

المحور الثاني	تقسيمات القيمة (أنواعها)	الدرس الثالث	القيمة من المقارنة الاقتصادية، المالية والمحاسبية
أهداف الدرس	○ تحديد مختلف المقاربات والمداخل التي من خلالها تدرس القيمة؛ ○ التمكن من التفرقة بين مختلف أنواع القيمة وفق المقارنة الاقتصادية، المالية والمحاسبية؛ ○ التعرف على طرق وأساليب تحديد تلك القيم من خلال تدعيم الشرح بأمثلة تطبيقية؛ ○ توضيح كيفية الاستفادة من خلق القيمة وفقا لتلك المداخل في تسيير المؤسسات.		

تمهيد: ارتبط موضوع خلق القيمة بالنظرية المالية والاقتصادية، والذي يعكس العلاقة بين المؤسسة والسوق المالي والمؤسسات مفتوحة رأس المال، وذلك بهدف التمكن من رفع القدرة على تحقيق الفوائض المالية وتعظيم ثروة المساهمين من خلال تقييم أرباح الأسهم، المتولدة من الربح الاقتصادي المتبقي الذي يعمل كمؤشر للربحية.

من هنا يتضح أن خلق القيمة من طرف المؤسسات في الفكر الاقتصادي والمحاسبي والمالي يمكن اعتباره كأسلوب لقياس ثروتها ومعيار للتقييم يعكس أدائها من خلال العديد من المؤشرات التي سيتم التطرق إليها في هذه المحاضرة.

أولاً: القيمة من المقارنة الاقتصادية: تتحصل المؤسسة على هذه القيمة في شكل أرباح اقتصادية تتحقق كنتيجة للعمليات التشغيلية التي تقوم بها المؤسسة، وهنا يجب التفرقة بين الربح المحاسبي والربح الاقتصادي، كما يمكن أن تعبر على نوع آخر من القيمة وهي تلك التي تولدها المؤسسة كثروة (أرباح موزعة) للمساهمين في شكل عائد للسهم، والموضحة فيما يلي:

I. القيمة الاقتصادية المضافة (Value Added Economic (EVA): قد يتداخل مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والربح الاقتصادي فهناك من الباحثين من يعتبره نفس المصطلح، وهناك من يفصل بينهما في المعنى أو من ناحية فترة البروز والاستخدام فيرى أن (EVA) هي امتداد للربح الاقتصادي الذي لا يعد مفهوماً جديداً، فقد عرفه " ALFRED MARSHAL " في عام 1890 بأنه: " الربح الذي يبقى متوفر للمساهمين بعد خفض مكافأة أو تكلفة رأس المال المستخدم ".

من التعريف يتضح عدم وجود فرق بين المصطلحين ولكن الاستخدام الحقيقي والاهتمام بـ (EVA) كمؤشر لتقييم المؤسسات مع تحديد طريقة حسابه شاع منذ سنة 1991 بفضل الشركة الأمريكية للاستشارات الإدارية " ستيرن ستيوارت Stern Stewart "، والتي كانت تهدف بها إلى تقييم أداء تحقيق الثروة، كونها تعبر عن الربح الاقتصادي الصافي الذي تحققه المؤسسة بعد استبعاد كافة التكاليف أي تكلفة رأس المال الذي استثمارته لتحقيق تلك الأرباح، أما بالنسبة للنتيجة قد تعبر عن الربح أو الخسارة الذي يتبقى بعد طرح ثمن تكلفة جميع أنواع رأس المال المستعمل ويتم تقديرها بالعلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة - (متوسط التكلفة المرجح لرأس المال X إجمالي رأس المال المستثمر).

● تكلفة رأس المال: تمثل العائد الذي يعود لأصحاب المال المستثمر سواء كانت أموال ملكية أو استدانة.

● المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال **WACC: Weighted Average Cost of Capital**: أو **Cout Moyen** **CMPC Pondéré du Capital**

نستخدم المتوسط في حالة استثمار هيكل رأس المال متنوع، أي الاعتماد على مزيج من الأموال المستثمرة كالأسهم العادية الأسهم الممتازة، السندات والقروض المصرفية وغيرها، فلا تقتصر عملية التمويل على مصدر واحد من أشكال التمويل طويلة الأجل.

بالنسبة لأهمية هذا المؤشر يمكن القول أن القيمة الاقتصادية المضافة هي أقرب معيار في إظهار الربح الاقتصادي الحقيقي والتي تجعل المديرين يركزون أكثر على مقدار العوائد المولدة والتي يجب أن تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، وهي تعتبر الطريقة الصحيحة لحساب أرباح حملة الأسهم، ذلك أن الربح المحاسبي غير معبر تماما على ربحية المؤسسات.

وهو ما أكدته نتائج بعض الدراسات منها الأبحاث التي أجرتها شركة الاستشارات الإدارية " ستيرن ستوارت "، والتي أكدت أن القيمة الاقتصادية المضافة تعد محركا مهما لأداء الأسهم، وأنها أفضل طريقة يركز عليها في تقييم المؤسسات للحكم على أدائها إذ أن المؤسسة تقيم بالأرباح الاقتصادية لا المحاسبية نظرا لعدم كفاءة الطرق المحاسبية التقليدية، حيث أن المؤسسات قد تبدو رابحة ولكن الكثير منها في الحقيقة لا تعد كذلك، وفي هذا الصدد يقول " بيتر دراكر ": إلى أن تكسب الشركة عائدات أكبر من تكلفة رأس مالها، يمكن اعتبارها أنها تعمل بخسارة، وهي بذلك لا تحقق ثروة بل هي تتدمر ".

وقد تم توضيح هذا الفرق ومدى فعالية هذه الطريقة بمثال تطبيقي في الحصة الحضورية، وعموما تم استنتاج أن المؤسسة التي تتفوق هي التي تملك قيمة اقتصادية مضافة أعلى على المؤسسات الأخرى المنافسة التي تحقق قيم سالبة.

بالرغم من أهمية هذه الطريقة في تقييم أداء المؤسسات، فقد تم انتقادها من طرف بعض المفكرين، ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

من بين إيجابياتها يذكر أنها:

- أقرب معيار مالي في إظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للمؤسسات.
 - لا تعد مؤشرا حياديا لأنها تحقق التوفيق بين أهداف المسيرين وأهداف حملة الأسهم.
 - تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية المحققة من رأس المال المستثمر، والتي يجب أن تفوق تكلفته.
 - أداة تساعد المديرين في اتخاذ القرارات من خلال مبدئين هما:
- أولا الهدف المالي الرئيسي للمؤسسات يتمثل في السعي دائما وباستمرار في زيادة ثروة حملة الأسهم.

- قيمة المؤسسة تعتمد على درجة توقع المستثمرين لمدى تجاوز الأرباح المستقبلية تكلفة رأس المال.

أما بالنسبة للانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة أنها قد تتغير قيمتها لنفس الفترة وذلك لاختلاف طرق ونماذج تقييم الأصول المالية في حساب تكلفة رأس المال، إذ لا يوجد طريقة موحدة لتقدير تكلفة رأس المال بالنسبة كل مصدر تمويل.

II. القيمة الحالية الصافية: تعد هي أيضا من بين طرق أو أدوات التقييم، لكنها تتعلق بالمفاضلة بين مشروعين، أو الحكم على مدى نجاعة مشروع معين واحد، على عكس القيمة الاقتصادية المضافة التي تتعلق بالأرباح التشغيلية الصافية وتكلفة الأموال، فإن القيمة الحالية الصافية تتعلق بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشاريع الاستثمارية، ويوضح مبدأ التقييم من خلالها في الحالات التالية:

في حالة تقييم جدوى المشروع الواحد: إذا كان صافي القيمة الحالية للمشروع موجبا فإن المشروع يعتبر مربحا ومقبولا، أما إذا كان سالبا فإن المشروع يعتبر خاسرا ومرفوضا، وفي الحالة الاستثنائية إذا كان صافي القيمة الحالية معدوماً فإن المشروع يعتبر محايدا.

