



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي –

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

## تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الاقتصادية

- دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل.م.د في العلوم الاقتصادية

تخصص إدارة أعمال المؤسسات

إشراف الأستاذ:

أحسين عثمانبي

إعداد الطالبة:

مروى جوال

### لجنة المناقشة

د. بلال زويوش	✕	أستاذ محاضر – أ.	✕	جامعة أم البواقي	✕	رئيسا
د. أحسين عثمانبي	✕	أستاذ محاضر – أ.	✕	جامعة أم البواقي	✕	مشرفا
د. حمزة بوكفلة	✕	أستاذ محاضر – أ.	✕	جامعة أم البواقي	✕	عضوا
أ.د. منصف بن خديجة	✕	أستاذ التعليم العالي	✕	جامعة سوق أهراس	✕	عضوا
د. فضيلة بوطورة	✕	أستاذ محاضر – أ.	✕	جامعة تبسة	✕	عضوا
د. سعاد شعابنية	✕	أستاذ محاضر – أ.	✕	جامعة قالم	✕	عضوا

السنة الجامعية: 2018/2019



الله اعلم  
بما نزلنا من  
القرآن  
وما كنا  
بالاعلمين



## شكر وعرفان

بدعاء يشكر الله الذي له الحمد كله، وله الشكر كله، وله الفضل كله، وإليه يرجع الأمر كله والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين...

أتقدم بالشكر الجزيل والامتنان والتقدير إلى كل من ساعد بنصحه وارشاده في انجاز هذا العمل، على وأسمه الأستاذ المشرفه أحسين عثمانبي الذي لو يبدل علي بالنصح والتوجيه... والشكر موصول إلى كل أعضاء لجنة المناقشة...

كما أتقدم بالشكر إلى كل من علمني حرفاً خلال مسيرتي الدراسية والجامعية وأخص بالذكر أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير في جامعتي تبسة وأما البواقي...

والشكر موصول إلى كل من ساعد بنصيحة، كلمة طيبة، أو دعوة، وإلى كل من قدم لي يد المساعدة من قريب أو من بعيد.

الباحثة

## إهداء

إلى معلمي، وقدوتي والواقف دائما وراء نجاحي، والدي الحبيب. أقول:

"ملوك بحق لا يروا ولا يعبأ  
وزبج رجال كان في العيش هممهم  
وأنت لعمري أعمق الناس بالدني  
لكل من الدارين تُعطي حقوقها  
إذا ذكر العزائم كنت موقما  
وإن نُفّر الزمان كنت لك التهورى"

إلى الصديقة والرفيقة..... أمي الغالية...

إلى خالتي العزيزة "نبهة" ..... تقديرا لتضحياتها...

إلى جدي "عانس" وخالتي سميرة وخولة، وكل أخواتي وإخوتي وأبناءهم وأزواجهم  
وكل الأقارب والأحباب؛

إلى أخي الصغير "تيفه" عسى أن يوفقه الله إلى طريق العلم والمعرفة...

إلى رقيقات دربي وكل زملاء وزميلات الدراسة والعمل مستقبلا...

إلى كل نفس تواقه للعلم والمعرفة تحاول إخراج الأمة من الجهل.

مروى

# المملخصات

1. الملخص باللغة العربية

2. الملخص باللغة الفرنسية (Résumé)

3. الملخص باللغة الإنجليزية (Abstract)

## 1. الملخص:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية الهدف الأساسي للمؤسسة خاصة من وجهة نظر مالية، للاعتقاد بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن تتمحور حول ضرورة التوازن النسبي بين هدف الأرباح التشغيلية وهدف السيولة والقدرة على تسديد الالتزامات. من جهة أخرى، تعتبر القيمة هي نتيجة عملية القياس في اقتصاد السوق، فأداء المؤسسات الاقتصادية يقيم من خلال قدرتها على خلق القيمة لمساهميها ومقدار هذه القيمة، فهي أفضل المقاييس لأنها تأخذ بعين الاعتبار حساب المصالح طويلة الأجل لجميع أصحاب المصالح، وليس فقط المساهمين.

ولهذه الأسباب فإن المعرفة بكيفية خلق المؤسسات للقيمة وكيفية قياسها هي معدات فكرية حيوية في اقتصاد السوق. وفي هذا الصدد يمكن تعظيم قيمة المؤسسة عن طريق ادارة كل من الأصول المادية للمؤسسة والأصول الفكرية. لكن مع الولوج الى اقتصاد المعرفة أصبح رأس المال الفكري هو المحرك الأساسي للقيمة في المؤسسة. خاصة أن العديد من الباحثين فسروا الفجوة المتزايدة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة عن طريق رأس المال الفكري، فيما فسرها آخرون بأسباب تعود للعمليات اليومية للمؤسسة وعمليات التداول التي تغير من قائمة الميزانية وبيان الدخل وغيرها من التفسيرات. نتيجة لذلك، واصل العديد من النقاد الأكاديميين الدعوة إلى فهم أفضل لهذه الظاهرة.

بناء على ما سبق جاءت هذه الدراسة بهدف بحث تأثير رأس المال الفكري مقاسا عن طريق منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة VAIC<sup>TM</sup> على قيمة المؤسسة الاقتصادية مقاسة عن طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، من خلال دراسة حالة عينة تتكون من 16 مؤسسة مدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية خلال فترة 10 سنوات ممتدة من 2008 الى 2017 من ست قطاعات مختلفة. وذلك من أجل اختبار النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري التي مفادها أن رأس المال الفكري يفسر الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية. وكذا اختبار الفرضية الرئيسية الكبرى الثانية لرأس المال الفكري التي مفادها أن الكشف والإفصاح عن رأس المال الفكري يؤدي إلى زيادة الربحية، لذلك تم اضافة متغير تابع ثاني وهو الأداء المالي للمؤسسة قيس عن طريق ثلاث مؤشرات هي هامش الربح الصافي، العائد على الأصول، والعائد على الأموال الخاصة.

أظهرت نتائج تحليل البيانات باستخدام معادلات الانحدار الخطي البسيط والمتعدد أنه بالرغم من أن النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري تفسر الفجوة بين القيمة السوقية الى الدفترية عن طريق رأس المال الفكري، الا أنه في اطار المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة لم تتمكن الدراسة من تفسير نسبة 76.64 بالمئة من القيمة السوقية التي لم يتم ادراجها في القوائم المالية، عن طريق رأس المال الفكري مقاسا بمعامل القيمة الفكرية المضافة أو أحد مكوناته. فالمستثمرون لا يبدون أي رد فعل ايجابي تجاه المعلومات المالية المنشورة حول رأس المال البشري أو رأس المال الهيكلي أو رأس المال العامل. في المقابل يتفاعلون مع النتائج المالية للمؤسسة وهذا ما يفسر وجود علاقة ارتباط قوية بين VAIC ومكوناته ومؤشرات الأداء المالي. وجدت الدراسة ان VAIC وكفاءة رأس المال الهيكلي تؤثر على هامش الربح الصافي والعائد على الأصول. وكفاءة رأس

تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الاقتصادية  
- دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية -

المال البشري تؤثر على العائد على الأموال الخاصة. بينما لا تؤثر كفاءة رأس المال العامل على أي مؤشر من مؤشرات الأداء المالي المدروسة.

من المعتقد أن النتائج من الدراسة الحالية وفرت فهما لأهمية رأس المال الفكري في الاقتصاديات الناشئة بالتطبيق على الاقتصاد التونسي. في ظل هذه الاقتصاديات لا تزال المؤسسات تولي اهتماما للموارد المادية على حساب الموارد الفكرية. خاصة أن المؤسسات المدروسة لا تعتمد على رأس المال الفكري بشكل كبير كالمؤسسات عالية التكنولوجيا. كما أن مستوى كفاءة تشغيل سوق رأس المال في هذه الاقتصاديات يؤثر على العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة. بالإضافة الى ذلك فان جزءا من تفسير هذه النتيجة يعود لاعتبارات تتعلق بمنهجية VAIC المستخدمة في الدراسة. وبغض النظر عن هذه الأسباب، فإننا نعتقد بأن السياق العام والظروف التي مرت بها تونس خلال فترة الدراسة مثل المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني، درجة الوعي بثقافة التمويل عن طريق سوق رأس المال لدى رجال الأعمال، ومدى تقدم المسار الديمقراطي والظروف الأمنية للبلاد، كلها عوامل أثرت على تقييم المستثمرين للمؤسسات.

\*\*\*الكلمات المفتاحية: رأس المال الفكري، القيمة السوقية للمؤسسة، معامل القيمة الفكرية المضافة، كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلية، كفاءة رأس المال العامل، نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، الأداء المالي.

## 2. Résumé:

On considère la maximisation de la valeur marchande l'objectif principal de l'entreprise, en particulier d'un point de vue financier, de croire que toutes les décisions prises au sein de l'entreprise doivent être centrées sur la nécessité d'un équilibre entre l'objectif de résultat opérationnel et l'objectif de liquidité et le pouvoir de paiement des nécessités et des engagements. D'autre part, la valeur est le résultat du processus de mesure dans une économie du marché : la performance des sociétés économiques est évaluée par leur capacité à créer de la valeur pour leurs actionnaires et le montant de cette valeur. Ce sont les meilleures mesures car elles tiennent compte des intérêts à long terme de toutes les parties prenantes, pas seulement des actionnaires.

Pour ces raisons, la connaissance de la manière dont les entreprises créent de la valeur et comment la mesurer est un équipement intellectuel essentiel dans une économie de marché. À cet égard, la valeur de l'entreprise peut être maximisée en gérant à la fois les actifs physiques de l'institution et les actifs intellectuels. Cependant, avec l'avènement de l'économie de la connaissance, le capital intellectuel est devenu le principal moteur de valeur de l'entreprise. Surtout que de nombreux chercheurs ont interprété l'écart de plus en plus grand entre la valeur marchande et la valeur comptable de l'entreprise par le biais du capital intellectuel, alors que d'autres ont expliqué cet écart dû aux opérations quotidiennes de l'entreprise et aux transactions qui sortent de la liste du budget et de l'état des résultats et d'autres interprétations. En conséquence, de nombreux critiques académiques ont continué à préconiser une meilleure compréhension de ce phénomène.

Sur la base de ce qui précède, cette étude vise à examiner l'effet du capital intellectuel mesuré par la méthodologie VAIC<sup>TM</sup> sur la valeur de l'entreprise mesurée par le ratio cours/ valeur comptable en étudiant le cas d'un échantillon composé de 16 entreprises cotées à la bourse de Tunis. Sur une période de 10 ans, de 2008 à 2017, dans six secteurs différents. Afin de tester la première théorie majeure du capital intellectuel qui explique la différence entre la valeur marchande et la valeur comptable par le biais du capital intellectuel. En plus de tester la deuxième hypothèse majeure du capital intellectuel selon laquelle la divulgation du capital intellectuel conduit à une rentabilité accrue, une deuxième variable a été ajoutée: la performance financière de l'entreprise mesurée par trois indicateurs: la marge bénéficiaire nette, le rendement des actifs et la rentabilité des capitaux propres.

Les résultats de l'analyse des données utilisant des équations de régression linéaire simples et multiples ont montré que, bien que la première théorie majeure du capital intellectuel explique l'écart entre la valeur marchande et la valeur comptable par le capital intellectuel, dans le cadre d'entreprises cotées en bourse tunisiennes, l'étude n'a pas permis d'expliquer 76,64% de la valeur de marché qui n'a pas été incluse dans les états financiers, au moyen du capital intellectuel, telle que mesurée par le coefficient de la valeur intellectuelle ajoutée ou l'un de ses composants. Les investisseurs ne montrent aucune réaction positive aux informations financières publiées sur le capital humain, le capital structurel ou le fonds de roulement. À leur tour, ils interagissent avec les résultats financiers de l'entreprise, ce qui explique la forte corrélation entre le VAIC et ses composants et les indicateurs de performance financière. L'étude a révélé que le VAIC et l'efficacité du capital structurel affectent la marge bénéficiaire nette et le rendement des actifs. L'efficacité du capital humain influe sur la rentabilité des capitaux propres. Bien que l'efficacité du fonds de roulement n'affecte aucun des indicateurs de performance financière étudiés.

Les résultats de la présente étude auraient permis de mieux comprendre l'importance du capital intellectuel dans les économies émergentes en s'appliquant à l'économie tunisienne. Dans ces économies, les entreprises continuent de prêter attention aux ressources matérielles au détriment des ressources intellectuelles. Surtout que les entreprises étudiées ne dépendent pas du capital intellectuel, telles que les entreprises de haute technologie. En outre, l'efficacité du marché des capitaux dans ces économies affecte la relation entre le capital intellectuel et la valeur de l'entreprise. De plus, une partie de l'interprétation de cette constatation est due à des considérations liées à la méthodologie VAIC utilisée dans l'étude. Indépendamment de ces raisons, nous estimons que le contexte général et les circonstances vécus par la Tunisie au cours de la période à l'étude, tels que les indicateurs économiques de l'économie nationale, le degré de sensibilisation à la culture d'entreprise de la finance à travers le marché des capitaux, l'évolution du processus démocratique et les conditions de sécurité du pays, tout cela a influencé l'évaluation des entreprises par les investisseurs.

**\*\*\*Mots Clefs:** le capital intellectuel, la valeur marchande de l'entreprise, le coefficient de la valeur intellectuelle ajoutée, l'efficacité du capital humain, l'efficacité du capital structurel, l'efficacité du capital employé, le ratio cours/ valeur comptable, la Performance financière.

### 3. Abstract:

Maximizing market value is considered the main objective of the firm, especially from a financial point of view, to believe that all decisions taken within the company must be centered on the need to balance the objective of operating income with the objective of liquidity and the power to pay for needs and commitments. On the other hand, value is the result of the measurement process in a market economy: the performance of firms is assessed by their ability to create value for their shareholders and the amount of that value. These are the best measures because they take into account the long-term interests of all stakeholders, not just shareholders.

For these reasons, knowledge of how firms create value and how to measure it is essential intellectual equipment in a market economy. In this regard, the value of the company can be maximized by managing both the firm's physical assets and intellectual assets. However, with the advent of the knowledge economy, intellectual capital has become the firm's main value driver. Especially since many researchers have interpreted the growing gap between the market value and book value of the company through intellectual capital, while others have explained this gap due to the company's daily operations and transactions that go beyond the budget and income statement list and other interpretations. As a result, many academic critics have continued to advocate for a better understanding of this phenomenon.

On the basis of the above, this study aims to examine the effect of intellectual capital measured by the VAIC™ methodology on the value of the firm measured by the market to book value ratio by studying the case of a sample composed of 16 firms listed on the Tunis stock exchange. Over a 10-year period, from 2008 to 2017, in six different sectors. To test the first major theory of intellectual capital that explains the difference between market value and book value through intellectual capital. In addition to testing the second major intellectual capital hypothesis that disclosure of intellectual capital leads to increased profitability, a second variable was added: the company's financial performance measured by three indicators: net profit margin, return on assets and return on equity.

The results of the data analysis using simple and multiple linear regression equations showed that, although the first major theory of intellectual capital explains the difference between market value and book value by intellectual capital, in the case of Tunisian listed companies, the study did not explain 76.64% of the market value that has not been included in the financial statements, using intellectual capital, as measured by intellectual value added coefficient or one of its components. Investors show no positive reaction to published financial information on human capital, structural capital or capital employed. In turn, they interact with the company's financial results, which explains the strong correlation between VAIC and its components and financial performance indicators. The study found that VAIC and structural capital efficiency affect net profit margin and return on assets. Human capital efficiency affects the return on equity. Although the effectiveness of working capital does not affect any of the financial performance indicators studied.

The results of this study would have provided a better understanding of the importance of intellectual capital in emerging economies by applying it to the Tunisian economy. In these economies, companies continue to pay attention to material resources at the expense of intellectual resources. Especially since the companies studied do not depend on intellectual capital, such as high-tech companies. In addition, the efficiency of the capital market in these economies affects the relationship between intellectual capital and corporate value. In addition, part of the interpretation of this finding is due to considerations related to the VAIC methodology used in the study. Regardless of these reasons, we believe that the general context and circumstances experienced by Tunisia during the period under review, such as economic indicators of the national economy, the degree of awareness of the corporate culture of finance through the capital market, the evolution of the democratic process and the country's security conditions, all influenced the investors' assessment of the company.

\*\*\***Keywords:** intellectual capital, market value of the company, value added intellectual coefficient, human capital efficiency, structural capital efficiency, capital employed efficiency, market to book value ratio, Financial performance.

# قائمة المختصرات

قائمة المختصرات

المختصرات	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
<b>IC</b>	Intellectual Capital	رأس المال الفكري
<b>VAIC™</b>	Value Added Intellectual Capital	معامل القيمة الفكرية المضافة
<b>HCE</b>	Human Capital Efficiency	كفاءة رأس المال البشري
<b>SCE</b>	Structural Capital Efficiency	كفاءة رأس المال الهيكلي
<b>CEE</b>	Capital Employed Efficiency	كفاءة رأس المال العامل
<b>M/B</b>	Market to Book Value Ratio	نسبة القيمة السوقية الى الدفترية
<b>GPM</b>	Gross Profit Margin	هامش الربح الصافي
<b>ROA</b>	Return On Asset	العائد على الأصول
<b>ROE</b>	Return On Equity	العائد على الأموال الخاصة
<b>VA</b>	Value Added	القيمة المضافة
<b>OP</b>	Operating Profit	الربح التشغيلي
<b>EC</b>	Employee Costs	تكاليف العمال
<b>D</b>	Depreciation	انخفاض القيمة في الأصول
<b>A</b>	Ammortisation	الاهتلاكات
<b>MV</b>	Market Value	القيمة السوقية للأسهم العادية
<b>BV</b>	Book Value	القيمة الدفترية للأسهم العادية
<b>NI</b>	Net Income	الدخل الصافي
<b>BT</b>	Business Turnover	رقم الأعمال
<b>IBIT</b>	Income Before Interest and Taxes	النتيجة قبل الفائدة والضريبة
<b>TA</b>	Total Assets	مجموع الأصول
<b>NI</b>	Net Income	النتيجة الصافية
<b>SE</b>	Stockholder's Equity	الأموال الخاصة
<b>RC</b>	Relational Capital	رأس مال العلاقات
<b>CC</b>	Customer Capital	رأس المال الزبوني
<b>KE</b>	Knowledge Economy	اقتصاد المعرفة
<b>KM</b>	Knowledge Management	ادارة المعرفة
<b>ICM</b>	Intellectual Capital Management	ادارة رأس المال الفكري

## قائمة المختصرات

برنامج تحقيق رأس المال الفكري	Intellectual Capital Realization Programme	<b>ICRP</b>
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	<b>EVA</b>
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	<b>MVA</b>
بطاقة الأداء المتوازن	balancedScorecard	<b>BSC</b>
التخطيط، التنظيم، التنفيذ، والقياس	Planning, Organizing, Executing, Measuring	<b>POEM</b>
التحديد، التغذية، والتخصيص	Defining, Nurturing, Allocating	<b>DNA</b>
كبير موظفي المعرفة	Chief Knowledge Officer	<b>CKO</b>
نائب رئيس إدارة رأس المال الفكري	Vice President of Intellectual Capital Management	<b>VP of ICM</b>
نموذج التنشئة الاجتماعية، التخريج، الدمج، والاستيعاب الداخلي	Socialization, Externalization, Combination and Internalization model	<b>SECI</b>
ادارة السلامة والصحة المهنية	Occupational Safety and Health Administration	<b>OSHA</b>
المحاسبة الادارية المعتمدة	Certified Management Accountant	<b>CMA</b>
صنع السياسات والإبلاغ والقياس والموضوعات غير الملموسة وتنمية المهارات والإدارة	Policy-making, Reporting, measurement, Intangible topics, Skills development and Management	<b>PRISM</b>
قياس الأصول غير الملموسة لفهم وتحسين ادارة الابتكار	MEasuRing Intangibles To Understand and improve innovation Management	<b>Meritum</b>
معدل الكسب للسعر	Price Earnings Ratio	<b>PER</b>
الاتحاد الأوروبي	European Union	<b>EU</b>
منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	OECD	<b>OECD</b>
الناتج المحلي الاجمالي	Gross domesticproduct	<b>GDP</b>
هو مؤشر أسهم يستند إلى 500 شركة كبيرة مدرجة في البورصات الأمريكية	Standard & Poor's500	<b>S&amp;P500</b>
صندوق النقد العربي	Arab Monetary Fund	<b>AMF</b>

# فہارس

III	شكر وتقدير
IV	الإهداء
IX-VI	الملخصات
XII-XI	قائمة المختصرات
XIX- XIV	الفهارس
23-2	مقدمة

## الفصل الأول: الإطار النظري لفهم، تصنيف، قياس، وإدارة رأس المال الفكري

25	تمهيد
26	المبحث الأول: نظرية رأس المال الفكري: بين حداثة المفهوم وسوء فهم النظرية
26	المطلب الأول: من الاهتمام بالموارد البشرية إلى ولادة نظرية رأس المال الفكري
30	المطلب الثاني: البحث في طبيعة رأس المال الفكري
34	المطلب الثالث: نحو فهم أفضل لنظرية رأس المال الفكري
37	المبحث الثاني: تصنيفات رأس المال الفكري وإشكالية قياسه
38	المطلب الأول: تصنيفات رأس المال الفكري
42	المطلب الثاني: إشكالية قياس رأس المال الفكري: بين القيود المحاسبية وحتمية القياس واختيار منهجية القياس المناسبة
48	المطلب الثالث: نماذج قياس رأس المال الفكري
54	المبحث الثالث: إدارة رأس المال الفكري من أجل خلق القيمة
54	المطلب الأول: الإدارة في ظل اقتصاد المعرفة: من إدارة الآلات إلى إدارة المعرفة ورأس المال الفكري
58	المطلب الثاني: إدارة رأس المال الفكري: لا ندير المعرفة وإنما ندير خلق القيمة
63	المطلب الثالث: نماذج إدارة رأس المال الفكري
67	خلاصة الفصل الأول

## الفصل الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة الاقتصادية

70	تمهيد
71	المبحث الأول: مدخل إلى القيمة
71	المطلب الأول: القيمة في الفكر الاقتصادي والإداري
71	أولاً: القيمة في الفكر الاقتصادي
76	ثانياً: القيمة في الفكر الإداري

77	المطلب الثاني: أهمية مؤشر القيمة.....
80	المطلب الثالث: خلق القيمة في المؤسسة.....
86	المبحث الثاني: قيمة المؤسسة الاقتصادية: المفهوم، مداخل التقييم، وتأثير القرارات المالية.....
86	المطلب الأول: ضبط تعريف لقيمة المؤسسة.....
91	المطلب الثاني: تقييم المؤسسة: الهدف من التقييم واختيار مدخل التقييم المناسب.....
98	المطلب الثالث: تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة.....
98	أولاً: تأثير هيكل رأس المال على القيمة.....
103	ثانياً: تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة.....
107	ثالثاً: تأثير فرص الاستثمار على القيمة.....
108	المبحث الثالث: قيمة المؤسسة من وجهة نظر اجتماعية: نقد القيمة السوقية.....
108	المطلب الأول: قيمة المساهم مقابل قيمة أصحاب المصالح.....
111	المطلب الثاني: نظرية أصحاب المصالح كبديل لنظرية المساهم.....
114	المطلب الثالث: المسؤولية الاجتماعية كوسيلة لتحقيق قيمة أصحاب المصالح.....
117	خلاصة الفصل الثاني.....

## الفصل الثالث: العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية

120	تمهيد.....
121	المبحث الأول: مبادئ خلق القيمة في ظل اقتصاد المعرفة.....
121	المطلب الأول: تحول المعرفة من سلعة حرة إلى سلعة اقتصادية.....
125	المطلب الثاني: منطق خلق القيمة من المعرفة.....
129	المطلب الثاني: عوائد الاستثمار في المعرفة.....
131	المبحث الثاني: دور رأس المال الفكري في تعظيم قيمة المؤسسة.....
131	المطلب الأول: رأس المال الفكري كجزء من القيمة السوقية للمؤسسة.....
135	المطلب الثاني: نظام رأس المال الفكري: مصدر خلق القيمة في المؤسسة.....
140	المطلب الثالث: الاستثمار في رأس المال الفكري وأداء المؤسسة.....
146	المبحث الثالث: تتبع الروابط بين أشكال رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة.....
146	المطلب الأول: دور رأس المال البشري في تعظيم القيمة: عوائد الاستثمار في الموارد البشرية.....
151	المطلب الثاني: رأس مال الابتكار: حلقة الوصل بين رأس المال الهيكلي وقيمة المؤسسة.....
153	المطلب الثالث: دور رأس المال الزبوني في تعظيم القيمة: قيمة المؤسسة تعني قيمة الزبائن.....

161 ..... خلاصة الفصل الثالث

**الفصل الرابع: اختبار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس**

164 ..... تمهيد

165 ..... المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية

165 ..... المطلب الأول: أخذ العينات والمشاركين

165 ..... أولا: تحديد عينة الدراسة

167 ..... ثانيا: تعريف المؤسسات محل الدراسة

171 ..... المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة ونموذج الانحدار

171 ..... أولا: تحديد متغيرات الدراسة

175 ..... ثانيا: نموذج الانحدار

176 ..... المطلب الثالث: تحديد تقنيات جمع البيانات وأدوات التحليل المستخدمة

176 ..... أولا: تقنيات جمع البيانات

177 ..... ثانيا: أدوات تحليل البيانات

178 ..... المبحث الثاني: نتائج قياس متغيرات الدراسة

178 ..... المطلب الأول: نتائج قياس رأس المال الفكري

194 ..... المطلب الثاني: نتائج قياس قيمة المؤسسة

189 ..... المطلب الثالث: نتائج قياس الأداء المالي

206 ..... المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة

206 ..... المطلب الأول: الإحصاء الوصفي وتحليل الارتباط

209 ..... المطلب الثاني: اختبار فرضيات الدراسة

209 ..... أولا: نماذج العلاقة بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية

212 ..... ثانيا: نماذج العلاقة بين رأس المال الفكري والأداء المالي

219 ..... المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة على ضوء الدراسات السابقة

224 ..... خلاصة الفصل الرابع

226 ..... الخاتمة

236 ..... قائمة المصادر والمراجع

..... الملاحق

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	عناصر رأس المال الفكري.....	41
02	مقارنة بين الدراسات الرائدة والدراسات المتقدمة حول رأس المال الفكري.....	138
03	توزيع عينة الدراسة حسب قطاعات النشاط.....	166
04	الحكم على كفاءة رأس المال الفكري.....	173
05	أبعاد رأس المال الفكري في قطاع خدمات المستهلك.....	179
06	أبعاد رأس المال الفكري في قطاع الصحة.....	180
07	أبعاد رأس المال الفكري في قطاع مواد الاستهلاك.....	181
08	أبعاد رأس المال الفكري في قطاع الصناعة.....	182
09	أبعاد رأس المال الفكري في قطاع المواد الأساسية.....	193
10	أبعاد رأس المال الفكري في قطاع البترول والغاز.....	193
11	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات قطاع خدمات المستهلك.....	185
12	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات قطاع الصحة.....	186
13	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات قطاع مواد الاستهلاك.....	186
14	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات قطاع الصناعة.....	187
15	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات المواد الأساسية.....	188
16	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لشركات قطاع البترول والغاز.....	189
17	مؤشرات الأداء المالي لشركة المغازة العامة.....	190
18	مؤشرات الأداء المالي لشركة مونوبري.....	191
19	مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية لأسواق الجملة.....	192
20	مؤشرات الأداء المالي لشركة أدوية.....	193
21	مؤشرات الأداء المالي لشركة البطارية التونسية أسد.....	194
22	مؤشرات الأداء المالي لشركة صنع المشروبات بتونس.....	195
23	مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية للتجهيز.....	196
24	مؤشرات الأداء المالي لشركة ألبان صناعية.....	197
25	مؤشرات الأداء المالي لشركة السكنى.....	198
26	مؤشرات الأداء المالي للشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية.....	199
27	مؤشرات الأداء المالي للشركة العقارية وللمساهمات.....	200
28	مؤشرات الأداء المالي للشركة العصرية للخزف.....	201
29	مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية للبلور.....	202
30	مؤشرات الأداء المالي لشركة آرليكيدي تونس.....	203
31	مؤشرات الأداء المالي لشركة تونس لمجنيبات الألمنيوم.....	204

205	..... مؤشرات الأداء المالي لشركة النقل بواسطة الأنابيب	32
207	..... الإحصاء الوصفي لجميع متغيرات الدراسة	33
208	..... تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة	34
209	..... نتائج الانحدار لأثر VAIC على M/B	35
211	..... نتائج الانحدار لأثر عناصر VAIC على M/B	36
212	..... نتائج الانحدار لأثر معامل القيمة الفكرية المضافة على الأداء المالي	37
214	..... نتائج الانحدار الخطي المتعدد لأثر عناصر VAIC على هامش الربح الصافي	38
216	..... نتائج الانحدار لأثر عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول	39
218	..... نتائج الانحدار الخطي المتعدد لأثر عناصر VAIC على العائد على الأموال الخاصة	40

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
6	مخطط الدراسة الفرضي.....	01
11	المقاربة النظرية للدراسة.....	02
61	إدارة رأس المال الفكري عن طريق هيكله وتنظيم المعرفة.....	03
64	مخطط مشروع ميريتوم لتقديم وإدارة رأس المال الفكري.....	04
65	المقاربة المقترحة من طرف المبادرة الدنمركية لإدارة والتقريب عن رأس المال الفكري.....	05
84	سلسلة القيمة لبورتر.....	06
137	مقاربة النظم لتدفق عناصر رأس المال الفكري وخلق القيمة في المؤسسة.....	07
144	لوحة معلومات أصول المعرفة.....	08
145	سلسلة قيمة المعرفة.....	09
149	سلسلة قيمة رأس المال البشري في إطار بطاقة الأداء المتوازن.....	10
156	مبدأ الشراء الرابع.....	11
160	الربط بين قيمة الزبون وقيمة المؤسسة.....	12
210	شكل الانتشار بين معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.....	13
213	شكل الانتشار بين معامل القيمة الفكرية المضافة وهامش الربح الصافي.....	14
214	شكل الانتشار بين معامل القيمة الفكرية المضافة والعائد على الأصول.....	15
216	حجم تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح الصافي.....	16
117	حجم تأثير عناصر VAIC على العائد على الأصول.....	17

# مقدمة

- أولاً: اشكالية الدراسة
- ثانياً: فرضيات الدراسة
- ثالثاً: أهداف الدراسة
- رابعاً: أهمية الدراسة
- خامساً: مبررات اختيار الموضوع
- سادساً: المنهجية والمقاربة النظرية للدراسة
- سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة
- ثامناً: حدود الدراسة
- تاسعاً: الدراسات السابقة
- عاشراً: مصطلحات الدراسة
- حادي عشر: تقسيم الدراسة
- ثاني عشر: صعوبات الدراسة

## مقدمة

مر علما الاقتصاد والادارة بالعديد من التطورات والمراحل التي أثرت على تعريف عناصر البقاء والاستمرار ومصادر الميزة التنافسية لدى المؤسسة الاقتصادية، حيث تميزت كل مرحلة بمجموعة من المبادئ، وحسب Tibor Hejj<sup>1</sup> فان مبادئ علم الاقتصاد والإدارة مستوحاة من مبادئ الحياة، فإذا نظرنا إلى جوانب الحياة الثلاث وهي الجانب المادي، الجانب الفكري، والجانب الروحي، يمكن ملاحظة أن تطور اهتمام الاقتصاد والادارة يتماشى مع هذه الجوانب، فهناك الطبقة المادية التي تقوم بشيء ما، الطبقة الوسطى التي تدور حول "التعاون"، وأعلى طبقة روحية تدور حول "القيادة". والانتقال من المادية إلى الروحية يقتضي التحول من التركيز على المصلحة الذاتية إلى الاهتمام بمصلحة المجتمع.

في مجال الاقتصاد، نحن نعيش مرحلة الطبقة الفكرية، فبعد أن كان اهتمام الاقتصادي ينصب بشكل أساسي ومنظم على النشاط الزراعي اثر الثورة الزراعية، أصبح يهتم بإنتاج السلع والخدمات أو "اقتصاد الآلة" أعقاب ثورة الصناعة، وذلك بسبب محدودية المصادر الطبيعية وتعقد أنماط الحياة وظهور العديد من مصادر الطاقة، ثم انتقل إلى الاهتمام بإنتاج المعرفة عقب ثورة الاتصال والمعلومات والدخول إلى مرحلة "اقتصاد المعرفة" الذي تسبب في تغيير الكثير من وقائع ومظاهر العالم. فقد تحولت المعرفة إلى عامل من عوامل الإنتاج ومنتج في آن واحد وانتقلت من مرحلة الإبداع الفردي إلى مرحلة الإنتاج الجماعي والمؤسسي. وفي مرحلة لاحقة بدأت الكثير من بؤادر الطبقة الروحية مثل الحديث عن أخلاقيات العمل المعرفي وخلق القيمة الاجتماعية من المعرفة.

أما في مجال الإدارة وفي عصر الطبقة المادية كانت القيم الأساسية مادية بشكل حصري، سواء في شكلها الأصلي، مثل الموارد الطبيعية، أو في وقت لاحق عندما تم تحويلها إلى موارد مالية أكثر تجريدية، أما في عصر الطبقة الفكرية فان القيم الأساسية تمثل الأصول غير الملموسة، سواء كانت ظاهرة مالية معقدة أو مجردة، ومثال ذلك تقييم المؤسسة على أساس طريقة التدفقات النقدية المخصومة أو الأصول غير الملموسة تماما، أما عصر الطبقة الروحية فبؤادها في نظرية الإدارة الحديثة التي تحث على توجيه أهداف المؤسسة نحو أصحاب المصلحة بشكل شامل بما فيهم مصلحة المجتمع الخارجي.

في خضم التحول الى اقتصاد المعرفة والتركيز على القيم الفكرية، أعيد تعريف مصادر المنافسة لدى المؤسسات الاقتصادية من المصادر الطبيعية والموارد المادية والنقدية إلى العناصر غير الملموسة كالقدرات العقلية والتنظيمية التي تشكل ما يعرف برأس المال الفكري الذي يعد عنصرا غير قابل للتقليد بسهولة على عكس العناصر الأخرى، وهذا ما أكده بيتر دراكر في كتابه "تحديات الإدارة في القرن الحادي والعشرين" عندما أشار إلى أن أهم الأصول في مؤسسات القرن الماضي تمثلت في

<sup>1</sup> Tibor Hejj, **The Economy of Sharing**, Chapter 11 in: Zsolnai László, Issues in Business Ethics: Spirituality and Ethics in Management, Springer-Verlag, 2005, PP: 141 143.

معدات الإنتاج وستكون أكثر الأصول قيمة المؤسسة القرن الحادي والعشرين هي العمال ذو المعرفة وإنتاجيتهم. كما أن رأس المال الفكري يعكس الجانب الفكري لمراحل تطور الاقتصاد والادارة وفي مرحلة لاحقة الجانب الروحي عندما أدرج القيمة الاجتماعية في نواتج المعرفة.

مع تغير معادلة الإنتاج والمنافسة وتضمنها لبعده المعرفة أصبح من الضروري على المؤسسات الاهتمام بقياس رأس المال الفكري وإدارته والاستثمار فيه ليس باعتباره موضة أو تكنولوجيا إدارية فقط ولكن لدوره في تحقيق الهدف النهائي للمؤسسة ونتيجة القرارات المالية وهو تعظيم قيمة المؤسسة، هذا المصطلح يكاد يجاور مصطلح المؤسسة في أغلب الأبحاث والمقالات المعاصرة، فهما مصطلحان متلازمان دلالة على أهمية الأول واقتزانه بالثاني وأيضاً دلالة على أهمية الثاني واقتزانه بالأول. كما أن اتساع الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسات دفع الكثير من الباحثين لتفسير هذا الفرق والذي أعزوه في كثير من الأحيان الى تزايد رأس المال الفكري في المؤسسات. فالعلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة علاقة معروفة فرأس المال الفكري إلى جانب رأس المال المادي يشكلان قيمة المؤسسة.

كما أن هذه العلاقة ذات خلفية تاريخية، فقد اعتمدت مؤسسات الانترنت في طفرة الدوت كوم على مقاييس غير مالية مثل عدد العملاء وتكاليف البحث والتطوير، لأنهم اعتبروا هذه المقاييس كأصول غير ملموسة،<sup>1</sup> وقد شجع ظهور رأس المال الفكري خلال التسعينات على تفسير وتبرير تقييمات أسهم هذه المؤسسات التي لا تأخذ في الاعتبار -إلا قليلاً- عوامل الإنتاج التقليدية،<sup>2</sup> الأمر الذي أدى في البداية إلى ارتفاع القيمة السوقية لهذه المؤسسات، إلا أن عدم قدرتها على تحويل هذه الأصول إلى رأس مال، إضافة إلى إهمال المقاييس المالية كنسبة سعر السهم إلى الربح أو التدفق النقدي المقدر بالقيمة الحالية بسبب عدم وجود مكاسب إيجابية أو سيولة،<sup>3</sup> وبالتالي تجاهل قاعدة اقتصادية أساسية مفادها أن العائد على رأس المال المستثمر والنمو تولد قيمة وتؤدي إلى الحفاظ عليها، أدى إلى انخفاض قيمة هذه المؤسسات وانفجار فقاعة الانترنت سنة 2000. وحتى الأزمات الاقتصادية التي بدأت سنة 2007 تعزى إلى حد كبير لسوء فهم أو تطبيق لهذه القاعدة،<sup>4</sup> إضافة إلى أن جشع المؤسسات في تعظيم قيمة المساهم على حساب باقي أصحاب المصالح كان سبباً رئيسياً في هذه الأزمات، والتي أثبتت أنه لتضمين الأصول الفكرية في قيمة المؤسسة يجب أن تحقق عائداً على رأس المال المستثمر مع النمو. وبهذه الطريقة يصبح هذا العائد هو نتيجة لتعظيم قيم جميع أصحاب المصالح وليس المساهمين فقط.

<sup>1</sup> سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، ترجمة: أمين الأيوبي، إدارة العملاء كاستثمارات طويلة الأمد: القيمة الاستراتيجية للعملاء على المدى الطويل، الدار العربية للعلوم- ناشرون، بيروت، 2006، ص: 16-20، 121.

<sup>2</sup> Alison Dean, Martin Kretschmer, **Can Ideas Be Capital? Factors of Production in the Postindustrial Economy: A Review and Critique**, The Academy of Management Review, Vol. 32, No. 2, Academy of Management, Apr., 2007, P: 587.

<sup>3</sup> سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

<sup>4</sup> Tim Koller, Marc Goedhart and al (McKinsey & Company), **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Fifth edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2010, pp: 5-8

بالرغم مما سبق الا أنه يمكن رصد الكثير من الاشكاليات التي ترافق العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة. ومن خلال هذه الدراسة سنحاول تقديم اجابات مبدئية على ثلاث أنواع من الاشكاليات. أولاً: بالرغم من أن العلاقة معروفة الا أن كيفية تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة لا يزال محل تحقيق ونظر من قبل الباحثين. وفي هذه الدراسة يتم تبني منظورين للإجابة على هذه الاشكالية، المنظور الأول هو منظور خلق القيمة ومفاده أن رأس المال الفكري يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية. هذا المنظور تم تبنيه في أغلب الدراسات التي بحثت العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة. أما المنظور الثاني فهو المنظور المحاسبي التقليدي ومفاده، حسب **Carlucci** وآخرون و **Marr** وآخرون، أن رأس المال الفكري لا يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية وإنما يساهم في تحسين مقاييس الأداء المالي، وبالتالي فإن القيمة الناتجة هي نتيجة لقدرة المؤسسة على ادارة عملياتها التجارية. ثانياً: نظراً إلى أهمية الاقتصادات الناشئة في تحقيق الرفاهية العامة للاقتصاد العالمي وتحقيق التوازن فيه، فمن المهم إنشاء فهم لتنمية رأس المال الفكري في بيئات اجتماعية وسياسية واقتصادية مختلفة. والدراسة الحالية هي من الدراسات التي تحقق في كيفية هذا التأثير في الأسواق الناشئة. وهي بورصة تونس. ثالثاً: تؤثر زاوية البحث على هذه العلاقة. فقد درس رأس المال الفكري من زوايا بحثية مختلفة، أهمها: المستوى الكلي والمستوى الجزئي. وهذه الدراسة تبحث هذه العلاقة على المستوى الجزئي الذي يركز على جانب ادارة رأس المال الفكري، عن طريق تفصيل اجمالي رأس المال الفكري الخاص بهذه المؤسسات إلى فئات وصفية أصغر باستخدام منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة **VAIC**. مما يسمح للمدراء بتطوير وإدراك إمكاناتها داخل هذه المجالات. وهذا على نقيض المستوى الكلي الذي يعتمد اقتصادياً ويتعامل مع القيمة الإجمالية لرأس المال الفكري بهدف رفع الوعي الإداري لإدارة الموارد التي لا توجد عادة في الميزانية العمومية.

### أولاً: اشكالية الدراسة

أكدت العديد من الدراسات (**Stewart**، **Fourati** و **Afes**، **Maditinos**، و **Goo Tseng**) أن الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسات آخذة في الاتساع، وقد فسرت هذه الفجوة عن طريق رأس المال الفكري وهو ما يعطي صورة واضحة بأن القيمة الاضافية التي لا تظهر في التقارير المحاسبية هي نتيجة للاستثمار في رأس المال الفكري. تم دعم هذه الحجة وتفسيرها من قبل العديد من الباحثين ومثال ذلك تفسير **Fourati** و **Afes** بأن المؤسسات التي تشير إلى الأصول غير الملموسة الأعلى سيكون لها رد فعل إيجابي من السوق. ودليل ذلك ملاحظة زيادة الأصول غير الملموسة للمؤسسات التي تم تقييمها في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي وارتفاع النسبة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية باستمرار، ومع ذلك كان هناك تقريباً انخفاض كبير مماثل في النسبة مع انفجار "فقاعة الإنترنت" في عام 1999. نتيجة لذلك، واصل العديد من النقاد الأكاديميين الدعوة إلى فهم أفضل لهذه الظاهرة، لأنه إذا قيل أن 80 في المائة من قيمة المؤسسة الممثلة في رأس المال الفكري لم تسجل في الميزانية العمومية، فإن هذا من جهة يفوت فرصة لفهم كيف يمكن لموارد رأس المال الفكري إنشاء القيمة، ومن جهة أخرى أدى هذا إلى إعلان الأكاديميين أن نظم المحاسبة المالية الحالية غير كافية

لتحديد القيمة والموارد الاقتصادية، وأن هذا أمر إشكالي لأن صافي أصول المؤسسة أقل من قيمتها. بالإضافة الى ذلك، فان الدراسات التجريبية التي حققت في هذه العلاقة قد اختلفت بنتائج متناقضة. مما يفتح المجال لمزيد من التحقيقات في هذا الموضوع. وعليه فقد جاءت هذه الدراسة ضمن سياق خاص في محاولة للإجابة على التساؤل الرئيسي الآتي: الى أي مدى يمكن لرأس المال الفكري أن يؤثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية؟ وما واقع ذلك في المؤسسات المدرجة في بورصة تونس؟

ولإبراز معالم مشكلة الدراسة ببعديها النظري والتطبيقي، تم طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

1. فيما تتمثل مختلف أبعاد رأس المال الفكري؟ وماهي العلاقة بينها؟
2. كيف يمكن قياس قيمة المؤسسة بحيث تعكس مختلف قيم أصحاب المصالح؟
3. كيف يؤثر كل بعد من أبعاد رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة؟

#### ثانيا: فرضيات الدراسة

ان وجود دراسات نظريات تفسر العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية، بالإضافة الى تفسير هذه العلاقة من قبل العديد من الدراسات السابقة دفع الى تبني الفرضيات الآتية:

#### الفرضية الرئيسية الأولى:

المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفع لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة.

#### الفرضيات الفرعية الأولى:

- المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال بشري مرتفعة لديها نسبة القيمة السوقية الى الدفترية مرتفعة.
- المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال هيكلية مرتفعة لديها نسبة القيمة السوقية الى الدفترية مرتفعة.
- المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال عامل مرتفعة لديها نسبة القيمة السوقية الى الدفترية مرتفعة.

