.experts-comptables.com](http://www.experts-comptables.com)

<sup>28</sup> - Tournier, J-B. et Tournier, J-C. (2007). Evaluation d'entreprise – Que vaut une entreprise : Eyrolles, 4<sup>e</sup> édition, Paris

<sup>29</sup> - Avril, O. (2006). Op cit

<sup>30</sup> - Allard, B. et Monsigny, B. (2008). L'immatériel et les normes IFRS : quels changement pour l'analyse financière ? : Eclairage, Direction des études économiques, N<sup>o</sup> 121, p 6 - [www.cairn.info](http://www.cairn.info)

<sup>31</sup> - WIKI (World Intellectual Capital/ assets Initiative) intangible reporting framework, 2016 [http://www.wici-global.com/wirf/WICI\\_Intangibles\\_Reporting\\_Framework\\_v1.0.pdf](http://www.wici-global.com/wirf/WICI_Intangibles_Reporting_Framework_v1.0.pdf)

<sup>32</sup> - Kaplan, R. et Norton, D. (1998). Le tableau de bord prospectif : Eyrolles, Paris, p 21

<sup>33</sup> - Wegmann, G. (2009). Les tableaux de bord du capital intellectuel – in Bouton et Chernet : Indicateurs et tableau de bord, p 9 - [www.hal.archives-ouvertes.fr](http://www.hal.archives-ouvertes.fr)