في حالة المفاضلة بين مشروعين أو أكثر: إذا كانت المؤسسة تختار من بين مشروعين بديلين فعليها أن تختار المشروع الذي يعطي أعلى صافي قيمة حالية، وفي حالة الاختيار من بين المشاريع المستقلة فيمكن للمؤسسة قبول جميع المشاريع التي لها صافي قيمة حالية موجبة إذا توفرت الموارد التمويلية لها.

هناك مقاييس للقيمة قد تتداخل من حيث المقاربات والمداخل، فبالنسبة لخلق القيمة للمساهمين ووفق نظريات الفكر المحاسبي والمالي فإن دراستها تأخذ البعد المالي، لأنها تمثل الثروة التي لأجلها يتم إنشاء القيمة، وفي نفس الوقت تعبر عن النصيب الحقيقي لأصحاب الأسهم العادية من الأرباح الصافية الموزعة والتي تمثل العائد الاقتصادي الناتج عن عملية استثمار الأموال، أي تمثل جزء من تكلفة رأس المال المستثمر، لذا قد تأخذ البعد الاقتصادي.

ثانيا: القيمة من المقاربة المالية والمحاسبية: إن محور النظرية المالية فحواه وأساسه تقدير قيمة المؤسسة التي تعتبر مهمة صعبة جدا، وفي نفس الوقت تعد ضرورية ومطلوبة للحكم على مدى كفاءتها وفعاليتها، من خلال تتبع تطور هذه القيمة عبر الزمن والتمكن من معرفة مختلف التأثيرات عليها، وذلك من أجل المشاركة في اتخاذ القرارات ذات الطابع المالي، كتلك المتعلقة بعمليات الشراء والبيع والاندماج وغيرها، أو القرارات المرتبطة بعملية التقييم ومدى ملاءمة أساليب الإدارة، وعليه وفقا لهذا البعد الذي غالبا ما يأخذ الطابع الكمي والقابل للقياس العددي، يمكن تحقيق وتسجيل القيم التالية:

I. القيمة التساهمية: التي تعتبر كمييار للتقييم المالي لأداء المسيرين، فهي ترتبط بعوائد الأسهم وتمثل الأرباح أو الفوائض المالية التي تعود للمساهمين يعني تحقيق الثروة لهم، فالعمل بهذا المقياس قد يضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ

القرار وفقا للشرط المنصوص عليها، أي أن جميع القرارات تتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك، والسعي نحو تعظيم الأرباح حتى تزيد من معدل عائد السهم وبالتالي تعظم القيمة لهم.

الأرباح الصافية - توزيعات الأسهم الممتازة

عائد السهم الواحد EPS =

عدد الأسهم

ملاحظة: يجب التفريق بين **عائد السهم** الذي يعبر عن ربحيته والتي تعود إلى حملة الأسهم العادية، وبين **قيمة السهم** التي تمثل ثمن شراء أو بيع السهم، وهي تصنف إلى:

- **القيمة الإسمية للسهم:** هي القيمة التي يصدر بها عند الاكتتاب، أي قيمة السهم عند إصداره أو عند تأسيس الشركة أو القيمة التي يتم عندها بيع السهم عند الإصدار الأولي.
- **القيمة السوقية للسهم:** تتحدد في السوق نتيجة تداول الأسهم حسب حالة السوق إذا كان اتجاهه صاعد أو نازل (منخفض) تحت تأثير عوامل العرض والطلب، وحسب التوقعات المبينة على أداء المؤسسة الحالي وأرباحها وخسائرها.

II. القيمة المضافة (VA): تستخدم كمقياس للنمو باعتبارها تعكس نتائج المؤسسة المتعلقة بنشاطها، وهي تمثل الفارق بين المدخلات المالية المباشرة معبر عنها برقم الأعمال والإنتاج المخزن كطرف (إنتاج المؤسسة)، والمخرجات المالية المباشرة معبر عنها بالاستهلاكات الوسيطة المباشرة كطرف ثاني (استخداماتها الوسيطة).