#### الفرضية الرئيسية الثانية:

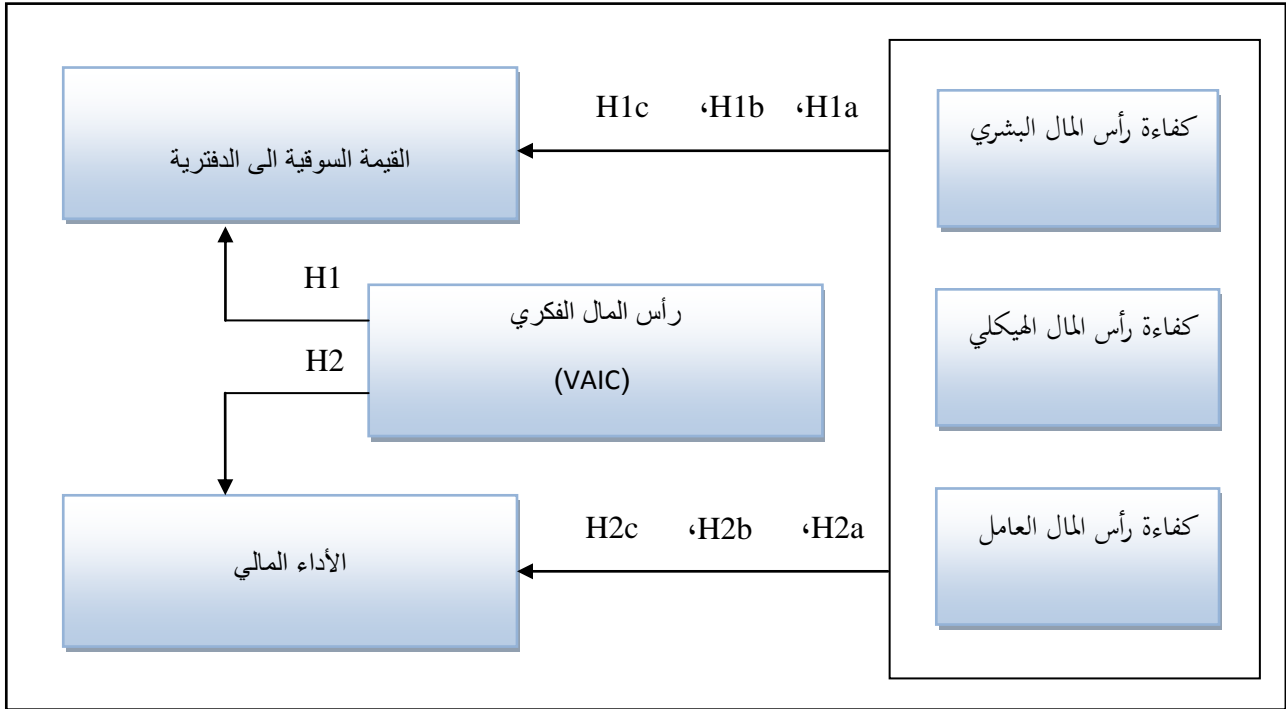
المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفع لديها أداء مالي مرتفع.

#### الفرضيات الفرعية الثانية:

- المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال بشري مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع.

- المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال هيكلية مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع.
  - المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال عامل مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع.
- وقد تم تمثيل علاقات الارتباط والأثر في مخطط الدراسة الفرضي كما في الشكل الآتي:

شكل رقم (01): مخطط الدراسة الفرضي



المصدر: اعداد الباحثة بناء على فرضيات الدراسة.

من خلال هذه الدراسة سيتم اختبار النظريتين الكبرتين حول رأس المال الفكري، من خلال طرح فرضيتين. الفرضية الأولى مفادها أن المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفع لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة. ويندرج تحت هذه الفرضية مجموعة من الفرضيات الفرعية تربط بين كل عنصر من عناصر القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية. مصدر هذه الفرضية هو النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري، حيث تفترض أن رأس المال الفكري يمثل الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة، وهو بذلك يفسر الفجوة بين القيمتين. أما الفرضية الثانية، مفادها أن المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع. كما أن المؤسسات التي لديها عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع. هذه الفرضية تؤيدها النظرية الثانية الكبرى لرأس المال الفكري التي مفادها أن الكشف والإفصاح عن رأس المال الفكري يؤدي إلى زيادة الربحية. بالإضافة الى ذلك، فإننا نحاول اختبار فرضية Daniela Carlucci وآخرون بأن القيمة الناتجة عن رأس المال الفكري هي نتيجة لقدرة المؤسسة على إدارة

عملياتها التجارية. وأن التحسينات في أداء الأعمال تعادل زيادة في القيمة الناتجة لأصحاب المصلحة الرئيسيين في مؤسسة ما.

### ثالثا: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى التحقيق التجريبي في العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية في المؤسسات المدرجة في بورصة تونس، وبحث امكانية تعميم النتائج في المؤسسات العربية والجزائرية بشكل خاص. اضافة الى عدة أهداف فرعية نوجزها في ما يلي:

- تحليل رأس المال الفكري إلى مكوناته الرئيسية بالاستناد الى تحليل الدراسات السابقة حول الموضوع، وقياسها، والبحث عن العلاقة بين هذه المكونات؛
- تحديد قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس باعتماد أحد مداخل التقييم التي تأخذ بعين الاعتبار مختلف قيم أصحاب المصالح؛
- دراسة تأثير مكونات رأس المال الفكري على قيمة المؤسسات الاقتصادية عموما والمؤسسات المدرجة في بورصة تونس بشكل خاص.
- دراسة تأثير مكونات رأس المال الفكري على مقاييس الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

### رابعا: أهمية الدراسة

عندما أسس بيتر دراكر -مطور الفكر الإداري الحديث- المادة الفكرية للمؤسسة الاقتصادية وحاكميتها وعمل المدير استوحى أفكاره من مبادئ حكم الدولة، فاستلهم من أعمال كل من أفلاطون وأرسطو في تركيزهما على الخطوط الرئيسية في حفظ التسلسل ومشكلة الخلافة والاحتراس ضد الخيانة التي استوحى منها الصياغة المنتظمة للمبادئ الناظمة، وكتاب تعليم أمير مسيحي من تأليف ارسموس Erasmus الذي اهتم بالصفات الشخصية المطلوبة من الحاكم بصفته الخادم الأول للدولة الذي استنتج منه الدور الشخصي للحاكم. وهو كما قال تيودور ليفيت Theodore Levit قدم معنى وألقى الضوء على موضوع المؤسسة وتجاوز الموضوع ذاته، فلم يكن الهدف دراسة المؤسسة فقط وإنما اعتبر أن دراستها وسيلة إلى غاية أكبر في فهم الجماعة والمجتمع.<sup>1</sup>

وبالتالي الدراسات التي تهتم بالمؤسسة الاقتصادية ينبغي أن يكون لها بعد كلي يمتد إلى فهم المجتمع وبنيتها الاقتصادية، وموضوع رأس المال الفكري وتأثيره على قيمة المؤسسة هو على قدر عالي من الأهمية لأن فهم آلية تفاعل الموارد الفكرية في

<sup>1</sup> جون أي فلاهرتي، ترجمة: مروان أبو جيب، بيتر دراكر مطور الفكر الإداري، مكتبة العبيكان، الرياض، 2004، ص ص: 114، 119، 571.

المؤسسة من موارد بشرية وهياكل وبرمجيات وابتكارات وعلاقات لتعظيم القيمة يتيح فهم هذه العلاقة على مستوى الدول، باعتبار أن الباحثين أجمعوا على أن أسباب تطور الأمم المتقدمة يعود إلى مواردها الفكرية وليس لمواردها المادية، ولعل تأخر دول العالم الثالث بالرغم من امتلاكها للإمكانيات المادية خير دليل على ذلك.

إضافة إلى عدة عناصر نوجزها فيما يلي:

- تناول متغيرات معاصرة وذات طبيعة مؤثرة في حياة المؤسسات الاقتصادية، والمتمثلة في رأس المال الفكري بإعتباره أحد أهم عوامل نجاح المؤسسات في ظل اقتصاد المعرفة من جهة، وتعظيم القيمة بإعتباره الهدف النهائي للمؤسسة؛  
- ربط رأس المال الفكري بقيمة المؤسسة هو للتأكد بأن القيمة المرتفعة للمؤسسات هي نتيجة الإستثمار في الأصول الفكرية وليس نتيجة ممارسات غير أخلاقية وغير مستدامة قد تعظم قيمة المساهم لكنها تؤثر على باقي أصحاب المصالح؛

- الدراسات السابقة تطرقت إلى تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة في الاقتصاديات المتطورة مثل وم أ، السويد، بريطانيا، كندا، استراليا، لكن القليل فقط تناول هذه العلاقة في الاقتصاديات النامية؛  
- قيمة هذه الدراسة في التحقيق التجريبي للعلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية باستخدام منهجية VAIC في سياق الاقتصاد التونسي؛  
- التحقيق في هذه العلاقة في سياق المؤسسات المدرجة في بورصة تونس وعبر قطاعات اقتصادية مختلفة يزيد من تباين المتغيرات ويسمح بتعميم نتائج الدراسة.

#### خامسا: مبررات اختيار الموضوع

تم اختيار الموضوع بناء على أسباب ذاتية وأخرى موضوعية يمكن إيجازها فيما يلي:

- إشباع رغبة شخصية لدى الباحث في الاستزادة بالمواضيع التي تعالج الجانب غير الملموس للمؤسسة الاقتصادية، وربطها بالهدف الرئيسي لها وهو تعظيم القيمة والثروة؛  
- اختيار دراسة تطبيقية عربية بعيدة عن المؤسسات الجزائرية يمنح الدراسة قدرا من الموضوعية. لاحظها الباحث عند اجراء الدراسة؛  
- إثراء المكتبة الجامعية بهذا النوع من البحوث التي تدرس العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة نظرا لقلّة الدراسات العربية في هذا المجال؛

- تشابه المؤسسات من حيث موارد الإنتاج دفع الباحثين إلى دراسة مصادر الميزة التنافسية غير القابلة للتقليد والتي تتمثل في رأس المال الفكري؛
- الاقتناع بالقيمة المميزة لرأس المال الفكري وادارته، وأن نجاح المؤسسات وتفوقها مرهون بحسن استثماره وتنميته؛
- الاعتقاد بأن ضعف أداء المؤسسات العربية والجزائرية بشكل خاص يعود إلى سوء إدارة رأس المال الفكري وعدم إدراكها لمتطلبات ذلك.

### سادسا: المنهجية والمقاربة النظرية للدراسة

نظرا لطبيعة الدراسة وفي محاولة لتحقيق أهدافها والوصول الى النتائج المرجوة، من المهم السير وفق منهج واضح ومحدد سواء في جانب الدراسة النظري أو التطبيقي، مع ضرورة تحديد الاجراءات المنهجية للدراسة. الى جانب المنهجية فان الأساس النظري والفكري للموضوع يعتبر على قدر كبير من الأهمية خاصة في العلوم الانسانية، بل أن البحث الذي لا يستند إلى نظرية هو نوع من العبث ومضبعة للوقت.

#### 1. منهجية الدراسة

في الجانب النظري، تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي للإحاطة بالمفاهيم الأساسية المرتبطة بمتغيرات الدراسة. تم تناول متغير رأس المال الفكري من خلال تحليل نتائج الدراسات السابقة في الموضوع، والتي تم تصنيفها الى ثلاث مجموعات تم على أساسها تحديد أقسام الفصل الأول الذي تناول موضوع رأس المال الفكري، وهي الدراسات المتعلقة بتعريف رأس المال الفكري وهي ذات الدراسات التي تبحث في تصنيفه، الدراسات المتعلقة بقياس رأس المال الفكري والافصاح عنه، وصنف ثالث تناول إدارة رأس المال الفكري من أجل خلق القيمة. وقد تم اختيار كل من الدراسات النظرية والتجريبية، والدراسات المنشورة والغير منشورة، وهذا الاختيار على أساس الدراسات الأكثر اقتباسا في مجال رأس المال الفكري، والدراسات الأكثر صلة بموضوع الدراسة. أما متغير قيمة المؤسسة فقد تم تناوله من خلال مراجعة مكثفة للكتب ونتائج المقالات العلمية في المجال.

أما في الجانب التطبيقي، فقد تم اتباع منهج دراسة الحالة. تم اختيار مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية عبر عدة قطاعات للنشاط. وذلك بغية الوصول إلى نتائج يمكن تعميمها على مؤسسات مشابهة.

تم قياس متغير رأس المال الفكري باعتماد معامل القيمة الفكرية المضافة VAIC<sup>TM</sup> ومكوناته المتمثلة في: كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي وكفاءة رأس المال العامل، وذلك نظرا للمزايا التي يوفرها مثل سهولة الاستخدام والتطبيق لاعتماده على البيانات الحاسوبية للمؤسسة، يوفر أساسا موحدًا ومتسقًا يسمح بالمقارنة الموضوعية بين عدة مؤسسات وعبر قطاعات مختلفة. بالإضافة الى أنه يعتمد على بيانات مدققة مما ينتج قياسات موضوعية وقابلة للتحقق. أما

متغير قيمة المؤسسة فقد تم قياسه عن طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية وقد تم اختيار هذا المؤشر نظرا للأسباب التي أوضحتها Mehralian وآخرون<sup>1</sup> وأكد عليها الكثير من الباحثين وهي أن القياس المحاسبي التقليدي للقيمة الموجود في الميزانية العمومية لا يعتبر كافيا للتأكيد على دور الأصول غير الملموسة كمصدر للقيمة الاقتصادية والثروة، وقد يؤدي الاعتماد على هذه التدابير إلى تضليل أصحاب المصلحة وصانعي القرار في تخصيص مواردهم، لأنه قد يؤدي فقط الى اظهار منظور المحاسب نحو تحقيق الأداء. بالإضافة الى ذلك فان هذا الاجراء يسمح باختبار الفرضية التي وضعها ستوارت وآخرون بأنه يمكن تفسير الارتفاع في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية عن طريق رأس المال الفكري.

تم اضافة متغير تابع ثاني وهو الأداء المالي للمؤسسة للأسباب الآتية: أولا، اختبار دور رأس المال الفكري في خلق القيمة من المنظور المحاسبي التقليدي، خاصة أن قياس رأس المال الفكري من خلال VAIC يعتمد على البيانات المحاسبية وبالتالي يتوقع أن يؤثر على بعض المؤشرات المحاسبية. ثانيا، اختبار الفرضية الرئيسية الكبرى الثانية لرأس المال الفكري التي مفادها أن الكشف والإفصاح عن رأس المال الفكري يؤدي إلى زيادة الربحية. ثالثا: اختبار فرضية Carlucci وآخرون<sup>2</sup> بأن رأس المال الفكري لا يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية وانما يساهم في تحسين مقاييس الأداء المالي، وأن القيمة الناتجة تعادل التحسن في مؤشرات الأداء. تم قياس الأداء المالي باعتماد ثلاث مؤشرات هي: هامش الربح الصافي، العائد على الأصول، والعائد على الأموال الخاصة.

بالنسبة لتقنيات جمع البيانات، فقد تم الاعتماد على تقنية تحليل الاحصائيات نظرا لأن متغيرات الدراسة قابلة للقياس الكمي مع توفر البيانات المطلوبة حول أداء المؤسسات محل الدراسة. تم بناء سلسلة زمنية لفترة عشرة سنوات تمتد من 2008 إلى 2017، بالاعتماد على البيانات المالية الواردة في التقارير المالية السنوية المنشورة للمؤسسات المدروسة. هذه التقارير تم الحصول عليها من الموقع الالكتروني لبورصة تونس التي تنشر بشكل دوري تقارير نشاط البورصة والمؤسسات المدرجة، والمواقع الالكترونية للمؤسسات محل الدراسة، وبعض المواقع المتخصصة في البورصات العربية.

## 2. المقاربة النظرية للدراسة

تستند الدراسة الى ثلاثة منظورات فكرية، المنظور الأول هو المنظور المبني على الموارد، المنظور الثاني هو منظور رأس المال الفكري، أما المنظور الثالث فهو المنظور المالي. وسيتم توضيح هذه المقاربة في الشكل (02).

<sup>1</sup> Gholam hossein Mehralian et Al., **Intellectual Capital and Corporate Performance in Iranian Pharmaceutical Industry**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2012, P: 139.

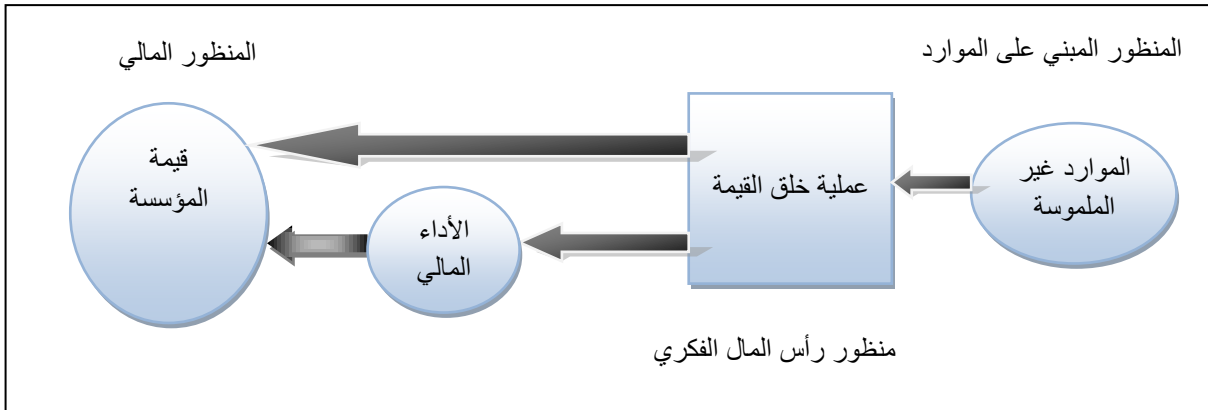
<sup>2</sup> Daniela Carlucci et Al., **The knowledge Value Chain: How Intellectual Capital Impacts on Business Performance**, Int. J. Technology Management, Vol. 27, No. 6/7, 2004, PP: 575- 590.

يتمثل الأساس النظري لرأس المال الفكري في المنظور المبني على الموارد، فوفقاً لـ Birger Wernerfelt<sup>1</sup>، تكتسب المؤسسة ميزة تنافسية وتحقق أداءً فائقاً من خلال الاحتفاظ بالأصول الاستراتيجية واكتسابها واستخدامها بفعالية. وتشمل هذه الأصول الأصول الملموسة والمادية وكذلك الأصول غير الملموسة التي تم استيعابها وتطويرها واستخدامها من قبل المؤسسة لمتابعة الاستراتيجيات التنافسية والمرجحة. الأصول المادية (المصنع، الممتلكات، المعدات، والتكنولوجيات الفيزيائية) قابلة للتقليد والاستبدال بسهولة، ويمكن تداولها في السوق. الأصول غير الملموسة هي قيمة، نادرة، غير قابلة للاستبدال ويصعب تقليدها، وهذا هو السبب في أنها تعامل على أنها أصول استراتيجية قادرة على توليد ميزة تنافسية مستدامة وأداءً مالي أعلى.

حسب المنظور المبني على الموارد، فإن التعرف على مكونات موارد المؤسسة يسمح بإبراز الموارد غير الملموسة التي تولد ميزة تنافسية للمؤسسة وتحقق نتائج مالية مرتفعة. لكن يجدر البحث عن كيفية تحويل هذه الموارد إلى نتائج ملموسة. وهنا يأتي منظور رأس المال الفكري الذي يركز على كيفية استخلاص القيمة القصوى من الموارد غير الملموسة وكيفية توزيع هذه الموارد.

تظهر نتائج استخلاص القيمة من رأس المال الفكري من خلال قيمة المؤسسة التي تقاس من المنظور المالي أي من خلال القيمة السوقية للمؤسسة.

### شكل رقم (02): المقاربة النظرية للدراسة



المصدر: اعداد الباحثة بناء على الدراسات السابقة في الموضوع.

في هذه الدراسة، المرور من القيمة التي تخلقها الموارد الفكري إلى قيمة سوقية مرتفعة للمؤسسة يحتمل فرضيتين. أما أن رأس المال الفكري يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة، وهذا ما تؤيده النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري ومفادها أن رأس المال الفكري هو الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة وتتأثر هذه القيمة بتطور رأس المال الفكري، فإذا

<sup>1</sup> Birger Wernerfelt, **A Resource-Based View of the Firm**, Strategic Management Journal, Vol. 5, No. 2, Apr. - Jun., 1984, PP: 171-180.

أرادت المؤسسة أن تحقق قيمة أعلى لأوراقها المالية، فمن الضروري لها إدارة والإفصاح عن رأس المال الفكري. واما أن الموارد الفكرية تؤثر بطريقة غير مباشرة على قيمة المؤسسة عن طريق التأثير على الأداء المالي. وهذه الفرضية تؤيدها النظرية الثانية الكبرى لرأس المال الفكري التي مفادها أن الكشف والإفصاح عن رأس المال الفكري يؤدي إلى زيادة الربحية. حيث أن رأس المال الفكري المفصح عنه أو أي نوع من المعلومات غير المالية تؤدي إلى زيادة الربحية عن طريق تخفيض تكلفة رأس المال، لأن تزويد السوق بالمعلومات الكافية والمناسبة حول الأصول الفكرية يؤدي إلى تحسين اتخاذ القرار من طرف المستثمرين ويساعد المسيرين ومجلس الإدارة بالنتائج الاقتصادية الايجابية.

### سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة

شمل مجتمع الدراسة مجموعة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية خلال فترة 10 سنوات ممتدة من 2008 الى 2017 وعددها 51 مؤسسة. بعد استثناء البنوك والمؤسسات المالية اقتضت الدراسة على 29 مؤسسة اقتصادية. وقد تم اختيار هذه المؤسسات نظراً لأن الدراسة تتطلب بيانات شاملة لمستوى الأداء التنظيمي لقياس رأس المال الفكري وقيمة المؤسسات، مما استلزم التركيز على المؤسسات المتداولة علناً، بالإضافة الى أنه تقرر من خلال هذه الدراسة تحديد مجموعة كبيرة من المؤسسات التي تمثل العديد من الصناعات لزيادة تباين المتغيرات وتعزيز تعميم النتائج.

تم اتباع عدة مراحل لاختيار العينة النهائية. أولاً، تم استثناء المؤسسات التي لم تنشر تقاريرها المالية لأحد السنوات المعنية بالدراسة، ثانياً، لضمان صحة البيانات تم اعتماد الشروط التي تم تحديدها في الدراسات السابقة، وهي استبعاد المؤسسات ذات القيمة الدفترية السالبة لحقوق الملكية، والشركات ذات القيمة السلبية لرأس المال البشري أو رأس المال الهيكلي من العينة. عدد هذه المؤسسات: 13 مؤسسة. وبالتالي: أصبحت العينة النهائية تشمل 16 مؤسسة من 6 قطاعات اقتصادية مختلفة، قطاع خدمات المستهلك، قطاع الصحة، قطاع مواد الاستهلاك، قطاع الصناعة، قطاع المواد الأساسية، وقطاع البترول والغاز.

### ثامناً: حدود الدراسة

من أجل التحكم في أبعاد الظاهرة المدروسة والوصول إلى نتائج موضوعية دقيقة، تم تحديد الإطار العام لمشكلة الدراسة الذي يسمح بالفهم الصحيح لمسار البحث. ولتحقيق ذلك تم إنجاز هذا البحث ضمن الحدود الآتية:

#### - الحدود النظرية

تم التركيز على رأس المال الفكري للمؤسسة الاقتصادية مع ربطها بالقيمة السوقية للمؤسسة بشكل خاص باعتبار أن هناك عدة أنواع من قيمة المؤسسة.

## - الحدود المكانية:

ركزت هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية.

## - الحدود الزمانية:

تمت دراسة رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس لفترة 10 سنوات من سنة 2008 إلى سنة 2017.

## تاسعا: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات التي بحثت تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك في عدة سياقات، فمنها من بحثت هذه العلاقة في الاقتصاديات الناشئة، وأخرى في الاقتصاديات المتطورة. كما بحث دراسات ثالثة في تفسير العلاقة بين المتغيرين. بالإضافة الى استخدام عدة أساليب لقياس متغيرات الدراسة. لكن الملاحظ في هذه الدراسات أنها اختلفت بنتائج متناقضة. وفيما يلي عرض لبعض وأهم الدراسات التي اعتمدت كأساس فكري وأدبي لإنجاز هذه الدراسة.

## 1- الدراسات الأجنبية:

## - دراسة Chun-Yao Tseng و Yeong-Jia James Goo سنة 2005 حول: رأس المال الفكري وقيمة

المؤسسة في اقتصاد ناشئ: دراسة تجريبية عن المصنعين التايوانيين.<sup>1</sup> تهدف هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة في اقتصاد ناشئ، بالتطبيق على 289 مؤسسة مدرجة في بورصة تايوان. تم تقسيم رأس المال الفكري الى: رأس المال البشري، رأس المال التنظيمي، رأس مال الابتكار، ورأس مال العلاقات. تم قياسه عن طريق استبيان. وتم اعتماد المقاييس الآتية لقياس قيمة المؤسسة: القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، VAIC وتوبين كيو Tobin'Q. وباستخدام نموذج المعادلة الهيكلية، توصلت الدراسة الى تصور 8 مسارات لخلق القيمة عن طريق رأس المال الفكري. كما بينت أن المكونات الأربعة لرأس المال الفكري ذات صلة إيجابية ومتشابكة ببعضها. وهي تكمل بعضها البعض في زيادة قيمة المؤسسة. كما أن هذا التأثير يزيد في مؤسسات التقنية العالية أكثر مما كانت عليه في مؤسسات التكنولوجيا غير العالية.

## - دراسة Sudi Sudarsanam وآخرون سنة 2005 حول: الخيارات الحقيقية وتأثير رأس المال الفكري على

قيمة الشركات.<sup>2</sup> تهدف هذه الدراسة الى تقديم مقارنة بديلة لتقييم رأس المال الفكري تسمح بتحليل العلاقة بين رأس

<sup>1</sup> Chun-Yao Tseng, Yeong-Jia James Goo, **Intellectual capital and corporate value in an emerging economy: empirical study of Taiwanese manufacturers**, R&D Management Journal, Vol. 35, N. 2, Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 2005, PP: 187- 201.

<sup>2</sup> Sudi Sudarsanam et Al., **Real Options and the Impact of Intellectual Capital on Corporate Value**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 7, No. 3, 2006, PP: 291- 308.

المال الفكري وقيمة المؤسسة. مفاد هذه المقاربة أن الاستثمار في تطوير الأصول الغير ملموسة يولد استثمارات جديدة تخلق بدورها فرص نمو. وبالتالي، فإن الأصول غير الملموسة تمثل خيارات لتحقيق النمو أو للتخلي عن هذه الفرص. وهذه المرونة في الاستثمار أو التخلي هي مصدر القيمة. وبشكل أكثر تفصيلاً، فرأس المال الفكري يعزز الإدارة ويجدد قدرة المؤسسة على خلق خيارات استثمارية جديدة، أو جعل هذه الخيارات أكثر ملكية من خلال إنشاء أو تعزيز حواجز الدخول، أو عن طريق تأمين الموارد اللازمة لإنشاء الخيارات. واستغلال هذه الخيارات لإضافة قيمة. فهو يسمح للمؤسسة بحل أوجه عدم اليقين والسماح بالتوقيت الأمثل لممارسة خيار النمو ويشجع على الإبداع وريادة الأعمال والمخاطرة، والممارسات التي تشجع على التفكير النمطي للكشف عن فرص نمو جديدة، وتدريب الموارد البشرية التي تعزز القدرة على حل المشكلات.

– دراسة GE Swartz و N-P Swartz سنة 2006 بعنوان: دراسة تجريبية لقيمة رأس المال الفكري باستخدام نموذج التقييم Ohlson (1995).<sup>1</sup> استخدمت هذه الدراسة نموذج التقييم الخاص بـ Ohlson لعام 1995 في محاولة لتحديد ما إذا كان رأس المال الفكري مقاساً بـ VAIC والقيمة الدفترية للأصول والأرباح المحاسبية توضح سلوك أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في الأسواق الناشئة بالتطبيق على سوق جنوب أفريقيا. تشير نتائج نماذج المربعات الصغرى للبيانات إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم، وكفاءة رأس المال العامل، وكفاءة رأس المال البشري، والبيانات المحاسبية مثل الأرباح غير الطبيعية، والقيمة الدفترية للأصول.

– دراسة Xiangrong Jin و Jean-Pierre Danthine سنة 2006 حول: رأس المال غير المادي، تقييم المؤسسات وتسعير الأصول.<sup>2</sup> يمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في التأكد من أن خصائص التقييم وأسعار الأسهم تعتمد بشكل كبير على عملية تراكم رأس المال غير الملموس. وباستخدام نموذج التوازن العام الثنائي القطاع، أثبتت النتائج أن الطريقة التي يتراكم بها رأس المال غير الملموس، "العشوائية"، تؤدي إلى زيادة تقلبات الناتج المحلي الإجمالي المحسوبة بنسبة 6٪، زيادة في تذبذب عائد الأسهم يبلغ 120 ٪، زيادة في تقلبات القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 76 ٪، وزيادة في نسبة تذبذب السعر إلى الأرباح بنسبة 70 ٪.

<sup>1</sup> GE Swartz, N-P Swartz, **An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model**, Meditari Accountancy Research, Vol. 14, No. 2, 2006, P: 67- 81.

<sup>2</sup> Jean-Pierre Danthine, Xiangrong Jin, **Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing**, Research Paper No. 06-18, Swiss Finance Institute, 2006, PP: 1- 26, Available at: <https://ssrn.com/abstract=932046>

- دراسة Jui-Chi Wang سنة 2008 حول: التحقق من القيمة السوقية ورأس المال الفكري لـ S&P 500<sup>1</sup>. بحثت هذه الدراسة العلاقة بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للشركات الالكترونية الأمريكية ستاندرد اند بورز 500 المتداولة علنا من عام 1996 إلى عام 2005. تم تقسيم رأس المال الفكري الى: رأس المال البشري، رأس المال الزبوني، رأس المال الابتكار، ورأس مال العمليات، تم قياسها عن طريق مجموعة من المؤشرات. في حين تم استخدام نموذج Ohlson لقياس قيمة المؤسسة. باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للشركات الأمريكية كثيفة المعرفة.

- دراسة Hedra Fourati و Habib Afes سنة 2013 حول: الاستثمار في رأس المال الفكري، قيمة أصحاب المصالح، القيمة السوقية للمؤسسة والأداء المالي: دراسة حالة بورصة تونس للأوراق المالية.<sup>2</sup> تهدف هذه الدراسة الى التحقيق في دور الاستثمار في رأس المال الفكري في تحسين القيمة السوقية للمؤسسة، قيمة أصحاب المصالح، والأداء المالي. شملت الدراسة 21 مؤسسة مدرجة في بورصة تونس خلال الفترة 2002-2006. وقد تم قياس رأس المال الفكري عن طريق معامل القيمة الفكرية المضافة VAIC، أما قيمة المؤسسة فقد تم قياسها عن طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، بينما قيس الأداء المالي عن طريق العائد على الأصول، وقيمة أصحاب المصالح عن طريق تكلفة الفرصة البديلة. باستخدام نماذج الانحدار، توصلت الدراسة الى أن هناك تأثير ايجابي من رأس المال الفكري عن طريق كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل على تحسين نسبة القيمة السوقية الى الدفترية للمؤسسة. أما الأداء المالي فيعتمد على كفاءة رأس المال العامل. بالنسبة للمؤسسات التونسية المدرجة في البورصة، يمثل الاستثمار في رأس المال البشري وسيلة لتحسين القيمة السوقية للمؤسسة وأدائها المالي.

في حين تجمع العديد من الدراسات على العلاقة الايجابية بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمؤسسة. وتبرهن بذلك على أن رأس المال الفكري يفسر الفجوة بين القيمة السوقية والدفترية. لم تتمكن العديد من الدراسات الأخرى من إثبات هذه العلاقة. وأمثلة هذه الدراسات ما يلي:

<sup>1</sup> Jui-Chi Wang, Investigating Market Value and Intellectual Capital for S&P 500, Journal of Intellectual Capital, Vol. 9, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2008, PP: 546-563.

<sup>2</sup> Hedra Fourati, Habib Afes, Intellectual Capital Investment, Stakeholders' Value, Firm Market Value and Financial Performance: The Case of Tunisia Stock Exchange, Journal of Information & Knowledge Management, Vol. 12, No. 2, World Scientific Publishing Co., 2013, PP: 1 -12.

- دراسة Syed Najibullah سنة 2005 تحت عنوان: تحقيق تجريبي للعلاقة بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمؤسسات والأداء المالي في سياق البنوك التجارية لبنغلاديش.<sup>1</sup> تهدف هذه الدراسة إلى إجراء دراسة تجريبية للعلاقة بين كفاءة إنشاء القيمة وتقييم السوق والأداء المالي للمؤسسات باستخدام بيانات مأخوذة من 22 مصرفاً مدرجاً في بورصة دكا ببغلاديش. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي ارتباط بين رأس المال الفكري مقاساً بمعامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للبنوك المدرجة في بنغلاداش.
- دراسة Pina Puntillo سنة 2009 حول: رأس المال الفكري وأداء الأعمال: أدلة من الصناعة المصرفية الإيطالية.<sup>2</sup> الغرض من هذه الدراسة هو بحث العلاقة بين كفاءة إنشاء القيمة وتقييم السوق والأداء المالي للمؤسسات، وذلك بإجراء تحليل الانحدار المتعدد على بيانات مأخوذة من 21 مصرفاً مدرجاً في بورصة ميلانو بإيطاليا. أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين كفاءة إنشاء القيمة مقيمة بـ VAIC ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومؤشرات الأداء المالي، العائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة، للشركات المدرجة في بورصة ميلانو.
- دراسة Anis Maaloul و Daniel Zéghal سنة 2010 حول: تحليل القيمة المضافة كمؤشر لرأس المال الفكري وعواقبه على أداء المؤسسة.<sup>3</sup> الغرض من هذه الورقة هو تحليل دور القيمة المضافة VA كمؤشر لرأس المال الفكري، وتأثيره على الأداء الاقتصادي والمالي والأداء لسوق الأسهم. أكد اختبار هذه العلاقة في 300 مؤسسة في المملكة المتحدة البريطانية من ثلاث صناعات: التكنولوجيا المتطورة، التقنية، والخدمات، أن رأس المال الفكري لديه تأثير إيجابي على الأداء الاقتصادي والمالي لهذه المؤسسة. ومع ذلك، فإن الارتباط بين IC وأداء سوق الأسهم لا يمثل أهمية كبيرة إلا بالنسبة للصناعات ذات التكنولوجيا العالية. كما تشير النتائج إلى أن رأس المال العامل لا يزال يشكل عاملاً رئيسياً في الأداء المالي وأداء البورصة على الرغم من أنه يؤثر سلباً على الأداء الاقتصادي.
- دراسة Dimitrios Maditinos وآخرون سنة 2011 حول: تأثير رأس المال الفكري على القيمة السوقية والأداء المالي للمؤسسة،<sup>4</sup> تهدف إلى اختبار العلاقة بين رأس المال الفكري مقاساً بـ VAIC والقيمة السوقية (مقاسة عن

<sup>1</sup> Syed Najibullah, **An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and Firms' Market Value and Financial Performance in Context of Commercial Banks of Bangladesh**, An Internship Report Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Bachelor of Business Administration, Independent University, Bangladesh, December 2005, PP: 1- 36.

<sup>2</sup> Pina Puntillo, **Intellectual Capital and business performance: Evidence from Italian banking industry**, Vol. 12, No. 4, 2009, PP: 97- 115.

<sup>3</sup> Daniel Zéghal, Anis Maaloul, **Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2010, PP: 39-60.

<sup>4</sup> Dimitrios Maditinos et Al., **The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 12, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2011, PP: 132-151.

طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية) والأداء المالي (مقاسا بالعائد على الأصول، العائد على الأموال الخاصة، ونمو العائدات) للمؤسسة الاقتصادية. أجريت الدراسة على 96 مؤسسة يونانية مدرجة في بورصة أثينة، من أربعة قطاعات اقتصادية مختلفة خلال الفترة 2006-2008، من خلال اختبار نماذج انحدار مختلفة. وقد عجزت الدراسة عن إثبات العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة في هذه المؤسسات، بينما توصلت الى أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال البشري والأداء المالي للمؤسسة، كما أن تطوير رأس المال البشري يمثل أحد أهم عوامل نجاح الاقتصاد اليوناني.

- دراسة **William S. Chang** و **Jasper J Hsieh** سنة 2011 حول: رأس المال الفكري وخلق القيمة: هل رأس مال الابتكار هو الرابط المفقود؟<sup>1</sup> تهدف هذه الدراسة الى اختبار دور رأس مال الابتكار في خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية من خلال دراسة تأثير البحث والتطوير على الأداء التشغيلي والمالي وأداء أسهم المؤسسة. وقد تم قياس رأس المال الفكري عن طريق VAIC المعدلة (M/VAIC) بإضافة كفاءة رأس مال الابتكار. شملت الدراسة 367 مؤسسة تاوانية عاملة في صناعة أشباه الموصلات ومدرجة في البورصة خلال الفترة 2000-2008. باستخدام معامل ارتباط بيرسون ومعادلة الانحدار المتعدد، كشفت النتائج عن وجود تأثير سلبي لرأس المال الفكري بشكل عام على الأداء المالي والسوقي للمؤسسات، بقياس رأس المال الفكري عن طريق VAIC. لكن من خلال تعديل أسلوب VAIC بإضافة كفاءة رأس مال الابتكار، وجدت علاقة ذات دلالة احصائية بين رأس مال الابتكار ممتلا بكفاءة الانفاق على البحث والتطوير والأداء التشغيلي والمالي والسوقي لهذه المؤسسات. ووجد أن الدراسة متناسبة مع الحالة الحقيقية للمؤسسات فيما يتعلق بدور رأس المال الفكري في خلق القيمة.

- دراسة **Elahe Rajaei** و **Feraydoon Rahnamay Roodposhti** سنة 2011 بعنوان: رأس المال الفكري والقيمة الاقتصادية المضافة.<sup>2</sup> تهدف الدراسة الى اختبار العلاقة بين رأس المال الفكري والقيمة الاقتصادية المضافة لجميع المؤسسات المدرجة في بورصة طهران لمدة 5 سنوات من عام 2004 حتى عام 2008. بينت النتائج أنه لا توجد علاقة ذات دلالة بين رأس المال الفكري والقيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسات. لكن في المقابل تظهر النتائج التي تم الحصول عليها أن جميع رواد سوق رأس المال ومستخدمي المعلومات المالية يعتبرون رأس المال الفكري بمثابة متغير هام في صنع القرار الخاص بهم لشراء الأسهم وتقييم عمل المؤسسات التي يتم النظر فيها.

<sup>1</sup> William S. Chang, Jasper J Hsieh, **Intellectual Capital and Value Creation- Is Innovation Capital a Missing Link?**, International Journal of Business and Management, Vol. 6, No. 2, February 2011, Canadian Center of Science and Education Publishing, PP: 3- 12.

<sup>2</sup> Feraydoon Rahnamay Roodposhti, Elahe Rajaei, **Intellectual Capital and Economic Value Added**, Third Annual General Business Conference Proceedings, Sam Houston State University, College of Business Administration, Huntsville, Texas, USA, April 15-16, 2011, PP: 200- 214.

- دراسة **Stefania Veltri Olga Ferraro** سنة 2011 حول: أهمية قيمة رأس المال الفكري في القيمة السوقية للمؤسسة: دراسة استقصائية تجريبية على المؤسسات المدرجة في البورصة الإيطالية.<sup>1</sup> الغرض من هذه الورقة هو التحقق من العلاقة بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمؤسسات الإيطالية المدرجة. تطبق الدراسة نموذج Ohlson (1995) على 524 مشاهدة للمؤسسات المدرجة في إيطاليا لفترة ثلاث سنوات من 2006-2008 باستخدام نموذج قياسي اقتصادي. تظهر النتائج أن المتغيرات الأساسية لنموذج Ohlson (القيمة الدفترية والربح) ترتبط ارتباطاً إيجابياً بالقيمة السوقية. على العكس، فإنه لا توجد علاقة ذات معنوية بين عناصر رأس المال الفكري وهي: رأس المال البشري، رأس المال الابتكاري، رأس مال العمليات ورأس مال العلاقات والقيمة السوقية للمؤسسات الإيطالية المدرجة في البورصة، ما عدا العنصر الأخير. وهذا يدل على أن المستثمرين الإيطاليين غير قادرين على اكتشاف ودمج المعلومات المتعلقة برأس المال الفكري في عملية تقييم أعمالهم.

- دراسة **Gholam hossein Mehralian وآخرون** سنة 2012 حول: رأس المال الفكري وأداء المؤسسات في صناعة الأدوية الإيرانية.<sup>2</sup> الغرض من هذه الدراسة هو دراسة العلاقة بين عناصر رأس المال الفكري مقاسة عن طريق VAIC مع المقاييس التقليدية للأداء (القدرة على الإنتاج والإنتاجية وتقييم السوق) داخل قطاع المستحضرات الصيدلانية بإيران. وقد كشفت النتائج أن رأس المال الفكري يفسر القدرة على الإنتاج فقط في هذه المؤسسات دون مقاييس الإنتاجية وتقييم السوق. بالإضافة إلى أن الأداء يتأثر بشكل كبير برأس المال المادي أكثر من رأس المال البشري أو الهيكلي.

## 2- الدراسات العربية:

عند مراجعة قواعد البيانات التي تتعلق بالدراسات العربية حول موضوع العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية لوحظ قلة الدراسات في هذا الموضوع سواء على المستوى المحلي أو العربي بشكل عام إذا ما قورنت بالدراسات الأجنبية. وفيما يلي إيراد لأهم الدراسات العربية في الموضوع.

- دراسة مؤيد علي الفضل، سنة 2009، بعنوان: العلاقة بين رأس المال الفكري وخلق القيمة، دراسة ميدانية على الصناعة المصرفية في دول الخليج العربي،<sup>3</sup> تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور رأس المال الفكري في إنجاز استراتيجية

<sup>1</sup> Olga Ferraro, Stefania Veltri, **The value relevance of intellectual capital on the firm's market value: an empirical survey on the Italian listed firms**, International Journal of Knowledge-Based Development, Vol. 2, No. 1, Inderscience Enterprises Ltd., 2011, PP: 66- 84.

<sup>2</sup> Gholam hossein Mehralian et Al., Op. Cit., PP: 138- 158.

<sup>3</sup> مؤيد علي الفضل، **العلاقة بين رأس المال الفكري وخلق القيمة، دراسة ميدانية على الصناعة المصرفية في دول الخليج العربي**، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11، العدد 3، 2009، ص ص: 173- 190.

الزبائن للمؤسسة من خلال تعظيم قيمتها، وذلك من خلال دراسة عينة مكونة من 78 مصرفاً موزعاً على دول الخليج العربي. وباستخدام البيانات المالية للسنوات 2004-2006، توصلت الدراسة إلى إثبات وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الاستثمار في أنشطة رأس المال الفكري وأداء الاستثمار مقاساً بإنتاجيته، وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين العائد على الاستثمار ومقاييس رأس المال الفكري، وأخيراً وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة غير الملموسة للمؤسسة ومعامل القيمة المضافة الفكرية.

— دراسة عبد الغنى محمود عبدالله حسن، سنة 2010، تحت عنوان: المحاسبة عن رأس المال الفكري وأثرها على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.<sup>1</sup> تهدف الدراسة إلى اختبار مدى تأثير رأس المال الفكري على قيمة المنشآت المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: تشكل الأصول المعنوية والفكرية في المنشآت الجزء الأكبر والأهم من رأس مالها خاصة في المنظمات كثيفة المعرفة، هناك علاقة طردية بين الزيادة في رأس المال الفكري والزيادة في القيمة السوقية للمنشأة، هناك ضرورة للإفصاح عن رأس المال الفكري في صلب القوائم المالية من أجل ترشيد القرارات الاستثمارية.

— دراسة هاشمي عباسية، سنة 2010، بعنوان: دور تسيير الموارد البشرية في خلق القيمة. تهدف هذه الدراسة النظرية إلى توضيح الروابط بين تسيير الموارد البشرية وخلق القيمة.<sup>2</sup> أوضحت الدراسة من خلال مراجعة أدبيات الموضوع أن الأفراد في المؤسسة لم يعودوا مجرد موارد، بل أصبحوا منابع أساسية لخلق القيمة. ولذلك يلعب تسيير الموارد البشرية دوراً هاماً في خلق القيمة من الكفاءات البشرية.

— دراسة مولاي مصطفى سارة، سنة 2016، تحت عنوان: دور رأس المال الفكري في تعزيز الميزة التنافسية المستدامة وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية.<sup>3</sup> بحثت هذه الدراسة النظرية تأثير رأس المال الفكري على الميزة التنافسية ودوره في خلق القيمة من خلال مراجعة للأدبيات. وقد خلصت الدراسة إلى ضرورة تبني المؤسسات لآليات إدارة رأس المال الفكري وجذب الكفاءات والمهارات التي تساعدها على الإبداع واكتشاف الطرق والمهارات التي تساعدها على تحقيق القيمة من رأس المال الفكري.

<sup>1</sup> عبد الغنى محمود عبدالله حسن، المحاسبة عن رأس المال الفكري وأثرها على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير في التكاليف والمحاسبة الإدارية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2010.  
<sup>2</sup> هاشمي عباسية، دور تسيير الموارد البشرية في خلق القيمة، مجلة البحوث والدراسات، العدد 9، يناير 2010، ص: 113-128.  
<sup>3</sup> مولاي مصطفى سارة، دور رأس المال الفكري في تعزيز الميزة التنافسية المستدامة وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 5، أفريل 2016، ص: 91-117.

— مليكة مدفوني، سنة 2017، بعنوان: أثر الاستثمار في رأس المال البشري على ربحية مؤسسة مناجم الفوسفات باستخدام منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة.<sup>1</sup> تهدف هذه الدراسة لتقصي أثر الاستثمار في رأس المال البشري على ربحية مؤسسة مناجم الفوسفات، وقد تم التعبير عن الاستثمار في رأس المال البشري، خلال الفترة 2005-2015، باعتماد منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة عن طريق كفاءة رأس المال البشري، أما الربحية فقد قيست عن طريق العائد على الأصول. وباستخدام نموذج معادلة الانحدار الخطي المتعدد، تم التوصل الى نتيجة مفادها وجود علاقة ذات تأثير ايجابية معنوية بين الاستثمار في رأس المال البشري وربحية المؤسسة مقاسا عن طريق العائد على الأصول.

