

المحاضرة الثانية: القيمة من وجهة النظر المالية

لا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محل اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين، والخبراء المحاسبين كون أنّ أغلب القرارات الآلية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة، «لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة، ويكاد يكون مصطلح القيمة يجاور مصطلح المؤسسة في أغلب الأبحاث المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان ومقترنان ببعضهما البعض، دلالة على أهمية الأول واقتترانه بالثاني»¹.

1- مفهوم الوظيفة المالية: تعتبر الوظيفة المالية واحدة من أهم الوظائف في نشاط المؤسسة، فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو بالحصول أو غيرها من الوظائف الأخرى دون توافر الأموال اللازمة تمويل أوجه النشاط المتنوعة، إلا أن مفهومها يطرح مشاكل عديدة تبرز على مستوى النظرية، أكثر ما تبرز على المستوى التطبيقي لتسيير المؤسسات، «فالوظيفة المالية هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها على البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة في إطار محيطها المالي، بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية»²؛ أي أنّها: الوظيفة التي تهتم بالحصول على الأموال اللازمة للمؤسسة، وإدارة الأموال»³؛ فهي: «وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار، وفي مجال التمويل، كما تختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية»⁴.

من خلال التعاريف نستنتج أنّ الوظيفة المالية تتألف من عمليات اتخاذ القرارات المتعلقة بتقرير حجم الأموال اللازمة، وكيفية الحصول عليها واستثمار الأموال المتاحة، إذ أن قرارات الاستثمار التي من خلالها تتحدد أنواع الأصول الثابتة أو المتداولة الواجب اقتناؤها، وحجم كل منها والمبرر الاقتصادي لاقتناء كل منها، وكذا المكاسب المتوقعة والمخاطر المرتبطة باقتناء كل أصل من الأصول، أما بالنسبة لقرارات التمويل فيتم من خلالها تحديد

¹ عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، 2006، ص43.

² ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 285.

³ جميل أحمد توفيق علي شريف، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1980، ص 18.

⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط2، 1991، ص 8.

الطريقة المثلى لتمويل أصل أو مجموعة من الأصول، وكذا المخاطر المالية المرتبطة بكل تمويل إلى جانب معرفة مصادر الحصول على مختلف أنواع الأموال الممكنة، وتكلفة الحصول عليها، وهذا بغرض تحقيق الهدف الأسمى للمؤسسة وهو البقاء والاستمرار والنمو.

2- مفهوم القيمة في الفكر المالي: «ربط الفكر المالي القيمة بمفهوم المؤسسة من خلال محاولة التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة، وفي ظل وجود نظرية مالية أو فكر مالي باعتبارها مجالاً واسعاً وأكاديمياً منفصلاً عن الاقتصاد، وبروز تطوره عبر مراحل عكس تطور البحث في هذا المجال، والذي لمس في بداية القرن العشرين (20) على الخمسينات من هذه الفترة»⁵.

وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة في: «المبلغ النقدي العادل الذي خلص إلى خبير متخصص، حيث يحظى ذلك المبلغ بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائمين وذلك في ظل مفهوم إستمرارية النشاط»⁶.

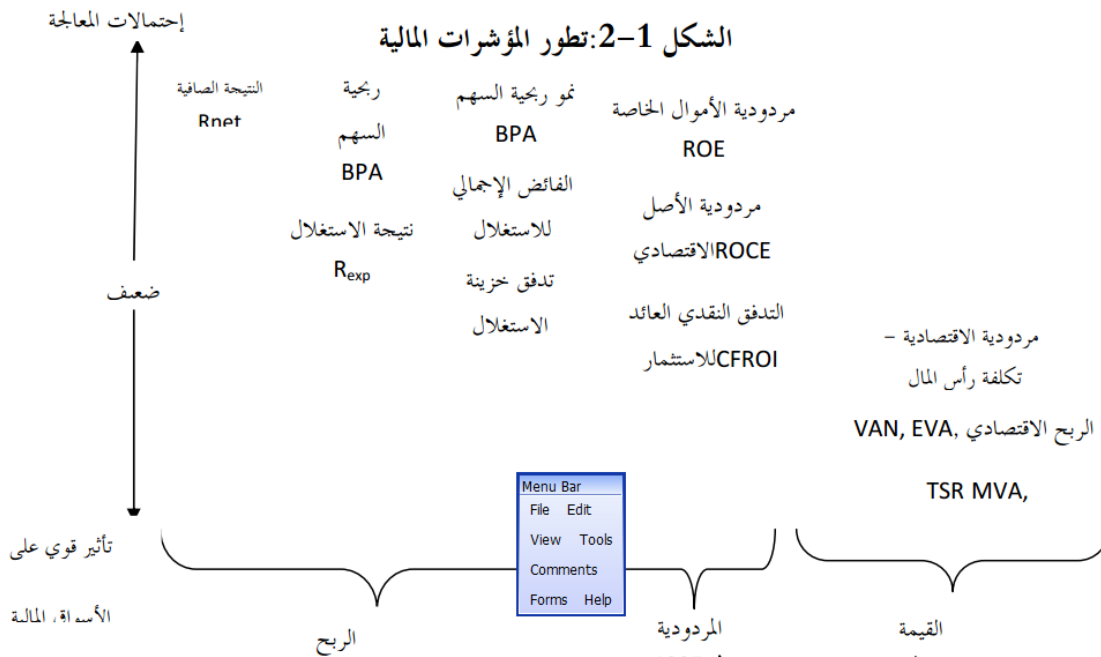
1.2- مؤشرات خلق القيمة: «تهدف أي مؤسسة مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق تزام الذي يقاس بمؤشرات خلق القيمة»⁷. عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985، اتصفت هذه المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي فهي ترتبط بالعوائد والأرباح، واستمرت هذه النظرية إل غاية سنة 1995 أين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، « ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي تصور واضح حول إمكانات المؤسسة، ومدى قدرتها في تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية، فضلاً عن عدم جدوى المؤشرات المحاسبية في فترات التضخم والوهم النقدي، وحتى سنة 1995 تيقظت النظرية المالية إلى

⁵ هوارى سيوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 17-27.