ومن زاوية أخرى تعبر عن العلاقات التكاملية بين المؤسسات فتشكل فائضا اجماليا في القيمة متحقق من مقدار وحجم المدخلات القادمة من العملاء (المؤسسات الأمامية) والمخرجات الموجهة نحو الموردين (المؤسسات الخلفية)، وتحسب بالعلاقة التالية:

القيمة المضافة (VA) = إنتاج المؤسسة - استخداماتها الوسيطة (مستلزمات الإنتاج)

III. القيمة العادلة: وفق المعيار المحاسبي الدولي رقم (40) الصادر في عام 2000: تعرف **القيمة العادلة** بأنها: " المبلغ الذي يمكن مبادلة الاصل به بين أطراف مطلعة وراغبة في عملية متكافئة "، أي هي القيمة التي يمكن بموجبها تبادل أصل أو تسوية التزام من خلال معاملة منتظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس، والسعر الذي يتم الحصول عليه يعرف بسعر الخروج (EXIT PRICE) وسعر الخروج هو السعر الذي يمكن الحصول عليه من بيع أصل أو لتسوية التزام كقيمة عادلة.

IV. القيمة السوقية للأصول: هي القيمة التي يتم بها تداول الأصل في السوق، وإذا تحدثنا عن القيمة السوقية للمؤسسة فهي تمثل النتيجة التي يتم الحصول عليها من خلال ضرب العدد الإجمالي للأسهم بسعر السوق الحالي للسهم، إذا تمثل قيمة معينة لكن أساسها غير محدد، أي أن سعر السوق الحالي للسهم يتم تحديده على أساس تداولات المؤسسة.

V. القيمة التاريخية: تشير إلى قيمة الشراء الأصلية لأصول المؤسسة والتي تم تسجيلها في القوائم المحاسبية وفق مبدأ التكلفة التاريخية.

VI. القيمة الدفترية: هي القيمة الموجودة بالدفاتر المحاسبية للمؤسسة وهي تمثل حاصل طرح القيمة التاريخية للأصل والاهتلاكات المجمعة، أي طرح إجمالي الاهتلاكات من قيمة الأصل التاريخية، الناتج يسجل في الدفاتر.

من خلال ما تقدم عرضه والمتعلق بموضوع القيمة من المدخل الاقتصادي، المالي والمحاسبي، يشار إلى أن القيمة يعبر عنها بمقاييس أو معايير كمية أكثر من الوصفية، لأن القيمة ترتبط بتحقيق فوائد مالية، أو هامش ربح أو عائدات أسهم، أو قيمة أصول معينة سواء كانت تلك الأصول مادية أم معنوية، بينما في مجال العلوم الإدارية القيمة قد تعبر عن هدف معنوي يخص طرف معين أو نشاط ما ولكن تلك الأهداف المرتبطة بالتسيير والتنظيم والتحفيز، وتصب كلها في تحقيق الهدف الاستراتيجي للمؤسسة وهو خلق القيمة (ماديا أو اعتباريا) الذي تعلق مؤخرا بإنشاء أنظمة القيمة بدلا من تجزئة القيمة نظرا لارتباط المفهوم بالعديد من الأبعاد مشتركة، ويجدر ذكر ملاحظة مهمة جدا أن تلك المقاربات أو مداخل القيمة تعتبر مكملية لبعضها البعض فإثناء القيمة من الناحية التسييرية سيكون له الأثر البالغ والانعكاس الواضح على تحقيقها من الناحية الاقتصادية، والمفهوم الاقتصادي يشكل القاعدة المادية للتقييم المالي، ويمكن دراستها في حالة القياس والتقييم للأصول والذمة المالية من الجانب المحاسبي وكل ذلك يؤخذ بعين الاعتبار عند تقييم المؤسسات في الأسواق المالية.