— لمياء عماني، عائشة سلمى كبحلي، سنة 2017، بعنوان: خلق القيمة واقتصاد الأصول غير المادية.<sup>2</sup> تجادل الباحثان من خلال هذه الدراسة بأن تقييم المؤسسة يعتمد على قائم على الاتساق بين قيمة المساهم وتحقيق الميزة التنافسية، وهذا يدعم اقتصاد الأصول غير المادية، من أجل خلق قيمة مستدامة للمؤسسة. ويمكن خلق القيمة الاستراتيجية والمالية عند تظافر مساهمة كل من الأصول المادية وغير مادية.

— دراسة مديحة بخوش، سنة 2018، بعنوان: أثر الاستثمار في رأس المال المعرفي في تحقيق القيمة.<sup>3</sup> تهدف الدراسة الى اختبار أثر رأس المال المعرفي بمكوناته الثلاث: رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي، رأس مال العلاقات في تحقيق القيمة في المؤسسات من خلال أبعاد الابتكار، الجودة والتكنولوجيا والعلاقة مع أصحاب المصلحة وقضايا البيئة والمجتمع. ومن خلال تحليل نتائج استبيان موزع على مستوى مؤسسة اسمنت تبسة، توصلت الدراسة الى ايجاد أثر للاستثمار في رأس المال المعرفي في تحقيق القيمة في المؤسسة محل الدراسة.

بعد عرض الدراسات السابقة الأجنبية والعربية التي عاجلت اشكالية الدراسة، يجدر التطرق الى أهمية هذه الدراسة بالمقارنة مع الدراسات السابقة في الموضوع:

— تعتبر هذه الدراسة دراسة مكملة لدراسة Hedja Fourati و Habib Afes سنة 2013، التي بحثت في العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية والأداء المالي في السوق التونسية، وباستخدام نفس منهجية الدراسة، لكن خلال الفترة 2002-2006. وقد واصلت الدراسة في التحقيق في هذه العلاقة خلال الفترة اللاحقة وهي 2008-2017، لكن يبقى أن هذه الدراسة السابقة عبرت عن قيمة الأداء المالي بواسطة مؤشر واحد هو العائد على الأصول بينما تم الاعتماد في هذه الدراسة على ثلاث مؤشرات لقياس الأداء المالي للمؤسسة هي: هامش الربح الصافي، العائد على الأصول،

<sup>1</sup> مليكة مدفوني، أثر الاستثمار في رأس المال البشري على ربحية مؤسسة مناجم الفوسفات باستخدام منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 27، جوان 2017.

<sup>2</sup> لمياء عماني، عائشة سلمى كبحلي، خلق القيمة واقتصاد الأصول غير المادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 12، 2017، ص ص: 318، 332.

<sup>3</sup> مديحة بخوش، أثر الاستثمار في رأس المال المعرفي في تحقيق القيمة: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت بتبسة، الجزائر، مجلة البحوث والدراسات الانسانية، المجلد 7، العدد 16، 2018، ص ص: 77-102.

والعائد على الأموال الخاصة. فضلا عن أن هذه الدراسة حققت في العلاقة بين المتغيرين خلال فترة أطول وصلت الى 10 سنوات بينما الدراسة السابقة لم تتجاوز فترة الـ 5 سنوات؛

- قيمة هذه الدراسة هي في التحقيق التجريبي في العلاقة بين المتغيرين في اطار اقتصاد ناشئ هو الاقتصاد التونسي، وهي تعتبر ثاني دراسة -حسب علم الباحث- حققت في هذه العلاقة في سياق المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة بعد دراسة Afes و Fourati؛

- على مستوى الدراسات الأجنبية، تعتبر جميع هذه الدراسات الواردة في الموضوع دراسات مرجعية في مجال التحقيق في العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة، والكثير منها استخدم منهجية VAIC في دراسة تأثير رأس المال الفكري على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية والأداء المالي، لكن يبقى أن أغلبية هذه الدراسات عبرت عن الأداء المالي باستخدام مؤشر واحد بينما هذه الدراسة استخدمت ثلاث مؤشرات. من ناحية أخرى حققت هذه الدراسة في العلاقة بين المتغيرين خلال فترة طويلة نسبيا وصلت الى 10 سنوات بينما أغلبية الدراسات السابقة لم تتجاوز فترة الخمس سنوات وفي دراسات قليلة وصلت الى 10 سنوات؛

- على مستوى الدراسات العربية، تعتبر هذه الدراسة هي الدراسة العربية الأولى من نوعها التي استخدمت منهجية VAIC لمحاولة تفسير الفجوة بين القيمة السوقية والدفترية عن طريق رأس المال الفكري، خاصة باستخدام عينة من المؤسسات من قطاعات مختلفة.

## عاشرا: مصطلحات الدراسة

نظرا لتشابه الكثير من المصطلحات مع المصطلحين الأساسيين للدراسة، رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية، ارتبنا تقديم تعريفات محددة لهذين المصطلحين، اضافة الى تعريف أشكال رأس المال الفكري الأكثر اعتمادا في أدبيات الموضوع. فرأس المال الفكري يقترب من مصطلحات كثيرة مثل الأصول غير الملموسة وأصول المعرفة، في هذه الدراسة تستخدم هذه المصطلحات كمرادفات لتجنب الارتباك حول أي مصطلح للاستخدام. أما قيمة المؤسسة فهي عدة أنواع، وهذه الدراسة تعنى بالقيمة السوقية. بالإضافة الى ذلك يتم تعريف مصطلحات، المعرفة، اقتصاد المعرفة، وإدارة المعرفة التي تم تداولها بكثرة في الدراسة. سيتم اعتماد التعاريف الواردة في متن الدراسة.

- رأس المال الفكري: هو الموارد الفكرية كالمعرفة، الخبرة، المعلومات، والملكية الفكرية التي يمكن استخدامها لخلق الثروة.
- رأس المال البشري: قدرات الفرد لتقديم حلول للعملاء، وقدراته على الابتكار.
- رأس المال الهيكلي: هو الاستيلاء على رأس المال البشري، الذي يسمح باستخدامه مرارا وتكرارا لخلق القيمة، وهو المعرفة التي لا تذهب إلى ديارها في المساء.

- رأس مال العلاقات: قدرة المؤسسة على التفاعل بشكل إيجابي مع أعضاء مجتمع الأعمال لتحفيز القدرة على خلق الثروة من خلال تعزيز رأس المال البشري والمهيكلي.
- القيمة السوقية للمؤسسة: هي أقصى مقدار من الأموال التي يرغب مستثمر ما في دفعها مقابل الحصول على أسهم المؤسسة، وهذه الأخيرة تمثل مقياساً نهماً لقيمة المؤسسة في السوق المالية.
- اقتصاد المعرفة: هو نمط تكنو- اقتصادي متطور وجديد، قائم على دمج تكنولوجيات الاعلام والاتصال TIC في مختلف الفعاليات الاقتصادية على المستوى الكلي (النسيج الاقتصادي) والمستوى الجزئي (المؤسسات الاقتصادية)، أدمج المعرفة كعامل من عوامل الانتاج، تبنى الاستخدام واسع النطاق لشبكات الأنترنت، وساهم في تدويل المعارف في ظل العولمة المعلوماتية.<sup>1</sup>
- ادارة المعرفة: هي مجموعة من العمليات التي تهدف الى تنظيم المعلومات الفوضوية باستخدام تقنيات تنظيمية وبحثية واسترجاع قوية تمكن الموظفين من الوصول إلى المعلومات التي تحتاجها المؤسسة للقيام بعملها، أفضل مما كانت تفعل في الماضي. وهي لا تزودها بالإجابة على مشكلتها بل إنها تسهل تعلم الإجابة. كما أنها لا تدور حول التكنولوجيا - كما يعتقد الكثيرون- بل تتمحور حول الأشخاص والعملية.
- المعرفة: حقيقة أو شرط معرفة شيء ما بالألفة المكتسبة من خلال الخبرة أو الارتباط.

#### حادي عشر: تقسيم الدراسة

بناء على الأهداف والفرضيات الموضوعية سابقاً في حدود الإشكالية المطروحة، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول:

تناول الفصل الأول الإطار النظري لفهم، قياس وإدارة رأس المال الفكري للمؤسسة، وذلك في ثلاثة مباحث. خصص المبحث الأول للتعريف بنظرية رأس المال الفكري، والمبحث الثاني تم التطرق فيه إلى أشكال ونماذج قياس رأس المال الفكري، أما المبحث الثالث فقد تناول إدارة رأس المال الفكري؛

أما الفصل الثاني فقد تناول مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك في ثلاثة مباحث. خصص المبحث الأول لتعريف القيمة في الفكر الاقتصادي والإداري، أهميتها وكيفية خلق القيمة في المؤسسة، وعالج المبحث الثاني قيمة المؤسسة الاقتصادية من حيث التعريف، مداخل التقييم، وتأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة. بينما خصص المبحث الثالث للقيمة من وجهة نظر اجتماعية ونقد القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> جمال سالم، الاقتصاد الدولي وعولمة اقتصاد المعرفة: من كينز إلى فوري، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، ص: 86.

بينما خصص الفصل الثالث لدراسة العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك في ثلاث مباحث. تناول المبحث الأول مبادئ خلق القيمة في اقتصاد المعرفة، وتناول المبحث الثاني دور رأس المال الفكري في تعظيم قيمة المؤسسة، بينما خصص المبحث الثالث للعلاقة بين الاستثمار في رأس المال الفكري وأداء المؤسسة.

في حين خصص الفصل الرابع لاختبار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس وذلك في ثلاث مباحث. خصص المبحث الأول للإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية، بينما تم عرض نتائج قياس متغيرات الدراسة في المبحث الثاني، في حين اختتمت الدراسة التطبيقية بعرض ومناقشة نتائج تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة وذلك في المبحث الثالث.

### ثاني عشر: صعوبات الدراسة

هناك مجموعة من العوائق والصعوبات التي اعترضت إنجاز هذا البحث، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- 1- نقص المراجع والأبحاث المتخصصة حول موضوع البحث خاصة باللغة العربية؛
- 2- صعوبة جمع المعلومات حول رأس المال الفكري والقيمة الدفترية والسوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس، الأمر الذي استدعى استبعاد بعض المؤسسات من العينة لهذا السبب.

## الفصل الأول

# الإطار النظري لفهم، تصنيف، قياس، وإدارة رأس المال الفكري

### • تمهيد

المبحث الأول: نظرية رأس المال الفكري: بين حداثة المفهوم وسوء فهم النظرية

المبحث الثاني: تصنيفات رأس المال الفكري واشكاليتها قياسه

المبحث الثالث: إدارة رأس المال الفكري من أجل خلق القيمة

### • خلاصة الفصل الأول

## الفصل الأول: الإطار النظري لفهم، تصنيف، قياس، وإدارة رأس المال الفكري

### تمهيد

هناك وجهة نظر ناشئة اليوم أننا في واحدة من نقاط الانعطاف النادرة على طول مسار التطور الاقتصادي البشري، وفي هذا الصدد يجادل دراكر بأن العالم يشهد تحولاً كبيراً، فيما يسميه مجتمع "ما بعد الرأسمالية"، حيث لن يكون المورد الأساسي بعد الآن هو الإنتاج التقليدي لعوامل المدخلات، ولكن هذا المورد الأساسي لكل من المؤسسات والاقتصاد سيكون المعرفة. وقد أدت التطورات التكنولوجية المذهلة والأهمية المتزايدة للمعرفة كمصدر للثروة إلى إعادة تشكيل البيئة الاقتصادية العالمية، لذا أصبحت المؤسسات تواجه نماذج تنافسية جديدة مرتبطة بالقدرة على إنشاء واستخدام وإدماج وإدارة رأس المال الفكري.

توج هذا المفهوم ضمن نظرية رأس المال الفكري استجابة لتزايد إدراك أهمية المعلومات والمعرفة، والتحول من الثروة القائمة على الموارد الطبيعية إلى الثروة على أساس القوة العقلية. فبعد أن كانت الموارد الأولية للمؤسسة موجودة في الميزانية العمومية، وعلى نحو متزايد، في عصر المعلومات للعاملين في مجال المعرفة ومؤسسات الخدمات، تشكل الموارد، مثل قدرات المؤسسة وعلاقتها وعملياتها، أصولاً حرجة خارج الميزانية العمومية.

هذا جعل الدراسات النظرية والتجريبية على مجموعة واسعة من التخصصات بما في ذلك الاقتصاد والإستراتيجية والمالية والمحاسبة والموارد البشرية والتسويق تخلق حجماً من التعريفات، تصنيفات، ونماذج الإبلاغ عن رأس المال الفكري. حجم من شأنه أن يثبت من ناحية أهمية الوعي ومن ناحية أخرى المرحلة الجنينية من هذا المفهوم لإعطاء إجابات لبعض القضايا الرئيسية التي تدور حوله. وفيما يلي سيتم إزالة الغموض على مفهوم رأس المال الفكري وأصل المفهوم، وشرح لنظرية رأس المال الفكري، ثم التعرّيج على مكوناته، كيفية قياسه باستخدام أساليب القياس المختلفة، ثم ادارته من أجل خلق القيمة. وذلك ضمن المباحث الآتية:

المبحث الأول: نظرية رأس المال الفكري: بين حداثة المفهوم وسوء فهم النظرية

المبحث الثاني: تصنيفات رأس المال الفكري واشكاله قياسه

المبحث الثالث: إدارة رأس المال الفكري من أجل خلق القيمة

## المبحث الأول: نظرية رأس المال الفكري: بين حداثة المفهوم وسوء فهم النظرية

تعتبر نظرية رأس المال الفكري من النظريات الناشئة في مجال الإدارة، وهذا جعلها ترتبط بالعديد من المفاهيم الخاطئة، وسوء الفهم من قبل المؤسسات. الأمر الذي دعى إلى إزالة الغموض حول هذه النظرية، بداية من نشأة وأصل مفهوم رأس المال الفكري إلى طبيعته وتعريفاته في أدبيات الإدارة وصولاً إلى شرح وتفسير نظرية رأس المال الفكري.

## المطلب الأول: من الاهتمام بالموارد البشرية إلى ولادة نظرية رأس المال الفكري

يعتبر رأس المال الفكري من المفاهيم الحديثة التي بدأت تظهر بشكل واضح منذ سنة 1990 إلا أنه لا يزال في مرحلة التطور والاكتشاف فهو لم يلق اتفاق بين الباحثين حول مفهومه.<sup>1</sup> ويعود تاريخ أول ذكر مسجل للأصول غير الملموسة إلى سنة 1896 من قبل لورانس ر. ديكسي.<sup>2</sup> إلا أن هناك من يرجعه إلى عام 1836 عندما استخدمه الخبير الاقتصادي ناسو ويليام Nassau William Snr.<sup>3</sup> ثم اعتمد هذا المصطلح في وقت لاحق سنة 1958 من طرف محللين ماليين في إطار تقييمهم لأسهم العديد من المؤسسات التي تعتمد على المعلومات والمعرفة في نشاطها وقد أطلق على التقييم بمصطلح "علاوة فكرية".<sup>4</sup> وفي سنة 1969 قدم كينيث غالبريث (Kenneth Galbraith) مصطلح "رأس المال الفكري" لأول مرة حين كتب رسالة إلى الاقتصادي مايكل كاليش (Michael kalecki) وأشار فيها إلى امتنان العالم له على رأس المال الفكري الذي قدمه إلى العالم خلال عدة عقود. حيث كان كاليش يؤمن بأن رأس المال الفكري هو أكثر من مجرد الفكر الخالص وإنما يتضمن أيضاً العمل الفكري، وأنه التحول من امتلاك المعرفة والمهارات إلى الاستخدام الأمثل لهذه المعرفة والمهارات.<sup>5</sup> وأول ظهور للمصطلح في الصحافة الشعبية كان في مقال ستيفارت (1991) في فورتن بعنوان "القوة الدماغية".<sup>6</sup>

مهدت عدة ظروف لظهور هذا المصطلح وساهمت في تطويره وبناء استخداماته وذلك بشكل تدريجياً وفق ثلاث مراحل هي:<sup>7</sup> مرحلة التوجه إلى الاهتمام بأهمية الموارد البشرية، مرحلة ولادة المفهوم وتوجه الاهتمام بالقابليات الذهنية، ومرحلة ولادة نظرية رأس المال الفكري.

<sup>1</sup> فاطمة الزهراء رقايقية، قضايا اقتصادية معاصرة، دار زهران، عمان، 2012، ص: 178.

<sup>2</sup> Gerhard Kristandl, Nick Bontis, **Constructing a Definition for Intangibles Using The Resource Based View of The Firm**, Management Decision journal, Vol. 45, Iss. 9, 2007, P: 1510.

<sup>3</sup> Daniel Andriessen, **On the metaphorical nature of intellectual capital: A textual analysis**, Paper for The 4th International Critical Management Studies Conference, Judge Institute of Management, University of Cambridge, July 4-6, 2005, P: 11.

<sup>4</sup> فاطمة الزهراء رقايقية، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

<sup>5</sup> عمر أحمد همشري، **إدارة المعرفة: الطريق إلى التميز والريادة**، دار صفاء، عمان، 2012، ص: 240، 241.

<sup>6</sup> Daniel Andriessen, Op. Cit., P: 11.

<sup>7</sup> سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، **إدارة رأس المال الفكري في منظمات الأعمال**، دار اليازوري، عمان، 2009، ص: 157-167.

مرحلة التوجه إلى الاهتمام بأهمية الموارد البشرية. مثل موضوع رأس المال البشري حجر الأساس والمؤشر المنطقي لدراسة رأس المال الفكري، فمنذ القرن السابع عشر إلى نهاية سبعينات القرن العشرين أكد الباحثين على أهمية الموارد البشرية وضرورة دراستها باعتبارها عاملاً مكملاً لرأس المال المادي، من خلال تصنيف الموارد البشرية وفقاً لمهاراتها (عمال مهرة، وشبه مهرة، وغير مهرة)، وتحديد مستويات الأجور بناء على مهارات العامل وما يبذله من وقت وجهده في العمل.

ففي بداية القرن السابع عشر أكد وليام بيتي William Petty على فكرة اختلاف نوعية العمالة، وطرح موضوع قيمة العاملين (Value of Workers) في حساب الثروة، إذ شكلت آراؤه مبادئ ما عرف لاحقاً برأس المال البشري، وفي ذات الصدد أكد آدم سميث في كتابه "ثروة الأمم" عام 1776 على تأثير مهارات العاملين في العملية الإنتاجية وجودة المخرجات، وطالب بتحديد مستوى الأجور وفقاً لمهاراتهم ولما يبذله العامل من وقت وجهده.

وقد توجت جهود علماء الاقتصاد بعد ذلك بأراء كل من ألفرد مارشال Alfred Marshall عام 1890، الذي أكد على أهمية الاستثمار في البشر معتبراً إياه أثمن ضروب رأس المال، لأن رأس المال البشري يتميز بسمة لا تتوفر في غيره من رؤوس الأموال، هي أن منحني إنتاجيته يتصاعد بنفس اتجاه منحني خبراته ومهاراته، وأن عمره المعنوي يتحدد مع تغيرات العصر، ولن يندثر إلا بتوقف عمره الزمني، أي أنه لا يخضع لقانون المنفعة المتناقصة. وكذا آراء آرنج فيشر في عام 1906 التي كانت أساساً لظهور نظرية رأس المال البشري المعاصرة عندما أدخل رأس المال البشري في مفهوم رأس المال.

وفي نهاية الخمسينات من القرن العشرين توسع كل من شولتز ومينسر Schultz & Mincer بنظرية رأس المال البشري معتبرين أن رأس المال البشري مستقل عن رأس المال التقليدي مما وفر تفسيراً لظواهر الاقتصاد الكلي والجزئي. وشهدت مرحلة الستينات إلى نهاية السبعينات تطورات مهمة في نظرية رأس المال البشري أدت إلى زيادة فهم السلوك الإنساني على المستويين الفردي والجماعي.<sup>1</sup>

**ولادة مفهوم رأس المال الفكري وتوجه الاهتمام بالقابليات الذهنية.** ظهرت مجموعة من الأفكار والآراء من بداية الثمانينات حتى بداية التسعينات من القرن العشرين، التي أيدت أهمية الموجودات غير الملموسة ودورها في بقاء المؤسسات ونموها وزيادة عوائدها، مما ساهم في ولادة مفهوم جديد هو "رأس المال الفكري" في عام 1990.

ففي عام 1980 استنتج هيرويوكي Hiroyuki أن السبب الرئيسي في تباين أداء المؤسسات وعوائدها هو تباين نسبة الموجودات غير الملموسة التي تمتلكها كل مؤسسة من هذه المؤسسات. وفي منتصف الثمانينات شهدت حركة النشر نشاطاً ملحوظاً.<sup>2</sup> فقد نشر كارل سفيبي Karl-Erik Sveiby وهو مدير شركة نشر سويدية صغيرة عام 1986 كتاباً عنوانه "شركة

<sup>1</sup> عمر أحمد همشري، إدارة المعرفة: الطريق إلى التميز والريادة، دار صفاء، عمان، 2012، ص ص: 241، 242.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 242، 243.

معرفة كيف " The Know How Company أوضح فيه ضرورة الاهتمام بالموجودات غير الملموسة وكيفية إدارتها لأنها تمثل المصدر الحقيقي لبقاء المؤسسة ونموها،<sup>1</sup> ثم فيما بعد نظرا لأنه حار في السلوك الشاذ للمؤسسات المعتمدة على المعرفة بكثافة في أسواق الأسهم، قام بدراسة أسفرت عن أول تحليل لطبيعة رأس المال الفكري. حيث لاحظ وزملاؤه ومجلة أفرسفارلدين Affarsvarlden السويدية أن نموذج المجلة الخاص بها لتقدير قيمة الإصدارات العامة الأولية للأسهم تعذر تطبيقه على المؤسسات عالية التكنولوجيا، واستنتج أن هذه المؤسسات تمتلك أصولا غير مذكورة في المستندات المالية أو متضمنة في نموذج المجلة. وقد قام سفيبي مع مجموعة أقرانه بتكوين مجموعة كونراد لمحاولة معرفة كنه هذه الأصول. وفي عام 1989 وضعوا في كتاب "الميزانية العمومية غير المنظورة" حجر الأساس لجانب كبير مما جاء بعد ذلك، من خلال تصنيف رأس المال الفكري إلى: قدرات أفراد المؤسسة، وهيكلها الداخلي (براءات الاختراع، النماذج والكمبيوتر والنظم الإدارية) وهيكلها الخارجي (العلامات التجارية، السمعة، والعلاقات بالزبائن والموردين).<sup>2</sup>

وفي عام 1986 قام الأستاذ دافيد تيسي David Teece من جامعة كاليفورنيا بكتابة مقالة موسومة ب "الإفادة من الإبداع التكنولوجي" حدد فيها الخطوات الضرورية لاستخراج القيمة من الإبداع وتحليلها وتفسيرها. وفي عام 1989 انشأ باتريك سيليفان Patrick Sullivan وهو مستشار تجاري مستقل متخصص في استخراج الأرباح من التكنولوجيا، ولأول مرة نشاطا استشاريا قابلا للتطبيق يتركز على نصح الزبائن في كيفية استخراج القيمة من الإبداع من وجهة نظر تجارية.<sup>3</sup>

وشهدت السنوات الأولى لتسعينات القرن العشرين أربعة تطورات جوهرية عدت دلالة مهمة على ولادة المصطلح الجديد "رأس المال الفكري"، أولا في عام 1990 عندما أطلق رالف ستاير Ralph Stayer مدير شركة جونسون فيلي Johnson Villi لأول مرة مصطلح رأس المال الفكري عندما قال أنه في السابق كانت المصادر الطبيعية أهم مكونات الثروة القومية وأهم موجودات المؤسسات، بعدها أصبح رأس المال متمثلا في النقد والموجودات الثابتة أهم مكونات المؤسسات والمجتمع وموجوداتها، أما الآن فقد حل محل هذه جميعا رأس المال الفكري الذي يعد أهم مكونات الثروة القومية وأعلى موجودات المؤسسات.<sup>4</sup> وثانيهما عندما قامت شركة خدمات التأمين والمالية السويدية سكانديا Skandia بتعيين ليف إدفينسون Leif Edvinson كأول مدير في العالم لرأس المال الفكري،<sup>5</sup> وأصبحت مختبر رأس المال الفكري الأهم في عالم الأعمال. وثالثهما عندما عكف ايكوجيرو نوناكا Ikujiro Nonaka في اليابان على تطوير فكرة أن أحد الأنشطة الأساسية للمؤسسات وإحدى الوسائل التي تخلق بها الثروة هو خلق المعرفة،<sup>6</sup> ونشر كتابا رفقة تاكيشي في عام 1990 بعنوان "المنظمة المولدة

<sup>1</sup> سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 160، 161.

<sup>2</sup> توماس أ. ستيفارت، ترجمة: علا أحمد إصلاح، ثروة المعرفة، رأس المال الفكري ومؤسسة القرن الحادي والعشرين، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2004، ص: 13.

<sup>3</sup> سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

<sup>4</sup> الهاللي الشربيني الهاللي، إدارة رأس المال الفكري وقياسه وتنميته كجزء من إدارة المعرفة في مؤسسات التعليم العالي، مجلة بحوث التربية النوعية، جامعة المنصورة، عدد 22، يوليو 2011، ص: 3، 4.

<sup>5</sup> سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

<sup>6</sup> توماس أ. ستيفارت، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

للمعرفة- كيف تولد الشركات اليابانية ديناميكيات الابتكار"<sup>1</sup>، ورابعهما عندما نشر توماس ستيوارت عام 1991 مقالة في مجلة فورتشن Fortune بعنوان "القوة الذهنية" Brain Power، وكانت هذه المرة الأولى - كما اعتقد ستيوارت- التي تولي فيها صحافة الأعمال اهتماما بالموضوع. وقد أكدت دراسة ستيوارت على النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- المعرفة صارت عاملا هاما من عوامل الإنتاج لدرجة أن المؤسسات التي لا تديرها فهي لا تهتم بأعمالها؛
- كل المؤسسات تقريبا تزاوّل نشاطها المعرفي بشكل عشوائي غير مدروس،
- الأصول المعرفية هي التي تحدد النجاح والفشل وبالرغم من ذلك هي غير موجودة في دفاتر المؤسسات، ولا توجد مجموعة مختبرة من المعارف بشأن كيفية التعرف على رأس المال الفكري واقتنائه واستغلاله؛
- لا يزال رأس المال الفكري محروم من التعريف والتدقيق والإثبات في القوائم المالية والاستخدام الكافي.

**ولادة نظرية رأس المال الفكري.** في منتصف التسعينات من القرن العشرين وما بعدها تكثفت البحوث والدراسات وعقدت العديد من الندوات والمؤتمرات والاجتماعات حول موضوع رأس المال الفكري، من أجل إيجاد فهم مشترك حوله، والاتفاق على مبادئه وممارساته، وتوجت هذه الجهود بميلاد نظرية رأس المال الفكري والاتفاق على المفهوم الأساسي لرأس المال الفكري باعتباره المعرفة التي يمكن أن تحول إلى ربح.

ومن أهم المؤتمرات والندوات والاجتماعات في هذا الموضوع، اجتماع "إدارة رأس المال الفكري" عام 1995 المقترح من طرف ادفينسون Edvinsson، رتراش Retrash وسيليفان Sullivan ضم ممثلي المؤسسات الفاعلة في استخراج القيمة من موجوداتها غير الملموسة، يهدف إلى الاتفاق حول تعريف موحد للمصطلح وتحديد عناصره وطرائق استخراج القيمة منه، وندوة صيرورة المعرفة أو الحاجة لها knowledge Imperative عام 1995 تحت إشراف منظمة آرثر أندرسون Arthur Anderson لاستشارات الأعمال الغير هادفة للربح والمركز الأمريكي للإنتاجية والجودة، وقد قدمت منظمة آرثر أداة لتقييم إدارة المعرفة تسعى لاكتشاف مساهمة العاملين في رأس المال الفكري، إضافة إلى الندوة الدولية لرأس المال الفكري التي عقدت في أمستردام في عام 1999، تركزت جهودها حول مناقشة أهداف رأس المال البشري، واتجاهاته وطرائق قياسه ومستوياته وأبعاده، وفي 2001 عقد في كندا المؤتمر الدولي الرابع لإدارة رأس المال الفكري، وبين عامي 2000 و2003 عقد في نيويورك مؤتمرين حول رأس المال الفكري وإدارته.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عمر أحمد همشري، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

<sup>2</sup> توماس أ. ستيوارت، مرجع سبق ذكره، ص: 14، 15.

<sup>3</sup> سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 162-165.

## المطلب الثاني: البحث في طبيعة رأس المال الفكري

تعبير رأس المال الفكري ذو طبيعة مجازية- استعارية، لأن المعرفة هي مفهوم مجرد ليس له مرجعية في العالم الحقيقي ولا هيكل محدد وبالتالي فهو يستمد هيكله من الاستعارة. هذا المفهوم يقوم على استعارتين، استعارة المعرفة كمورد واستعارة المعرفة كرأس مال، استعارة المعرفة كمورد - باعتبار أن رأس المال هو نوع من الموارد- تشير إلى أن الظواهر غير المادية مثل المعرفة هي أيضا "موارد" هامة يمكن أن تستخدم في عملية تحويل المواد الخام إلى منتجات وخلق القيمة، وتفسر استخدامنا لتعابير مثل حفظ، إنفاق وهدر المعرفة، كما أنها تكشف الجذر الأول لمفهوم رأس المال الفكري وهو المنظور القائم على الموارد. أما استعارة المعرفة كرأس مال فتنقل خصائص رأس المال (مهم، الأكثر هو الأفضل، يمكن أن يكون مملوكا، يمكن أن يقيم ماليا، يظهر في الميزانية العمومية، هو مضاف، هو مخزون، يحتاج إلى قياسه وإدارته) إلى المعرفة، هذه الاستعارة ساهمت في انتشار وقبول فكرة أن المعرفة مهمة ويحتاج إلى النظر لها بعناية في المؤسسات لما لكلمة "رأس المال" من صدى لدى كبار المسؤولين الماليين، المديرين التنفيذيين، وأعضاء آخرين من المجتمع المالي.

واعتبار رأس المال الفكري كاستعارة لا يقلل من حجم هذه الظاهرة وإنما يؤكد على أهمية استخدام الاستعارات في فهمنا للواقع، فبدونها يكون من المستحيل فهم الظواهر المجردة، ومع ذلك فهناك محاذير للاستخدام الحرفي للاستعارات السالفة الذكر في أننا نفترض أن خصائص كل من المورد ورأس المال تنطبق تلقائيا على المعرفة، مما يجعلنا لا نولي اهتماما بتطوير حجة مناسبة لتقييم المعرفة أو لوضعها بطريقة ما في الميزانية العمومية. كما أن الاستعارتان المعبرتان عن رأس المال الفكري تخفي بعض خصائص المعرفة التي تظهرها استعارات أخرى.<sup>1</sup>

وحتى يمكن اعتبار المعرفة والأفكار شكلا معينا من رأس المال يجب أن يتوافق تعريف رأس المال الفكري مع الفهم العام لرأس المال مع اكتساب المزيد من الفهم لطبيعة، وظيفة، ودور المعرفة أو الأفكار نتيجة لتعريفها على أنها رأس المال. فمن خلال النظر إلى تعريف إيرفينغ فيشر Irving Fisher لرأس المال كنتيجة دائمة لعمليات الإنتاج الماضية، وتحويل الإنتاج المستقبلي في حين لا يجري تحوله، وهو جزء من نظام مغلق من عوامل الإنتاج كالأرض والعمل ورأس المال، ويرتبط بفاعل اقتصادي معين هو الرأسمالي، يتبين أن رأس المال الفكري (بما في ذلك المهارات البشرية والملكية الفكرية والعمليات التجارية والعلاقات) لا يفني بجميع هذه الشروط، ففي حين أن الأفكار تجسد الخبرة والمعرفة من الجهد الماضي، وهي محفزة لخلق القيمة، إلا أنه يجري تحويلها أثناء تحويل عمليات الإنتاج، كما أن العلاقات المتباينة بين الجهات الفاعلة الاقتصادية يمكن أن تغير القيمة المضافة لعمليات الإنتاج المماثلة.

<sup>1</sup> Daniel Andriessen, Op. Cit., PP: 2-18.

وبالتالي من غير الملائم تسمية الموارد الفكرية بأنها رأس مال بالمعنى الاقتصادي، سواء لأنها لا تشبه رأس المال بما فيه الكفاية، ولأن الرجوع إلى تحليل يستند إلى نظام ثابت ومغلق من عوامل محددة بدقة ومتكاملة للإنتاج لا يزيد فهمنا للإنتاج والميزة التنافسية في عصر ما بعد الصناعة، كما أن ظهور أشكال أخرى هجينة من رأس المال مثل رأس المال البشري ورأس المال الاجتماعي غيرت مفهوم رأس المال من كونه أصول ثابتة إلى اعتباره عملية ديناميكية. كما أن بيتر دراكر اعتبر رأس المال الفكري شكلا منفصلا تماما عن رأس المال وليس مجموعة فرعية منه، وبالتالي لا يمكن أن يكون بديلا عن رأس المال ولكن الاستثمارات في كليهما ينبغي أن تسير جنبا إلى جنب. أما تعريف المعرفة والأفكار باعتبارها رأس مال فهو وسيلة مناسبة للإشارة إلى الأهمية المتزايدة لها في اقتصاد متغير.<sup>1</sup>

لا يوجد اتفاق عام حول تعريف رأس المال الفكري، وهذا أدى إلى عدم الاتفاق أيضا حول تصنيفاته وطريقة الإفصاح عنه، نظرا إلى أن هذا المفهوم لا يزال في الجينية، حتى أن هناك مجموعة متنوعة من المصطلحات التي استخدمت كمرادفات له مثل "الأصول غير الملموسة" و"أصول المعرفة" وغيرها، والكتاب الراغبين في تحديد وتعريف رأس المال الفكري من منظور إداري (بدلا من منظور اقتصادي أو محاسب أو ضريبي) يفضلون مفهوم "المورد" بدلا من مفهوم "الأصول". وعموما يفضل Michail Nerantzidis وآخرون عدم الفصل بين التسميات المختلفة لرأس المال الفكري لأن هذا يمكن أن يخلق الارتباك للباحثين "على أي مصطلح للاستخدام، كما يقترح اعتبار مكعب روبيك لتعريف رأس المال الفكري، وهذا التعريف يعكس كل من المفهوم والمكونات، مشيرا إلى أن رأس المال الفكري هو مجموعة رأس المال البشري، الهيكلي، والعلاقات التي تؤثر ايجابيا في المؤسسة."<sup>2</sup>

وقد ساهم ثلاثة مؤلفون بشكل كبير في صياغة هذا المفهوم وهم ستيفارت، وإدفينسون ومالون، فقد عرفه ستيفارت بأنه: "الموارد الفكرية كالمعرفة، الخبرة، المعلومات، الملكية الفكرية التي يمكن استخدامها لخلق الثروة."<sup>3</sup>، وعرفه إدفينسون ومالون بأنه حياة المعرفة والخبرة التطبيقية والتكنولوجيا التنظيمية وعلاقات العملاء والمهارات المهنية التي توفر ميزة تنافسية في السوق.<sup>4</sup>

وفي أبسط التعريفات، يعرف أولريش Ulrich رأس المال الفكري ككفاءة مضروبة في الالتزام،<sup>5</sup> بمعنى أن رأس المال الفكري يساوي المعرفة والمهارات والصفات لكل فرد داخل مؤسسة مضروبة في رغبة الشخص في العمل بجد. غير أن

<sup>1</sup> Alison Dean, Martin Kretschmer, Op.Cit., P: 573- 594.

<sup>2</sup> Michail Nerantzidis et Al., **Intellectual Capital Myths: Comments on Literature Review, Corporate Ownership & Control**, Vol.10, Issue 3, Virtus Interpress, 2013, PP: 169, 170, 173.

<sup>3</sup> فاطمة الزهراء رقايقية، **قضايا اقتصادية معاصرة**، دار زهران، عمان، 2012، ص: 179.

<sup>4</sup> Louise Harris, **A Theory of Intellectual Capital**, Advances in Developing Human Resources, Vol. 2, N. 1, 2000, P: 23.

<sup>5</sup> Dave Ulrich, **Intellectual Capital = Competence x Commitmen**, Sloan Management Review, Vol. 39, N. 2, Cambridge, Winter 1998, PP: 15-26.

ير Burr وجيراردي Girardi أضافا عنصر التحكم في الوظيفة أو استقلالية الوظيفة لعنصري الكفاءة والالتزام، باعتبار قدرة هذا العنصر على تفعيل آليات رأس المال الفكري لخلق القيمة. منتقدين نموذج أولريش بأنه لا يحدد الروابط النظرية بين هذه المتغيرات، وله أساس تجريبي ضعيف.<sup>1</sup>

وبالتالي فقد اعتبر رأس المال الفكري بأنه المعرفة التي تخلق ثروة، إلا أن دامي Dumay استبدل كلمة "ثروة" في التعريف الأصلي لستيوارت بكلمة "قيمة" لتدمج المنفعة والشؤون الاجتماعية والبيئية.<sup>2</sup> وبالتالي فالقيمة تدل على كل من القيمة الاقتصادية المتمثلة في القيمة النقدية، والقيمة الاجتماعية المتمثلة في الفوائد التي توفرها المؤسسة للمجتمع. وهذا المفهوم هو الأكثر ملائمة للمؤسسات العامة مثل الجامعات باعتبار أن القيمة الأكثر نشأة في هذه المؤسسات هي اللاملموسات لأن الربح ليس هدفها الأول.<sup>3</sup>

دمج البعد الاجتماعي مع البعد الاقتصادي للقيمة المنشأة من المعرفة، يتناسب مع المرحلة الرابعة لبحوث رأس المال الفكري، فبينما تركز المرحلة الأولى على زيادة الوعي والفهم لرأس المال الفكري وكيف يساهم في خلق مزايا تنافسية مستدامة في المؤسسات الخاصة، وتركز المرحلة الثانية على الإدارة الإستراتيجية لرأس المال الفكري وعلى الطرق المستخدمة لقياس مساهمته في خلق القيمة، وفي المرحلة الثالثة ينصب التركيز على دراسة كيفية فهم المنظمات وتطبيقها لرأس المال الفكري كتكنولوجيا إدارية، فإن المرحلة الرابعة ركزت على ربط المعرفة التي تم إنشاؤها داخل المؤسسة مع تلك المنشأة خارجها. في هذه المرحلة الأخيرة، توسع تحليل رأس المال الفكري خارج المؤسسة إلى المستوى المحلي والوطني والإقليمي.<sup>4</sup>

يلاحظ من التعاريف السابقة أن أغلبية المؤلفين يصفون طبيعة رأس المال الفكري والأصول غير الملموسة بشكل عام باقتراح تصنيفات لها والتصنيفات ضمن مفهوم أكبر، فيستعاض عن السؤال "ما هو غير الملموس؟" بالإجابة على "ما هي فئات الأصول غير الملموسة؟"، وبالتالي يبدو منطقيا أن نفهم ما نتعامل معه أولا، ثم نحدد مختلف المكونات الممكنة بعد ذلك. والمنظور المبني على الموارد يوفر وصفا دقيقا ماهية هذا المفهوم، فهو: عبارة عن مجموعة من الموارد الإستراتيجية القوية التي تمكن المؤسسة من خلق قيمة مستدامة، ولكنها ليست متاحة لعدد كبير من الشركات (نادرة)، وهي تؤدي إلى منافع محتملة في المستقبل لا يمكن تحقيقها من قبل الآخرين (قابلية الملائمة)، وهي غير مقلدة من قبل المنافسين، أو قابلة للاستبدال باستخدام موارد أخرى، وهي غير قابلة للتداول أو قابلة للتحويل في أسواق عوامل

<sup>1</sup> Renu Burr and Antonia Girardi, **Intellectual Capital: More Than the Interaction of Competence x Commitment**, Australian Journal of Management, Vol. 27, Special Issue, 2002, PP: 77- 87.

<sup>2</sup> John C. Dumay, **Intellectual capital measurement: a critical approach**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 10, N. 2, 2009, P: 195.

<sup>3</sup> Giustina Secundo et Al, **Intellectual capital management in the fourth stage of IC research: a critical case study in university settings**, Journal of Intellectual Capital, Emerald Publishing Limited, 2017, PP: 2, 3.

<sup>4</sup> Giovanna Mariani et Al, **Academic spinoffs as a value driver for intellectual capital: The case of the University of Pisa**, Journal of Intellectual Capital, Emerald Publishing Limited, 2017, PP: 7, 8.

الإنتاج (عدم الحركة) بسبب مراقبة المؤسسات، وبسبب طبيعتها غير الملموسة، فهي غير مادية وغير مالية، ولا تدرج في البيانات المالية، ولها عمر محدد. ومن أجل أن تصبح أصولاً غير ملموسة مدرجة في البيانات المالية، فإن هذه الموارد تحتاج إلى أن تكون مرتبطة بشكل واضح بمنتجات المؤسسة وخدماتها، مع إمكانية تحديدها من الموارد الأخرى، وتصبح نتيجة يمكن تتبعها من المعاملات السابقة.<sup>1</sup>

وحتى يميز بين رأس المال الفكري ورأس المال المادي باعتبارهما من الموارد الإستراتيجية للمؤسسة لا بد من توافر الخصائص الآتية في الموارد حتى تعتبر رأس مال فكري:<sup>2</sup>

- غير ملموس؛
- التأثير طويل الأجل: يحتاج الاستثمار في رأس المال الفكري إلى وقت طويل من حيث التنفيذ والحصول على العوائد من هذا الاستثمار، حيث أكدت دراسة ميدانية أن متوسط مدة الحصول على عوائد الاستثمار في البحث والتطوير ما يقرب من 5-9 سنوات؛
- التأثير الغير صفري: على عكس الأصول التقليدية الممثلة في المحاسبة والتدفق النقدي، لا تتم إضافة تدفقات رأس المال الفكري بالضرورة إلى الصفر، لأن إدارة رأس المال الفكري ليست بالضرورة لعبة محصلتها صفر، على سبيل المثال، الاستثمارات المالية الكبيرة في تركيب أنظمة تكنولوجيا المعلومات الجديدة قد تضيع إذا كانت هذه الأنظمة غير ملائمة أو إذا كانت ثقافة المؤسسة لا تشجع استخدامها؛ أي أن الاستثمار في رأس المال الفكري لا يتوقف على حجم الأموال المستثمرة، حيث يمكن للمؤسسة أن تريح أو تخسر، وإنما يتوقف بشكل أكبر على عوامل أخرى تنظيمية، وبالتالي فهو استثمار مريح دائماً للمؤسسة طالما تم التحكم في هذه العوامل.
- قاعدة الضرب: يتم قياس الأصول المادية باستخدام قاعدة الجمع في القوائم المالية، ولكن رأس المال الفكري يقاس باستخدام قاعدة الضرب في الاقتصاد القائم على المعرفة. وقد اقترح أودونيل O'Donnell وأوريغان O'Regan سنة 2000 المعادلة الآتية للقياس: رأس المال الفكري = الناس × رأس المال الداخلي × رأس المال الخارجي.
- قانون زيادة العائد: في حين أن الأرض ورأس المال والعمل تتبع قانون تناقص العوائد، فإن المعرفة والمعلومات تتبع قانون زيادة العائد. وهذه الخاصية واضحة خصوصاً في الصناعات ذات التكنولوجيا العالية، حيث تزيد القيمة كلما زاد مقدار رأس المال الفكري المستخدم.

<sup>1</sup> Gerhard Kristandl, Nick Bontis, Op.Cit., PP: 1518 -1519.

<sup>2</sup> Chun-Yao Tseng, Yeong-Jia James Goo, Op.Cit., P: 190.

## المطلب الثالث: نحو فهم أفضل لنظرية رأس المال الفكري

توجت جهود المنظرين والمؤلفين ببروز ما يعرف بـ "نظرية رأس المال الفكري" ودليل ذلك اعتماد هذا المصطلح من قبل العديد من الكتاب. وتعرف النظرية بشكل عام على أنها مجموعة من الفروض التي يمكن عن طريقها استنباط مجموعة من القوانين أو المبادئ القابلة للتجريب. وبالنظر إلى نظرية رأس المال الفكري يتبين أنها تقوم على الافتراضات الآتية:<sup>1</sup>

- أن قيمة رأس المال الفكري كموجود غير ملموس يتجاوز قيمة الموجودات الملموسة بعدة مرات؛
- أن رأس المال الفكري هو المادة الأم التي تتولد منها النتائج المالية؛
- أن المقياس المالي لرأس المال الفكري يمثل الفرق بين القيمة الدفترية للمؤسسة والقيمة السوقية لها؛
- أن رأس المال الفكري يعد أداة تحليل استراتيجي؛
- أن رأس المال الفكري هو دالة تحديات المعرفة المعولة مع مظلة المعرفة؛
- أن رأس المال الفكري إذا تراكم يزيد من إنتاجية المؤسسات.