⁶ هوارى سيوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 37.

⁷ هوارى سيوسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص 55.

المؤشرات المحاسبية ذات الصلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو الأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت البعد المحاسبي دون الإهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء، وقياس القيمة، ولا ننسى أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية بالإضافة إلى المؤشرات السوقية (البورصية)، لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة⁸.



Source : pierre vernimmen, finance d'entreprise, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p 668.

2.2- أنواع مؤشرات خلق القيمة: يمكن تصنيفها إلى مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مؤشرات ذات طبيعة مالية، مؤشرات ذات طبيعة مهجنة، مؤشرات ذات طبيعة بورصية، وفيما يلي شرح لهذه المؤشرات⁹:

- **مؤشرات ذات طبيعة محاسبية:** حتى منتصف الثمانينات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات الناتج الصافي "Rnet"، ربحية السهم الواحد "BPA"، نتيجة الإستغلال "Eexe"، والفائض الإجمالي للإستغلال.

⁸ عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 42.

⁹ pierre vernimmen, *finance d'entreprise*, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p 668

أما الجيل الثاني ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الأموال، وهي العائد على الأموال الخاصة، العائد على الأموال المستخدمة، وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات، كما أنها مؤشرات للأداء الاقتصادي¹⁰.

- **مؤشرات ذات طبيعة مالية:** يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية وهو **القيمة الحالية الصافية**، «وهي تعتبر أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حي تعكس القيمة الحالية الصافية عن مدى خلق (إنشاء) أو تدمير القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك سعيًا دائمًا لتحديد التدفقات المالية، ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين، إذن خلق القيمة من قبل الممولين، إذن خلق القيمة يساوي الفرق بين الأصل الإقتصادي والقيمة المحاسبية للأصل الإقتصادي، هذه الأخيرة التي تمثل قيمة الأموال المستثمرة في المؤسسة»¹¹.

خلق (إنشاء) / تدمير القيمة = قيمة الأصل الإقتصادي – القيمة المحاسبية للأصل

الاقتصادي¹²

«هذا المؤشر يتطور وفقًا لتوقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيرادات الأموال المستثمرة لمدة معينة حتى يسمحوا للأصل الإقتصادي للمؤسسة بأن يكون أعلى من قيمته المحاسبية»¹³

- **القيمة الإقتصادية "EVA":** تعبر القيمة الإقتصادية المضافة على " الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الإقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة، وتكلفة الموارد التي استخدمها"¹⁴.
وتحسب بالعلاقة التالية:

الربح الإقتصادي = الرأس المال المستثمر × (معدل على رأس المال المستثمر – معدل تكلفة رأس المال¹⁵)

¹⁰ Ibid, P640.

¹¹ pierre vernimmen, op.cit, P640.

¹² عبد الغني دادن، قياس الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، مرجع سابق، ص20.

¹³ pierre vernimmen, op.cit, P640

¹⁴ هواري سويسبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص 61.

- القيمة البورصية أو القيمة السوقية المضافة "MVA": وتحسب بالقانون التالي:

خلق القيمة = الرسملة البورصية – القيمة المحاسبية للأموال الخاصة¹⁶

- العائد الكلي للمساهم "TSR": يحسب ""مثل معدل مردودية المساهم، حيث يشتري السهم في بداية المدة، ثم يلمس توزيعات، والتي يفترض غالباً أن يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم جديدة، بالإضافة أن المساهم يقدر محفظته للأوراق المالية في نهاية المدة، على أساس أن سعر السهم يحسب بالعلاقة التالية¹⁷:

إنّ قيمة المؤسسة في الفكر المالي تختلف باختلاف طريقة القيم لهذا الغرض نميز بين ثلاثة أنواع لقيمة المؤسسة " القيمة المحاسبية"، " قيمة العائد/ المردودية"، " القيمة الاقتصادية"، ويكاد مصطلح القيمة يجاور المؤسسة أغلب الأبحاث والمقالات المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان دلالة أهمية الأول واقتترانه بالثاني وربما أيضاً دلالة على أهمية الثاني واقتترانه بالأول.

وتهدف النظرية المالية الحديثة إلى تعظيم قيمة المؤسسة من أجل استفادة الأطراف المتفاعلة في التنظيم وبالدرجة الأولى المساهمين.

ونظراً لأهمية الموضوع تمت مجهودات في مطلع التسعينات من قبل مجلس " Steven Stewart " و "CO" بتحديد مؤشرات التسيير المدرجة في "EVA" والتي تعرف بالقيمة الإقتصادية المضافة وهو ذاته قياس لأداء عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي ذو إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.

¹⁵ المرجع نفسه.

¹⁶ pierre vernimmen, op.cit, P.673

¹⁷ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: حالة بورصة الكويت(2006-2008)، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008، ص 10.