كما تقوم على المبادئ الآتية:

- **حركية المفهوم:** مفهوم رأس المال الفكري مفهوم حركي غير ثابت، متجدد لأنه يتكيف مع متغيرات البيئة؛
- **الأداء الواقعي:** تظهر نتائج رأس المال الفكري من خلال الأداء الميداني في الواقع؛
- **الالتزام الحقيقي:** الدور الأساسي لهذا المفهوم هو الالتزام العالي في الأداء والإبداع والتحديد؛
- **تكامل المقومات:** يعامل رأس المال الفكري كوحدة متكاملة ذات تفاعل مستمر، ولا يجوز تجزئته إلى مكوناته الأساسية، حتى يعطي صورة واضحة عن الأداء الإجمالي؛
- **الفائدة المتعددة:** يمكن الاستفادة من رأس المال الفكري في مراحل وعمليات مختلفة في الوقت نفسه؛
- **التقويم والقياس:** توليد القيمة للمؤسسة وتعظيمها يعتمد على القياس والتقويم المستمر.

الأساس الفكري لنظرية رأس المال الفكري هو المنظور المبني على الموارد الذي مفاده أن المؤسسة لها مجموعة من الموارد منها ما هو استراتيجي ومنها ما هو غير ذلك، وهي قادرة على تأمين عوائد مستدامة من مواردها الإستراتيجية (بما في ذلك الموارد الثابتة والقدرات الديناميكية والمعرفة). المؤسسة قادرة على خلق ميزة تنافسية مستدامة من خلال تطوير امكانياتها الداخلية، ثم التقاط الفرص التي تناسب هذه الامكانيات، عكس النماذج الخارجية التي تقتضي تحديد الفرص والتهديدات ثم تطوير الامكانيات التي تناسب السوق الخارجي.

<sup>1</sup> سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 164 - 166.

تتميز الموارد الاستراتيجية بكونها ذات قيمة (قادرة على خلق قيمة مستدامة للمؤسسة)، نادرة (تمتلكها عدد قليل من المؤسسات)، لا تضاهى (لا يمكن تقليدها بسهولة)، وغير قابلة للاستبدال (لا يمكن للمنافسين استبدالها بموارد أخرى مكافئة). تظهر المؤشرات المذكورة ما إذا كانت المؤسسة تمتلك هذه الموارد الاستراتيجية أم لا، إضافة إلى خصائص ومتطلبات أخرى للموارد هي: مناسبة (عوائدها تتجاوز تكلفتها)، ثابتة (لا يمكن الحصول عليها في أسواق العوامل)، وتشمل جميع الأصول والقدرات والعمليات التنظيمية وسمات المؤسسة والمعلومات والمعرفة التي قد تستخدمها المؤسسة من أجل زيادة أدائها، وهي مفيدة في الرد على فرص السوق والتهديدات، إضافة إلى كونها موزعة بشكل غير متجانس عبر المؤسسات، مع استقرار هذه الاختلافات التي بين المؤسسات عبر الزمن. مع الإشارة إلى أن الموارد قد تكون قيمة ونادرة ومناسبة لكي تصبح مصدرا للميزة التنافسية لكن لكي تصبح مستدامة لا بد أن تعمل المؤسسة على صنع ميزة من الصعب تقليدها، من الصعب أن تحل محلها موارد أخرى، وثابتة (غير قابلة للتحويل). ورأس المال الفكري هو جزء من هذه الموارد الاستراتيجية التي تخلق ميزة تنافسية مستدامة للمؤسسة.<sup>1</sup>

أما عن محتوى نظرية رأس المال الفكري فتفسره نظريتان فرعيتان ارتبطتا بالمفهوم، وهي تفسر لماذا ينبغي على المؤسسات الاهتمام بهذا المفهوم، وتحاول تفسيره كتكنولوجيا إدارية لدفع خلق القيمة في الاقتصاد الجديد. وفيما يلي شرح لهذه النظريات:<sup>2</sup>

**النظرية الأولى:** نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية كممثل لرأس المال الفكري. تفيد هذه النظرية بأن رأس المال الفكري هو الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة وتتأثر هذه القيمة بتطور رأس المال الفكري، فإذا أرادت المؤسسة أن تحقق قيمة أعلى لأوراقها المالية، فمن الضروري لها إدارة والإفصاح عن رأس المال الفكري، ودليل ذلك ملاحظة زيادة الأصول غير الملموسة للمؤسسات التي تم تقييمها في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي وارتفاع النسبة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية باستمرار، ومع ذلك كان هناك تقريبا انخفاض كبير مماثل في النسبة مع انفجار "فقاعة الإنترنت" في عام 1999. ونتيجة لذلك، واصل العديد من النقاد الأكاديميين الدعوة إلى فهم أفضل لهذه الظاهرة لأنه إذا قيل أن 80 في المائة من قيمة المؤسسة الممثلة في رأس المال الفكري لم تسجل في الميزانية العمومية، فإن هذا من جهة يفوت فرصة لفهم كيف يمكن لموارد رأس المال الفكري إنشاء القيمة، ومن جهة أخرى أدى هذا إلى إعلان الأكاديميين أن نظم المحاسبة المالية الحالية غير كافية لتحديد القيمة والموارد الاقتصادية، وأن هذا أمر إشكالي لأن صافي أصول المؤسسة أقل من قيمتها.

<sup>1</sup> Gerhard Kristandl, Nick Bontis, Op.Cit., PP: 1512, 1513, 1515, 1517.

<sup>2</sup> John C. Dumay, **Grand theories as barriers to using IC concepts**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13 No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2012, PP: 5 -12.

إن ربط رأس المال الفكري بالقيمة السوقية إلى الدفترية يبسط مفهوم رأس المال الفكري للمحاسبين ولغيرهم، لكنه في الوقت ذاته يحمل الكثير من نقاط الضعف أهمها: أولاً، لا يمكن أن يعزى الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية بشكل كامل إلى رأس المال الفكري بسبب الشذوذ في احتساب التكلفة التاريخية للأصول، ثانياً، التذبذب المستمر لأسعار الأسهم يشوه قيمة رأس المال الفكري، وأخيراً، الفرق في القيمة هو مقياس مفرد لرأس المال الفكري لا يوضح المكونات الفردية له. ثم أن القيمتين لا يمكن أن تتساويا لأن العمليات اليومية للمؤسسة تغير بيان الدخل والميزانية العمومية، والتداول اليومي للأسهم يؤثر على القيمة السوقية. وحتى إذا سمحت اللوائح المحاسبية بظهور رأس المال الفكري في الميزانية العمومية، فإنها ستفتح صندوقاً آخر للمحاسبة الإبداعية مما يسبب مزيداً من الارتباك في السوق، ثم إن الميزانيات ستصبح غير مجدية إذا توقفت مقارنة المعاملات التاريخية مع المعاملات التاريخية وبدأت مقارنة المعاملات التاريخية مع التقييمات المضاربة، ومن شأن ذلك في جوهره أن يخلق مزيداً من عدم الثقة في كل من المحاسبة والمجلس الدولي.

**النظرية الثانية: الكشف والإفصاح عن رأس المال الفكري يؤدي إلى زيادة الربحية.** مفاد هذه النظرية أن رأس المال الفكري المفصوح عنه أو أي نوع من المعلومات غير المالية تؤدي إلى زيادة الربحية عن طريق تخفيض تكلفة رأس المال، لأن تزويد السوق بالمعلومات الكافية والمناسبة حول الأصول الفكرية يؤدي إلى تحسين اتخاذ القرار من طرف المستثمرين ويساعد المسيرين ومجلس الإدارة بالنتائج الاقتصادية الايجابية، فالمعلومات الغير مالية التي تمتاز بكونها ثابتة، قابلة للمقارنة عبر الزمن وبين المؤسسات، مادية وموثوقة، تسمح للمستثمرين بأفضل تحديد وتقييم للعوائد المستقبلية والمخاطر المرافقة للفرص الاستثمارية المختلفة، وبالتالي تقليل عدم التناسق في المعلومات، تقليل تقديرات الأرباح المتحيزة أو الغير صحيحة، والتقييمات الغير واقعية وتذبذب سعر السهم الغير مبرر. وهذا بدوره يزيد من سيولة السوق. هناك دليل على أن المعلومات المحسنة حول الأصول غير الملموسة وإستراتيجية المؤسسة تحسن قدرة المؤسسة على تأمين دخلها عند أقل تكلفة لرأس المال.

بينما يبدو المفهوم السابق منطقياً إلا أنه في الواقع العملي لم يحظى بتأييد واسع من طرف مجتمع الأعمال بحجة عدم تزايد المؤسسات التي تقوم بالإفصاح الخارجي عن رأس مالها الفكري. وتوجد العديد من الأسباب وراء هذه الحجة، وهي على سبيل المثال لا الحصر: تحيز أو عدم موضوعية المعلومات المفصوح عنها، نزع المؤسسات والصناعات الناجحة إرادياً للإفصاح عن الأصول الفكرية، وعدم إمكانية إقامة روابط سببية بين أصول فكرية محددة وخلق القيمة.

بالرغم من أن هذه النظريات هي النظريات الكبرى لرأس المال الفكري والتي تم الاستشهاد بها في أغلب أديبات الموضوع، إلا أن John C. Dumay وصفها بأنها عائق أمام استخدام ممارسات رأس المال الفكري من قبل العديد من المؤسسات لافتقارها إلى التجربة العملية، موصياً بضرورة التحلي عن هذه المظلات الكبرى التي تربط الممارسة بنتيجة عامة مثل أعلى ربحية أو تحديد قيمة ثابتة للأصول غير الملموسة، وبدل من ذلك على المؤسسات تطوير ممارسات رأس المال

الفكري التي تركز على كيفية إعادة تصميم مؤسساتها بشكل أفضل وبما يتناسب مع عملياتها الداخلية دون الحاجة إلى الاستمرار في الاستثمار في رأس المال الفكري إذا كان غير مجدي لها ومجدي لغيرها.<sup>1</sup>

إن سوء فهم وتطبيق هذه النظريات سببه بعض المفاهيم الخاطئة المرتبطة برأس المال الفكري، مثل أنه مرتبط بوادي السيليكون، أو التكنولوجيا العالية، أو الأنترنت، لكن في الواقع هو مهم بالنسبة للمؤسسات منخفضة التكنولوجيا والمؤسسات الغير ربحية والوكالات الحكومية قدر أهميته بالنسبة للمؤسسات مرتفعة التكنولوجيا، وهذا يقود إلى أهمية الأفكار الإدارية في المؤسسات إلى جانب الأفكار التكنولوجية، وكيفية تحويل هذه الأفكار إلى عمل والعمل إلى دخل. وفي هذا الصدد يقول جاك ويلش Jack Welch الرئيس السابق لشركة جنرال إلكتريك: <sup>2</sup> "ليس ضروريا أن تكون الفكرة متصلة بالتكنولوجيا الحيوية.. فتلك نظرة خاطئة لجوهر الفكرة. إن الفكرة هي نظام إعداد فواتير خال من الأخطاء.. وهي أخذ عملية تستغرق في العادة ستة أيام وأداؤها في يوم واحد فقط. لذلك فإننا نحصل على زيادة في الإنتاجية بنسبة 6% و 7% بشكل روتيني الآن، بفضل هذه الأفكار. ويجب على كل موظف أن يساهم بأفكار جديدة..".

#### المبحث الثاني: تصنيفات رأس المال الفكري واشكالية قياسه

يلاحظ من مختلف تعريفات رأس المال الفكري الواردة في الأدبيات أن أغلبية المؤلفين يصفون طبيعة رأس المال الفكري باقتراح تصنيفات له، وبالتالي لا يفصلون بين التعريف والتصنيف نظرا لأهمية تجزئة هذا المفهوم إلى عناصره الفرعية خاصة اذا كانت المؤسسة بصدد قياس مخزونها من الأصول الفكرية. وفي هذا الصدد، يعتبر قياس رأس المال الفكري موضوع اشكالي بسبب الطبيعة غير الملموسة لمتغير رأس المال الفكري، خاصة في ظل قصور المحاسبة التقليدية بمعاييرها الحالية على أداء هذا الغرض. وهو أحد الأسباب التي جعلت هذه الأصول، بالرغم من أهميتها في خلق القيمة، لا تظهر في ميزانية المؤسسات. وفي هذا المبحث سيتم التطرق إلى أشكال ونماذج قياس رأس المال الفكري باعتبارها أولى الخطوات التي تسبق إدارة رأس المال الفكري تصديقا لمقولة أن ما لا يمكن قياسه لا يمكن ادارته. وهذه الخطوات الثلاث (التصنيف، القياس، والإدارة) تهدف جميعا إلى استخلاص القيمة من رأس المال الفكري.

<sup>1</sup> Ibid., PP: 12, 13.

<sup>2</sup> توماس أ. ستيوارت، ترجمة: علا أحمد إصلاح، مرجع سبق ذكره، ص: 9، 10.

## المطلب الأول: تصنيفات رأس المال الفكري

يحدد ستيفارت ثلاثة أشكال لرأس المال الفكري هي: رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي، ورأس مال العملاء. يعرف رأس المال البشري بأنه قدرات الفرد لتقديم حلول للعملاء، وقدراته على الابتكار، وبالتالي فرأس المال البشري لا يعادل البشر، وعلى هذا النحو قد لا تكون مؤشرات مثل عدد الموظفين، حتى أولئك الذين يتعاملون بشكل خاص مع البحث والتطوير، قوية للغاية في تحديد القيمة المحتملة للابتكار، وبدلاً من ذلك فإن عدد الأفكار التي يتم توليدها إضافة إلى قدرة الأفكار على إنتاج خدمات ومنتجات جديدة تقترب من توفير الاتجاه في تحديد القيمة، وعلاوة على ذلك ينبغي لهذه الأفكار أن تنتج في نهاية المطاف خدمات أو منتجات جديدة، لذلك فقد اقترح أن المؤسسة تنظر في قياس إجمالي هامش المنتجات الجديدة إلى هامش الربح الإجمالي للمنتجات القديمة.

أما رأس المال الهيكلي فهو الاستيلاء على رأس المال البشري، الذي يسمح باستخدامه مرارا وتكرارا لخلق القيمة، وهي "المعرفة التي لا تذهب إلى ديارها في المساء".

بينما يعرف رأس مال العميل بأنه قيمة علاقة المؤسسة مع الأشخاص الذين تعمل معهم، ويمكن تتبع هؤلاء على دفاتر المؤسسة عن طريق مؤشر الإيرادات.<sup>1</sup>

يفرق ستيفارت بين الأصول الفكرية وهي الأفكار والمعرفة، براءات الاختراع وحقوق التأليف وغيرها، وعلاقات المؤسسة مع العملاء، وجهود المؤسسة لإدارة هذه الموارد وجعلها مربحة، لتتحول إلى رأس مال للمؤسسة، وذلك عن طريق تنمية الأفكار، واستغلال الأصول الهيكلية إما مباشرة إلى المؤسسة أو بشكل غير مباشر من خلال ترتيبات الترخيص مع أطراف أخرى، والشراكة مع العملاء والابتكار معهم وتمكينهم وتقاسم المكاسب معهم.

وقد قسم William H.A. Johnson بدوره رأس المال الفكري إلى العناصر الثلاثة التي أشار إليها ستيفارت مع اعتبار رأس مال العملاء كجزء من رأس مال العلاقات الذي عرفه بأنه قدرة المؤسسة على التفاعل بشكل إيجابي مع أعضاء مجتمع الأعمال لتحفيز القدرة على خلق الثروة من خلال تعزيز رأس المال البشري والهيكلية. كما طور مؤشرات كمية وأخرى نوعية (موضحة في الجدول) مفيدة لقيمة مخزون عناصر رأس المال الفكري تلعب دورا مهما في إنتاج الثروة وبالتالي ترتبط جيدا بالنجاح المالي للمؤسسة، وهي ناتجة عن فلسفة بطاقة الأداء المتوازن التي تفيد بأن المؤشرات غير المالية يمكن أن تكون مفيدة في تتبع الأداء، طالما أنها تتعلق بأداء الأهداف الإستراتيجية، والتي ستكون في نهاية المطاف مالية لمعظم المؤسسات. والفكرة الأساسية التي وضحها المؤلف في مقاله هي أن القيمة الحقيقية أو بالأحرى القيمة المحتملة لخلق الثروة (لأن المشكلة

<sup>1</sup> Thomas Stewart, Reviewed by: Clare Ruckdeschel, **Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations**, Book Review, Performance Improvement Journal, September 1998, PP: 57 -58.

تكمُن في تحديد إمكانية إنتاج الثروة وليس الإنتاج الفعلي للثروة، وبالتالي يجب دراسة مفهوم القيمة المتوقعة، حيث القيمة هي مجموع احتمال عدة حالات من الطبيعة، والقيمة الفعلية تنطوي على خطر وربما بعض الحظ) من عناصر رأس المال الفكري تأتي من خلال التدفق والتفاعل النظامي لهذه العناصر، وهذا يقتضي التعامل مع رأس المال الفكري كنظام من العناصر والعمليات التي تستخدم العقل البشري والابتكار لخلق الثروة.<sup>1</sup>

أما Isaac و Herremans فيصنفان عناصر رأس المال الفكري حسب خلقها للثروة الى نوعين، وهي عناصر رأس المال الفكري المولدة للثروة (تخلق الثروة مباشرة، مثل رأس المال الزبوني)، وعناصر رأس المال الفكري الميسرة لخلق الثروة (تدعم وتعزز خلق الثروة). وهذه العناصر تختلف عن غيرها من الأصول غير الملموسة من ناحيتين وهما فائدتها ومدى امتداد حياتها. يمكن لبعض الأصول غير الملموسة، مثل براءات الاختراع أو العلامات التجارية، أن تظل ممتدة لفترات طويلة من حيث توليد الإيرادات، لكنها لا تساهم بشكل كبير في البقاء التنظيمي. على النقيض من ذلك، فإن عناصر رأس المال الفكري تعيش حياة أقصر نسبيًا، خاصة بالنسبة للمؤسسات العاملة في بيئات تنافسية مكثفة وديناميكية. مع تغير التقنيات والعملاء والمهام التنظيمية، يصبح من الضروري تعديل عناصر رأس المال الفكري أو التخلي عنها وتطوير عناصر جديدة. وهذا هو الحال خاصة بالنسبة لعناصر رأس المال الفكري المولدة للثروة مقارنة بنظيرتها الميسرة. لكنها في المقابل توفر بشكل مستمر تقريبًا الموظفين الذين لديهم الوسائل اللازمة لتحقيق الأهداف التنظيمية المرغوبة، وهي إما أنها تولد الثروة مباشرة للمؤسسة أو تقوم بذلك من خلال وسائل غير مباشرة، من خلال تسهيل احتمال أن تحقق المؤسسة أهدافها الربحية. وعلى أساس دورها هذا فهو يصفها بأنها الحمض النووي للمؤسسة. فكما تعمل البرامج الجينية على تطوير الكائنات الحية والاستجابة لبيئتها بطرق فريدة من نوعها، فإن عناصر رأس المال الفكري تعمل بشكل مماثل على برمجة موظفي المؤسسة على اتباع أساليب عمل فريدة، والاستفادة من القدرات والاتصالات الخاصة لتأمين مختلف احتياجات المؤسسات، ومجموعة من الأنشطة الأخرى التي تمكن المنافسة التنظيمية والبقاء على قيد الحياة.

هذه العناصر تتمثل في المعرفة البشرية والعلاقات والعمليات، وهي تكمن في عقول الموظفين في كل من مستويات الوعي واللاوعي. ففي الحالة الأخيرة تكمن أنماط العمل مثل عادات العمل، والقدرات والعمليات المتبعة، والاتصالات المستخدمة لإنجاز الأمور، التي أصبحت متأصلة في حاملي هذه المعرفة، وبالتالي فهم غير قادرين على التعرف على هذه الأنماط بوعي. الطريقة الوحيدة لجلب أنماط العمل هذه إلى العقل الواعي هي تعليم حاملها أن يبدؤوا في أخذ وقتهم لملاحظتها أو أن يكون هناك مراقب خارجي يحددها. سواء كانت واعية أو لا شعورية، تقوم عناصر رأس المال الفكري ببرمجة

<sup>1</sup> William H.A. Johnson, **An integrative taxonomy of intellectual capital: measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm**, International Journal of Technology Management, Vol. 18, Nos. 5/6/7/8, 1999, PP: 562- 575.

سلوكيات الموظفين بشكل قوي، مما يؤدي في النهاية إلى قيادة المؤسسة على طول الطريق نحو البقاء أو الانقراض. هذا التعريف لعناصر رأس المال الفكري مناسب لتنفيذ برنامج تحقيق رأس المال الفكري ICRP الذي يسمح للمؤسسة بتحديد عناصر رأس المال الفكري، وتقييمها من حيث مساهمتها في خلق الثروة، ثم اختيار أفضل الاستراتيجيات اللازمة لتطوير أكثر هذه العناصر قيمة.<sup>1</sup>

أسفرت جهود الباحثين على العديد من المقاربات لدراسة العلاقة بين العناصر الثلاثة لرأس المال الفكري، من بينها النظرية الثابتة والنظرية الديناميكية لرأس المال الفكري، النظرية الثابتة افتراضها الأساسي هو الحاجة إلى توازن ثابت بين العناصر الثلاثة من أجل خلق أفضل رأس مال فكري تنظيمي، لأن قيمة المؤسسات لا تنشأ مباشرة من أي من عناصر رأس المال الفكري، ولكن فقط من التفاعل فيما بين هذه المكونات، وبغض النظر عن مدى قوة المؤسسة في واحد أو اثنين من هذه العوامل، إذا كان العامل الثالث ضعيف فإن هذه المؤسسة ليس لديها القدرة على تحويل رأس مالها الفكري إلى قيمة.

أما النظرية الديناميكية فتعرف مكونين لرأس المال الفكري هما رأس المال البشري ونظرية النظم التي تحل محل رأس المال الهيكلي، مع القضاء تماما على رأس مال العملاء، مع تحقيق التبادل المستمر بين هذين المكونين. فإذا كانت هناك نظم مناسبة لتقاسم المعرفة، فإن كل فرد داخل المنظمة يلعب دورا استراتيجيا متكاملًا من خلال القيمة المضافة من خلال كونه مركزا للمعرفة للآخرين. وقد كانت العديد من المؤسسات ناجحة جدا نتيجة لاعتمادها نظرية رأس المال الفكري، وقد توصلت البحوث المتعلقة بنجاحها إلى أن معايير القياس الشاملة تتعلق برأس المال البشري وأنظمتها، وعلى الرغم من أن الزيادات المبلغ عنها في الأرباح تشير إلى زيادة رضا العملاء، فإن التحسينات الهامة كانت داخل المؤسسات في حد ذاتها: زيادة معنويات الموظفين، وزيادة الرضا الوظيفي، وفرص الإدارة المالية الداخلية، وتحسين الأداء وتحسين العمليات. وكلما أمكن، تم تخفيض المعرفة إلى عملية إرسال واحدة، وأصبحت المعلومات متاحة بسهولة من أجل اتخاذ قرارات فعالة. استخدام نهج النظم بدل رأس المال الهيكلي الذي اقترحه كل من ستوارت وإدفينسون ومالون لدمج المؤسسة بأكملها، يوفر منظورا أكثر شمولا، لأنه يربط الفرد بالعملية ومن ثم بالمؤسسة، وهذا يضمن أن كل شخص وعملية يرتبط بالخطط الاستراتيجية الأساسية للمؤسسة وأهداف العمل، كما أنه لا يزال يتضمن متغيرات رأس المال الهيكلي. أما رأس مال العملاء فيصبح في ظل هذه النظرية نتيجة لرأس المال الفكري بدلا من اعتباره مكونا أساسيا، كما أن رضا العملاء تم الاعتراف به إلى جانب رأس المال البشري ضمن نظرية النظم البشرية، بالإضافة إلى ذلك فإن الزبائن ليسوا الوحيدين الذين يدعمون المؤسسة وخطها الأساسي، وإنما الأفراد داخل المؤسسة الذين يمتلكون المعرفة الضمنية للعملاء.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Irene M. Herremans, Robert G. Isaac, **Leading the strategic development of intellectual capital**, The Leadership & Organization Development Journal, Vol. 25, No. 2, Emerald Group Publishing Limited, 2004, PP: 142-160.

<sup>2</sup> Louise Harris, Op.Cit., PP: 28 - 33.

## جدول رقم (01): عناصر رأس المال الفكري

عناصر رأس المال الفكري	نوع الأصل غير الملموس	مؤشرات قياس الأصل غير الملموس
رأس مال الأفكار	<ul style="list-style-type: none"> <li>• عمال المعرفة</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• نسبة الأفكار المنفذة</li> </ul>
رأس المال البشري	<ul style="list-style-type: none"> <li>• القوى العاملة الممثلة</li> <li>• مشاريع البحث والتطوير</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تأثير الأفكار</li> <li>• خيار التسعير للبحث والتطوير. (المؤشرات السابقة</li> </ul>
رأس مال القيادة	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الخبرة</li> <li>• الكفاءة الإدارية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• كمية</li> <li>• الأداء المدرك أو المتوقع (مؤشر نوعي)</li> </ul>
رأس مال الابتكار	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الملكية الفكرية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• نسبة الملكية الفكرية المستغلة، العائد على</li> </ul>
رأس المال الهيكلي	<ul style="list-style-type: none"> <li>• البنية التحتية للمؤسسة</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الاستثمار</li> </ul>
رأس مال العمليات	<ul style="list-style-type: none"> <li>• إجراءات وممارسات المؤسسة</li> <li>• الأسرار التجارية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الروابط في شبكة النظام</li> <li>• كفاءة إنتاجية النظام (المخرجات/ المدخلات).</li> <li>• (المؤشرات السابقة كمية)</li> <li>• المسح الداخلي (مؤشر نوعي)</li> </ul>
العلاقات مع أصحاب المصالح المجتمعيين	<ul style="list-style-type: none"> <li>• علاقات السلطة التنظيمية</li> <li>• كفاءة تعزيز العملاء</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• عدد التحالفات</li> <li>• كفاءة التحالف</li> </ul>
العلاقات مع الزبائن	<ul style="list-style-type: none"> <li>• التفاعل مع الزبائن</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• النسبة المئوية من المحفظة، القيمة العمرية للعميل.</li> </ul>
رأس مال العلاقات	<ul style="list-style-type: none"> <li>• العلاقات الداخلية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (المؤشرات السابقة كمية)</li> </ul>
رأس المال الثقافي	<ul style="list-style-type: none"> <li>• التحالفات الرسمية وغير الرسمية مع الموردين</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تدقيق جودة الخدمة</li> </ul>
العلاقات مع الموردين		<ul style="list-style-type: none"> <li>• المسوحات الداخلية لأصحاب المصلحة</li> <li>• مراجعة العلاقات مع الموردين. (المؤشرات السابقة</li> <li>• نوعية)</li> </ul>

**Source:** William H.A. Johnson, An integrative taxonomy of intellectual capital: measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm, International Journal of Technology Management, Vol. 18, Nos. 5/6/7/8, 1999, PP: 566, 568, 570, 571.

وضح الجدول (01) ثلاث عناصر لرأس المال الفكري، ومكوناته الفرعية من الأصول غير الملموسة التي تشكل الأصول الإستراتيجية للمؤسسة والتي لديها القدرة على منحها ميزة تنافسية مستدامة، ويمكن قياس مخزون عناصر رأس المال الفكري باستخدام اثنين من تقنيات القياس العامة، الأول هو القياس المادي للمخزون باستخدام بيانات المحاسبة الداخلية التي هي في أغلبها غير مالية، والثاني هو استخدام القياسات الاجتماعية باستخدام تقنيات المسح للمراقبين الداخليين والخارجيين. قد يكون هناك بعض التخوف في استخدام هذه التدابير لتحديد قيمة هذه الأصول، ومع ذلك نظراً للطبيعة غير الملموسة لهذه

الأصول، قد تكون هذه التدابير هي الأنسب، وفي حين أن بعض عناصر رأس المال الفكري مثل مخزون رأس مال الابتكار تتوافق بشكل جيد مع استخدام البيانات الداخلية، إلا أن البعض الآخر مثل رأس مال العلاقات، تكون متضمنة اجتماعيا بطبيعتها ويجب قياسها باستخدام تقنيات مصممة لاستخلاص التصورات وفهم أصحاب المصلحة المهمين. إن الطبيعة غير الملموسة لأنواع الأصول التي تشكل إطار عمل "رأس المال الفكري" تجعل مجرد حساب المخزون أمراً صعباً. على سبيل المثال، فإن قياس رأس المال الفكري مختلف عن العمليات مثل حساب عدد السيارات، أو أي أصل آخر، فحتى الأصل غير الملموس الذي يمكن عدّه فعلياً، مثل عدد براءات الاختراع، يعطي تقديراً لقيمة محدودة دون الأخذ بعين الاعتبار استخدام هذه البراءات في خلق ميزة تنافسية مستدامة للمؤسسة. مثلما يجب إدارة مخزون السيارات بفعالية لتقليل رأس المال العامل، يجب كذلك إدارة الأصول غير الملموسة مثل براءات الاختراع لزيادة قيمتها.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: اشكالية قياس رأس المال الفكري: بين القيود المحاسبية وحتمية القياس واختيار منهجية القياس المناسبة

وجدت الأنظمة المحاسبية منذ أكثر من 500 عام، وهي تخدم مجموعة متنوعة من الأغراض، لكن الغرض الأصلي من أنظمة المحاسبة المزدوجة القيد هو تزويد شركات الشحن بنظام مراقبة الصرف للسلع والنقد. عندما تم تطوير هذه الأنظمة في البداية، تم استخدامها حصرياً كجهاز للتحكم في الإدارة الداخلية. وهي لا تستخدم في قياس رأس المال الفكري ما عدا في قياس الموارد البشرية للمؤسسة، وذلك لمراقبة التكاليف والنشاط، مثل تكلفة الإيجار، وعدد الموظفين، معدلات الدوران، ونشاط التدريب.

مع نضوج مجال المحاسبة، ظهر مجال أكثر تخصصاً هو المحاسبة المالية التي تم تصميمها لتوفير أساس للمستثمرين لاتخاذ قرارات رأس المال، حيث تعتبر البيانات الموثوقة عن النتائج المالية لأي مؤسسة مهمة في تشغيل أسواق رأس المال الفعالة. يتمثل مفتاح المحاسبة المالية في التطبيق المتسق لقواعد المحاسبة التي تنتج معلومات قابلة للمقارنة عبر المؤسسات. هذا الاتساق يسهل قرارات تخصيص رأس المال من قبل المستثمرين، ويقلل من تكلفة رأس المال، ويزيد من المعروض من رأس المال. وبالتالي، فإن حتمية المحاسبة المالية - قبل كل شيء ثابتة وموثوق بها - مقيدة تاريخياً إلى ما يمكن تحديده وقياسه والتحقق منه بشكل موضوعي. إذا لم يكن من الممكن تقييم قيمة أحد العناصر والتحقق منها بشكل مستقل، فإنه لا يعتبر أحد الأصول. أدت هذه القيود إلى الحد بشكل كبير من القدرة على استخدام المحاسبة المالية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالموجودات الفكرية، والتي نادراً ما يمكن تحويلها إلى معاملات موضوعية على المدى الطويل. يمكن للمرء أن يتصور تطور مماثل لقياس الموارد البشرية، حيث يتم تطبيق بعض ممارسات القياس عبر المؤسسات بحيث يمكن إجراء مقارنات موثوق بها،

<sup>1</sup> William H.A. Johnson, Op. Cit., PP: 571, 572.

ومثال ذلك تقارير السلامة والصحة المهنية OSHA، هذه التدابير تخدم الاحتياجات التنظيمية، ولكنها قد لا ترتبط بالأداء التنظيمي. وقد كان الافتقار إلى "الملكية" الموضوعية في الأصول الفكرية حجر عثرة كبير في تطبيق مبادئ المحاسبة على رأس المال الفكري.

بعد المحاسبة المالية جاء مجال "المالية"، والتي ركزت على شرح وتوقع القيمة المستقبلية لرأس المال للمؤسسة. التمويل المستخدم يستخدم بيانات المحاسبة، ولكنه يجمعها مع معلومات أخرى لدعم القرارات الداخلية. هذا التركيز على المكونات الداخلية والتخطيط بدلا من الوصف، يحرر النماذج المالية من الالتزام الصارم إلى متطلبات التقارير الخارجية. ومع ذلك، تركز النماذج المالية على رأس المال باعتباره المتغير الرئيسي الذي يجب تحسينه، والذي قدم معلومات تاريخية بشكل محدود للقرارات المتعلقة بالأشخاص. فمثلا، لا يهم مدى أهمية تطبيق التعلم عبر فريق لتعزيز القيمة المستقبلية، والنماذج المالية الحالية ليس لديها نظام قياس للتقاط مثل هذا التعلم، ربما باستثناء نفقات التدريب. لقد أدركت آراء لجنة الأوراق المالية والبورصة الأخيرة الأهمية المتزايدة للعوامل التي تؤثر بشكل كبير على القيمة التنظيمية، ولكنها استبعدت تقليديا من التقارير المالية. يجري النظر في التغييرات التي من شأنها تخفيف القيود الموضوعية والسماح للبيانات غير التقليدية التي قد لا تكون قد استوفت المعايير التاريخية للاعتمادية والموضوعية. وقد يؤدي ذلك إلى الإسراع في تطوير النماذج المالية التي تشمل الأصول غير الملموسة، مما يمهّد الطريق أمام التمويل لاحتضان عناصر قياس رأس المال البشري. حتى الآن ينصب التركيز بشكل رئيسي على عوامل مثل براءات الاختراع والبرمجيات، مع تركيز أقل بكثير على رأس المال البشري.<sup>1</sup>

وبالتالي، فقد تجنب المحاسبون الماليون قياس عناصر رأس المال الفكري "الضبابية" واختزلوها باستخدام مفهوم "شهرة المحل"، وهذا تسبب في عدة مشاكل مرتبطة بتقييم وإدارة عناصر رأس المال الفكري مثل الاهتمام بقياس القيمة الإجمالية لهذا الأصل لإدراجه في الميزانية العمومية بعيدا عن كيفية تفاعل عناصر هذا الأصل لتكوين هذه القيمة، وهذا تسبب في تعطيل العملية ذاتها التي ينطوي عليها إنشاء مخزونات جديدة من المعرفة. والدافع وراء تقييم عناصر رأس المال الفكري في المحاسبة هو تقييم من أجل المستثمرين في أصول ما قبل المنافسة. فمعظم المحاسبين ابتعدوا عن قياس الأصول عالية الضمنية معتقدين أن القيمة الاقتصادية الحقيقية لا يمكن أن ترتبط إلا بشروط السوق. بينما الدافع الحقيقي وراء قياس وإدارة رأس المال الفكري هو تطوره المستمر داخل المؤسسة. وتعتبر مقالة Lynn (1998) الذي يأتي من منشور المحاسبة الإدارية المعتمدة (CMA) Certified Management Accountant تحركا نحو الاعتراف بهذه الأصول القيمة في مجال المحاسبة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> John W. Boudreau, Peter M. Ramstad, **Measuring Intellectual Capital: Learning From Financial History**, Human Resource Management, Vol. 36, No. 3, John Wiley & Sons, Inc., 1997, PP: 350, 351.

<sup>2</sup> William H. A. Johnson, **Leveraging intellectual capital through product and process management of human capital**, Journal of intellectual Capital, Vol. 3, N. 4, MCB UP Limited, 2002, PP: 419-420.

بالرغم من صعوبة قياس رأس المال الفكري من طرف الأنظمة المحاسبية والمالية، إلا أن المؤسسات التي تدرك أهميته كمورد استراتيجي للمؤسسة تقوم بقياسه لعدة أسباب. فقد أكد Bernard Marr أن معظم الأبحاث في مجال قياس رأس المال الفكري والأسباب التي تدفع المؤسسات الى هذا القياس تقع في مرحلة بناء النظرية، وأن القليل جدا من نظرية القياس المقترحة قد تم اختبارها بالكامل. وقد حدد أهم تلك الأسباب فيما يلي:<sup>1</sup>

- مساعدة المؤسسات على صياغة استراتيجيتها: يتم تحديد كفاءات وموارد المؤسسة على رأسها الموارد الغير ملموسة من أجل تقييم الفرص وتحديد الاستراتيجية المناسبة.
- تقييم تنفيذ الإستراتيجية: يستخدم رأس المال الفكري في تطوير مؤشرات الأداء الرئيسية للمساعدة في تقييم تنفيذ الاستراتيجية، مثل مؤشرات رضا العملاء والنمو في عدد العملاء، هذه المؤشرات تؤثر على السلوك الإداري والإجراءات التي تدفع بدورها تنفيذ الإستراتيجية، خاصة أن هناك افتراض يربط بين الأصول غير الملموسة واستراتيجية المؤسسة والأداء المالي.
- المساعدة في قرارات التنوع والتوسع: العديد من صفقات التطوير أو التنوع أو التوسع من خلال الدمج والاستحواذ كانت مدفوعة بالحاجة إلى الحصول على الشركات للوصول إلى رأس المال الفكري، وبالتالي فإن قياسه يساعد على دمج هذه الأصول لكلا المؤسستين في عملية الاستحواذ بفعالية، خاصة أن تكامل ما بعد الاستحواذ مشحون بالتعقيد والمخاطر العالية وقد تفشل عمليات الاستحواذ في خلق رأس مال فكري جديد من خلال الابتكار، كما أن القياس يساعد على تحديد قيمة صفقة الاستحواذ، وبدون التقييم الصحيح وقياس رأس المال الفكري، قد يرفع المستحودون قيمته مما يؤدي إلى تدمير القيمة لمساهمي المؤسسة المستقبلية وأصحاب المصلحة الآخرين.
- استخدامها كأساس للتعويضات: تنتقد المقاييس المالية المرتبطة بالتعويضات بأنها تاريخية، وتشجع التفكير قصير الأجل خاصة عندما ترتبط بالتعويضات، لذلك من غير المحتمل أن تكون التدابير المالية في خطط التعويض وحدها هي الوسيلة الأكثر فعالية لتحفيز الموظفين، ولذلك ينبغي استكمال تدابير الأداء المالي أو الاستعاضة عنها بتدابير غير مالية تكون أكثر إفادة لإجراءات الموظفين، مثل التعويض على أساس جودة المنتج ورضا العملاء. المبرر الأساسي لاستخدام مثل هذه المؤشرات هو أن هذه التدابير هي مؤشرات قيادية للأداء المالي، كما أنها توفر مستوى أعلى من المعلومات حول الجهد والإجراءات الإدارية التي تريدها المؤسسة.
- نقل القياسات إلى أصحاب المصلحة الخارجيين: يتزايد الضغط على الشركات من أجل حساب قيمة رأس المال الفكري الخاصة بها والإفصاح عنها، لأن الفشل في توصيل رأس المال الفكري بشكل كاف يمكن أن يكون له آثار مثل:

<sup>1</sup> Bernard Marr et Al., **Why do firms measure their intellectual capital?**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4, No. 4, MCB UP Limited, 2003, PP: 441-464.

عدم تمكن المساهمين الأصغر حجما من الوصول للمعلومات المتعلقة بالأصول غير الملموسة لأنه غالبا ما يتم تقاسمها في اجتماعات خاصة مع كبار المستثمرين، التداول الداخلي إذا كان المديرون سيستغلون المعلومات المنتجة داخليا عن الأصول غير الملموسة غير المعروفة لمستثمرين آخرين، التقلبات وخطر وجود تقييمات غير صحيحة للمؤسسات، مما يؤدي إلى قيام المستثمرين والبنوك بوضع مستوى أعلى من المخاطر للمؤسسات، والتي بدورها تزيد من تكلفة رأس المال.

نظرا لهذه الأسباب وغيرها، فقد توالى الاجتهادات لإيجاد منهجية مناسبة لقياس رأس المال الفكري. وفي هذا الصدد يقر Céline Lagrost وآخرون بأن العملية التي توجه المقيم لاختيار طريقة لتقييم رأس المال الفكري أو أحد عناصره مهمة مثل نتيجة تقييم الأصل نفسه. لذلك قدم إرشادات مفيدة لاختيار طريقة مناسبة لتقييم الملكية الفكرية باعتبارها جزء من رأس المال الفكري، من بين الأساليب والمبادئ الكمية والنوعية. ففي حين تقدم الأساليب النوعية دليل قيمة من خلال تقييم وتصنيف أصول الملكية الفكرية، تحاول الأساليب الكمية حساب القيمة النقدية لأصل الملكية الفكرية. خاصة أن هناك خلاف واضح حول اختيار نهج واحد بدل الآخر، فالخبراء المؤيدون للطريقة النوعية يرون أن استخدام الأساليب الكمية فقط سيهمل العوامل غير القابلة للقياس والتي قد تكون مهمة لفهم القيمة الكاملة للملكية الفكرية للمؤسسة. لكن بالنسبة لتروشم Trochim، فإن التمييز بين استخدام المقاربات النوعية والكمية ليس صحيحا تماما، وهو يجادل بأن البيانات النوعية يمكن ترميزها كميًا عندما تستند المعلومات الكمية إلى الحكم النوعي.

منهجية التقييم المقترحة تعتمد أولا على تحديد الغرض من التقييم قبل اختيار طريقة التقييم المناسبة، فبالنسبة للأغراض المحاسبية لن تكون نتيجة تقييم الطريقة النوعية مناسبة، لكن بالنسبة للإدارة الداخلية، يمكن أن تكون نتيجة الترتيب التي تم التوصل إليها عبر الطريقة النوعية أكثر فائدة من الطريقة الكمية. ثم معرفة بالضبط ما الأصول التي سيتم تقييمها. هناك صلة بين نوع الملكية الفكرية التي يجري تقييمها ووجود أو توافر بيانات محددة، والتي قد تؤثر بشكل افتراضي على اختيار طريقة تقييم مناسبة. مقارنة مع الأنواع الأخرى من الأصول غير الملموسة مثل الدراية الفنية أو قوائم العملاء أو قواعد البيانات، تمتلك أصول الملكية الفكرية الحقوق القانونية أو التعاقدية المرتبطة بها. وبسبب هذه الحماية الرسمية، يعتبرون عادة أسهل في التقييم من قبل الخبراء. يجب عمل وصف واضح وكامل للأصل الذي يمكن المقيم بعد ذلك من جمع معلومات مهمة حول الخصائص الاقتصادية أو القانونية أو التسويقية للأصل المستهدف. سيتم استخدام هذه المعلومات مباشرة في عملية التقييم لتحديد قيمة أصل الملكية الفكرية المحدد. بمجرد تحديد الأصول غير الملموسة كشيء يمكن تقييمه، ستكون الخطوة التالية هي اختيار نهج شامل بناء على توفر المعلومات والذي يؤثر على ما إذا كانت طريقة التقييم قابلة للتطبيق أو لا. ومدى توافر المعلومات تحدها عدة عناصر مثل: امكانية وصول المقيم الى جميع أنواع المعلومات الداخلية، قواعد البيانات، بيانات الموارد البشرية، التقارير الفنية، التقارير الإدارية، التقارير المالية، وجداول بيانات التوازن...، وهذا يؤثر على تطبيق بعض الأساليب

الكمية المعتمدة على التكلفة التاريخية، وإمكانية مقابله للموارد البشرية المشاركة في تطوير أو إدارة الملكية الفكرية، يمكن أن يكون مصدر المعلومات هذا مهما خاصة عند تنفيذ طريقة تستند إلى النهج النوعي، وموثوقية المعلومات التي تم جمعها.<sup>1</sup>

لكن Boudreau و Ramstad يريان أنه يمكن تحسين تدابير قياس رأس المال الفكري الموجودة حاليا من خلال دراسة الخصائص التي جعلت أنظمة القياس المالية والتسويقية الموجودة مفيدة للغاية، دون تطبيق هذه الأنظمة كإجراءات بديلة لقياس هذه الأصول لأن التدابير المالية قد نشأت عن حقائق اقتصادية معينة قد لا تنطبق بعد الآن. والأشكال ليس في كيفية بناء أفضل قياس للموارد البشرية، ولكن في كيفية إحداث تغييرات أو خلق قيمة من خلال أنظمة القياس، خاصة أن أنظمة القياس الحالية للموارد البشرية التي تعتمد على تكاليف كل توظيف أو مستويات نشاط الموارد البشرية أو ميزانيات الموارد البشرية، أقل منهجية وأقل قبولا وأقل احتمالا لتوجيه القرارات الرئيسية، كما أنها لا تضيف قيمة للمؤسسة ولا تعكس أهمية رأس المال الفكري كدافع للقيمة في اقتصاد قائم على المعرفة.

وقد بينا أن كل تطور ناجح للقياس قد تميز بعوامل رئيسية معينة يمكن الاستفادة منها لتطوير أنظمة لقياس رأس المال الفكري والبشري، وهي: توضيح الروابط مع القيمة، التركيز على القيود التنظيمية الرئيسية، واستخدام البيانات لجعل العوامل المادية "غير الملموسة" أكثر واقعية. فمن شأن نموذج قياس الموارد البشرية الأكثر جاذبية جمع الأدلة لإظهار كيف تؤدي أنشطة الموارد البشرية إلى تأثيرات فورية على الناس، ثم كيفية دمج هذه النتائج الفورية لتحقيق نتائج مالية. ومن شأن هذا النظام أن يزود المديرين بمؤشرات رائدة مستمرة لتحديد كيفية تحسين رأس المال البشري من خلال أنشطة الموارد البشرية، وكيف تؤدي هذه التحسينات إلى نجاح المؤسسة. ومع تحديد ارتباطات القيمة، يجب على مصممي قياس الموارد البشرية تحديد القيود الحرجة أو العقبات التي تواجه المؤسسة التي تحول دون تحقيق الأهداف، مع تحديد العناصر البشرية التي يمكن أن تخفف تلك القيود والعقبات، فالنماذج المالية تعمل على تحسين قرارات رأس المال، وبالتالي فهي تفترض ضمنا أن رأس المال هو المورد المقيد الذي يجب تعظيمه. لكن الواقع التنظيمي ربما يكون قد تجاوز الحد الذي يكون فيه رأس المال هو المعوق الرئيسي، وأصبحت العناصر المرتبطة برأس المال الفكري هي أهم المعوقات والتي يجب أخذها بعين الاعتبار في نماذج القياس. ستكون مثل هذه الأنظمة غير دقيقة إلى حد ما بسبب نقص البيانات، ولكن يمكن تحسين هذه الأنظمة عن طريق تطوير نماذج عمل واضحة تعكس القيود والروابط، بناء على الافتراضات حول الروابط، ثم استخدام البيانات لتأكيد وصل هذه الروابط، مع الاعتماد على أساليب النمذجة لعدم اليقين المستخدمة في التمويل والتسويق. في النهاية، لا يوجد أي سبب

<sup>1</sup> Céline Lagrost et Al, **Intellectual Property Valuation: How to Approach the Selection of an Appropriate Valuation Method**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2010, PP: 481-503.

يجعل أنظمة قياس الموارد البشرية لا تكون ذات مصداقية مثل نظيراتها المالية، بل قد تصبح هذه الأنظمة أكثر أهمية في مواجهة التحديات التنظيمية المستقبلية مع تزايد أهمية العوامل البشرية في المؤسسات المستقبلية.<sup>1</sup>

في الأخير، يمكن الاقرار -حسب Johnson- بأنه لا يمكن قياس المعرفة سواء كانت ضمنية أو صريحة بموضوعية لأنه حتى المعارف الصريحة لها جوانب موضوعية وعالمية بالإضافة إلى الجوانب الذاتية والسياقية، ولا يمكن قياس هذه المعارف مباشرة وإنما يستدل عليها باستخدام مجموعة من المؤشرات لكن هذه الأخيرة غير مباشرة ومتأخرة التأثير، فإذا أردنا معرفة قاعدة رأس مال العلاقات أو رضا العملاء فيجب علينا استخدام مؤشرات تشير إلى ذلك لأن القياس المباشر غير ممكن حتى إذا كنا نسأل العميل مباشرة، مثلما لا نستطيع أن نعرف مباشرة الحب الذي يشعر به الفرد، وفي هذه الحالة فإننا لا نقيس عملية الرضا أو تنمية رأس المال البشري نفسه، بل فقط نتائجها. وبالتالي يمكن قياس تأثيرات جميع عناصر رأس المال الفكري بشكل غير مباشر. إن قياس عناصر رأس المال الفكري هذا لا يخلق قيمة. فقط من خلال التنظيم بحيث يمكن التعامل مع تفاعل العناصر دون عوائق، يمكن الاستفادة من عملية تطوير رأس المال البشري والأرباح المترجمة من ارتباط المؤسسة به.<sup>2</sup>

وفي هذا الصدد، يرى Miguel Ortiz أن هناك حاجة إلى نماذج كمية ونوعية لفهم سلوك رأس المال الفكري وتقييمه كنظام من التفاعلات المعقدة بين الأصول غير الملموسة فيما بينها، ومع السياق الذي تتواجد فيه والذي يقرب هذه النماذج إلى الواقع. بدل النهج الخطي المالي/ المحاسبي، الذي لا يعتبر هذا التفاعل، وعدم وجود تفاعل أو تصميم أو اضطراب خارجي مناسب، أي الاستخدام الفعال وغير الفعال للسياق (قوى السوق، والمضاربة، وما إلى ذلك)، هو السبب في وجود اختلافات في قيمة رأس المال الفكري، وهذا الذي يمثل الخصم غير الملموس (وعد بالدفع غير ملموس، يقلل من قيمة الموجودات غير الملموسة عن طريق منح جزء منها للدائن). في حين اعتبار حالات الاستخدام غير الفعال للأصل غير الملموس، والنفقات المحتملة لذلك، مثل: الصورة العامة السيئة، أو عمليات التخطيط الاستراتيجي الضعيفة، أو ظروف العمل الخطيرة، أو التنظيف البيئي المحتمل، أو العبث المحتمل للمنتج، أو سوء سمعة المؤسسة، كخصوم غير ملموسة، فهذا من المفاهيم الخاطئة. وهذا ناجم عن خطأ أكبر هو محاولة مقارنة المصطلح الإداري "رأس المال الفكري" بعبارة "رأس المال" أو "حقوق الملكية" وتطبيق القياس: رأس المال الفكري = الأصول الفكرية - الخصوم الفكرية. بينما: رأس المال الفكري = الأصول غير الملموسة التي تتأثر بالسياق. وهذا الأخير يتضمن الوقت (متى يتم قياس قيمة IC) والموقع (حسب المنطقة سوف يختلف IC). بعض الأصول أكثر قيمة في منطقة واحدة (دولة، بلد، نصف الكرة الأرضية، إلخ) أكثر من غيرها

<sup>1</sup> John W. Boudreau, Peter M. Ramstad, Op.Cit., PP: 343- 356.

<sup>2</sup> William H. A. Johnson, Op. Cit., PP: 423 -424.

بسبب الإدراك، والموارد، والعرض، والطلب، والموضة، وما إلى ذلك. حتى بالنسبة للمؤسسات التي تتساوى تقريبا في كل شيء إذا كانت في مناطق مختلفة، سوف تختلف قيمة IC.<sup>1</sup>

ويؤيد Leire Alcaniz وآخرون نهج مشابه في قياس رأس المال الفكري والإفصاح عنه خاصة مع الاعتراف بعدم قدرة المحاسبة التقليدية على مواجهة هذا التحدي، هو نهج المحاسبة الذاتية. وذلك بإنشاء حسابات خاصة برأس المال الفكري تدرج في تقارير المؤسسة تتضمن مؤشرات مختارة بسبب صلتها بالتحديات المرتبطة بالمؤسسة مع إدارة هذه الأصول، بدلا من المقارنة مع المؤسسات الأخرى، مع الدمج بين الأرقام والسرد. والغرض من المحاسبة الذاتية، هو التمييز بين رأس المال الفكري الأولي ورأس المال الفكري الثانوي الذي يتولد عنه، ومنح الأولوية لرأس المال البشري على الأشكال الأخرى التي تأتي نتيجة للإبداع الذي يميز رأس المال البشري. وقد اقترح Leire دمج تقارير رأس المال الفكري في بيانات المسؤولية الاجتماعية، والتقارير البيئية والاستدامة، والإفصاحات الأخلاقية، وقد يكون هناك اختلاف في النموذج نفسه مصممة للموظفين بدلا من القراء العاميين، مع التركيز بشكل أكبر على تلك القضايا التي تعتبر أكثر ملاءمة لأصحاب المصلحة النشطين بدلا من السليبيين.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: نماذج قياس رأس المال الفكري

طور الباحثون والممارسون عدة نماذج لقياس رأس المال الفكري، توجت اجتهادات هؤلاء. وأهم هذه النماذج وأكثرها تكرارا في مراجع رأس المال الفكري هي: سكانديا نافيجاتور، وسيط التكنولوجيا، القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، توينز كيو، وبطاقة الأداء المتوازن.

- ملاح رأس المال الفكري لسكانديا **Skandia's IC Navigator**: تعتبر سكانديا الشركة الكبرى الأولى التي قامت بجهد متناسق حقيقي لقياس الأصول المعرفية، وقد طورت تقرير رأس المال الفكري الداخلي في 1985، وأصبحت أول شركة تصنيف رأس المال الفكري إلى تقريرها المالي التقليدي للمساهمين في عام 1994. طور أدفينسون ومالون نموذج للتقرير عن رأس المال الفكري كلي وديناميكي يسمى الملاح، مع خمس مساحات للتركيز وهي: المالية، الزبائن، العمليات، التجديد والتطوير، ورأس المال البشري. سعى هذا التصنيف المحاسبي الجديد إلى تحديد جذور قيمة المؤسسة من خلال قياس العوامل الديناميكية الخفية، والتي تتمثل في رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي التي تشكل معا رأس المال الفكري.<sup>3</sup> يشمل مخطط القيمة لسكانديا كلا من العناصر المالية والغير مالية التي تجتمع معا لتقدير القيمة السوقية للمؤسسة. يؤكد الباحثان أن وجود

<sup>1</sup> Miguel Angel Axtle Ortiz, **Intellectual Capital (Intangible Assets) Valuation Considering The Context**, Journal of Business & Economics Research, Vol. 4, No. 9, September 2006, PP: 35- 42.

<sup>2</sup> Leire Alcaniz et Al., Op.Cit., PP: 25 - 30.

<sup>3</sup> Nick Bontis, **Assessing Knowledge Assets: a review of the models used to measure intellectual capital**, International Journal of Management Reviews, Vol. 3, N. 1, Blackwell Publishers Ltd, Oxford, 2001, P: 44.

الأصول غير الملموسة وقيمتها قادران على حساب الفجوة الكبيرة بين تقييم المؤسسات الموضح في الميزانيات وتقييم المستثمرين لهذه القيم. وبالتالي فالافتراض في هذه الطريقة هو أن الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة يمثل قيمة رأس المال الفكري.<sup>1</sup>

يستخدم تقرير سكانديا 112 مؤشرا لقياس المساحات الخمس المحددة منها مقاييس تقليدية وأخرى جديدة، هذه المؤشرات تستخدم قياسات نقدية لإنتاج قيمة رأس المال الفكري الشاملة (C)، ونسب مئوية يمكن أن تجمع معا لإنتاج معامل فعالية رأس المال الفكري (i) الذي يجسد "السرعة والموقع والاتجاه" للمؤسسة. تمثل IC في المنظمة دالة مضاعفة للمجموعتين C و I (رأس المال الفكري التنظيمي = iC). في حين أن المتغير المطلق (C) "يؤكد التزام المؤسسة تجاه المستقبل، فإن الكفاءة (i) تمثل أسباب متغيرة لتلك المطالبات في الأداء الحالي".

يعتقد المؤلفين أن هذه المؤشرات 112 لا يمكن استخدامها فقط من قبل المؤسسات الربحية في العديد من القطاعات المختلفة، ولكن أيضا المنظمات غير الربحية، بما في ذلك جميع مستويات الحكومة، الجيش، المنظمات الخيرية، إلخ. كما أن أغلبية الباحثين يتفقون على أن هذا النموذج شجع للنظر أبعد من الافتراضات التقليدية حول ما يخلق القيمة للمؤسسة. وهو مميز بشكل خاص في إدراك دور رأس المال العميل في خلق القيمة للمؤسسة ما وكيف تغيرت طبيعة علاقات العملاء. كما وفرت سكانديا تغطية واسعة للهيكل التنظيمي وعوامل العملية، وذلك بتركيزها على مساهمات العملية والتجديد والتطوير للقيمة التنظيمية، والتي لم يتم التطرق إليها من قبل. ولكن في المقابل وجه روس وآخرون عدة انتقادات للنموذج وهي أن كل شركة ستحتاج إلى امتلاك فهم فريد للأصول غير الملموسة التي كانت قيمة حقا للمؤسسة لاختيار الافتراض الأكثر صلاحية وتحديد المقاييس المناسبة. إضافة إلى أن المعايير العامة لقياس رأس المال الفكري بين المؤسسات أو عبر الصناعات من المرجح أن تكون بطيئة في المستقبل. كما أكدوا على أنه نظرا لأن سكانديا يتبعون منهج الميزانية العمومية عند قياس أصوله غير الملموسة، فإنه لا يقدم سوى لقطة في الوقت المناسب ولا يمكن أن يمثل التدفقات الديناميكية للمؤسسة.<sup>2</sup>

- وسيط التكنولوجيا **Technology Broker**: قدمت آني بروكينغ Annie Brooking في 1996 مساهمة عملية لقياس رأس المال الفكري من خلال تقديم ثلاثة نماذج قياس ذاتية للمساعدة في حساب قيمة رأس المال الفكري بالدولار من خلال تدقيق وسيط تكنولوجيا المعلومات. هذه القيمة التي تضعها المؤسسة على رأس المال الفكري لديها تتوافق بشكل كامل مع أهداف المؤسسة وحالة السوق في حد ذاتها، أي تقييم خاص بالمؤسسة ومحدود في الوقت.<sup>3</sup> يتكون رأس المال الفكري حسب بروكينغ من: الأصول السوقية: العلامات التجارية، سلسلة التوزيع، علاقات الزبائن، الملكية الفكرية: حقوق

<sup>1</sup> Ion Anghel, **Intellectual Capital and Intangible Assets Analysis and Valuation**, Theoretical and Applied Economics, N. 3, 2008, P: 80.

<sup>2</sup> Nick Bontis, Op.Cit., PP: 46, 47.

<sup>3</sup> Ibid., P: 49.

النشر والتأليف، براءات الاختراع، الأسرار التجارية، الأصول البشرية: التعليم والعمل المرتبط بالمعرفة والكفاءات، أصول البنية التحتية: عمليات الإدارة، شبكة العمل، نظام المعلومات.<sup>1</sup>

تبدأ بروكينغ عملية التشخيص من خلال جعل المؤسسة تجيب على 20 سؤالاً تشكل مؤشرات رأس المال الفكري. تشير نتائج هذا الاختبار إلى أنه كلما كانت المؤسسة أقل قدرة على الإجابة بالإيجابية على الأسئلة العشرين، كلما زاد تركيزها على تعزيز رأس مالها الفكري. بعد ذلك يتم فحص كل عنصر من العناصر الأربعة من خلال عدد من استبيانات المراجعة المحددة التي تطرح أسئلة متفرقة على تلك المتغيرات التي يعتقد أنها تساهم في فئة تلك الأصول. بمجرد أن تكمل إحدى المؤسسات عملية التدقيق هذه، تقدم بروكينغ ثلاث طرق لحساب قيمة رأس المال الفكري المحدد في التدقيق، وهي إما نهج التكلفة الذي يستند إلى تقييم تكلفة استبدال الأصل، أو نهج السوق الذي يستخدم مقارنات السوق لتقييم القيمة، أو نهج الدخل الذي يقيم قدرة الموجودات المدرة للدخل (أي صافي القيمة الصافية لمكاسبها النقدية الصافية).

وقد تم الإشادة بمقاربة وسيط التكنولوجيا من أجل توفير مجموعة أدوات للمؤسسات لحساب قيمة رأس المال الفكري للمؤسسة. تقترح لين Lynn (1998) أن بروكينغ قد خلقت تدقيقاً للملكية الفكرية يمثل في حد ذاته رصيذاً فكرياً للمؤسسات. الضعف الرئيسي في هذه البنود هو أن هناك قفزة كبيرة للانتقال من النتائج النوعية للاستبيان إلى القيم الفعلية بالدولار لهذه الأصول. على سبيل المثال، فإن استخدام تكلفة الاستبدال يعني ضمناً أن قيمة التكلفة تمثل قيمة فعلية وأنه بغض النظر عن قيمتها الفريدة في خلق ميزة تنافسية، فإنه يمكن في الواقع تحديد قيمة "الاستبدال" للبنود غير الملموسة مثل أنظمة الإدارة أو العلامات التجارية. ويعاني التقييم القائم على السوق من النقص في الأسعار الفعالة القائمة على السوق للعديد من عناصر رأس المال الفكري. وأخيراً، يعاني النموذج القائم على الدخل من ذاتية التقديرات والشكوك المتأصلة في نموذج التدفق النقدي. يمكن تحويل جميع العناصر الموجودة في تدقيق رأس المال الفكري تقريباً إلى مقياس من نوع Likert، مما قد يساعد المؤسسات على تعيين القيم الكمية للأسئلة النوعية. بحيث يمكن للمستجيبين المتعددين في المؤسسة الإجابة عن هذا السؤال على مقياس من 1 (لا أوافق بشدة) إلى 7 (موافق بشدة). النتائج سوف تسفر عن وصف (كمي) أكثر ثراءً لهذا البند.<sup>2</sup>

القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة EVA وMVA: قدم ستيرن ستوارت مفهوم EVA للعالم في عام 1982،<sup>3</sup> كتفعيل لمفهوم الاقتصاديين على مدى قرون عن خلق الثروة للمؤسسة عن طريق كسب أكثر من تكلفة الدين

<sup>1</sup> Ion Anghel, Op.Cit., P: 81.

<sup>2</sup> Nick Bontis, Op.Cit., PP: 49- 51.

<sup>3</sup> Abolfazl Bani et Al., Study of the correlation of economic value added, net income, and operational earnings with the stock market value of companies accepted to Tehran stock exchange, Applied mathematics in Engineering, Management and Technology, Vol. 2, N. 5, 2014, P: 467.

ورأس المال السهمي، بعد أن تُرجم هذا المفهوم في السابق عن طريق علامة الدخل المتبقي التي تقيس الأداء الداخلي والخارجي للمؤسسة.<sup>1</sup> هذا المفهوم المبني على نظرية الربح الاقتصادي هو معيار يأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة لجميع الموارد المستخدمة داخل المؤسسة،<sup>2</sup> على عكس مقاييس الأداء المالية التقليدية كالعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق المساهمين (ROE) التي لا تعتبر تكلفة رأس المال المتكبدة لتمويل المشاريع التي تولد هذه العوائد.<sup>3</sup> وبعبارة أخرى، تظهر القيمة الاقتصادية الإيجابية التخصيص الأمثل للموارد، وتعزيز قيمة المؤسسة، وزيادة ثروة المساهمين، أما القيمة الاقتصادية السلبية فتظهر هدر الموارد وعدم كفاءة تخصيص موارد المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض ثروة المساهمين. في الوقت الحالي، تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة معيارا فعالا في الإدارة المالية وهدفها الرئيسي هو قياس المعدل المتزايد من ثروة المساهمين.<sup>4</sup> يتم حساب EVA عن طريق الفرق بين صافي المبيعات ومجموع نفقات التشغيل والضرائب ورسوم رأس المال (= EVA صافي المبيعات - مصروفات التشغيل - الضرائب - الرسوم الرأسمالية). حيث يتم احتساب الرسوم الرأسمالية كمتوسط التكلفة المرجح لرأس المال مضروبا في إجمالي رأس المال المستثمر. في الممارسة، يتم زيادة EVA إذا كان متوسط التكلفة المرجح لرأس المال أقل من العائد على صافي الأصول، والعكس بالعكس.

ووفقا لمؤيدي EVA، فإن مضاعفة ثروة المساهمين ليست هي نفس القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة. يمكن زيادة القيمة الكلية للمؤسسة إلى الحد الأقصى ببساطة عن طريق استثمار أكبر قدر ممكن من رأس المال، لكن لا يمكن تعظيم ثروة المساهمين إلا عن طريق زيادة الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة ورأس المال الإجمالي الذي التزم به المستثمرون. يسمى هذا الفارق القيمة السوقية المضافة MVA. وهو يمثل الفرق بين النقد الذي وضعه المستثمرون في المؤسسة منذ بدء المؤسسة والقيمة الحالية للنقد الذي يمكنهم الخروج منه عن طريق بيع أسهمهم. تقوم MVA بإبلاغ الحكم الحالي للسوق على القيمة الحالية الصافية (NPV) لكافة مشاريع المؤسسة الاستثمارية الرأسمالية الحالية والمتوقعة. وبالتالي، تعد القيمة السوقية المضافة تقييما موجزا مهما لأداء المؤسسات - تظهر مدى نجاح المؤسسة في تخصيص وإدارة وإعادة توزيع الموارد الشحيحة من أجل تعظيم صافي القيمة الحالية للمشروع وبالتالي ثروة المساهمين. يتمثل العيب في القيمة السوقية المضافة في أن الأرباح والخسائر المتأتية من الأنشطة التي مضى عليها سنوات يتم تجميعها على أساس واحد مع نتائج العام الماضي والعام الحالي، ونتيجة لذلك، فإن مؤسسة ذات تاريخ ناجح للغاية ستستمر في إظهار القيمة الإيجابية والسلبية للقيمة المضافة حتى إذا

<sup>1</sup> Gary C. Biddle et Al., **Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values**, Journal Of Accounting And Economics, V. 24, N. 3, 1997, P: 302.

<sup>2</sup> Abolfazl Bani et Al., Op.Cit., P: 467.

<sup>3</sup> Nick Bontis et Al., **The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available To Measure and Manage Intangible Resources**, European Management Journal, Vol. 17, No. 4, P: 5.

<sup>4</sup> Abolfazl Bani et Al., Op.Cit., P: 467.

كانت المشاريع الحالية والآفاق المستقبلية قائمة ومحفوظة بالمخاطر وغير مجدية. الحل لهذا هو التركيز فقط في التغييرات في القيمة المضافة أو الأرباح الإضافية.

على الرغم من أن EVA لا ترتبط صراحة بإدارة الموارد غير الملموسة، فإن الحجة الضمنية هنا هي أن الإدارة الفعالة لأصول المعرفة ستزيد EVA. وعلى الرغم من ذلك، فإن هذا الأصل يعني أنه لم يتم وضع تدابير محددة لتقييم المساهمة المحتملة للاستثمارات في الأصول غير الملموسة، لذلك يدعم بعض الباحثين الاستراتيجيين فكرة استخدام مقاييس EVA كإجراء بديل لمخزون رأس المال الفكري، ويمكن اعتبار EVA كإجراء للعائد على رأس المال الفكري. وهذا يعني أن هذه الاستثمارات لا يزال ينبغي الحكم عليها وفقا للمعايير القياسية لتقييم أي مشروع طويل الأجل: صافي القيمة الحالية، تحليل فوائد التكلفة، وما إلى ذلك. يدعي ستوارت وشركاه بأنه يمكن لـ EVA تقدير قيمة الأصول غير الملموسة من خلال تعديلات كثيرة لقيمة وتكلفة رأس المال التي تم اقتراحها، حددها بـ 164 مجالاً مختلفاً لتعديلات الأداء، والتي من المفترض أن تعالج أوجه القصور في الممارسات المحاسبية التقليدية، وبالتالي حل مشكلات مثل محاسبة الأصول غير الملموسة والاستثمارات طويلة الأجل بدرجة عالية من عدم اليقين. ومن بين هذه المجالات الإشكالية نجد: الإهلاك، والقيمة السوقية، واستهلاك أنشطة البحث والتطوير، وبناء السوق، والإنفاق، ورسم إعادة الهيكلة، وأقساط الاحتياز، والاستثمارات "الإستراتيجية" الأخرى ذات أنماط الأجرور المؤجلة. ان ازدياد عدد التعديلات قد يحسن دقة حسابات EVA، لكن النظام يصبح أكثر تعقيدا وعرضة للتحديات من قبل مديري المؤسسة، ناهيك عن كونه غير عملي وغير مفيد. هناك قيد آخر وهو أن حساب القيمة الاقتصادية المضافة يستخدم القيم الدفترية المبنية على التكلفة التاريخية للأصول الصافية، والتي قد تعطي مؤشرا قليلا على القيمة الحالية للسوق أو الاستبدال. ومع ذلك، فإن الحجة لاستخدام التكلفة التاريخية هي أنه يجب تحديث قيم السوق على أساس منتظم، وأن تقلب القيم، وتقييم الذات المحتملة، من شأنه أن يفرض تكاليف كبيرة على نظام القياس، ويقلل من موضوعية الإجراءات.<sup>1</sup>

- نسبة توينز كيو **Tobin's Q Ratio**: هذه النسبة طورها الاقتصادي توبين، الحائز على جائزة نوبل، كإجراء للمساعدة في التنبؤ بقرار الاستثمار المستقل عن عوامل الاقتصاد الكلي مثل سعر الفائدة. لم يتم تطوير نسبة توينز كيو كمقياس لرأس المال الفكري، لكن رئيس مجلس إدارة بنك الاحتياطي الفيدرالي السابق ألان جرينسبان Alan Greenspan أشار إلى أن ارتفاع نسبة توينز كيو ونسبة القيمة السوق إلى القيمة الدفترية تعكس قيمة الاستثمارات في التكنولوجيا ورأس المال البشري.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Nick Bontis et Al., Op.Cit., PP: 5- 9.

<sup>2</sup> Ion Anghel, Op.Cit., P: 80.

يقارن هذا النهج القائم على التكلفة القيمة السوقية للأصل مع تكلفة استبداله. إذا كانت هذه النسبة أقل من 1، فمن غير المحتمل أن تقوم المؤسسة بشراء المزيد من الأصول من هذا النوع، أما إذا كانت قيمة الأصل أكثر من تكلفة استبدالها، فإن المؤسسة سوف تستثمر في أصول مماثلة.<sup>1</sup> لا تقيس قيم MVA و EVA و Tobin's Q بشكل مباشر رأس المال الفكري، بل كانت استجابة لحقيقة أن القيمة الدفترية لأصول المؤسسة غير مقبولة في معلومات القيمة.<sup>2</sup>

- بطاقة الأداء المتوازن BSC: اقترحت BSC من طرف Kaplan and Norton كابلان ونورتون في 1996 بعد دراسة معمقة لمؤسسات كثيرة عبر عدة سنوات برعاية كلية هارفارد للأعمال، حيث توصلنا إلى أن المديرين في حاجة إلى نظام قياس متعدد الأبعاد لتوجيه قراراتهم. لم تكن هذه هي المرة الأولى التي يتم فيها تشجيع المؤسسات على مراقبة التدابير غير المالية، فبحلول أوائل التسعينات، كانت العديد من المؤسسات تقوم بقياس أوقات الدورات، ومعدلات الجودة، ورضا العملاء، وأسهم السوق. بيد أن الفكرة الجديدة كانت تشجع القياس المنتظم لهذه الكميات، وربط جميع هذه التدابير في نظام متماسك. ظهر اقتراح مشابه في فرنسا في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، وتم دمجها في أداة تسمى لوحة القيادة Tableau de Bord. ومع ذلك، لم تترجم الأدبيات حول هذه الأداة، وبالتالي لم يكن لها صدى كبير عبر المحيط.<sup>3</sup> وعلى هذا الأساس اعتبرت BSC الأداة الأولى التي ساعدت في كسر القوالب المالية التي يجري اتخاذها منذ طرحها.

الفرضية الرئيسية لبطاقة الأداء المتوازنة هي مكوناتها أو منظوراتها الأربعة الأساسية: المنظور المالي، المنظور العميل، منظور عمليات المؤسسة الداخلية، ومنظور التعلم والنمو الذي كان يسمى في الأصل بالابتكار والتعلم. صممت BSC للاستخدام كإطار قياس وإدارة إستراتيجي للأداء، ويتم التفكير في المنظورات الأربعة على أنها طبقات مترابطة: يتم دفع النتائج المالية من خلال رضا العملاء، والتي بدورها تدفعها العمليات الداخلية، وتحت هذه الطبقات يقبع منظور التعلم والنمو. هذه العلاقات السببية بين هذه المنظورات يمكن تصورها فيما يسمى بالخرائط.

لم يتطرق كابلان ونورتون في كتابيهما الأولين بطاقة الأداء المتوازن والمؤسسة التي تركز على الاستراتيجية إلى الأصول غير الملموسة ما عدا بالإشارة لهما في ثلاث مواقع فقط، لكن في كتابهما الثالث خرائط الإستراتيجية (2004)، يتم ترقية الأصول غير الملموسة فجأة إلى الموضوع الأساسي للكتاب، وعنوانه الفرعي هو تحويل الأصول غير الملموسة إلى نتائج ملموسة. ركز كابلان ونورتون على منظور التعلم والنمو في محاولة لتوضيح الأجزاء المكونة لها، حيث يقران بأن العديد من المؤسسات تتصارع مع ما يجب تضمينه في هذا المنظور. ولهذا السبب يقدمان مفهوم الأصول غير الملموسة كمحتوى لمنظور التعلم والنمو. يصنفون الأصول غير الملموسة إلى رأس المال البشري ورأس مال المعلومات ورأس المال التنظيمي. ومع ذلك،

<sup>1</sup> Miguel Angel Axtle Ortiz, **Intellectual Capital (Intangible Assets) Valuation Considering The Context**, Journal of Business & Economics Research, Vol. 4, N. 9, September 2006, P: 39.

<sup>2</sup> Ion Anghel, Op.Cit., P: 81.

<sup>3</sup> Nick Bontis et Al., Op.Cit., P: 9.

يعتقد أن هذه المحاولة الأخيرة لتطوير بطاقة النتائج المتوازنة قد يكون لها تأثير سلبي. فقد أخفق كابلان ونورتون في الاعتراف بكمية كبيرة من المؤلفات حول الأصول غير الملموسة، وبالتالي، أُنشأ تصنيفاً غير مكتمل ويحتل أن يكون مربكاً للغاية للأصول غير الملموسة. فهم يفصلون رأس المال المعلوماتي عن رأس المال التنظيمي حيث أن معظم العلماء يجمعون تقنية المعلومات تحت رأس المال التنظيمي أو الهيكلي، كما أن مفهوم رأس مال العلاقات مفقود من تعريفهما للأصول غير الملموسة. وبالتالي، فقد أعادنا تعريف مفهوم الأصول غير الملموسة ليتناسب مع نموذجهم<sup>1</sup>.

يلاحظ أن نماذج قياس رأس المال الفكري تختلف من النماذج الكمية كنموذج ملاح سكانديا إلى النماذج المختلطة مثل وسيط التكنولوجيا وBSC، وهدف هذه المقاربات هو إعطاء قيمة عددية لرأس المال الفكري في المؤسسة، ومن نماذج القياس المباشرة إلى النماذج غير المباشرة التي تعطي تصور عن القيمة المنتجة بواسطة رأس المال الفكري مثل EVA وMVA ونسبة توبين، اللذان تم استعارتهما من أنظمة القياس المالية لتناسب قياس رأس المال الفكري. واختلاف هذه النماذج وعدم الاتفاق على النموذج الأمثل للقياس إنما يؤكد الطبيعة الجينية لمفهوم رأس المال الفكري ويفتح المجال للمزيد من الاجتهادات في الموضوع.

### المبحث الثالث: إدارة رأس المال الفكري من أجل خلق القيمة

يعتبر التخطيط، التنظيم، التوجيه، والرقابة هي الوظائف الأساسية للإدارة، خاصة في ظل الاقتصاد الصناعي حيث الموارد المالية هي أساس المنافسة ومصدر خلق القيمة في المؤسسة، أما في ظل اقتصاد المعرفة حيث رأس المال الفكري هو المورد الرئيسي للإنتاج، فإن وظائف الإدارة بشكل عام سوف تختلف كما تختلف الطريقة التي يدار بها رأس المال الفكري. وفي ما يلي سيتم التطرق إلى إظهار كيفية إدارة القيمة المتحصلة عليها من عناصر رأس المال الفكري من خلال إدارة رأس المال الفكري.

### المطلب الأول: الإدارة في ظل اقتصاد المعرفة: من إدارة الآلات إلى إدارة المعرفة ورأس المال الفكري

وفقاً لستيوارت، "عندما تكون الأصول فكرية، يتغير عمل المدير". وتتغير الإدارة مع زيادة التركيز على النتائج، والانفتاح في الاتصالات، وقدرات العامل على أخذ معرفته إلى مكان آخر. الإدارة التي كانت تتكون يوماً من أدوار التخطيط والتنظيم والتنفيذ والقياس (POEM) الآن تتكون من أدوار التحديد، التغذية، والتخصيص (DNA). مدير عصر المعلومات لم يعد يقيس المهام، ولكن النتائج الإجمالية التي تحققت، وكثير من الموظفين لديهم قدر أكبر من الحرية الفردية

<sup>1</sup> Bernard Marr, Chris Adams, The Balanced Scorecard and Intangible Assets: Similar ideas, Unaligned Concepts, Measuring Business Excellence, Vol. 8, N. 3, Emerald Group Publishing Limited, 2004, PP: 18- 27.

حول كيفية تحقيق تلك النتائج. ويشيد ستewart بـجوانب الإدارة العلمية لفردريك تايلور، التي تقوم بتحليل المهام المعقدة قدر الإمكان، ويلاحظ أن وظيفة الإدارة لقياس النتائج غالبا ما تتم تلقائيا بواسطة أجهزة الكمبيوتر.<sup>1</sup>

التحدي الأكبر الوحيد الذي يواجه المديرين في اقتصاد المعرفة هو رفع إنتاجية العاملين في مجال المعرفة والخدمات، وهذا سيحدد الأداء التنافسي للمؤسسات في العقود المقبلة.<sup>2</sup> وهذا يتطلب إدارة أداة الإنتاج الرئيسية المتمثلة في العقل بدل إدارة الآلات. من الصعب إدارة العقل لأن أي محاولة للسيطرة على العقل قد تخنق إبداعها، وهو عنصر أساسي في الابتكار، كما أنه من أجل السيطرة على شيء ما، تحتاج إلى امتلاكه، وهذا غير ممكن لأن العقل موصولة بالبشر أو العاملين في مجال المعرفة. وبالتالي يجب معرفة كيفية إدارة المعرفة من أجل زيادة الإنتاجية.

في اقتصاد المعرفة لم تعد الإدارة العليا هي مصدر الأفكار الجيدة - كما هو الحال في الاقتصاد الصناعي - لأنها ليست بالضرورة على اتصال دائم بالعملاء، وبالتالي تمتلك المعرفة حول اتجاهات السوق واحتياجات العملاء، كما أن الأفكار التي يوفرها قسم واحد أو حتى قسم بحث وتطوير هو الآن غير اقتصادي وغير كافي. مطلوب اليوم المزيد من الأفكار الخام والموارد المبتكرة، والمزيد من العقل لتنظيفها ومعالجتها في منتجات وعمليات وخدمات جديدة. وهذا يتطلب بنية تسمح بإنشاء معارف جديدة وتكوين أفكار من الخطوط الأمامية. يجب أن يكون الابتكار نشاطا مدفوعا من الأسفل إلى الأعلى يتحرك عبر طبقات قليلة قدر الإمكان. وهذا يتطلب أيضا حدودا أفقية أقل بين الإدارات والأقسام ووحدات الأعمال بحيث يمكن للمؤسسة الاستفادة من مزيج الخبرة وثرء المعرفة التي يجلبها كل منها من وجهة نظره الخاصة. هذا بالكاد يمكن تحقيقه من خلال أسلوب إدارة خط الأوامر المعهود في الاقتصاد الصناعي، حيث تم تصميم المؤسسات في الاقتصاد الصناعي لزيادة استخراج القيمة من القدرة الصناعية للمؤسسة، وبالتالي تم تحديد الحدود التنظيمية وسلسلة القيادة والسلطة بشكل واضح، الإدارة العليا هي مصدر الأفكار الخلاقية، بينما ينفذ العمال المهام المكتوب لهم في أوصاف العمل، في حين تتبع وظيفة البحث والتطوير جدول أعمال واضح للبحث.

في الاقتصاد الصناعي تتركز غالبية موارد الإدارة والخبرات على إدارة خط الإنتاج والتأكد من أن المهام المحددة يتم تنفيذها بأكبر قدر ممكن من الكفاءة. كان أسلوب الإدارة خطيا في أحسن الأحوال وأقل تعقيدا، يتمثل جوهر إدارة الأعمال في ظل هذا النظام في وضع ميزانية رأس المال، حيث يتم التركيز على خفض التكاليف وكفاءتها. في إطار هذا النظام، يكون قياس الأداء كميا بشكل أساسي، حيث يتم التأكد من حدوث كسر في خط الإنتاج وتأثيره على الناتج النهائي. وحدات التكلفة والوقت والمبيعات هي بالتالي مقاييس فعالة لقياس مدى نجاح مشروع معين وإبلاغ قرارات الاستثمار المستقبلية. في اقتصاد المعرفة، يختلف تدفق الإنتاج بشكل لافت للنظر. لم تعد إدارة الأعمال مركزة على إدارة

<sup>1</sup> Thomas Stewart, Op.Cit., PP: 58.

<sup>2</sup> Peter Drucker, **New Productivity Challenge**, Harvard Business Review, November-December 1991.

خطوط الإنتاج القابلة للتحكم، ولكن يجب أن يدفع الانتباه إلى الأنظمة والعلاقات المعقدة بين البشر والمعرفة. الأعمال التي يحتاج إليها الإنسان هي عملية خلق المعرفة والابتكار وكذلك المنتجات الفكرية للعقل البشري الناتجة. في أحسن الأحوال، يخلق هذا بيئة من الفوضى المنظمة، حيث يتم تحويل دور الإدارة من الإشراف إلى دور ملهم. يتمثل جوهر إدارة الأعمال في ظل هذا النظام في تحقيق تراكم المعرفة لتمكين الابتكار والإنتاج ونمو الأعمال. بموجب هذا النظام، تعتبر مقاييس الأداء ذات طبيعة نوعية. وهذا يخلق الحاجة إلى الإدارة للاستشارة في مجموعة من التدابير والنتائج التي لا يمكن التنبؤ بها أو التحكم فيها.

عموما، تغيرت المتغيرات التي تحتاج الإدارة للنظر فيها من أجل الاستفادة من رأس المال الفكري. الأهم من ذلك، تغيرت أيضا ملامح من المدير الجيد والقائد الجيد. الآن يتم إثبات عبقرية الإدارة والتميز من قبل أولئك الذين يعرفون كيفية تحفيز وإلهام العاملين في مجال المعرفة حتى يتم إنتاج المزيد من الأفكار. إن نجاح القيادة ممكن فقط عندما يخلق القائد ثقافة ثقة حيث يشترك العمال على جميع المستويات وفي الإدارات المختلفة في خلق المعرفة - على الجانبين، من الأعلى إلى الأسفل ومن الأسفل إلى الأعلى. يحتاج المديرون والقادة إلى أن يكون لديهم فكرة جيدة عن الأفكار الجيدة ومؤشر الإحساس الغريزي الذي يكتشف المشاريع الجيدة. ويعتمد تحديد الفكرة الجيدة على خبرة المدير، أو الحدس، أو التدريب السابق - باختصار، على المعرفة الضمنية. وكلما زاد الدور القيادي تغيرت البنية الهيكلية وأنماط الاتصال التي تغيرت لتسمح بالتعاون على الجانبين، عموديا، وبين الأفراد. أدى هذا في بعض المؤسسات إلى تولي مناصب إدارية عليا جديدة: على سبيل المثال، كبير موظفي المعرفة (CKO)، ونائب رئيس إدارة رأس المال الفكري (VP of ICM)، والذي يركز بشكل خاص على تطوير وإدارة المعرفة ورأس المال الفكري.<sup>1</sup>

في مجال إدارة المعرفة يجادل Karl Wiig بأن إدارة المعرفة الصريحة والمنهجية لم يكن موضع قلق حتى وقت قريب، ونتيجة لذلك، كان توافر الخبرة التنافسية عشوائيا. ماعدا المعرفة في مكان العمل - قدرة الأشخاص والمؤسسات على فهم العمل بفعالية - هي التي تتم إدارتها بشكل منتظم من قبل المؤسسة. وقد عمل المسؤولون عن البقاء على قيد الحياة في البيئات التنافسية على بناء أفضل معارف ممكنة ضمن مجال مسؤوليتهم. لكن مع ازدياد المنافسة أصبح من الضروري أن تعمل المؤسسة على تطوير ممارسات إدارة المعرفة. ويجب أن تستند هذه الجهود، التي أصبحت معقدة ومتطورة بشكل متزايد، على الجذور التاريخية للاعتبارات المتعلقة بالمعرفة، والتطورات في مجال التكنولوجيا والمجالات المتمركزة حول الناس مثل العلوم المعرفية. وبعبارة أخرى، يجب علينا إعادة اكتشاف قوة التفكير في الماضي وكذلك فهم الفرص التي تنتظرنا. مع تجنب إعادة اكتشاف ما كان المفكرون الأوائل قد خلقوه وعوضا عن ذلك مضاعفة إعادة استخدام المعرفة والممارسات الصالحة. لأن

<sup>1</sup> Nermien Al-Ali, **Comprehensive Intellectual Capital Management: Step-by-Step**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003, PP: 10, 11.

تاريخ البشرية ليس تاريخاً من الذكاء وزيادة حدة الرؤية. ونتيجة لذلك، فإن إدارة المعرفة ليست نتيجة لأن الناس أصبحوا أكثر ذكاءً، لكن أكثر اطلاعاً من خلال البناء على مفاهيم قوية مورثة من الأجيال السابقة.<sup>1</sup>

بناء على ما سبق، فقد جلبت إدارة المعرفة الكثير من المفاهيم الجديدة، والبعض الآخر قديماً لكنه تولى أدواراً جديدة. على سبيل المثال، هناك القليل من المفاهيم الجديدة وراء تعليم وتدريب الأشخاص ليكونوا قادرين على تقديم عمل كفاء. وينطبق الشيء نفسه على العديد من الأنشطة الأخرى المتعلقة بإدارة المعرفة. ومع ذلك، فإن وجهات النظر والأولويات والأغراض جديدة. كما أن معظم المؤسسات القائمة على المعرفة تفترض أن الجزء الأكبر من قيمتها السوقية هو قيمة رأس المال الفكري، وليس مجموع أصولها المالية والمادية. ومع ذلك، فهي لا تتخصص في فهم الآليات التي تحكم العمليات التي تؤدي إلى قيمة هذه الأصول الكبيرة، أو الحفاظ على قيمتها وتحسينها. إضافة إلى أنها جلبت نهجاً واضحة ومدروسة ومنهجية لتنسيق جهود إدارة المعرفة والاعتماد على نتائجها لتحقيق أهداف المؤسسة. وأخيراً دججت إدارة المعرفة المتقدمة المنظورات النظرية والتجريدية لنظرية المعرفة والعلوم المعرفية مع الاعتبارات البراغمية للخبرات اللازمة لإدارة الأعمال والاتجاهات التقنية لإدارة المعلومات والتكنولوجيا. فقد اعتمدت على أنظمة الذكاء الاصطناعي وعلوم الإدارة لفهم كيفية تفكير الناس عند أداء العمل الفكري وتأثير المعرفة والفهم لتقديم عمل ذي جودة. اعتمدت نظرية التعلم، والعلوم الاجتماعية، والمخاوف النفسية لنهج التعلم الفعال والعمل الجماعي والتعاون، والأساليب المعرفية. وأخيراً، استغلت التقدم في تكنولوجيا المعلومات لتوسيع ممارستها إلى مجالات جديدة، مثل: علم الوجود، فهم اللغة الطبيعية، التفكير الآلي، الوكالات الذكية.<sup>2</sup>

نظراً لأهمية إدارة المعرفة في البيئة التنافسية الجديدة، يتوقع Karl M. Wiig أن تكون المؤسسات المتقدمة سريعة في اعتماد هذا النهج، وسوف يحذو الآخرون حذوهم تدريجياً. بينما ستجد المؤسسات التي ما زالت بطرقها القديمة أنها سوف تستوعبها مؤسسات أكثر قدرة على الاستمرار أو تخرج من العمل.<sup>3</sup> بالرغم من ذلك، إلا أن Dean Call يرى بأن العديد من مبادرات إدارة المعرفة تبوء بالفشل. سبب ذلك هو عدم فهم هذه المؤسسات لما تستلزمه إدارة المعرفة، أو كيفية إدارة المعرفة أو رأس المال الفكري داخل مؤسساتها. وربما يؤدي ضجر إدارة المعرفة إلى تضليلهم.

وفي محاولة منه لتبسيط هذا المفهوم، لأنه على حد تعبيره "ليس علم الصواريخ"، يشير بأن تعريف إدارة المعرفة يختلف من مؤسسة إلى أخرى، ويجب أولاً الاتفاق على تعريف المعرفة التي تعرف على أنها: "حقيقة أو شرط معرفة شيء ما بالألفة

<sup>1</sup> Karl M. Wiig, **Knowledge Management: An Emerging Discipline Rooted in a Long History**, In Despres et Chauvel (eds), *Knowledge horizons*, Boston: BH, 2000, PP: 1, 20.

<sup>2</sup> Ibid., P: 10.

<sup>3</sup> Karl M. Wiig, **Knowledge Management Where Did It Come From -- and Where Will It Go?**, Journal of Expert Systems with Applications, Vol. 13, No. 1, Knowledge Research Institute, Inc., 1997, P: 19.

المكتسبة من خلال الخبرة أو الارتباط". ومعرفة هذه المعرفة تعني: "القدرة على اتخاذ اجراءات فعالة". إدارة المعرفة الناجحة تتيح الوصول إلى المعلومات التي تحتاجها المؤسسة للقيام بعملها، أفضل مما كانت تفعل في الماضي. وهي لا تزودها بالإجابة على مشكلتها بل إنها تسهل تعلم الإجابة، من خلال تنظيم المعلومات الفوضوية، باستخدام تقنيات تنظيمية وبحثية واسترجاع قوية تمكن الموظفين من البحث والتركيز على الأعمال. وهي لا تدور حول التكنولوجيا - كما يعتقد الكثيرون - بل تتمحور حول الأشخاص والعملية.<sup>1</sup>

وقد حدد Kiri Nesbitt ست خطوات لإدارة المعرفة الناجحة وانشاء نظام ادارة المعرفة بالإضافة إلى واحدة. هذه الخطوات الست هي:<sup>2</sup>

- تحديد أهداف العمل التي سيعالجها نظام KM؛
- إجراء مراجعة للمعرفة لتحديد أي ازدواجية أو فجوات أو تداخلات في قاعدة المعارف الخاصة بالمؤسسة؛
- إنشاء خريطة مرئية تصف وحدات المعرفة والعلاقات بينها؛
- تطوير إستراتيجية KM استنادًا إلى إدارة المحتوى، والتكامل، وآليات البحث، وتقديم المعلومات، والتعاون؛
- شراء أو بناء الأدوات المناسبة للتقاط وتحليل وتصنيف وتوزيع المعرفة؛
- إعادة تقييم قيمة نظام KM بشكل دوري وإجراء التعديلات اللازمة.

والخطوة الأخيرة التي أضافها Call هي انشاء ثقافة مؤسسية تقدر معرفة الفرد وتكافئه على هذا الأساس، وتسمح لسياساتها وقواعدها بأن تكون محل تساؤل من قبل الجميع، ويمكن تغييرها اذا استدع الأمر ذلك.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: إدارة رأس المال الفكري: لا ندير المعرفة وانما ندير خلق القيمة

فكرة زيادة قيمة المؤسسة من خلال رأس المال الفكري تتوقف على عاملين أساسيين هما الدراية المهنية أي المعرفة الأساسية للمؤسسة أو فكرة الأعمال، والدراية الإدارية، ففي مؤسسة ناجحة يجب أن يكون هناك الموظفون الفنيين في صميم الأعمال التي تميز المؤسسة عن منافسيها، بالإضافة إلى وجود مديرين فعالين ينظمون المؤسسة، وبهذه الطريقة تزيد قيمة المؤسسة، وبالتالي فإن رأس المال الفكري هو أكثر ارتباطا بإيجاد القيمة (منظور الإدارة)، بدلا من التقييم (المنظور المالي). ولهذا فإن العديد من المؤلفين أكثر اهتماما في تصور ومراقبة وإدارة خلق القيمة، بدلا من تقييم الأصول نفسها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Dean Call, **Knowledge Management – Not Rocket Science**, Journal of Knowledge Management, Vol. 9, N. 2, Emerald Group Publishing Limited, 2005, PP: 19-30.

<sup>2</sup> Kiri Nesbitt, **Designing a knowledge management system**, 8 February 2002, P: 5. available at: <http://academic.edu:2081/products/faulknerlibrary/00018382.htm>, (accessed 22 september 2018).

<sup>3</sup> Dean Call, Op. Cit., PP : 25- 26.

<sup>4</sup> Leire Alcaniz et Al., **Theoretical perspectives on intellectual capital: a backward look and a proposal for going forward**, June 2010, PP: 9, 10.

وبالتالي فإن الهدف من إدارة رأس المال الفكري هو إدارة خلق القيمة من المعرفة وليس المعرفة في حد ذاتها، حيث هذه الأخيرة هي مهمة إدارة المعرفة KM. ولهذا فإن العديد من المراجع التي تتحدث عن إدارة رأس المال الفكري نجدتها تتحدث عن خلق القيمة. وقد أكدت Maria do Rosário Cabrita بأن الانتقال إلى نظام رأس المال الفكري يساعد المديرين على الحصول على نظرة أعمق في عملية إنشاء القيمة الخاصة بالمؤسسة. مع ملاحظة عدم وجود طريقة مثلى لإدارة رأس المال الفكري لاستخلاص القيمة نظرا لاختلاف تكوين كل مؤسسة من الموارد والقدرات والكفاءات، مما يشير إلى أن هناك مجموعة متنوعة من الطرق لتحقيق النجاح.<sup>1</sup>

وعلى العموم فإن إدارة رأس المال الفكري وإنشاء المعرفة تحتاج إلى التزام كامل من الإدارة العليا، فكبار المديرين هم جزء من رأس المال البشري، لكنهم يلعبون دورا حيويا في خلق ودعم بيئة تعليمية إيجابية وبالتالي في النجاح في تنفيذ رأس المال الفكري، فجميع المؤسسات تتعلم ولكن ليس بالضرورة أن يكون التعليم دائما للأفضل، وفي هذا الصدد تلعب بنية الحوكمة دوراً هاماً في عمليات التعلم المؤدية إلى الابتكار. من حيث رأس المال البشري، يلعب كبار المديرين دورا بالغ الأهمية في جذب واختيار والاحتفاظ بالأشخاص المناسبين في المؤسسة وكذلك في تصميم ومعالجة الاحتياجات التدريبية لتطوير مشاركة الموظفين. ومن حيث رأس المال الهيكلي، يكون للمديرين تأثير على الثقافة التنظيمية من حيث قدرتهم على تغيير وتشجيع وإعادة تأكيد عملياتها وممارستها، كما لديهم السلطة لربط المهمة بالممارسات التنظيمية، والتي تبدو واحدة من أكثر الأدوات فعالية للاحتفاظ بالأشخاص. أما من حيث رأس مال العلاقات، فهم مسؤولون عن إنشاء الشبكات، ضمان المساءلة الإجرائية والنتائج لأصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين؛ فهم مسؤولون عن الصورة الخارجية لمؤسستهم وعن الحفاظ على سمعتها الجيدة.<sup>2</sup>

وفقا لستيوارت فإنه لإدارة رأس المال الفكري، يجب أولا تحديد أشكاله سواء كانت صريحة أو ضمنية في طبيعتها.<sup>3</sup> وفي هذا الصدد أكد William. Johnson على أنه ليس من الضروري تحويل جميع المعارف الضمنية إلى معرفة صريحة مملوكة للمؤسسة حتى يمكن خلق القيمة، على الرغم من الاتفاق على ضرورة هيكل رأس المال البشري من أجل الحفاظ على المعرفة من الضياع عند مغادرة رأس مال البشري المؤسسة والاستفادة منه وخلق القيمة. لأنه إذا كان كل رأس المال البشري يتم هيكلته، فإن المؤسسة لم تعد موجودة ككيان يولد القيمة ولكن فقط كآلة تطرح منتج ما أو مجرد ورق يتكون من أفكار عظيمة. وعضوا عن ذلك تجدر التفرقة بين المعرفة التي يجب إدارتها كمنتج أي هيكلتها (شيء ما تبيعه أو تستخدمه لتحقيق

<sup>1</sup> Maria do Rosário Cabrita, **Intellectual capital: a phenomenon of interrelationships**, International Journal of Business and Systems Research, Vol. 3, No. 2, Inderscience Enterprises Ltd, 2009, PP: 247.

<sup>2</sup> Paula Benevene, Michela Cortini, **Interaction between structural capital and human capital in Italian NPOs: Leadership, organizational culture and human resource management**, Journal of Intellectual Capital Vol. 11 No. 2, Emerald Group Publishing Limited, 2010, P: 126.

<sup>3</sup> Thomas Stewart, Op.Cit., P: 58.

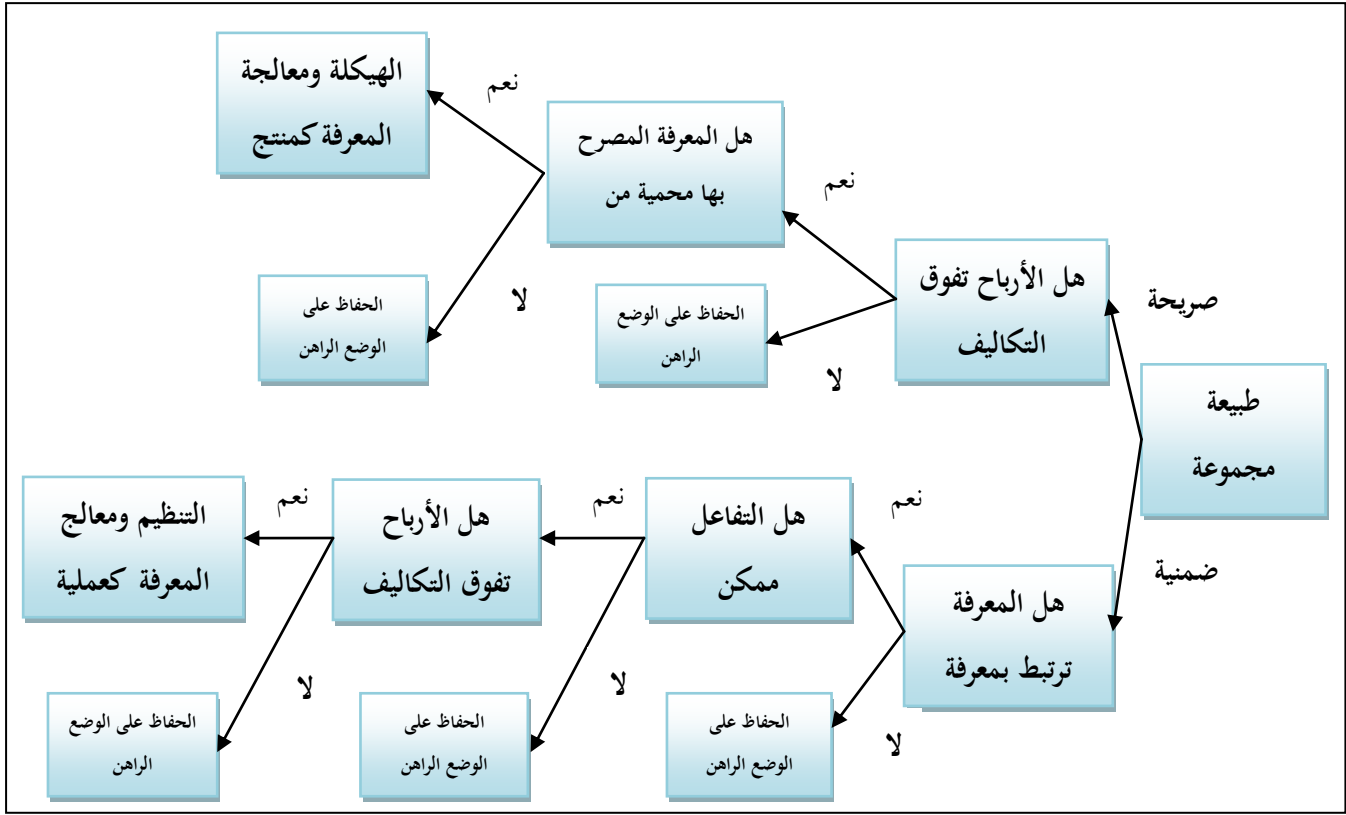
الربحية المستمرة للشركة) والمعرفة التي يجب إدارتها كعملية (شيء يمكن إدارته كتطوير مستمر) وهذا من أجل تحقيق أقصى قيمة من المعرفة. وحجة الفكرة الأخيرة هي أن هناك معارف يصعب هيكلتها ومع ذلك فهي تحقق أرباحاً للمؤسسة مثل رأس مال العلاقات بين وكيل المبيعات والعميل، التي تستند عادة على معرفة دقيقة من الذوق والتفضيلات والخصوصيات. يمكن أن تساعد المعلومات التي تم إنشاؤها في تدريب الأفراد الآخرين ولكن يمكن أن يتم إنشاء المعرفة الحقيقية التي توفر فهماً سياقياً لعلاقة وكيل المبيعات مع العميل فقط من خلال التجربة المباشرة، أما هيكل رأس المال البشري قد تكون ممكنة فقط، ومطلوبة، عندما يمكن استخدامها لزيادة المساعدة على تنمية رأس المال البشري، كبيانات أو معلومات غير سياقية، أو بيعها كمنتج لتحقيق الربح، أو عندما تكون معارف رأس المال البشري مهمة من الناحية الإستراتيجية فيجب اكتشاف هذه المعرفة من خلال مجموعات المعرفة وتقنينها.

سيتطلب هذا نوعين على الأقل من عمليات الإدارة، الأول هو هيكل رأس المال الفكري والثاني، تنظيمه. بينما يتعلق الأول مباشرة بالموازنة العمومية للمؤسسة، أي برأس المال الفكري كأصل ملموس (متلازم مع منتج العمل المعرفي)، يتعلق الثاني بالربح المرتبط بتنمية رأس المال الفكري (أي ما يعادل عملية من أعمال المعرفة). وهكذا، وبطريقة نظرية، باستخدام القياس المحاسبي، يبدو أن الهيكلية مرتبطة بالميزانية العمومية مما يؤدي إلى زيادة في الأصول بينما يرتبط التنظيم بقائمة الدخل لأنها غير مباشرة مما يؤدي إلى زيادة في الربح. والشكل ( ) يصور طريقة لإدارة رأس المال الفكري باستخدام شجرة القرار من الأسئلة المختلفة التي يتعين طرحها في تحديد ما إذا كان الهيكلية منطقية بالنظر إلى مجموعة محددة من المعرفة. يجب أن تكون الأسئلة التالية بمثابة مبادئ توجيهية لتحديد احتمالية نجاح عملية الهيكلية:<sup>1</sup>

- 1- هل من المحتمل أن تكون مجموعة المعرفة مهيكلة؟ بشكل عام، كلما كانت مجموعة المعرفة أكثر وضوحاً وتم تدوينها بسهولة كمعلومات موضوعية، كلما زادت احتمالية الهيكلية. وتشكل مواصفات تصميم المنتج أو العملية التي تؤدي إلى براءات الاختراع مثل هذا الاحتمال.
- 2- إذا كانت المعرفة مهيكلة، ما هي الفوائد التي سيوفرها مخزون المعرفة للمؤسسة؟ أي إذا كان من الممكن استخدام رأس المال الهيكلي أو بيعه كمنتج إذا كان قيماً للغاية، أو إذا كان يمكن استخدامها داخلياً لتدريب الآخرين، فقد توفر بعض الفوائد القيمة. مع الأخذ بعين الاعتبار ارتفاع خطر التجسس عند هيكلية المعرفة.
- 3- ما هي التكاليف المرتبطة بالهيكلية؟ في حالة براءات الاختراع، من المحتمل أن تشمل تكاليف كتابة تكاليف براءات الاختراع، والإيداع، والصيانة، وإدارة رأس المال الفكري. ينبغي إجراء تحليل للتكاليف والفوائد لتحديد ما إذا كان الأمر يبرر هيكلتها.

<sup>1</sup> William H. A. Johnson, Op. Cit., PP: 415 -427.

## شكل رقم (03): إدارة رأس المال الفكري عن طريق هيكلة وتنظيم المعرفة



Source: William H. A. Johnson, **Leveraging intellectual capital through product and process management of human capital**, Journal of intellectual Capital, Vol. 3, N. 4, MCB UP Limited, 2002,

يوضح الشكل (03) طريقة لإدارة رأس المال الفكري على شكل شجرة للقرار، هذه الطريقة تقتضي تصنيف المعرفة إلى صنفين معرفة صريحة وأخرى ضمنية تم دراسة تكاليف هيكلية المعرفة الصريحة وتحويلها إلى ضمنية وتكاليف إدارة المعرفة كعملية. فإذا كانت فوائد الهيكلية تبرر التكاليف مع إمكانية حماية المعرفة الهيكلية من التحسس يتم اتخاذ قرار الهيكلية وبالتالي إدارة المعرفة كمنتج أو كملكية فكرية وضمها إلى مخزون المعرفة، فإذا أخذنا مثال عن رأس المال الهيكلية كبراءات الاختراع فتم إدارتها عن طريق التخلص منها إذا كانت لا تحتاجها المؤسسة، أو بيعها إذا كانت غير مفيدة للمؤسسة ومفيدة لغيرها، أو استخدامها في تطوير ابتكارات جديدة. وأما إذا كانت المعرفة الضمنية مرتبطة بمعارف أخرى وهناك تفاعل فيما بينها مع ارتفاع تكاليف الهيكلية فيتم اتخاذ قرار التنظيم وإدارة هذه المعرفة كعملية أي إدارة العمل المعرفي وتفاعلات المعارف.

هناك تداخل كبير في نطاق إدارة المعرفة وإدارة رأس المال الفكري. فالهدف العام لكليهما هو تعظيم فعالية المؤسسة المتعلقة بالمعرفة والعائدات من أصولها المعرفية وتجديدها باستمرار. ومع ذلك، هناك اختلافات كبيرة بين رؤىهم ووجهات نظرهم، وهذا ليس تمييزاً مصطنعاً. تركز إدارة رأس المال الفكري ICM على بناء وحيارة الأصول الفكرية من منظورات الحكومة المؤسسية والإستراتيجية، وبعض التركيز على الجانب التكتيكي. هذه المنظورات تركز على خلق واستخدام المعرفة وكذلك

العلاقة بين المعرفة وخلق القيمة. وتمثل مهمتها في العناية الشاملة برأس المال الفكري للمؤسسة. تمتلك إدارة المعرفة منظورات تكتيكية وتنفيذية. إدارة المعرفة أكثر تفصيلاً وتركز على تسهيل وإدارة الأنشطة المتعلقة بالمعرفة مثل الخلق والالتقاط والترجمة والاستخدام. وتمثل مهمتها في تخطيط وتنفيذ وتشغيل ومراقبة جميع الأنشطة والبرامج المتعلقة بالمعرفة اللازمة لإدارة فعالة لرأس المال الفكري.<sup>1</sup>

يرى Khalil و Seleim أنه عندما تستخدم أنشطة إدارة المعرفة لتطوير وصيانة رأس المال الفكري، فإنها تصبح مورداً للميزة التنافسية المستدامة.<sup>2</sup> بالإضافة إلى ذلك، يؤكد Benevene و Cortini أن المعرفة يمكن أن تضيف قيمة إلى المؤسسات من خلال الأصول غير الملموسة أي رأس المال الفكري.<sup>3</sup> من ناحية أخرى، عندما يتم استخدام رأس المال الفكري واستغلالها بشكل صحيح، فإنها تزيد من القدرة الاستيعابية للمؤسسة، والتي بدورها تسهل عمليات إدارة المعرفة الخاصة بها. تمكن عناصر رأس المال الفكري المؤسسات من تشكيل المعرفة وتطويرها وإدارتها. رأس مال العلاقات له أهميته بالنسبة لأهداف إدارة المعارف. بالإضافة إلى ذلك، ستمكن المؤسسات التي لديها رأس مال هيكلي قوي من الحصول على المعرفة وإنشائها وتوثيقها وتطبيقها ونقلها.<sup>4</sup>

مع ذلك، هناك فهم ضئيل لكيفية قيام المؤسسات في الواقع بإنشاء وتجميع رأس المال الفكري من خلال إدارة المعرفة بشكل ديناميكي. وفي هذا الشأن، يمثل نموذج التنشئة الاجتماعية، والتخريج، والدمج، والاستيعاب الداخلي أساساً نظرياً أكثر تفصيلاً لفهم علاقة إدارة المعرفة ورأس المال الفكري. يوضح نموذج SECI مساحات تفاعلية مختلفة لجعل المعرفة الضمنية صريحة. حيث أن عناصر رأس المال الفكري مثل رأس المال البشري، الهيكلي ورأس مال العلاقات تمثل مدخلات لعملية إنشاء المعرفة في نموذج SECI، ويأخذ ناتجها الرئيسي شكل مواد غير ملموسة قابلة للاستغلال تجارياً. تتضمن العمليات الأربعة لنموذج SECI جميع مكونات إدارة المعرفة من إنشاء المعرفة واستخدامها إلى نقل المعرفة، توثيق المعرفة، واكتساب المعرفة. فنموذج SECI هو نموذج مفيد وصارم في وصف الطرق التي يتم بها توليد المعرفة ونقلها وإعادة إنشائها في المؤسسات.

<sup>1</sup> Karl Martin Wiig, **Integrating Intellectual Capital and Knowledge Management**, Long Range Planning, Vol. 30, No. 3, Elsevier Science Ltd., June 1997, P: 400.

<sup>2</sup> Ahmed A.S. Seleim, Omar E.M. Khalil, **Knowledge management and organizational performance in the Egyptian software firms**, International Journal of Knowledge Management, Vol. 3, No. 4, 2007, PP: 37-66.

<sup>3</sup> Michela Cortini, Paula Benevene, **Interaction between structural and human capital in Italian NPO: leadership, organizational culture and human resource management**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 2, 2011, PP: 39-123.

<sup>4</sup> Ahmed A.S. Seleim, Omar E.M. Khalil, **Understanding the knowledge management-intellectual capital relationship: a two-way analysis**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 12, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2011, P: 591.

التنفيذ الفعال للعمليات الأربعة لنموذج SECI يولد أنواعا مختلفة من رأس المال الفكري، من خلال نقل المعرفة (المشاركة) الذي يمثل العامل المشترك بين هذه العمليات. تساعد التنشئة الاجتماعية على تحويل المعرفة الضمنية الجديدة من خلال الخبرة المشتركة، التي تسمح بنقل المعرفة الأقل توصالا. لذلك، تنطوي عمليات التنشئة الاجتماعية على نقل المعرفة التي تسمح بتراكم عناصر رأس المال الفكري. أما التخريج هو عملية تحويل المعرفة الضمنية إلى معرفة صريحة، والتي يمكن أن يشاركها الآخرون، وبالتالي، هفي تخلق وتجمع رأس المال الهيكلي. في عمليات الدمج والاستيعاب الداخلي، يتم تبادل المعارف وإعادة تجميعها من خلال الوثائق أو الاجتماعات أو شبكات الاتصالات. ينشئ الدمج هياكل معرفة في شكل معرفة نظامية ومؤسسية أي رأس مال هيكلي. يمكن نشرها وتوزيعها مباشرة. من ناحية أخرى، يراكم الاستيعاب الداخلي رأس المال البشري ورأس مال العلاقات عن طريق التعلم من خلال العمل.<sup>1</sup>

عموما، تكمل إدارة المعرفة ورأس المال الفكري بعضهما البعض بالإضافة إلى وجود تداخلات مهمة. لذا يجب أن يتم دمجها بشكل وثيق لمنع النزاعات وتحقيق أقصى قدر من الفعالية. من المنظور الأوسع، تعد إدارة رأس المال الفكري وإدارة المعرفة أحجار أساس في نموذج الإدارة الفعالة للقرن الحادي والعشرين. ومع ذلك، لا يمكن متابعتها في عزلة. ويجب أن تتشابه مع الاعتبارات الإدارية الأخرى لإنشاء مؤسسة سليمة ومتوازنة وتنافسية. من خلال إدارة الأصول والمعرفة الفكرية بشكل مناسب، سيكون الموظفون، والمشاريع ككل، في وضع يسمح لهم بالتصرف بذكاء، وستتحقق المتطلبات الأساسية للتنافسية المستدامة، والنجاح، والقدرة على البقاء.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: نماذج إدارة رأس المال الفكري

خلال الألفية بدأ عدد من المشاريع في تحديد طرق لإدارة رأس المال الفكري بدأ بصياغة إستراتيجية المؤسسة فيما يتعلق بالأصول غير الملموسة - ليس فقط فيما يتعلق بالأصول المادية - وتحديد الأهداف المستقبلية بخصوص رأس مالها الفكري، وفي السياق الأوروبي كان مشروع ميريتوم، والمبادرة التوجيهية الدائمية لرأس المال الفكري، مبادرة E \* KNOW \* NET، مشروع PRISM هي أكثر المشاريع تأثيرا.<sup>3</sup> وفيما يلي التعريف بهذه المشاريع.

#### 1. مشروع ميريتوم The Meritum Project

تعاونت تسع مؤسسات بحثية أو أكاديمية في ستة بلدان مختلفة (الدانمرك وفنلندا وفرنسا والنرويج وإسبانيا والسويد) لإنجاز هذا المشروع بتمويل من الاتحاد الأوروبي بين عامي 1998 و2001، وذلك من أجل صياغة المبادئ التوجيهية

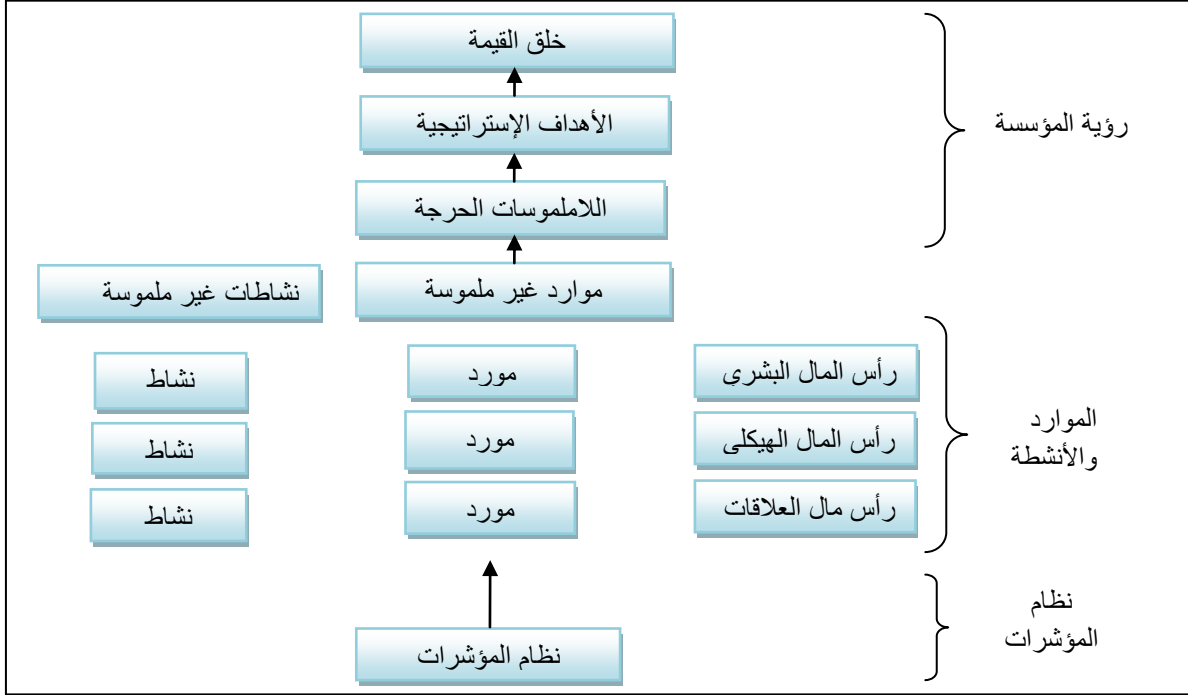
<sup>1</sup> Ibid., PP: 590, 591.

<sup>2</sup> Karl Martin Wiig, Op.Cit., P: 400.

<sup>3</sup> Leire Alcaniz et Al., Op.Cit., PP: 10 - 13.

لتحديد وتعميم نظام إدارة رأس المال الفكري، فضلا عن تعزيز قدرة البيانات المحاسبية على توفير تمثيل أفضل للوضع المالي للمؤسسة. وقد أيد التقرير الناجم من طرف عدد كبير من منظمات الدولة ومؤسسات الأعمال.<sup>1</sup> والشكل ( ) يوضح عملية إدارة رأس المال الفكري المقترحة في تقرير ميريتوم.

شكل رقم (04): مخطط مشروع ميريتوم لتقديم وإدارة رأس المال الفكري



Source: Leire Alcaniz et Al., **Theoretical perspectives on intellectual capital: a backward look and a proposal for going forward**, June 2010, PP: 11, 12.

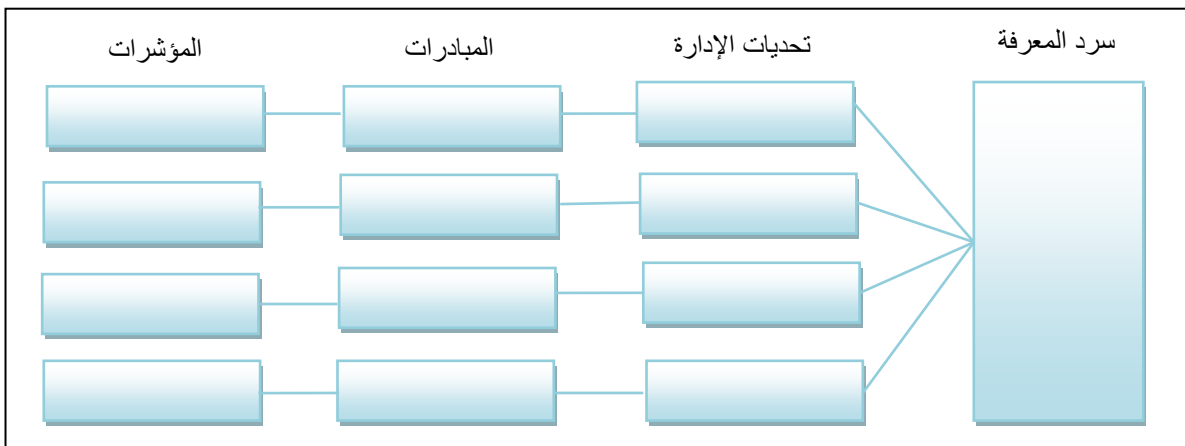
عملية إدارة رأس المال الفكري المقترحة في تقرير ميريتوم يبدأ مع تحديد الأصول غير الملموسة اللازمة لتحقيق أهداف المؤسسة الإستراتيجية، مع الأخذ في الاعتبار ما هي الموارد غير المادية والأنشطة غير الملموسة التي يجب الاضطلاع بها للحفاظ على هذه الموارد وتحسينها، وبعد ذلك يتعين على المؤسسة اختيار مؤشرات محددة لقياس كل مادة غير ملموسة، وأخيرا، يتعين على المؤسسة تنفيذ مرحلة التقييم، حيث تكتشف المؤسسة آثار الأنشطة المختلفة على الموارد غير الملموسة، وفي ختام هذه العملية، ستكون المؤسسة في وضع يمكنها من إصدار تقرير رأسمالي فكري من أجل توصيل المعلومات عن الأصول غير الملموسة التي تشكل جزءا من رأسمالها الفكري.

<sup>1</sup> The European Union, **The MERITUM Project Final Report**, 30th April 2001, PP: 1-99. Available at: [http://www.pnbukh.com/files/pdf\\_filer/FINAL\\_REPORT\\_MERITUM](http://www.pnbukh.com/files/pdf_filer/FINAL_REPORT_MERITUM), Downloaded in: 26/ 09/ 2018, at: 11: 50.

## 2. المبادرة الدانمركية للمبادئ التوجيهية لرأس المال الفكري

جاءت هذه المبادرة بهدف تنظيم وإنتاج فهم أفضل لمجموعة من المبادرات الدنمركية بين عامي 1997 و2003 في مجال إدارة رأس المال الفكري والإفصاح عنه، وتصميم أداة لتوليد قيمة أكبر داخل المؤسسة، وتطوير وسيلة لإبلاغ تفاصيل عملية خلق القيمة للموظفين والزبائن والمستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين. ويقدم هذا المشروع، مثل تقرير ميرتوم، توصيات محددة في شكل بيان رأس المال الفكري يتألف من سرد المعرفة والتحديات الإدارية والمبادرات والمؤشرات (الشكل). هذه العناصر تعمل معا ويجب أن تكون مرتبطة بعبارة "لأن" أو "لذلك"، لجعل البيان متماسكا.<sup>1</sup>

شكل رقم (05): المقاربة المقترحة من طرف المبادرة الدنمركية لإدارة والتقرير عن رأس المال الفكري



**Source:** Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, **Intellectual Capital**

**Statements – The New Guideline**, February 2003, P: 13. Available on:

[https://pure.au.dk/ws/files/32340329/guideline\\_uk](https://pure.au.dk/ws/files/32340329/guideline_uk), Downloaded at: 26/ 09/ 2018 at: 12: 27.

تحتاج المؤسسة من أجل إدارة رأس المال الفكري إلى صياغة سرد المعرفة، أي شرح ما هو طموح إدارة المعرفة في المؤسسة وكيف يتم إنشاء القيمة باستخدام موارد المعرفة لديها، ثم معرفة ما يجب عليها القيام به وتحديات الإدارة مما يساعد على تنظيم المبادرات التي من الضروري إدخالها لتحقيق أهدافها وربطها وجعلها تعمل معا، وأخيرا، يتعين على المديرين اختيار المؤشرات التي تساعدهم على معرفة ما إذا كانت المبادرات قد بدأت وما إذا كانت الإدارة تعمل على التصدي للتحديات، الشيء الأخير الذي يجب على المؤسسة القيام به هو الإبلاغ عن كل هذه المعلومات، وتحقيقا لهذه الغاية، يقترح المبدأ التوجيهي إصدار بيان رأسمالي فكري خارجي، وينبغي أن يتضمن هذا البيان جميع المعلومات ذات الصلة التي تعكس واقع المؤسسة، بما في ذلك البيانات العددية ومجموعة من التصورات التكميلية، وينبغي أيضا أن تكون في متناول جميع أصحاب المصلحة.

<sup>1</sup> Leire Alcaniz et Al., Op.Cit., PP : 11- 12.

بعد مراجعة مشروع Meritum والمبادرة الدنماركية خلص Bukh و Johanson إلى أن كليهما متشابهان بمعنى أنهما يقدمان أدوات إدارية إستراتيجية يمكن استخدامها لإيصال عملية خلق القيمة إلى الموظفين والعملاء وأصحاب المصلحة الآخرين. ومع ذلك، هناك أيضا بعض الاختلافات بينهما. يركز الدليل الإرشادي الدانمركي على التواصل مع أصحاب المصلحة لأنه يفهمه بوصفه نشاطا لإدارة المعارف نفسه، والذي يستخدم لزيادة الثقة في فريق الإدارة، وعلاوة على ذلك، يوفر منهجية محددة ويتضمن أمثلة للمؤشرات التي يمكن استخدامها، في حين أن تقرير ميرتوم لا يقدم تنفيذا مفصلا ولا أي أمثلة محددة للمؤشرات.<sup>1</sup>

### 3. مبادرة E \* KNOW-NET

بعد الانتهاء من مشروع MERITUM، انتقل بعض المشاركين إلى مشروع جديد، مدعومًا مرة أخرى من قبل الاتحاد الأوروبي، E \* KNOW-NET (ساحة أبحاث أوروبية حول الأصول غير الملموسة). كان الهدف من هذا المشروع هو إنشاء شبكة افتراضية لمواصلة التحقيقات في مجال رأس المال الفكري ومشاركة النتائج مع الجمهور وتشجيع النقاش مع مستخدمي المبادئ التوجيهية. استمر هذا المشروع لمدة 24 شهرا (حتى أغسطس 2003) وأدرج مرة أخرى مساهمات من الدنمارك وفرنلندا والنرويج وإسبانيا والسويد، وكذلك من المملكة المتحدة.<sup>2</sup>

### 4. مشروع PRISM

بالتوازي مع E \* KNOW-NET، بين أكتوبر 2001 ويوليو 2003، قام الاتحاد الأوروبي بتمويل مشروع ثان، يعرف باسم PRISM (صنع السياسات والإبلاغ والقياس والموضوعات غير الملموسة وتنمية المهارات والإدارة). لم يكن شركاء المشروع من المدارس التجارية والجامعات فحسب، بل كانوا أيضا شركات استشارية، من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا. وكان الهدف من هذا المشروع هو توفير بدائل عملية للنهج التقليدية لقياس وإدارة الأصول غير الملموسة والإبلاغ عنها. ولا يعتقد أن النهج القائمة تواكب الواقع الاقتصادي الحالي، وبالتالي عقبة رئيسية أمام تحقيق "هدف لشبونة الذي وضعه الاتحاد الأوروبي في أن يصبح الاقتصاد الأكثر قدرة على التنافس والمعرفة في العالم بحلول عام 2010". وقد توصل المشروع إلى بعض الاستنتاجات، بما في ذلك أن الجهود المبذولة لتحديد كيفية القياس والإدارة والتقرير يجب أن تركز على الأصول غير الملموسة، وينبغي ترك البحوث غير المحاسبية المتعلقة بالأصول الفكرية للأكاديميين للدراسات المستقبلية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Per Nikolaj Bukh, Ulf Johanson, **Research and knowledge interaction: Guidelines for intellectual capital reporting**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4, No 4, 2003, PP: 576-587 .

<sup>2</sup> Ibid., P: 580.

<sup>3</sup> PRISM website, **Policy-Making, Reporting and measurement development and Management**, The European Commission. Available on: <http://www.euintangibles.net/>, at: 26/ 09/ 2018.

## خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل تم ازالة الغموض على نظرية رأس المال الفكري وأصل المفهوم وكنهه، بالإضافة الى اشكالية قياسه وكيفية ادارته في ظل التحول الى اقتصاد وادارة المعرفة. في المبحث الأول تم تناول نظرية رأس المال الفكري، وقد تبين أن الأساس الفكري لرأس المال الفكري هو إدراك أهمية الموارد البشرية كرأس مال للمؤسسة، على الرغم من أن الأشكال المحيطة لرأس المال مثل رأس المال البشري والفكري لا يمكن اعتبارها رأس مال بالمفهوم الاقتصادي، ويشار إليها كذلك لإبراز أهميتها في اقتصاد المعرفة، بالإضافة الى المنظور المبني على الموارد الذي يعتبر رأس المال الفكري كمورد استراتيجي للمؤسسة. كنه هذا المفهوم هو الفكرة التي تتحول إلى عمل والعمل إلى دخل أو قيمة، وهذه القيمة نوعان قيمة اقتصادية وقيمة اجتماعية، وهو مهم بالنسبة للمؤسسات منخفضة التكنولوجيا والمؤسسات الغير ربحية والوكالات الحكومية قدر أهميته بالنسبة للمؤسسات مرتفعة التكنولوجيا. وبالرغم مما صاغته الأدبيات حول الموضوع الا أن هذا المفهوم لا يزال في الجنينية، وهذا يستلزم على المؤسسة تطوير ممارسات رأس المال الفكري الخاص بها بما يتناسب مع عملياتها الداخلية، دون الحاجة إلى الاستمرار في الاستثمار فيه إذا كان غير مجدي لها ومجدي لغيرها.

أما في المبحث الثاني، فقد تم دراسة تصنيف وقياس رأس المال الفكري. وقد تبين أن أغلبية الدراسات صنفت رأس المال الفكري الى الأنواع الثلاث الآتية: رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي، ورأس مال العلاقات. أما فيما يتعلق بقياسه فهو يواجه عدة قيود محاسبية حالت دون ادراجه في ميزانية المؤسسة، أهمها صعوبة تقييم قيمة الأصول الفكرية وتحويلها الى معاملات موضوعية خاصة على المدى الطويل، الانتقال الى الملكية الموضوعية، بالإضافة الى تركيز مجال المالية على رأس المال المادي باعتباره المتغير الوحيد الذي يجب تحسينه من أجل زيادة القيمة. وبالرغم من ذلك الا أن هناك دوافع مختلفة تجعل المؤسسات تسعى لقياسه خاصة أن هذا يساعد المؤسسة على صياغة وتقييم تنفيذ استراتيجيتها، المساعدة في قرار التنوع والتوسع، كما يمكن استخدامه كأساس للتعويضات ونقل القياسات الى أصحاب المصلحة الخارجيين. وبناء عليه فقد اقترحت عدة منهجيات لتقييم رأس المال الفكري وتقريبه الى الواقع بعيدا عن المنهج المحاسبي، كالمحاسبة الذاتية واعتماد نماذج كمية ونوعية لفهم سلوك رأس المال الفكري وتقييمه كنظام من التفاعلات المعقدة بين الأصول غير الملموسة فيما بينها، ومع السياق الذي تتواجد فيه بدل النهج الخطي المالي/ المحاسبي، الذي لا يعتبر هذا التفاعل.

وأخيرا، في المبحث الثالث في هذا الفصل تم التطرق الى ادارة رأس المال الفكري. وقد تبين الهدف من ادارة رأس المال الفكري هو ادارة خلق القيمة من المعرفة وليس المعرفة في حد ذاتها، حيث هذه الأخيرة هي مهمة ادارة المعرفة. ولهذا فان العديد من المراجع التي تتحدث عن ادارة رأس المال الفكري نجدتها تتحدث عن خلق القيمة. ووفقا لستيوارت فانه لإدارة رأس المال الفكري، يجب أولا تحديد أشكاله سواء كانت صريحة أو ضمنية في طبيعتها، حيث يتم الحصول على القيمة من

المصدر الأول للمعرفة وهو رأس المال البشري وتحويلها إلى رأس مال هيكلي، ثم استخلاص القيمة من رأس المال الهيكلي عن طريق إدارة الملكية الفكرية وجعلها منتجة مثل استخدام براءات الاختراع إما كمنتج قابل للبيع أو في أعمال أخرى في مجال البحث والتطوير، مقارنة بحفاظة براءات الاختراع الإجمالية، ثم القيمة من العلاقات مع مختلف أصحاب المصالح. بالإضافة الى ذلك عندما تستخدم أنشطة إدارة المعرفة لتطوير وصيانة رأس المال الفكري، فإنها تصبح موردا للميزة التنافسية المستدامة.

التحدي الأكبر الوحيد الذي يواجه المديرين في اقتصاد المعرفة هو رفع إنتاجية العاملين في مجال المعرفة والخدمات، وهذا سيحدد الأداء التنافسي للمؤسسات في العقود المقبلة. وهذا يتطلب إدارة أداة الانتاج الرئيسية المتمثلة في العقول بدل ادارة الآلات. لم تعد ادارة الأعمال مركزة على إدارة خطوط الإنتاج القابلة للتحكم، ولكن يجب أن يدفع الانتباه الى الأنظمة والعلاقات المعقدة بين البشر والمعرفة. تحقيق تراكم المعرفة لتمكين الابتكار والإنتاج ونمو الأعمال. بموجب هذا النظام، تعتبر مقاييس الأداء ذات طبيعة نوعية. وهذا يخلق الحاجة إلى الإدارة للاستشارة في مجموعة من التدابير والنتائج التي لا يمكن التنبؤ بها أو التحكم فيها.

# الفصل الثاني

## مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة الاقتصادية

- تمهيد

المبحث الأول: مدخل إلى القيمة

المبحث الثاني: قيمة المؤسسة الاقتصادية: المفهوم، مداخل التقييم، وتأثير القرارات

المالية

المبحث الثالث: قيمة المؤسسة من وجهة نظر اجتماعية: نقد القيمة السوقية

- خلاصة الفصل الثاني

## الفصل الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة الاقتصادية

## تمهيد

يعتبر تقييم المؤسسة الاقتصادية مجالاً بحثياً مهماً ومتجدداً باستمرار، لأننا بصدد تقييم كيان اقتصادي فعال. والوقوف على فهم آلية تقييم المؤسسة يتاح عن طرق فهم مقياس القيمة والثروة بشكل عام الذي لطالما كان محور بحث علم الاقتصاد ومحل جدال بين الباحثين عبر تاريخ الفكر الاقتصادي. كما أن الدراسات التي تتناول موضوع المؤسسة الاقتصادية بشكل عام هي وسيلة إلى غاية أكبر في فهم الجماعة والمجتمع. خاصة تلك التي تعنى بإشكالية التقييم، هي وسيلة لفهم أسس القيمة والثروة داخل الدولة.

من خلال تحليل المفاهيم الخاصة برأس المال الفكري خاصة نموذج سكانديا، تم استنتاج أن قيمة المؤسسة هي مجموع الأصول المادية والأصول المعنوية، إلا أن مجموع هذه العناصر لا يعطينا بالضرورة قيمة المؤسسة، لأن المؤسسة بمفهومها القانوني هي "وحدة استخدام"، أي قيمة المؤسسة كتوليفة من الأصول المادية والمعنوية تكون متكاملة بحيث تعمل معا كوحدة واحدة وهو المفهوم الذي يجب فهمه لفهم المؤسسة كملك يراد تحديد قيمته بعيدا عن قيمة الأصول المادية والمعنوية التي تحتوي عليها.<sup>1</sup> وهذا المفهوم أكده كل من لورنس ولورش Lawerence & Lorsch عندما توصلا إلى أن الفعالية التنظيمية هي دالة لعوامل التمايز والتكامل، ويعني ذلك تقسيم المؤسسة إلى أجزاء متميزة ثم العمل على ربط هذه الأجزاء، ومن خلال التكامل نحصل على أن مجموع الكل لا يساوي مجموع الأجزاء.<sup>2</sup> كما أن بيتر دراكر رائد نظرية النظم في علم الإدارة نظر إلى المؤسسة بشمولية بدل المنظور الجزأ الذي لا يعني شيء إلا عند النظر إلى الجمع، فنظريته في الإدارة الحديثة تربط العناصر الرئيسية للمؤسسة (كالربحية، التسويق، العلاقات الإنسانية، المسؤولية العامة) لبقاء المؤسسة في كل متكامل، وبقاء المؤسسة يتطلب مساهمة كل وظيفة بالحد الأدنى من الأداء.<sup>3</sup>

تهدف مداخل تقييم المؤسسة إلى ترجمة هذا المفهوم إلى نماذج عملية تعتمد عند تقييم المؤسسة من طرف المساهمين أو عند اتمام صفقات الاندماج والاستحواذ أو التنازل عن الأصول. وعكس هذه العملية نجد سيناريو الافلاس والتصفية هو الوحيد الذي يجعل المؤسسة تقييم باعتبارها أجزاء من الأصول. وفي هذا الفصل سيتم دراسة أهم المفاهيم المرتبطة بالقيمة بشكل عام وقيمة المؤسسة كأصل يراد تحديد قيمته بشكل خاص، وذلك ضمن المنظور المالي ثم محاولة نقد هذا المنظور عن طريق مفهوم القيمة من وجهة نظر أصحاب المصالح. وسترد هذه العناصر ضمن المباحث الآتية:

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج والخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011، ص: 16.

<sup>2</sup> عبد الوهاب سويسبي، المنظمة: المتغيرات، الأبعاد، التصميم، دار النجاح للكتاب، الجزائر، 2009، ص: 58-62.

<sup>3</sup> جون أي فلاهري، مرجع سبق ذكره، ص: 86، 558.

## المبحث الأول: مدخل إلى القيمة

المبحث الثاني: قيمة المؤسسة الاقتصادية: المفهوم، مداخل التقييم، وتأثير القرارات المالية

المبحث الثالث: قيمة المؤسسة من وجهة نظر اجتماعية

## المبحث الأول: مدخل إلى القيمة

أسهبت مدارس الفكر الاقتصادي في إثارة إشكالية اختيار أسس القيمة والثروة في الدول، وتقدم اجابات جدالية لهذا الإشكال. حتى تحولت القيمة في حد ذاتها الى معيار للتقييم داخل المؤسسات الاقتصادية. وعليه فقد ارتقينا في هذا المبحث التطرق الى القيمة في الفكر الاقتصادي والاداري، أهمية مؤشر القيمة، ثم كيفية خلق القيمة في المؤسسة.

## المطلب الأول: القيمة في الفكر الاقتصادي والإداري

أسهمت مدارس الفكر الاقتصادي بشكل كبير في بلورة واختيار أسس الثروة للدول وأسس القيمة للسلع والخدمات. في حين لم يقدم الفكر الاداري أي اسهامات حقيقية يمكن أن ترتقي الى مستوى النظرية، ما عدا استخدام مفهوم القيمة في الأساليب الكمية لاتخاذ القرارات الادارية.

## أولاً: القيمة في الفكر الاقتصادي

لم يكن حافز الربح والبحث عن الثروة هاجسا لدى الحضارات القديمة مثل الحضارة اليونانية والمصرية والرومانية، وكذلك لدى ثقافات مجتمعات القرون الوسطى لاعتبارات دينية وثقافية. ففي العصر الوسيط لم يكن العمل وسيلة إلى غاية بل هدف في حد ذاته وجزء متأصل من التقاليد، كما أن نظام السوق لم يكن متطوراً، فلم يتخيل الفكرة المجردة لعناصر الإنتاج الأرض والعمل بمفهومها العصري. ولعل سيرورة النمو الداخلي بداية من القرن 16 التي أدت إلى الثورة الصناعية، المتمثلة في نشأة الكيانات السياسية في أوروبا وظهور أنظمة الملكية المطلقة والمركزية التي رافقها تطور لفكرة الأمة، إرساء بعض أسس اقتصاد السوق مثل إصدار قوانين عامة، واعتماد وحدات قياس ووزن موحدة وإصدار نقود مشتركة بدافع تشجيع بعض الصناعات التي نعمت بالحظوة الملكية، التحفيز المفرط للمغامرة والريادة والاستكشاف خلف البحار، الابتعاد البطيء والتدرجي عن التدين بفعل ذهنية عصر النهضة التي جمعت بين الفضول المعرفي والتشكيك، وظهور البروتستنتية التي أعادت تقييم وظائف التجار بدل النظر إليهم بعين الريبة، هذه العوامل هي ذاتها التي جعلت المجتمع ما قبل الصناعي يتوجه إلى الربح والمغامرة والبحث عن الثروة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> وسام ملاك، تطور الفكر الاقتصادي: من الماركنتيلية إلى الكلاسيكية، الجزء الأول، دار المنهل، بيروت، 2013، ص ص: 32-37.

وفي هذا السياق حظيت مسألة تحديد معيار ثابت للقيمة والثروة بالنسبة للدول وبالنسبة للسلع والخدمات بجدل واسع في مختلف الأنظمة الاقتصادية، ما عدا النظام البدائي ونظام الرق والنظام الإقطاعي والحربي التي لم تهتم إلا بتحقيق الاكتفاء الذاتي وإشباع حاجات الإقطاعي ثم تحقيق ربح ضئيل من خلال نظام الحرف.

فبالأنظمة الاقتصادية الحديثة بداية بالرأسمالية التجارية اعتبرت أن المبادلة هي المحدد الأساسي للثروة وخاصة مبادلة المعادن النفيسة، بينما اعتبر فريق آخر أن قوة الأنشطة الاقتصادية وخاصة الإنتاجية هي المحدد الرئيسي لذلك. أما رواد الرأسمالية الصناعية فقد ركزوا على العمل كمصدر للقيمة، فالطبيعيين أمثال وليم بيتي اعتبروا أن العمل والأرض هما مصدر الثروة، وجون لوك دعى إلى عدم الاعتماد على فائض الصادرات للحصول على الثروة واقترح بدل من ذلك الاعتماد على الإصدار النقدي الورقي، وكوندريك والمفكرون الفرنسيون فيما بعد اعتبروا أن قيمة السلعة تتحدد بمنافعها لطالها، وفي المقابل اعتبر المفكرون الانجليز أن قيمة السلعة تتحدد بنفقة الإنتاج.<sup>1</sup>

أما المدرسة الكلاسيكية التي دافعت عن المبادلات الفردية وأسست نظريا لمفهوم "دعه يعمل دعه يمر" في ظل إعاقاة هذه المبادلات من طرف التشريعات الملكية وقواعد تنظيم الحرف، وتدخلات السلطة العامة، فقد اعتبرت مصدر القيمة هو العمل، أي أنها اعتبرت جانب العرض هو المهم في تحديد القيمة. فآدم سميث اعتبر العمل المبذول في إنتاج سلعة ما هو مصدر قيمتها،<sup>2</sup> وأيده في ذلك دافيد ريكاردو الذي كانت له اسهامات كبيرة في نظرية القيمة وفرق بين قيمة الاستعمال وقيمة المبادلة وأوضح أن الغرض من نظرية القيمة هو البحث في محددات قيمة المبادلة، وقد رأى أنه حتى يكون للسلعة قيمة مبادلة فلا بد أن يكون لها قيمة استعمال أو منفعة وهذه الأخيرة شرط لقيام قيمة المبادلة لكنها لا تصلح معيارا لها وإنما تتحدد وفقا لعناصر الندرة أو العمل المبذول في السلعة، كما فرق بين القيمة والتمن معتبرا الثمن هو ما يظهر في السوق وفقا لظروف العرض والطلب، وهو يتجه إلى القيمة الحقيقية كما تحدها نظرية العمل (قيمة السلعة هي قيمة العمل المبذول في إنتاجها)، وقد طبق ريكاردو نظريته في القيمة على سلعة العمل ذاتها، فالعمل كسلعة تتحدد قيمته بساعات العمل اللازمة لإنتاجه وضمانه للحد الأدنى لمستوى معيشة العمال.<sup>3</sup> فإذا أسقطنا نظرية القيمة على قيمة المؤسسة الاقتصادية فإنها تتحدد وفقا لساعات العمل اللازمة لإنتاج مخرجات المؤسسة والتي تتحدد وفقا لاعتبارات الكفاءة، وكذا وفقا لمختلف قيم أصحاب المصالح المنتجة من طرف المؤسسة.

وقد اتفق جون باتيست ساي مع ريكاردو حول أهمية قيمة التبادل في تحديد قيمة السلعة معتبرا أن: "تبادل السلعة المستهلكة هو السبيل الوحيد لضمان قيمة الشيء، ف شراء سلعة يتم بواسطة سلعة أخرى، ولكن لكي نعرف

<sup>1</sup> محب خلة توفيق، التطور واقتصاديات الموارد، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص: 31، 40، 49، 72، 74، 91، 92، 95، 94.

<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص ص: 25، 138.

<sup>3</sup> محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص: 97-98.

ما هي قيمة الأولى، يجب علينا أن نعرف قيمة الثانية. ولذلك، فإن الكمية المطلوب لإعطائها من هذه السلعة يعلمنا قيمة الآخر". وهي إشارة منه إلى أن القيمة نسبية وأنها تعرف على أنها سعر التبادل المعمول به في السوق، وأن النقود ماهي إلا مجرد وسيط، والمنتجات لا تشتري إلا بواسطة منتجات أخرى، وتوفر العملة يشجع المبيعات وإعادة إنتاج قيم جديدة.<sup>1</sup>

استمر تبني مفاهيم المدرسة الكلاسيكية لكن مع مقاربات مختلفة لمفهوم القيمة إلى النصف الثاني من القرن الـ19،<sup>2</sup> إلى غاية ظهور المدرسة الحديثة التي اعتبرت أن القيمة لا تتحدد بنفقة الإنتاج ولا بالعمل وإنما تتوقف على المنفعة الحدية للسلعة بالنسبة للمستهلك معتبرة أن جانب الطلب هو المهم في تحديد القيمة، وهذه المنفعة تختلف من شخص إلى آخر، وقد تمكنوا بذلك من تفسير التعارض الذي أثاره آدم سميث حول انخفاض قيمة الماء بالمقارنة بقيمة الماس بالرغم من ارتفاع منفعة الماء وأرجعوا ذلك إلى أن المنفعة الحدية لسلعة ما تتناسب عكسيا مع الكمية الموجودة منها، فالماس نادر لذلك كانت منفعته الحدية كبيرة.<sup>3</sup> فيما ذهب ألفريد مارشال رائد المدرسة النيوكلاسيكية إلى اعتبار القيمة مزيج من نفقة الإنتاج من جهة والمنفعة من جهة أخرى أي بين العرض والطلب جامعا بذلك بين أفكار الكلاسيك والحديثين.<sup>4</sup> وأخيرا جاء النظام الرأسمالي المعاصر لي طرح منظورا مختلفا للقيمة حيث تتحدد وفقا لما تملكه الأمم من موارد بشرية كفؤة منتجة للبرامج والأفكار.<sup>5</sup>

في الفكر الماركسي اعتبر العمل أساس القيمة التبادلية للسلعة، مستندا إلى نظرية القيمة لريكاردو، وبغض النظر عن نوعية العمل وإنتاجيته التي تختلف من سلعة إلى أخرى، فإن الماركسية ترى بأن العمل الذي يحدد قيمة السلعة التبادلية هو العمل اللازم اجتماعيا لإنتاج السلعة، ويقاس بما يلزم من عمل كمتوسط في الظروف المعينة لإنتاج السلعة، وليس كمية العمل التي أنفقت فعلا.

والماركسية باعتبارها للعمل أساسا للقيمة تفسر أسباب الصراع بين طبقة العمال وطبقة الرأسماليين في النظام الرأسمالي، بالاستغلال الذي يتعرض له العمال من قبل الرأسماليين بحكم امتلاكهم لوسائل الإنتاج، نتيجة استحواذهم على فائض القيمة. فالعامل يكون مضطرا من أجل العيش والبقاء إلى بيع قوة عمله إلى مالكي وسائل الإنتاج مقابل أجر يمثل قيمة قوة العمل عند المستوى الأدنى لما هو مطلوب لعيشه، وقيمة الإنتاج المحقق تمثل قيمة ناتج العمل التي حققتها قوة العمل باعتبار أن القيمة تستند إلى العمل المبذول في إنتاجها، هذه القيمة (قيمة الإنتاج) جزء منها يدفع

<sup>1</sup> Alain Béraud Théma, **Jean-Baptiste SAY et la théorie quantitative de la monnaie**, p p: 1, 6 , Disponible sur le lien : <http://mapage.noos.fr/alain.beraud/say.pdf>, Consulter le : 27 /04/2017.

<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

<sup>3</sup> محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 110-111.

<sup>4</sup> عبد علي كاظم المعموري، **تاريخ الأفكار الاقتصادية**، دار حامد، عمان، 2012، ص: 404.

<sup>5</sup> محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

كأجر للعامل مقابل استخدام قوة عمله، والباقي عن هذا المقابل يعتبر فائض للقيمة يحصل عليه الرأسمالي في شكل ربح، فائدة، وريع عن عوامل الإنتاج التي ساهم بها. وبالتالي فالنظام الرأسمالي يعتبر ملكية وسائل الإنتاج هي أساس الحصول على فائض القيمة، ويتخذ عدة أساليب لرفع هذا الفائض بتخفيض أجور العمال (إحلال الآلات بدل الأيدي العاملة، زيادة عدد ساعات العمل مع دفع ذات قيمة قوة العمل، تخفيض أسعار السلع الاستهلاكية، وتشغيل النساء والأطفال لزيادة عرض العمل) وهذا يؤدي إلى ارتفاع معدلات البطالة والفقر أي انخفاض الطلب من جهة وزيادة تراكم رأس المال وزيادة الإنتاج وبالتالي زيادة العرض من جهة أخرى ما يتسبب في حدوث الأزمات، بينما الماركسية ترى أن الأساس يجب أن يكون العمل المبذول.

نتيجة هذا الاستغلال حسب الماركسية هي الصراع الطبقي بين العمال والرأسماليين ثم زوال النظام الرأسمالي ليحل محله النظام الاشتراكي الذي يزول فيه الاستغلال بزوال الملكية الخاصة وتحل محلها الملكية الاجتماعية لوسائل الإنتاج، فتزول دخول الملكية التي تمثل فائض القيمة وهي الربح والفائدة والريع ويكون المصدر الأساسي للدخل هو العمل، وهذا لا يعني التساوي في دخول العمل وإنما تختلف حسب نوعيته وشدته، ويوزع هذا الدخل كل حسب قدرته وعمله (الاشتراكية) ثم يوزع في مرحلة لاحقة كل حسب طاقته وحاجته (الشيوعية).<sup>1</sup>

في الاقتصاد الإسلامي تبرز النظرية الاقتصادية الإسلامية للقيمة وتكوين الأسعار باعتبارها النهج الاقتصادي الأخلاقي الوحيد المعروف في هذا المجال على عكس باقي النظريات الاقتصادية، هذه النظرية تقوم على اعتبارات التسعير الاجتماعي والسياسة الاجتماعية، إذ تعتمد على وظيفة تعظيم المنفعة/ الرفاهية الاجتماعية (منفعة البائع والمشتري) المقترحة من طرف النظريات الاقتصادية لإعادة صياغة منهجية تشكيل الأسعار، وذلك لحل مشكلة توزيع الدخل أو توزيع الموارد وتحقيق العدالة في التوزيع. والقيمة هنا لا تستند ببساطة إلى آلية السوق بل أنها تؤخذ بأوسع معانيها بما في ذلك القواعد المؤسسية والقواعد المعرفية والاعتبارات الاجتماعية التي تشمل الظاهرة غير السوقية وتجد طريقها الذي لا مفر منه في عملية صنع القرار الاجتماعي لتكوين الأسعار، وطبيعة الإنتاج والتوزيع، فهي ليست محددة سوقياً بمعنى "دعه يعمل"، ولكنها لا تزال شكلاً بديلاً من مؤشرات الكفاءة في توزيع الموارد وتوزيعها في إطار السوق. ففي النظام الاقتصادي الإسلامي يتم الحفاظ على كل من عملية السوق والإرشاد من النظام السياسي لتكوين القيمة. وبالمقارنة مع النظام الرأسمالي فإن مشكلة الفائض الاقتصادي التي تتجلى بسبب النوع الرأسمالي للمؤسسة غير مطروحة بسبب البديل وهو المؤسسة التنافسية التعاونية، حيث يقوم مبدأ إعادة توزيع الفائض بين العمال وأصحاب رأس المال من خلال نظام تقاسم الأرباح في إطار التعاون، بتصفية الفائض. وبالتالي لا يوجد ما

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، النظم الاقتصادية: الرأسمالية، الاشتراكية، الإسلام، عالم الكتب الحديث، اربد، 2008، ص ص: 159-169.

يسمى بالعمل "غير المنتج" في الاقتصاد الإسلامي الذي يتحدث عنها ماركس فيما يتعلق بتخصيص الفائض من قبل الرأسماليين الذين لا يشاركون في شكل الإنتاج الضروري اجتماعيا.<sup>1</sup>

تبين مما سبق أن هناك أربعة مصادر لقيمة السلعة إما القيمة على أساس تكلفة الإنتاج (التركيز على جانب الطلب)، أو المنفعة (التركيز على جانب العرض)، أو القيمة النقدية التي تتحدد من خلال الطلب والعرض، أو المعرفة التي بذلت في إنتاج السلعة، لكن المعايير الحديثة للقيمة جمعت كل هذه العناصر. فالمعيار 1325 EN NF - 1 الذي أنشأ في نوفمبر 1996، ثم استبدل بالمعيار 1325 EN NF في أبريل 2014، حول أبعاد إدارة وتحليل القيمة،<sup>2</sup> عرف القيمة على أنها العلاقة بين مساهمة الوظيفة في إشباع الحاجات وتكلفة هذه الوظيفة. وبالتالي فقيمة المنتج تمثل العلاقة بين إشباع الحاجة من طرف المنتج والموارد اللازمة لإشباع هذه الحاجة.<sup>3</sup> ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع للقيمة تتفق مع الأنواع التي حددها دافيد ريكاردو ما عدا القيمة التقديرية التي لم تعر أهمية من طرف المدارس الاقتصادية التقليدية:<sup>4</sup>

- **قيمة الاستعمال:** تتعلق بوظائف المنتج، وتمثل العلاقة بين قدرة المؤسسة على تحديد وتكوين الاحتياجات الوظيفية للمنتج وتكاليف هذه الاحتياجات، وهي تتغير باستمرار عن طريق الابتكار؛
- **قيمة التبادل:** تعنى بتقييم ما المستهلك على استعداد لخسارته أو التضحية به في مقابل شراء واستخدام المنتج الجديد، وقيمة التبادل الأولى هي النقود (عدد الوحدات النقدية التي يستعد المستهلك لخسارتها مقابل الحصول على المنتج) ولكنها ليست قيمة التبادل الوحيدة؛
- **القيمة التقديرية:** هي الأكثر صعوبة من حيث التحكم لأنها ترتبط مباشرة بمدى موضوعية المقيم، وهي ترتبط بقوة العلامة التجارية للمؤسسة، دورها الاجتماعي وقيم المؤسسة، التي تؤخذ بعين الاعتبار في تقدير قيمة المنتجات.

كما عرفت القيمة من وجهة نظر المستهلك من أربعة زوايا هي: القيمة هي السعر المنخفض، القيمة هي ما يريده المستهلك في السلعة أي قيمة الاستعمال، القيمة هي الجودة المتحصل عليها مقابل السعر المدفوع، والقيمة هي ما يحصل عليه المستهلك مقابل ما دفعه، هذه العناصر السابقة يمكن التعبير عنها بتعريف عام واحد وهو أن القيمة هي

<sup>1</sup> Masudul Alam Choudhury, **Islamic Economic Thought in Comparative Perspectives: Towards an Islamic Theory of Value**, Chapter in: The Principles of Islamic Political Economy, 1992, PP: 9 - 40.

<sup>2</sup> Boutique Afnor, Disponible sur le lien: <https://www.boutique.afnor.org/norme/nf-en-1325-1/vocabulaire-du-management-de-la-valeur-de-l-analyse-de-la-valeur-et-de-l-analyse-fonctionnelle-partie-1-analyse-de-la-valeu/article/684874/fa036638#info>, Consulter le: 18/ 06/ 2017.

<sup>3</sup> Arnaud Groff, **100 Question pour Comprendre et Agir Manager L'Innovation**, Afnor, France, 2009, P: 97.

<sup>4</sup> Ibid., pp: 101-103.

تقييم المستهلك العام لمنافع المنتج استنادا إلى ما يتم الحصول عليه وهو يختلف من مستهلك إلى آخر ( البعض يرغب في الحصول على الحجم، والبعض الآخر الجودة... ) وما يتم التخلي عنه وهو أيضا يختلف ( البعض يهتم بالمال المدفوع، الآخرين بالوقت، الجهد... ). إذا فالقيمة تمثل مقايضة بين مكونات ما يؤخذ وما يدفع.<sup>1</sup>

وقياسا على ما سبق فقيمة المؤسسة باعتبارها أصل يراد تحديد قيمته هي تعبير عن العلاقة بين إشباع حاجات مختلف أصحاب المصالح في المؤسسة وليس المستهلك فقط كما في حالة المنتج والتكاليف اللازمة لإشباع هذه الحاجات، أو هي تقييم عام للمنافع التي يحصل عليها مختلف أصحاب المصالح بالمقارنة بما يتم التخلي عنه. وهي تقع داخل الأنواع السابقة للقيمة. كما سيتم التطرق اليه في الجزء الخاص بقيمة المؤسسة الاقتصادية.

### ثانيا: القيمة في الفكر الإداري

تحليل القيمة عند المسيرين يختلف نوعا ما عن تحليل الاقتصاديين، فعلمون التسيير لم تطور جدلا نظريا شاملا ومعياريا حول مفهوم القيمة. ففي حين أن القيمة بالنسبة للمساهمين (وجهة نظر مالية) مشروطة بخلق القيمة للزبائن (وجهة نظر استراتيجية وتسويقية) وقيمة الموارد وكيفية تخصيصها (وجهة نظر استراتيجية)، فإنه يمكن إيجاد نقطتين رئيسيتين تميزان مقارنة المسيرين حول القيمة:<sup>2</sup>

— يلجأ المسيرين إلى التفكير في أساليب التقييم باستعمال التكميم والحساب من أجل المساعدة في اتخاذ القرار، لحل مشاكل التعظيم والأمثلية، وهذا يقود إلى تدنية التكاليف التي هي مصدر خلق القيمة. ودليل ذلك استخدام أسلوب محاسبة الموارد البشرية والمراجعة الاجتماعية، كما نجد أن نظرية تكاليف الصفقات تناولت جانب مقارنة تكاليف الإنتاج وتكاليف ما هو معروض في السوق، الأمر نفسه بالنسبة لنظرية الوكالة فهي كمية من ناحية دراسة تكاليف الفرصة البديلة، وهناك بعض تقنيات التسيير كالمحاسبة والتحليل المالي وبعضها من فروع التسيير، كتسيير الموارد البشرية التي ركزت في تحليلاتها النظرية على إنشاء المؤسسة وسبب وجودها، أي تحلل المؤسسة انطلاقا من السوق وتقيس كفاءتها ومواردها الإنتاجية. وكل هذه قراءات لمحاولة إيجاد طرق كمية لتحديد القيمة.

— يجب تحليل القيمة بالنسبة للمنافسة، فالتحليل المقارن يعد ضروريا بالنسبة للمؤسسة، حيث لا يمكنها مواصلة نشاطها إلا إذا كانت لها قيمة تمكنها من التعايش والتطور داخل محيط تنافسي. وبناء عليه ارتبط مفهوم القيمة

<sup>1</sup> Valarie A. Zeithaml, **Consumer Perceptions of Price, Quality, and Value: A Means-End Model and Synthesis of Evidence**, Journal of Marketing, Vol. 52, No. 3, Jul., 1988, pp: 13, 14.

<sup>2</sup> أشواق بن قدورة، **تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي**، دار الراية، عمان، 2013، ص ص: 134، 135.

بطريقة ضمنية بمفهوم الميزة التنافسية. ومن جهة أخرى فإن التسيير الاستراتيجي من خلال نظريات الموارد، يؤكد أن المؤسسة لا يمكن أن تضمن أداء جيد إلا إذا اعتمدت على الموارد والكفاءات، يدعم هذا القول بتحليل سلاسل القيمة (الهيكل - السلوكيات - الأداء) ومن ثم تتأثر القيمة بأداء المؤسسة في محيط تنافسي.

### المطلب الثاني: أهمية مؤشر القيمة

قدّرت قيمة العلامة التجارية لشركة كوكاكولا ب 39 بليون دولار سنة 1995، أي ما يعادل 42% من القيمة السوقية الكلية للشركة، ومع ذلك فهي تساوي دولارا واحدا من الناحية المحاسبية. وهذا يشير الى حالتين متطرفتين للقياس المالي المعاصر، الأولى أن الكثير من المؤسسات تقيس الأداء من خلال المقاييس التقليدية المتمثلة في الهوامش التشغيلية، التدفقات النقدية، العائد على الاستثمار، وعائد أرباح الأسهم والقيمة الدفترية للسهم وغيرها. وهي مقاييس رئيسية لتقرير ما إذا كان سهم ما يستحق الشراء. والثانية فهي الاتجاه إلى تحليل تكوين القيمة والذي يتم اجراؤه بالدرجة الأولى من أجل حملة الأسهم وفي بعض الأحيان من أجل أطراف أخرى مثل الموظفين والموردين والعملاء، وتشمل الأساليب التقليدية لتقدير قيمة المؤسسة عن طريق الرسملة السوقية زائد الديون، إضافة إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.<sup>1</sup>

تعتبر القيمة هي نتيجة عملية القياس في اقتصاد السوق، فأداء المؤسسات الاقتصادية يقيم من خلال قدرتها على خلق القيمة لمساهميها ومقدار هذه القيمة، فهي أفضل المقاييس لأنها تأخذ بعين الاعتبار حساب المصالح طويلة الأجل لجميع أصحاب المصالح وليس المساهمين فقط بينما المقاييس البديلة ليست طويلة الأجل ولا واسعة النطاق، فالأرباح المحاسبية مثلا تقيس الأداء القصير الأجل فقط من وجهة نظر المساهمين، ومقاييس قياس رضا الموظفين تعني بهذه الفئة فقط، بينما القيمة ذات صلة بجميع أصحاب المصلحة، لأن المؤسسات التي تعظم القيمة لمساهميها على المدى الطويل، تخلق أيضا المزيد من فرص العمل، وتعامل موظفيها الحاليين والسابقين على نحو أفضل، وتضمن رضا العملاء، وتحمل عبء أكبر من مسؤولية المؤسسات مقارنة بالمنافسين. كما أن المنافسة بين المؤسسات التي تركز على القيمة تساعد على ضمان استخدام رأس المال ورأس المال البشري والموارد الطبيعية بكفاءة في جميع أنحاء الاقتصاد، مما يؤدي إلى ارتفاع مستويات المعيشة للجميع، ولهذا الأسباب فإن المعرفة بكيفية خلق المؤسسات للقيمة وكيفية قياسها هي معدات فكرية حيوية في اقتصاد السوق.

<sup>1</sup> كريس أشتون، ترجمة: علا أحمد إصلاح، تقييم الأداء الاستراتيجي: أداء العاملين وإرضاء العملاء، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، القاهرة، 2001، ص: 191.

وبالعودة إلى أسباب الأزمات الاقتصادية على رأسها أزمة 2007 فقد حدثت عندما نست المؤسسات المستثمرون والحكومات كيف تخلق الاستثمارات القيمة وكيفية قياسها بشكل صحيح والنتيجة هي الارتباك حول الاستثمارات التي تخلق قيمة حقيقية، هذا الارتباك استمر حتى أدت الاستثمارات المدمرة للقيمة إلى حدوث أزمة. إذا فالحل لخلق اقتصاديات أكثر أمنا والدفاع ضد الأزمات في المستقبل لا يكمن في تغيير الأفكار حول اقتصاد السوق وإنما في عدم تجاهل قواعد الاقتصاد الأساسية خاصة فيما يتعلق بالقيمة.<sup>1</sup>

إن المبدأ التوجيهي لخلق القيمة وهو حقيقة أن العائد على رأس المال المستثمر والنمو تولد قيمة وتؤدي إلى الحفاظ عليها، قد وقف أمام اختبار الزمن، فقد تحدث ألفريد مارشال عن العائد على رأس المال بالنسبة لتكلفة رأس المال في 1890.<sup>2</sup> وعندما نسي المديرين ومجالس الإدارة والمستثمرين هذه الحقائق البسيطة كانت العواقب كارثية: صعود وهبوط التكتلات التجارية في 1970، وعمليات الاستحواذ العدائية في الولايات المتحدة في 1980، وانحيار اقتصاد الفقاعة الياباني في 1990، وأزمة جنوب شرق آسيا في عام 1998، فقاعة الإنترنت، والأزمة الاقتصادية التي بدأت في عام 2007 يمكن أن تعزى إلى حد ما إلى سوء فهم أو سوء تطبيق لهذه المبادئ. وفيما يلي ذكر لأهم عواقب عدم الاهتمام بالقيمة التي سجلها التاريخ الاقتصادي:<sup>3</sup>

- فقاعات الإنترنت: بين عامي 1995 و2000 ذهبت أكثر من 4700 مؤسسة إلى القطاع العام في الولايات المتحدة وأوروبا وتحديدا للاستثمار في قطاع الانترنت، متأثرة بتجربة نتسكيب للاتصالات Netscape Communications التي دخلت الى القطاع العام سنة 1995، حيث لاحظت المؤسسات أن قيمتها السوقية ارتفعت إلى 6 مليارات دولار على قاعدة إيرادات سنوية تساوي فقط 85 مليون دولار، وهو تقييم مذهل. وقد أقنعت هذه الظاهرة العالم المالي بأن الإنترنت يمكن أن تغير الطريقة التي يتم بها العمل والقيمة التي يتم إنشاؤها في كل قطاع، مما ينشئ سباقا لإنشاء مؤسسات ذات صلة بالإنترنت ويأخذها إلى الجمهور.

العديد من المؤسسات التي تولدت في هذه الفترة بما في ذلك نتسكاب، أمازون Amazon.com، إباي eBay، وياهو Yahoo لم يكن لها القدرة على توليد الإيرادات أو القيمة سواء على المدى القصير أو الطويل، وبدل من ذلك عمدت إلى الحصول على أكبر عدد ممكن من العملاء بشكل أسرع من المنافسين حتى بأسعار أقل من هؤلاء ضنا أن حجم المبيعات سوف يعوض هذه الخسائر ( وفورات الحجم )، نتج عن هذا تحقيق عوائد عالية وأرباح منخفضة، مما أدى الى ارتفاع أسعار الأسهم بشكل كبير جدا لكن دون وجود أرباح تعكس هذه الأسعار لتعويض

<sup>1</sup> Tim Koller, Marc Goedhart, Op.Cit., P: 5.

<sup>2</sup> Alfred Marshall, **Principles of Economics**, vol. 1, Macmillan, New York, 1890, P: 142.

<sup>3</sup> Tim Koller, Marc Goedhart, Op.Cit., PP: 5-8

المساهمين. وما حدث أيضا أن العديد من المديرين التنفيذيين والمستثمرين ألقوا القواعد الأساسية للاقتصاد في هواء ثورة الأنترنت، والتي تتعلق بمفهوم زيادة العوائد على نطاق واسع والمعروف أيضا باسم "آثار الشبكة" أو "وفورات الحجم من جانب الطلب" والتي كانت فكرة شعبية كبيرة خلال 1990 بعد كارل شايبرو وهال فاريان، والتي تعني أنه كلما كبرت المؤسسات يمكن أن تكسب هوامش وعوائد على رأس المال أعلى لأن منتجاتها تصبح أكثر قيمة مع كل عميل جديد. هذا المفهوم الذي يتعلق بزيادة العائدات إلى الحجم يدل على الاقتصاد السليم وما كان غير سليم خلال عصر الأنترنت هو سوء تطبيقها على كل المنتجات والخدمات المتعلقة بالإنترنت تقريبا، فقد تم اتباع مفهوم خاطئ وهو أن مجرد الحصول على عملاء أسرع بكثير من المنافسين في سوق معين من شأنه أن يحقق أرباحا هائلة دون أن يكون لها القدرة على الاحتفاظ بمؤلاء العملاء عن طريق المزايا التنافسية المستدامة اللازمة حتى لكسب عوائد متواضعة على رأس المال.

بالرغم من أن الأنترنت أحدثت ثورة في الاقتصاد كغيرها من الابتكارات إلا أنها لم تستطع تغيير قواعد الاقتصاد، والمنافسة، وخلق القيمة، ودليل ذلك أن عدم تركيز مؤسسات الأنترنت على الهدف الأول والرئيسي لأي مشروع تجاري وهو تعظيم ثروة الملاك، أي زيادة الربحية وليس فقط المبيعات والذي يتحقق عن طريق المزايا التنافسية المستدامة، أدى إلى إفلاس أغلبية هذه المؤسسات.

– **الأزمات الاقتصادية:** يعزي الاقتصاديون والمحللون الأسباب الكامنة وراء الأزمات المالية والاقتصادية التي بدأت في عام 2007 إلى حقيقة أن البنوك والمستثمرين نسوا مبدأ الحفاظ على القيمة. فالأفراد والمضاربون اشتروا المنازل (أصول غير سائلة) - وهذا يعني أنها تأخذ بعض الوقت للبيع - بأسعار فائدة منخفضة جدا خلال السنوات القليلة الأولى ثم ارتفعت بشكل كبير عندما تم تسديد المدفوعات الرئيسية المطلوبة، وفي هذه المعاملات كان كل من المقرض والمشتري على علم أن المشتري لا يستطيع تحمل مدفوعات الرهن العقاري بعد انتهاء فترة الدعاية. ولكن كلاهما يفترض إما أن دخل المشتري سوف ينمو بما فيه الكفاية لتمويل المدفوعات الجديدة أو أن قيمة المنزل سوف تزيد بما يكفي لتحت مقرضا جديدا على إعادة تمويل الرهن العقاري بأسعار فائدة منخفضة أيضا في البداية ثم ترتفع بعد ذلك. وقد قامت البنوك بتعبئة هذه الديون عالية المخاطر إلى أوراق مالية طويلة الأجل وبيعها للمستثمرين. الأوراق المالية، أيضا، لم تكن سائلة جدا، ولكن المستثمرين الذين كانوا يشترونها - وهي عادة بنوك أخرى وصناديق تحوط - تستخدم ديون قصيرة الأجل لتمويل الشراء، مما يخلق خطرا طويلا الأجل لمن يقدم لهم المال.

نظرا لأهمية مؤشر القيمة بدل مؤشرات الربح، الربحية وغيرها فقد استخدم من طرف المؤسسات غير الربحية أيضا، يذكر على سبيل المثال منظمة الصحة العالمية التي اتبعت منذ 2017 إستراتيجية لتحقيق القيمة مقابل المال

ودمجها في عمليات المنظمة عن طريق التحكم في التكاليف قدر الإمكان ورفع العوائد (تعزيز الصحة) خلال جميع مراحل نشاط المؤسسة. أولاً، عن طريق الاقتصاد في المدخلات (الموارد البشرية والمالية) وخلوها من أي زيادات غير ضرورية، ثم تحقيق الكفاءة عن طريق استخدام هذه المدخلات لشراء أكبر قدر ممكن من المخرجات التي تتمثل في الانجازات التي تحققها المنظمة، وثالثاً، تحقيق الفعالية عن طريق الحفاظ على أعلى مستوى ممكن من الجودة في هذه المخرجات وبالتالي تحقيق هدف المنظمة المتمثلة في زيادة إتاحة الخدمات الصحية أو الحد من عوامل الخطر ثم تعزيز الصحة كنتيجة لذلك، رابعاً، الإنصاف عن طريق مراعاة مدى استفادة المجموعات السكانية الأسرع تأثيراً والأصعب في الوصول إليها من المخرجات وضمن تغطيتها، وخامساً، مراعاة الأخلاقيات عن طريق ضمان إعلاء جميع المدخلات والمخرجات والنتائج للمبادئ الأخلاقية الأساسية المتمثلة في الاحترام وحسن النوايا والعدالة وعدم الإضرار، وبالتالي فدمج الاقتصاد، الكفاءة، الفعالية، الإنصاف والأخلاقيات يؤدي إلى خلق القيمة بالنسبة للمنظمة، مع الإشارة إلى أنه في حين أن أمانة المنظمة هي المسؤولة عن الاقتصاد والكفاءة، فإن الفعالية لا يمكن أن تتحسن إلا بمشاركة الدول الأعضاء.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: خلق القيمة في المؤسسة

تعد كل وظائف المؤسسة مصادر لخلق القيمة، فالمؤسسة تخلق القيمة عن طريق تحقيق عوائد على رأس المال المستثمر تفوق تكلفة التمويل، وعن طريق تحقيق مبيعات تفوق تكلفة الإنتاج، وتحقيق مستويات من إنتاجية الموارد البشرية تفوق تكاليف التدريب والأجور وغيرها من تكاليف المورد البشري، وتحقيق عائدات على عملية التسويق تفوق تكاليف الدعاية والإشهار وغيرها، ورفع عائدات عملية البحث والتطوير بالمقارنة بالتكاليف المنفقة. وجميع القيم الناتجة عن هذه الوظائف (الإنتاج، الموارد البشرية، التسويق، البحث والتطوير) تتراجم من خلال مؤشر الربح، إلا أن عيوب هذا المؤشر والأزمات الاقتصادية أكدت أهمية خلق القيمة من وجهة النظر المالية عن طريق تحقيق التوازن النسبي بين هدف الأرباح التشغيلية وهدف السيولة والقدرة على تسديد الالتزامات. وتعظيم قيمة المساهم يتطلب بالضرورة تحقيق هذا التوازن، ويتطلب خلق القيمة في مختلف وظائف وأنشطة المؤسسة ولمختلف أصحاب المصالح.

إن المبدأ التوجيهي لخلق القيمة هو أن المؤسسات تخلق قيمة من خلال استثمار رؤوس الأموال التي يأخذونها من المستثمرين لتوليد تدفقات نقدية مستقبلية بمعدلات عائد تتجاوز تكلفة رأس المال (مع طلب المستثمرون لسعر الفائدة مقابل استخدام رأسمالهم)، فباستطاعة المؤسسات أن تزيد من عائداتها وتعرض المزيد من رأس المال بمعدلات

<sup>1</sup> منظمة الصحة العالمية، قيمة أفضل وصحة أفضل: نحو استخدام استراتيجية وخطة لتحقيق القيمة مقابل المال في منظمة الصحة العالمية، جمعية الصحة العالمية السبعون البند 11-2 من جدول الأعمال المؤقت، 16 ماي 2017، ص: 1، 3.

عائد جذابة كلما زادت قيمتها، وهكذا كلما زاد النمو والعائد على رأس المال المستثمر (ROIC) بالمقارنة بتكلفته ترتفع القيمة، ويمكن للمؤسسات الحفاظ على نمو قوي وعوائد عالية على رأس المال المستثمر فقط إذا كان لديهم ميزة تنافسية محددة جيدا. وهذه هي الطريقة التي تربط بها الميزة تنافسية - المفهوم الأساسي لإستراتيجية الأعمال - بالمبدأ التوجيهي لخلق القيمة.

والنتيجة الطبيعية لهذا المبدأ التوجيهي، والمعروف باسم الحفاظ على القيمة، يقول أن أي شيء لا يزيد من التدفقات النقدية لا يخلق القيمة، فمثلا عندما تحل المؤسسة الدين مقابل حقوق الملكية أو تصدر الديون لإعادة شراء الأسهم، فإنه يغير ملكية المطالبات لتدفقاتها النقدية دون تغيير مجموع التدفقات النقدية المتاحة وفي هذه الحالة تم حفظ القيمة ولم يتم إنشاؤها، وبالمثل فإن تغيير التقنيات المحاسبية سيغير مظهر التدفقات النقدية دون تغيير التدفقات النقدية فعليا، لذلك لن يغير قيمة المؤسسة.

كما تضيف الملاحظة التجريبية الى المبادئ الأساسية بأن خلق قيمة مستدامة هو مسعى طويل الأجل لأن المنافسة تميل إلى تآكل المزايا التنافسية وهذا يؤثر على رأس المال المستثمر، ولذلك يجب على المؤسسات أن تسعى باستمرار لاستغلال مصادر جديدة للميزة التنافسية إذا كانت تريد خلق قيمة طويلة الأجل وذلك عن طريق مقاومة الضغط القصير الأجل الذي يقتضي اتخاذ إجراءات تخلق قيمة وهمية بسرعة على حساب القيمة الحقيقية على المدى الطويل. كما أن خلق القيمة للمساهمين ليس هو نفسه مثلا التوافق مع توقعات المحللين حول الأرباح للربع المقبل وإنما تعني موازنة الأداء المالي على المدى القريب مقابل ما يلزم لتطوير مؤسسة صحية يمكن أن تخلق قيمة للعقود المقبلة وهذا يعتبر تحديا صعبا للمؤسسة.<sup>1</sup>

والمؤسسة من أجل تحقيق هذا الهدف تحتاج الى وضع خمس أدوات للتشخيص مبنية على مقاييس حديثة للأداء وليس على المقاييس التقليدية المستخرجة من القوائم المالية، لأن هذه الأخيرة تدير المؤسسة لتجنبها الافلاس ولا تتعامل معها باعتبارها مؤسسة مزدهرة تعمل من أجل خلق القيمة. وفيما يلي شرح لهذه الأدوات:<sup>2</sup>

— **معلومات أساسية:** تتمثل في مقاييس الأداء الأقدم والأوسع انتشارا وهي: حركة النقد، ومقاييس السيولة، النسبة بين المخزونات والمبيعات، والنسب بين الحسابات المستحقة القبض لأكثر من ستة أشهر والمستحقات الكلية والمبيعات...، فاذا كانت هذه القرارات طبيعية فهي لا تكشف الكثير، أما اذا كانت شاذة فهي تدل على مشكلة يجب تحديدها ومعالجتها.

<sup>1</sup> Tim Koller, Marc Goedhart and al (McKinsey & Company), Op. Cit., pp: 1-5.

<sup>2</sup> بيتر دراكر، ترجمة: ابراهيم بن علي الملحم، **تحديات الإدارة في القرن الواحد والعشرين**، مكتبة الملك فهد، الرياض، 2004، ص ص: 117-124.

– **معلومات الانتاجية:** تتعامل هذه المجموعة مع انتاجية الموارد الرئيسية من بينها انتاجية العمال وعمال المعرفة بشكل خاص، الا أن قياس انتاجية العمال فقط لا يقدم المعلومات الملائمة عن الإنتاجية وبالتالي تحتاج المؤسسة الى بيانات العوامل الكلية للإنتاجية. وأهم مقياس لإنتاجية المؤسسة ككل هو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) المبني على العائد أو المال المخصص لخدمة الأسهم العادية، والذي يعد تكلفة أكثر من كونه عائداً أو ربحاً. وحتى تحقق المؤسسة قيمة مضافة يجب أن تحقق عوائد أكبر من تكلفة رأس المال أي تحقق ربحاً أكبر للاقتصاد أكثر مما تستخدمه في الموارد. ومن خلال هذا المقياس يمكن قياس القيمة المضافة لجميع عوامل الانتاج، والذي يوضح ماهي المنتجات أو الخدمات أو العمليات أو النشاطات التي يكون لها انتاجية عالية وتضيف قيمة عالية، وما هو الاجراء الواجب اتخاذه في شأنه.

أما أحدث المقاييس المستخدمة للحصول على معلومات الانتاجية هي المقارنة المرجعية التي تقوم على مقارنة أداء المؤسسة مع أفضل أداء في مجال الصناعة أو في أي مكان في العالم. وهي تقوم على افتراضات أساسية تتمثل في أن ما يمكن أن تفعله مؤسسة ما يمكن أن تفعله أي مؤسسة أخرى، كما أن أي عمل تجاري يجب أن يكون قادراً على المنافسة عالمياً، وتفترض أن تكون المؤسسة على الأقل في وضع جيد مثل أفضل مؤسسة رائدة هو متطلب أساسي للمنافسة.

– **معلومات الكفاءة:** تتطلب عملية خلق القيمة تحديد المؤسسة للكفاءات الجوهرية التي تمتلكها والتي تحتاجها لتحتل بها موقعا رياديا وتحافظ عليه، ومعرفة ما اذا كانت احدى الكفاءات آخذة في التحسن أم في الضعف؟ أو ما اذا كانت ما تزال صحيحة وماهو التغيير الذي تحتاج اليه؟ وهذا يتطلب تطوير منهجية لقياس وإدارة الكفاءات الجوهرية تقوم على الادراك المبكر للفرص عن طريق تتبع الأداء التنافسي للمؤسسة والمنافسين، والبحث عن النجاحات أو النواحي التي يتمتع فيها العمل بميزة تنافسية والإخفاقات الغير متوقعة في النواحي التي يجب أن تعمل فيها المؤسسة بشكل جيد، مع النظر الى الاخفاقات على أنها مؤشر أولي على أن السوق آخذة في التغيير أو أن الكفاءات آخذة في الضعف. مع الاشارة الى أن أهم كفاءة جوهرية التي تحتاجها كل المؤسسة هي الابتكار الذي يحتاج بدوره الى نظام اداري للتقييم والمتابعة.

– **معلومات توزيع الموارد:** الناحية الأخرى التي تتطلب معلومات تشخيصية لخلق القيمة هي توزيع الموارد وأهمها رأس المال والعاملين، والذذان يحولان كل معلومات الادارة والخاصة بنشاطاتها الى فعل. وهي تحدد ما اذا كانت المؤسسة سيكون أدائها جيدا أم ضعيفا. بالنسبة الى اعتمادات رأس المال فان المقاييس التي تستخدمها المؤسسات في قياسها المتمثلة في العائد على الاستثمار، فترة استرداد رأس المال، حركة النقد أو القيمة الحالية المخصومة لا تمثل معايير صحيحة. والمعيار الأمثل هو قياس نتائج انفاق رأس المال مقابل الوعود والتوقعات التي

بدلت من أجله. كما أنه يتعين على المديرين ألا يهتموا برأس مال معتمد واحد بشكل منعزل، لكن عليهم اختيار الاستثمارات التي توازن بين الفرصة والمخاطرة، كما يجب السؤال عن عيئتين من المعلومات: أولاً: ما الذي سيحدث اذا فشل الاستثمار المعتمد في تقديم النتائج المرجوة؟ ثانياً: اذا كان الاستثمار أكثر نجاحاً من المتوقع ماذا سوف يلزمنا هذا؟ متى يتعين علينا توقع النتائج؟ وأي نتائج؟

أما بالنسبة للعاملين فهم المورد الأكثر ندرة في المؤسسة، ولكي يحققوا القيمة يجب تعيينهم بناء على توقعات محددة للأداء، وتوزيعهم بشكل هادف وبتفكير عميق كما يفعل بالنسبة لرأس المال.

— **معلومات البيئة الخارجية:** تتعلق المعلومات الأربع بالبيئة الداخلية للمؤسسة، أين توجد مراكز التكلفة، والتي توجه استراتيجيات خلق القيمة، أما مركز الربح الوحيد هو خارج المؤسسة، لذا عليها بناء أنظمة معلومات من أجل بناء وتنظيم المعلومات الخارجية عن الأسواق، العملاء، التقنيات المستخدمة في المجال، التمويل العالمي، وعن الاقتصاد العالمي. عن طريق معرفة المعلومات التي يحتاجونها والحصول عليها بشكل منظم ودمجهم مع قراراتها.

كما قدم بورتر عام 1985 نموذجاً مفصلاً يوضح كيفية خلق القيمة من خلال مساهمة جميع وظائف المؤسسة، وذلك في كتابه الشهير الميزة التنافسية Competitive Advantage، ضمن ما سماه بسلسلة القيمة التي تعتبر أحد الأساليب الحديثة في الإدارة الاستراتيجية لتحليل العوامل الداخلية للمؤسسة، وهي تقوم على مفهوم أساسي مفاده إضافة أكبر قيمة ممكنة بأقل تكلفة وقياس القيمة المقدمة والربح لكل جزء من السلسلة، حيث يتم تحليل جميع وظائف ونشاطات المؤسسة والكيفية التي تتفاعل فيها مع بعضها وتحديد القيمة المضافة التي تسهم بها كل وظيفة أو نشاط في المؤسسة ككل، مع تحديد نقاط القوة والضعف في هذه الوظائف وامكانيات تحسينها وتطويرها للوصول الى أكبر قيمة ممكنة، وهذه القيمة تظهر من خلال تخفيض هيكل التكاليف وزيادة المنفعة (القيمة) المدركة للزبون.<sup>1</sup>

وقد حدد بورتر سلسلة من الأنشطة التي تحول المدخلات الى مخرجات، وهي تتضمن أنشطة أساسية وأخرى مساعدة. والشكل الآتي يوضح هذه السلسلة.

<sup>1</sup> علاء فرحان طالب، زينب مكي محمود البناء، استراتيجية المحيط الأزرق والميزة التنافسية المستدامة، دار الحامد، عمان، 2012، ص:

الشكل رقم (06): سلسلة القيمة لبورتر



المصدر: علاء فرحان طالب، زينب مكي محمود البناء، استراتيجية المحيط الأزرق والميزة التنافسية المستدامة، دار الحامد، عمان، 2012، ص: 207.

يتبين من خلال الشكل (06) أن نشاطات المؤسسة تنقسم الى قسمين، الأنشطة الأساسية وهي مجموعة أنشطة دورة الانتاج والتسويق التي تؤدي الى الخلق المادي للمنتج والخدمة ووضعه بين يدي المستهلك، وهي النشاطات التي تضيف القيمة، والأنشطة الداعمة تتمثل في بقية وظائف المؤسسة وهي تعمل على دعم نشاطات اضافة القيمة، والمؤسسة يمكن أن تخلق القيمة عن طريق ايجاد أفضل الطرق لأداء هذه الأنشطة وتحقيق أفضل تفاعل بينها، وذلك بفحص وتدقيق مواردها وتحليل كفاءتها وفعاليتها وتحديد نقاط القوة والضعف، والهدف هو تعظيم الفارق بين التكاليف والعوائد الناتجة عن كل نشاط على حدا ومن ثمة لنشاطات السلسلة ككل وخلق مزايا تنافسية سواء بتقليل التكلفة أو التمييز أو التركيز. كما يمكن للمؤسسات اعادة هيكلة هذه السلسلة بالصورة التي تعزز القيمة لها وللأنشطة التي تحويها وللأطراف المرتبطة بها.

الأنشطة الأساسية هي:<sup>1</sup>

- الامدادات الداخلية: هي أنشطة مرتبطة باستلام، تخزين وتوصيل المدخلات اللازمة للمنتج، وتشمل: مناولة المواد، المخازن، الرقابة على المخزون، جدولة وسائل نقل المواد والمرتجعات الى الموردين؛
- العمليات: أنشطة مرتبطة بتحويل المدخلات الى منتجات نهائية، وتشمل: التشغيل على الآلات، التجميع، التعبئة، صيانة الآلات، الاختبار والتسهيلات؛
- المخرجات من المنتجات: أنشطة مرتبطة بتخزين وتوزيع المنتج الى المشتريين، وتشمل: تخزين المنتجات التامة، مناولة المواد، العمليات الخاصة بشاحنات التسليم، تنفيذ وجدولة الطلبات؛

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 208، 209.

- التسويق والمبيعات: الأنشطة المرتبطة بتمكين المشتري من شراء المنتج وتحفيزه على الشراء. وتشمل: الاعلان، الترويج، رجال البيع، الحصاص، اختيار المنفذ، العلاقات مع منافذ التوزيع والتسعير؛
- الخدمة: أنشطة مرتبطة بتقديم خدمة لتدعيم أو المحافظة على قيمة المنتج وتشمل: خدمات التركيب، الاصلاح والتدريب، قطع الغيار والأجزاء وتعديل المنتج.

أما الأنشطة الداعمة فهي:<sup>1</sup>

- البنية الأساسية: تشمل أنشطة مثل: الادارة العامة، المحاسبة، الجوانب القانونية، التمويل، التخطيط الاستراتيجي، وكل الأنشطة الأخرى الداعمة والأساسية لتشغيل سلسلة القيمة ككل؛
- ادارة الموارد البشرية: أنشطة ضرورية لضمان اختيار، التدريب، وتنمية الأفراد، وتشمل كل نشاط يتعلق بالموارد البشرية وبالتالي تتغلغل هذه الأنشطة عبر السلسلة ككل؛
- التطور التكنولوجي: أنشطة تتعلق بتصميم المنتج وتحسين طريقة أداء الأنشطة المختلفة في سلسلة القيم. وتشمل: المعرفة الفنية، الاجراءات والمدخلات، التكنولوجيا المطلوبة لكل نشاط داخل سلسلة القيمة؛
- الشراء: أنشطة تتعلق بالحصول على المدخلات المطلوبة سواء كانت مواد أولية أو خدمات أو آلات، هذه الوظيفة تتخلل سلسلة القيمة ككل لأنها تدعم كل نشاط في حالة الشراء.

ما يعاب على التحليل باستخدام سلسلة القيمة هو أنه يعتمد على التحليل الداخلي فقط دون الربط بال محيط الخارجي، اذ يجب التركيز على الامتدادات الخارجية للسلسلة وضمها اليها، بحيث ترتبط سلسلة القيمة لأنشطة المؤسسة بسلاسل القيمة للموردين والموزعين والمشتريين، وكل سلسلة لها مدخلاتها وأنشطتها وعملياتها في تحويل المدخلات الى مخرجات، والمخرجات من السلع والخدمات تمثل القيمة الكلية المتراكمة من الأنشطة الأساسية والأنشطة المساندة، بحيث تعكس هذه الروابط الأسلوب الفعال الذي تدير به المؤسسة النظام الكلي للقيمة.

وبالرغم مما سبق الا أنه تجدر الاشارة الى أن استخدام هذا التحليل لا يقتصر على جانب التكلفة فقط ولكن يتعداه الى مجالات تنظيمية هامة أخرى، فهي تستخدم لتقييم العمليات الجوهرية في المؤسسة لتعزيز الأنشطة مرتفعة القيمة، يحدد ويوضح طبيعة الروابط الخارجية، يعد مرشد لتطبيق وتنفيذ الاستراتيجية المتبعة، دعم القرارات الهامة مثل الانتاج أو الشراء، دعم مقاييس الأداء واستخدامه كإطار موجه لتحليل المنافسين وتحليل الاستثمارات الاستراتيجية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محي الدين القطب، الخيار الاستراتيجي وأثره في تحقيق الميزة التنافسية، دار الحامد، عمان، 2011، ص: 90.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 93- 95.

وبالتالي فتحليل سلسلة القيمة وربطها بسلاسل القيمة لمختلف أصحاب المصالح الداخليين والخارجيين يعد النموذج المتكامل لخلق وإدارة القيمة في المؤسسة لأن هذا يقودها الى معرفة الاستثمارات الأكثر قيمة وهذا يؤدي الى تحقيق عوائد مرتفعة على هذه الاستثمارات وتقليل المخاطر، وبامتلاك المؤسسة لجهاز استشعار مثل هذا يمكن أن ترفع من القيمة المحققة في كل استثمار، وبهذا فهي تجمع بين عناصر المبدأ التوجيهي للقيمة وهي العائد على الاستثمار والنمو.

### المبحث الثاني: قيمة المؤسسة الاقتصادية: المفهوم، مداخل التقييم، وتأثير القرارات المالية

يعتبر تعظيم قيمة المؤسسة الهدف النهائي الذي يسعى المديرون وصناع القرار لبلوغه من خلال القرارات المالية وغير المالية. نظرا لأهمية قيمة المؤسسة وتعدد مفاهيمها ومداخل تقييمها تبقى معرفة العوامل المؤثرة عليها واختيار مدخل التقييم المناسب مجالات خصبة للبحث والتحقيق. وبناء عليه سيتم في هذا المبحث التطرق الى مفهوم القيمة، مداخل التقييم، وتأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة.

#### المطلب الأول: ضبط تعريف لقيمة المؤسسة

بدأ الاهتمام بهدف تعظيم قيمة ثروة المؤسسة في بداية الستينات مع ولادة فكرة التحليل المالي للبيانات المالية وظهور ما يسمى بالمنهج الحديث للإدارة المالية، عن طريق التركيز على القرارات الادارية المرتبطة باختيار الموجودات والذمم، واستمر التركيز على هذا الهدف حتى بداية الثمانينات حيث توسعت مجالات اهتمام الادارة المالية لتشمل تأثير التضخم على القرارات المالية، تحرير المؤسسات المالية من النظم والقوانين المقيدة لها وما رافقه من انشاء مؤسسات الخدمات المالية، انتشار أجهزة الحاسب الآلي واستخدامه في عمليات التحليل المالي والنقل الالكتروني للمعلومات، اضافة الى تعاظم أهمية العمليات التجارية في السوق الدولية. وبالتالي أصبحت الادارة المالية تهتم بالقضايا التي تؤدي الى تعظيم قيمة المؤسسة مثل: تخصيص الأموال للإنفاق على المشروع الجديد، اختيار الموجودات التي يجب على المؤسسة زيادتها، توزيع الأرباح، وتحديد مصادر التمويل المثلى.

بينما في بداية القرن العشرين اهتمت فقط بأعمال روتينية يومية، وعلى أمور نادرة الحدوث مثل: الاندماج، إعادة التنظيم، والتصفية والإفلاس (في فترة الكساد العظيم في الثلاثينات)، والإجراءات القانونية والإدارية المصاحبة لهذه الأمور، وفيما بعد في الأربعينات اهتمت بالتحليل المالي نظرا لانتشار سلوكيات غامضة مثل الغش والخداع وانحياز الكثير من المؤسسات مما دعى الحكومات للتدخل وسن التشريعات التي ترغم المؤسسات المساهمة على نشر بياناتها المالية، وتدبير الأموال خاصة من المصادر طويلة الأجل دون المصادر قصيرة الأجل مما تسبب فيما بعد في افلاس العديد المؤسسات أو السيطرة عليها من قبل الدائنين، دون القدرة على اتخاذ القرارات المتعلقة بأوجه استثمارها،

وتخصيص الأموال، تحديد العائد على رأس المال، أو حجمه، أو التوقيت الزمني لتدفقه النقدي، وهي القضايا الأساسية التي تتمحور حولها قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

إن مفهوم قيمة المؤسسة الاقتصادية أكثر تعقيدا من مجرد كونها "ما تساويه المؤسسة"، فهي تتوقف على عدة عوامل: الهدف من التقييم، الجهة المقيمة، البيعة الاقتصادية، الاستخدام المحتمل للأصل، توقيت تقدير القيمة، موقع أو مكان الأصل، الندرة النسبية وقيم البدائل، مدى أو درجة الملكية ذات الصلة، سيولة السوق الخاصة بالأصل، والحالة المادية للأصل. وبالتالي فلا توجد قيمة واحدة صحيحة، ويترتب على ذلك تعدد مفاهيم هذه القيمة. وفيما يلي المفاهيم المختلفة للقيمة.<sup>2</sup>

- القيمة السوقية العادلة: المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الاكراه. أي هي قيمة المعاملة الأكثر احتمالاً والتي تعكس اجماع افتراضات المشتريين النمطين أو المحتملين للأصل، وهي لا تعكس القيمة التي يرغب كل من البائع والمشتري في خلقها أو الحصول عليها من خلال الأصل، فعادة السعر النهائي المدفوع يعكس القيمة السوقية العادلة زائد جزء من خلق القيمة التي يعتقد المشتري أنه يستطيع تحقيقها. والسعر النهائي المدفوع هو القيمة الاستثمارية؛
- القيمة الاستثمارية: قيمة المنافع المستقبلية النابعة من تملك أصل ما بالنسبة لمشتري محدد، وهي تختلف من مشتري إلى آخر حسب فرص خلق القيمة المتصورة، الرغبة في دخول سوق جديدة، مدى تقلب القدرة الإيرادية للأصل، الوضع الضريبي للمشتري، ومدى تفاؤله؛
- القيمة الاستعمالية/القيمة التبادلية: القيمة الاستعمالية في قيمة أصل ما كجزء من المشروع العامل الذي يفترض أن يظل في ذروة الاستعمال الانتاجي إذا تم شراءه كجزء من المؤسسة. والقيمة الاستعمالية هي عكس القيمة التبادلية التي تعني قيمة الأصل عندما يتم تبادله منفصلاً عن وجود كيان تشغيلي ما. وهي أقل من القيمة الاستعمالية؛
- قيمة شهرة المحل: مجموعة الصفات غير القابلة للقياس الدقيق التي تجذب الزبائن إلى مؤسسة دون غيرها، تنشأ عندما يكون للمؤسسة ككل قيمة أكبر من قيمة أصولها المادية والمعنوية، وتحسب عن طريق الفرق بين السعر المدفوع مقابل مؤسسة ما والقيمة السوقية العادلة للأصول المادية والمعنوية المكتسبة مع استبعاد الخصوم؛

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، أرشيد عبد الأمير جاسم الشمري، استراتيجيات الإدارة المالية، دار صفاء، عمان، 2012، ص ص: 13-17.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2011، ص ص: 5، 6.

- **قيمة المشروع المستمر:** هي قيمة مؤسسة ما باعتبارها وحدة عاملة قابلة للاستمرار والنمو ولا يتهددها أي خطر مباشر يهدد بتوقف عملياتها. وهي أصل معنوي غير قابل للاستهلاك؛
- **القيمة الدفترية:** هي التكلفة التاريخية للمؤسسة ناقص الاهتلاك المتراكم، وهي مجموع القيم الدفترية للأصول ناقص القيمة الدفترية للخصوم. وهي مفهوم محاسبي وضريبي وليس تقويمي أو اقتصادي؛
- **قيمة التصفية:** المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة انهاء أعمال مؤسسة معينة وبيع أصولها كل على حدة والوفاء بالتزاماتها. وهي أقل قيمة يمكن أن تصل إليها قيمة المؤسسة؛
- **القيمة القابلة للتأمين:** هي القيمة النقدية للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة؛
- **قيمة الاحلال:** هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية مع الأخذ بعين الاعتبار التطوير التكنولوجي، وهي تختلف عن قيمة إعادة الانتاج التي تعبر عن تكلفة الأصل المكرر بناء على الأسعار الجارية. ويستخدم المفهوم في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرا مثل الأثاث والمعدات والتجهيزات؛
- **قيمة النفايا أو القيمة المتبقية:** هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر اخراجه من الخدمة.

ان القيمة التي تعكس قيمة المؤسسة من الناحية الاقتصادية -وليس من الناحية التاريخية كما تعكسه القيمة الدفترية- هي القيمة السوقية العادلة التي تحدد في ظل ظروف السوق العادية من وجود عرض وطلب وتوافر المعلومات وعدم اكراه كل من البائع والمشتري، وتجمع بين جميع افتراضات المشتريين، تليها القيمة الاستثمارية التي تمثل أعلى مستوى للقيمة إلا أنها تمثل تقييم كل مشتري على حدى بعيدا عن افتراضات المقيمين الآخرين. أما القيمة الاستعمالية، وقيمة شهرة الحل، وقيمة المشروع المستمر، فهي تعكس القيمة المعنوية للمؤسسة باعتبارها نظام متفاعل مع بعضه ومستمر قيمته مجتمعا أكبر من مجموع كل جزء على حدى. أما قيمة التصفية، القيمة القابلة للتأمين، قيمة الإحلال، والقيمة المتبقية فهي ليست أنواعا منفصلة من القيمة وإنما ظروف يتم تقدير القيمة في ظلها، وأقل قيمة للمؤسسة هي قيمة التصفية.

هذه التعريفات المتعددة تتفق على أن قيمة المؤسسة تمثل أقصى مقدار من الأموال التي يرغب مستثمر ما في دفعها مقابل الحصول على أسهم المؤسسة، لأن الأخيرة تمثل مقياسا نهائيا لقيمة المؤسسة في السوق المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أسامة خيري، التميز التنظيمي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص: 312.

يعتبر تعظيم القيمة السوقية الهدف الأساسي للمؤسسة من وجهة نظر مالية، أما الاقتصاديون فهم يرون بأن تقييم الأداء التشغيلي للمؤسسة يجب أن يتم عبر تعظيم الربحية،<sup>1</sup> التي تعني تدفقات الأرباح المتوقع تحقيقها في المستقبل،<sup>2</sup> وتقاس بالعلاقة بين صافي ربح العمليات التشغيلية ومجموع الأصول المتداولة والثابتة،<sup>3</sup> وهي تختلف عن الربح الذي يعرف محاسبيا بأنه الفرق بين المبيعات وتكلفتها خلال فترة زمنية معينة، واقتصاديا بأنه المتبقي من الربح المحاسبي بعد استقطاع العائد الاقتصادي الخاص بخدمات عوامل الانتاج ويقدر هذا العائد بتكلفة الفرصة البديلة لتلك الخدمات لو أن المؤسسة قامت بتأجير عملها أو اقراض أموالها الى الغير، والمتبقي بعد ذلك من الايراد الكلي للمبيعات هو ما يعتبر ربحا اقتصاديا،<sup>4</sup> فالربحية -حسبهم- تعكس الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة، لذلك فهم يرون بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن تتمحور حول تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح التشغيلية من خلال العمل على زيادة المصادر المتاحة للاستثمار الى أقصى حد ممكن.<sup>5</sup>

أما الماليون فلم يقبلوا بهدف تعظيم الربحية لاعتقادهم بأنه لا يعكس دائما الاستخدام الأمثل للموارد البشرية والمادية المتاحة حيث أن زيادة الأرباح التشغيلية يمكن أن ترافقها زيادة في الموارد مما يعني تدني العائد على الاستثمار، وبالتالي القيمة الحالية للمؤسسة في البورصة، اضافة الى أنه لا يأخذ المخاطر الناتجة عن الاستثمار بعين الاعتبار نتيجة لتحيزه الى الاستثمارات الأكثر ربحا بغض النظر عن المخاطر الناجمة عنها، في حين لا يتم اختيار المشاريع ذات المخاطر المتدنية اذا كانت أرباحها منخفضة، كما أنه لا يراعي القيمة الزمنية للنقود، فحين يحقق استثمارا ما ربحا مقداره عشرة آلاف دينار في السنة الأولى واستثمارا آخر يحقق نفس مقدار الربح لكنه في السنة الثانية، فالربح وفقا لمفهوم الربح الأقصى متساوي في الحالتين مع أن القيمة الحالية لكل منهما مختلفة، أضف الى ذلك عدم الوضوح في طريقة احتساب الربح، حيث أنه قد تتفاوت الأرباح بين مؤسسة وأخرى نتيجة للتفاوت في استخدام السياسات والمبادئ المحاسبية (الاستهلاك وتقييم المخزون).

في الوقت الذي يتفادى فيه هدف تعظيم القيمة الحالية كل هذه الانتقادات لأنه يقوم على مفهوم التدفق النقدي وليس على مفهوم الربح المحاسبي، ومهما كان التفاوت في استخدام السياسات والمبادئ المحاسبية من مؤسسة الى أخرى سوف تكون على الأغلب متماثلة، الأمر الذي دفعهم الى تبني هدف تعظيم القيمة السوقية الحالية للمؤسسة

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2013، ص: 56.

<sup>2</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء، عمان، 2013، ص: 38.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواربة، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

<sup>4</sup> محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، 2008، ص: 32.

<sup>5</sup> فيصل محمود الشواربة، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

كأساس لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، فهم يعتقدون بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن تتمحور حول ضرورة التوازن النسبي بين هدف الأرباح التشغيلية وهدف السيولة والقدرة على تسديد الالتزامات.<sup>1</sup>

وتعرف القيمة الحالية للمؤسسة بأنها عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقع الحصول عليها من قبل حملة الأسهم، وتمثل هذه القيمة السعر السوقي للسهم مضروباً في عدد الأسهم.<sup>2</sup> أي أنها تتعلق بالربحية (التدفقات النقدية) ودرجة المخاطر المرتبطة بها.

تتأثر هذه القيمة بعدة عوامل هي: العائد المتوقع للسهم الذي يؤدي ارتفاعه الى زيادة تلقائية في قيمته وقيمة المؤسسة نتيجة زيادة طلب المستثمرين على الأسهم، الأرباح الموزعة، التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائدات استثماره، فكلما تم التوقع بأن هناك توزيع فوري للأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة، سعر الخصم في السوق الذي كلما ارتفع قلت القيمة الحالية للدينار المتوقع الحصول عليه مستقبلاً والعكس صحيح، المخاطر المتوقعة للمؤسسة، حيث يتم التعبير عن المخاطر العالية باختيار نسبة خصم عالية عند إيجاد القيمة الحالية للمؤسسة والعكس صحيح، إضافة الى توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المؤسسة ونشاطها لما لذلك من أثر مباشر على الدخل والأرباح الموزعة، ومدى استعمال المؤسسة للاقتراض،<sup>3</sup> إضافة الى درجة السيولة، فإذا تم النظر إليها من الناحية الإيجابية فإنه فكلما كانت درجة السيولة عالية كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم والسبب في ذلك هو امكانية دخول المؤسسة في فرص استثمارية داخلية أو خارجية تدر أرباحاً في حالة توفر السيولة لديها، أضف الى ذلك القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة وطويلة الأجل والمقاسة بمعدل اجمالي الأصول الى المديونية، ويؤدي الارتفاع في هذه النسبة الى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>4</sup>

تنعكس زيادة قيمة المؤسسة على زيادة السعر السوقي للسهم الواحد (في حال تداول أسهم المؤسسة في سوق الأوراق المالية)، وهو يختلف عن تعظيم الأرباح الكلية للسهم، فلو كان عدد الأسهم 10 آلاف سهم وكانت الأرباح الصافية 50 ألف دينار، وكانت ربحية السهم الواحد 5 دينار لكل سهم، ولو أصدرت المؤسسة 10 آلاف سهماً جديداً لكان عدد الأسهم 20 ألف سهم، ولنفترض أن أرباحها ارتفعت الى 60 ألف دينار فإن الأرباح للسهم الواحد ستكون 3 دنانير وهو أقل من ربحية السهم السابقة 5 دينار على الرغم من ارتفاع الأرباح الكلية، إذا يجب أن يكون هدف الإدارة هو تعظيم الربح للسهم الواحد وليس تعظيم الأرباح الكلية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 56، 57.

<sup>2</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص: 23.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 23.

<sup>4</sup> عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جابيد مشكور العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، ط 3، دار وائل، عمان، 2007، ص: 41-43.

<sup>5</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص: 38، 39.

تعكس القيمة السوقية للسهم ما يمكن أن يدفعه المستثمر للحصول على السهم العادي في السوق المالية، فهي قيمة توازنية بين العرض والطلب تمثل إجماع السوق على قيمة السهم. وهذه القيمة غير ثابتة وتتغير من وقت إلى آخر نظرا لتأثيرها بعدة عوامل متغيرة منها توقعات المتعاملين عن مدى ربحية المؤسسة في المستقبل، الوضع المالي لها، الظروف الاقتصادية العامة، حجم الطلب والعرض، والأرباح المتوقعة. لكن نظرا لخضوع هذه القيمة لتنبؤات قد تختلف من فرد إلى آخر ومن وقت لآخر ولتقلبات السوق، ظهرت قيمة أخرى تعكس الحقائق الثابتة للمؤسسة كموجوداتها وأرباحها وتوزيعاتها هي القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم، والتي تقدر اعتمادا على عوامل أساسية تتمثل في قيمة الموجودات المادية التي يمكن تحويلها إلى سيولة، الأرباح المستقبلية المحتملة، سياسة توزيعات الأرباح، ومعدل النمو المستقبلي المحتمل.

ومن الممكن أن تختلف القيمة السوقية للسهم عن القيمة العادلة بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم وعدم توفر معلومات عن أداء المؤسسة والتحليل غير الدقيق من المستثمرين الذي يستند إلى تقديرات شخصية، فإذا كانت القيمة العادلة للسهم أقل من سعره في السوق أي أنه سعر تسعيرا مضحما، فإن المستثمر يبيع هذه الأسهم تجنباً للخسارة التي قد يتعرض لها عندما ينخفض السهم دون قيمته الحقيقية، ويشتري السهم إذا كانت قيمته الحقيقية تفوق سعره في السوق أي أنه سعر تسعيرا مخفضا حيث يتمكن المستثمر من تحقيق عوائد مرتفعة خلال مسك السهم لمدة طويلة تنجح خلالها القيم السوقية نحو القيم العادلة مستقبلا. وإذا تطابقت القيمتان فهذا يدل على استقرار النشاط الاقتصادي وكفاءة السوق.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: تقييم المؤسسة: الهدف من التقييم واختيار مدخل التقييم المناسب

بدأ الاهتمام بتقييم المؤسسة في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، تحديدا من سنة 1980، كمرحلة ثالثة من مراحل تطور الأسواق المالية، وكانت الجهات الفاعلة المؤثرة على الأسعار في الأسواق المالية على مدى السنوات الأربعين الماضية هم الأفراد والمؤسسات الحكومية والاجتماعية والمؤسسات الاقتصادية. وفيما يلي شرح لخصائص كل مرحلة:<sup>2</sup>

– المرحلة الأولى: عصر المستثمر الفردي: امتدت من سنة 1950 إلى 1970، حيث كان المستثمرون الأفراد القوة المهيمنة في تحديد أسعار الأسهم، وكان هذا هو عصر منتقي الأسهم، ومحلي البحوث، ومديري المحافظ. كما كان هناك هوس بشراء الأسهم وتتبع أخبارها، لكن في نهاية المطاف كانت الأسهم تعرض مع

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، أرشيد عبد الأمير جاسم الشمري، مرجع سبق ذكره، ص: 170-176.

<sup>2</sup> Dean Le Baron and Lawrence S. Speidel, **Why Are the Parts Worth More Than the Sum? " Chop Shop" A Corporate Valuation Model**, Conference Series, 1987, vol. 31, pp: 78-80, Downloaded from: <http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf31/conf31d.pdf>, In: 31/05/2017, At: 14:30.

التوقعات لأن الأساسيات غير موجودة عمليا. ومع ذلك في عام 1968، بدأ الأفراد بتصفية 15 عاما من حيازاتهم من الأسهم المشتركة.

— **المرحلة الثانية: عصر المستثمر المؤسسي:** امتد من أواخر الستينات وحتى أوائل الثمانينيات، حيث ظهرت قوة جديدة محددة لأسعار الأسهم تزامنت مع تضخم المحافظ المؤسسية بزيادة التدفق النقدي من صناديق التقاعد، أصبح المستثمرون المؤسسيون (المؤسسات الحكومية والاجتماعية) العامل الأساسي في سوق الأسهم، وقد جاءت معهم ثورة الكمبيوتر على وول ستريت، وتم استخدام تقنيات كمية لقواعد البيانات المالية ونماذج خصم الأرباح وشاشات الأسعار بالاعتماد على البحوث الأكاديمية لتحديد أسعار الأسهم استنادا إلى مقياس القيمة الرئيسية. هذه المؤسسات تعتبر غير نزيهة لأنها لا تهتم بالرقابة، ويريدون فقط الأسهم الرخيصة التي ترتفع الا أن أنشطتها جعلت السوق أكثر كفاءة بالنسبة إلى مقياس القيمة التقليدية: السعر/العائد، السعر/القيمة الدفترية، العائد... الخ، ومهدت الطريق أمام منظور جديد للقيمة.

— **المرحلة الثالثة: عصر تقييم المؤسسات الاقتصادية:** حيث على مدى السنوات العشرين الماضية، لاحظ عدد قليل من رجال الأعمال وجود فجوة بين القيم السوقية للأسهم وتكلفة استبدال أصول المؤسسات، وقد اكتسب هؤلاء الرجال سمعة ك "مهاجمين ومغربين"، لكنهم كانوا ببساطة يضعون قيمة تجارية للمؤسسات أعلى من السعر السوقي للأوراق المالية، وهذا أتاح للمساهمين الحرين الكثير من المكاسب. وكانت ردة الفعل المبدئية للمؤسسات على المهاجمين طفرة في الأحكام المضادة للاستيلاء، ولكن غضب المساهمين أدى إلى الوعي بأن تحصيل الإدارة ليس هو الحل.

واليوم المؤسسات نفسها لاحظت التناقض في القيم، فتحليلهم لقيمة التصفية، وقيمة الاستبدال والتدفق النقدي غير المحدد تضمن بنود خارج الميزانية (أصول وخصوم المعاشات التقاعدية، احتياطيات ليفو للمخزون، والخسائر الضريبية)، الاعتبارات الضريبية (رفع قيمة الأصول المكتسبة، والانفصال عن الحماية الضريبية...؟) والأصول المعنوية (قسط السيطرة، حصة السوق، شهرة المحل...). ونتيجة لذلك، أصبح سلوك الشركات محددًا بالاعتبارات المالية، حيث كان في الماضي غالبا ما تمليه المبيعات والتسويق والإنتاج، أو التقاليد. واليوم العديد من المؤسسات الناجحة يتأسسها كبار المديرين التنفيذيين الذين لديهم خلفية مالية.

يعد تقييم المؤسسة عملية صعبة تعتمد نتائجها بشكل كبير على الافتراضات المحددة، المنهجية المختارة والمقيم، وكذا الهدف من التقييم: الشراء، البيع الكلي أو الجزئي للمؤسسة، التصفية، جمع الأموال، وطبيعة البيئة: حجم الصناعة، المنافسة، وفرص النمو، ففي حين يسعى البائع لتعظيم القيمة السوقية فإن المشتري يوجه تقييمه للانخفاض.

ونتيجة التقييم لا تمثل ثمن الصفقة لكن فقط مؤشر يكون محل تفاوض من طرف أصحاب المصالح.<sup>1</sup> وبالتالي فالتقييم عبارة عن رأي عن القيمة، يختلف من مقيم الى آخر، اذا تم اعداده بواسطة خبير فانه يكون رأي مستنير مبني على تحليلات وأساليب مقبولة، وان ظل مع ذلك مجرد رأي. والهدف منه هو إيجاد القيمة السوقية العادلة.<sup>2</sup> حيث الهدف من إيجاد هذه القيمة (والتقييم بشكل عام) هو استخدامها لأغراض مختلفة. يمكن ايرادها فيمايلي:<sup>3</sup>

- **عمليات بيع وشراء المؤسسة:** بالنسبة للمشتري، تدله عملية التقييم على أعلى سعر يجب أن يدفعه. أما بالنسبة للبائع، فإن هذه العملية سوف تحبزه بأقل سعر يجب أن يكون مستعدا للبيع به؛
- **تقييم الشركات المدرجة:** يتم استخدام التقييم لمقارنة القيمة التي تم الحصول عليها مع سعر السهم في سوق الأسهم، أو لتقرير ما إذا سيتم بيع أو شراء أو الاحتفاظ بالأسهم. ويتم استخدام تقييم العديد من الشركات لتقرير الأوراق المالية التي يجب على المحفظة الاستثمارية أن تركز عليها: تلك التي يبدو لها أنها مقيمة من قبل السوق بأقل من قيمتها، وأيضا لإجراء مقارنات بينها. مثال، إذا كان المستثمر يعتقد أن المسار المستقبلي لسعر سهم مؤسسة جنرال إلكتريك سيكون أفضل من سعر سهم مؤسسة أمازون، ربما سوف يشتري أسهم جنرال إلكتريك ويقوم بالبيع قصير الأجل لأسهم أمازون، في هذه الحالة سوف يربح شريطة أن يكون سعر سهم جنرال إلكتريك أفضل (يرتفع أكثر أو يسقط أقل) من سعر سهم أمازون؛
- **العروض العامة:** يتم استخدام التقييم لتبرير السعر الذي يتم به طرح الأسهم للجمهور؛
- **الميراث والوصايا:** يتم استخدام التقييم لمقارنة قيمة الأسهم مع قيمة الموجودات الأخرى؛
- **خطط التعويض القائمة على أساس خلق القيمة:** تقييم المؤسسة أو وحدة الأعمال أمر أساسي لتحديد خلق القيمة المتعلقة بالمديرين التنفيذيين الذين يجري تقييمهم؛
- **تحديد محركات القيمة:** التقييم أمر ضروري لتحديد وتقسيم محركات القيمة الرئيسية؛
- **القرارات الإستراتيجية حول استمرار وجود المؤسسة:** يعد تقييم المؤسسة الخطوة الأولى في قرار الاستمرار في الأعمال التجارية، بيع، دمج، تنمية أو شراء مؤسسات أخرى؛
- **التخطيط الإستراتيجي:** يعد تقييم المؤسسة أمر أساسي لتحديد المنتجات / خطوط الأعمال / البلدان / العملاء ... التي يجب الحفاظ على تنميتها أو التخلي عنها. كما يوفر وسيلة لقياس تأثير السياسات المحتملة للمؤسسة واستراتيجياتها على خلق القيمة أو تدميرها.

عندما يتم استدعاء خبير لتقييم المؤسسة بما يتماشى مع القوانين المعمول بها في سياق مراجعة معقولة لتعويض صغار المساهمين، تتم محاكاة لعملية بيع كاملة للمؤسسة، والوقت الافتراضي للبيع مرتبط بتاريخ التقييم، أي عادة

<sup>1</sup> Mondher Cherif, Stéphane Dubreuille, **Création de valeur et capital-investissement**, Pearson Education France, France, 2009, P: 1.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 21.

<sup>3</sup> Pablo Fernandez, **Company valuation methods**, chapitre 01 , 23 Nov 2013, pp: 2, 3, In: Valuation and Common Sense, 5th edition, Available at: <http://ssrn.com/abstract=274973>, Consulted the: 28/05/2017 at: 10: 47.

تاريخ الموافقة من قبل اجتماع المساهمين، البائع الافتراضي هو الشركة بحد ذاتها، والمشتري الافتراضي هو طرف ثالث حصيف تساهم خصائصه الذاتية في قيمة المعاملة (تحمل المخاطر، بدائل الاستثمار، والأنظمة الضريبية، وما إلى ذلك) يختار بشكل مسبق بناء على قرارات معتمدة من قبل المحكمة و/ أو تعيين خبير. لكن هذه الصفقة النموذجية الافتراضية ينبغي أن تكون بعد استخدام أساليب الملاحظة التجريبية من طرف مشتريين وبائعين حقيقيين في سوق الاندماج والاستحواذ.<sup>1</sup>

هناك العديد من المداخل والطرق المستعملة لتقييم المؤسسة، اختلفت من باحث/مقيم الى آخر الى أنها جميعا تقييم المؤسسة من أربعة زوايا اما من منظور الأصول (القيمة الدفترية) أو من منظور السوق (القيمة السوقية)، وإما من منظور الدخل أو منظور التدفقات النقدية. اضافة الى أن هناك من يركز على تقييم المؤسسة من منظور الأصول غير الملموسة\* مع الاتفاق على ضرورة الجمع بين عدة طرق مع مقارنة القيمة المتحصل عليها مع قيمة مؤسسات أخرى. وسيتم التركيز على الأكثر استخداما من طرف المؤسسات وأكثرها اجماعا من قبل الباحثين:

1. **مدخل الأصول:** يعتمد هذا المدخل على حساب قيمة المؤسسة بناء على الفرق بين قيمة الأصول المادية والمعنوية وقيمة الالتزامات، مقيمة بقيمتها الدفترية المأخوذة من الميزانية الأقرب لتاريخ التقييم، مع اعادة تقييم هذه الحسابات بما في ذلك تلك التي تكون غير مسجلة وفقا للقيمة السوقية العادلة، وهو ما يسمى بمدخل القيمة الدفترية المعدلة، نظرا لأن الميزانية العمومية القائمة على المحاسبة التاريخية لها علاقة ضئيلة بالقيمة، كما أن القيمة الاقتصادية لأصل ما قد تتغير بدرجة كبيرة بسبب التضخم، أو التقادم، أو نتيجة استخدام رأس المال الفكري.<sup>2</sup> هذه التعديلات تشمل على سبيل المثال تعديل الأصول الثابتة إلى قيمها السوقية العادلة، تخفيض الحسابات المستحقة القبض بطرح الأرصدة الغير قابلة للتحويل إذا لم يكن هناك بدل عن الحسابات المشكوك في تحصيلها أو اذا لم يكن كافيا لتغطية المبلغ المحتمل عدم تحصيله، الأخذ بعين الاعتبار الالتزامات غير المسجلة مثل التسويات القانونية المحتملة أو الأحكام.<sup>3</sup>

يعتبر هذا المنهج سيناريو تصفية أو شبه تصفية للمؤسسة، وبالتالي عند التقييم يجب الأخذ بعين الاعتبار فرضيتين، الأولى، أن الأصول يمكن تصفيتها بناء على ممارسة درجة من السيطرة على حصة المؤسسة محل الدراسة، والثانية، إمكانية تسويق هذه الأصول/ الحصة، أي وجود مشتري جاهز ومستعد بالقيمة المثمنة،

<sup>1</sup> DVFA Expert Group "Corporate Transactions and Valuation" ( Society of Investment Professionals in Germany), **Corporate Valuation: Best Practice Recommendations Corporate Valuation**, December 2012, P: 09.

\* انظر الفصل الأول: قياس رأس المال الفكري.  
<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، **التقييم: تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص ص: 619- 624، 642.

<sup>3</sup> Sean R Saar, **How a Company is Valued: An Overview of Valuation Methods and Their Application**, Skoda Minotti: CPAs, Business and Financial Advisors, P: 7.

وبالتالي عند استخدام منهج الأصول عند تقييم حصة أقلية في مؤسسة ما مع عدم وجود مشتري جاهز فان مؤشر القيمة المتحصل عليه يجب تعديله بخضم مبالغ تعكس انعدام السيطرة وانعدام قابلية التسويق.<sup>1</sup>

عادة ما تكون طريقة القيمة الدفترية المعدلة الأكثر ملائمة عندما يتم تقييم مؤسسة قابضة أو مؤسسة كثيفة رأس المال، أو تنتج خسائر بصورة مستمرة، كما أن هذا المدخل يشير الى قيمة أكبر من القيم الناتجة عن مدخلي صافي الدخل أو التدفقات النقدية. مع الاشارة الى أنه عندما يشير مدخل الدخل أو السوق الى قيم أعلى من طريقة القيمة الدفترية المعدلة، فإنه عادة ما يتم رفضه نظرا لأن المنهجين المذكورين يوفران انعكاسا أكثر دقة لشهرة المحل أو القيمة غير الملموسة.<sup>2</sup>

2. **مدخل السوق:** يعتمد هذا المدخل على تحديد قيمة المؤسسة بالرجوع إلى مؤسسات معيارية قابلة للمقارنة وقيمتها معلومة، ويعود السبب في معلومية القيم إلى أن هذه المؤسسات يتم تداول أسهمها في السوق أو أنه تم بيعها مؤخرا وتم الإفصاح عن شروط صفقة البيع، هذه المعلومات تفيد في فهم معايير الصناعة إلا أنها لا تفيد في تقييم المؤسسة مباشرة إلا إذا كانت البيانات الكمية والنوعية (مثل خدمات المنتج والإدارة والنمو) لها معلومة. مع الإشارة إلى أن القيمة المستخلصة من هذا المدخل مبنية على توقعات مستقبلية لأداء المؤسسة وبالتالي فهي تظهر قيم سوقية موجبة لمؤسسات معينة بالرغم من ان مبيعاتها معدومة وإيراداتها سالبة. يستخدم هذا المنهج بكثرة من قبل المثلثين العقاريين لكثرة المؤسسات القابلة للمقارنة. وتتوقف أهمية القيمة المتحصل عليها من هذا المدخل على عدد المؤسسات المقارنة وكم ونوعية البيانات، كما يمكن استخدام هذه القيمة للتأكد من معقولية القيم الناتجة عن المداخل الأخرى.

من مزايا هذا المدخل أنه يقوم على مبدأ بسيط مفاده أن المؤسسات ذات خصائص المنتج، الجغرافية، ومخاطر الأعمال، و الخصائص المالية المتماثلة ينبغي أن تكون خصائصها التسعيرية متشابهة، كما أنه يقوم على أسعار الأسهم الفعلية أو أسعار التعاملات وليس تقديرات مبنية على عدد من الافتراضات أو الأحكام، بالإضافة الى أنه سهل التطبيق لأنه يشتق تقديرات القيمة من نسب مالية بسيطة مأخوذة من مجموعة المؤسسات المتماثلة على عكس منهج الدخل الذي يتطلب نمودجا رياضيا، إلا أن المدخلان يأخذان بعين الاعتبار جميع الالتزامات والأصول المادية والمعنوية.

أما العائق أمام عدم استخدام هذا المنهج في التقييم هو صعوبة إيجاد مؤسسات متشابهة للمقارنة، كما أنه لا يظهر العديد من الافتراضات الهامة حول معدل نمو المبيعات أو الإيرادات والمخاطرة والهوامش المتوقعة، إضافة إلى أنه من الصعب إدراج بعض الخصائص التشغيلية الفريدة للمؤسسة (مثل الهوامش الناتجة عن التغيير في مزيج المنتجات) في القيمة نظرا لعدم وجود هذه الخاصية في المؤسسات المقارنة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 623، 624.

<sup>2</sup> Sean R Saar, Op, Cit., p: 7.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 483 - 488.

3. **مدخل الدخل:** تعتمد الأساليب القائمة على هذا المدخل على بيان الدخل بخلاف الأساليب القائمة على الميزانية العمومية، وهي تسعى إلى تحديد قيمة المؤسسة من خلال حجم أرباحها أو مبيعاتها أو غيرها من المؤشرات، على سبيل المثال، من الممارسات الشائعة إجراء تقييمات سريعة لمؤسسات الأسهمت بضرب طاقتها الإنتاجية السنوية (أو مبيعاتها) بالطن المترى بنسبة معينة، وحساب قيمة مواقف السيارات بضرب عدد أماكن وقوف السيارات في مضاعف، وقيمة شركات التأمين بضرب الأقساط السنوية في مضاعف معين.

يشمل هذا المدخل الطرق القائمة على معدل الكسب للسعر (PER (price earnings ratio حيث سعر السهم هو مضاعف من الأرباح. ويشير معدل الكسب لسعر السهم إلى مضاعف العائد للسهم الواحد التي تدفع في سوق الأسهم، فإذا كانت ربحية السهم في العام الماضي 3 \$ وسعر السهم هو 26 \$، فإن هذه النسبة ستكون 8.66 (3/26)، وفي بعض الأحيان يتم أخذ ربحية السهم المتوقعة للسنة القادمة، أو متوسط ربحية السهم خلال السنوات القليلة الماضية. تستخدم هذه النسبة كمعدل للمقارنة المرجعية في أسواق الأسهم، كما أنها المعلمة التي تربط بين بند سوقي (سعر السهم) وبند محاسبي (الأرباح). يتم استخدام هذه النسبة في تقييم المؤسسات (قيمة الأسهم) عن طريق ضربها في الدخل الصافي السنوي، كما يمكن استخدام الأرباح الموزعة لحساب قيمة الأسهم باعتبار أن هذه الأخيرة تمثل القيمة الصافية الحالية للأرباح الموزعة المحتمل الحصول عليها من هذه الأسهم.<sup>1</sup>

4. **مدخل التدفقات النقدية المخصومة:** \* يعتبر المدخل "الصحيح" من الناحية المفاهيمية،<sup>2</sup> فهو يقوم على مبدأ بسيط مفاده أن قيمة الأصل المالي تساوي القيمة الحالية لكافة التدفقات النقدية المستقبلية المستحقة للأصل، هذا المبدأ البديهي يتطلب خطوتين فقط للتقييم، أولاً: تقدير جميع التدفقات النقدية المستقبلية، وثانياً: تحديد سعر الخصم المناسب لمخاطر التدفقات النقدية.<sup>3</sup> هذه التقديرات يجب أن تتناسب مع دورة حياة المؤسسة، وبالتالي يمكن اعتبار معدلات نمو للتدفقات مختلفة لكل مرحلة (مرحلة النشأة، مرحلة النضج، مرحلة التدهور)، مع العلم بأن افتراض ثبات تكلفة رأس المال على مدى فترة زمنية طويلة يعني التبسيط من قيمة المؤسسة.<sup>4</sup>

تعتمد نتائج هذا المدخل على مقياس التدفق النقدي الذي تم اختياره وهو إما الأرباح أو التدفقات النقدية أو الربح المحاسبي أو غيرها من المقاييس، حيث في عالم مثالي هذه المتغيرات يجب أن تنتج نتائج متطابقة، إلا أن الفحص التجريبي يقدم نتائج متفاوتة لأن المتغيرات المختلفة تشير إلى تقديرات مختلفة للتدفقات النقدية

<sup>1</sup> Pablo Fernandez, Op.Cit., Ch 01, 2013, pp: 5, 6.

\* تجدر الإشارة إلى أن العديد من المراجع تعتبر مدخل التدفقات النقدية المخصومة كجزء من مدخل الدخل، إلا أنه تم الاعتماد على المراجع التي تفصل بين المدخلين باعتبار الفرق بين التدفقات النقدية والدخل الصافي الذي سيتم التطرق إليه في هذا المدخل.

<sup>2</sup> Ibid., p: 01.

<sup>3</sup> Franck Bancel, Mittoo UR, **The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 26 no. 4, 1 Dec 2014, P: 6.

<sup>4</sup> Jimmy Torrez and al, Corporate Valuation: a Literature Review, Inter Metro Business Journal, Vol. 2 No. 2, 2006, p: 43.

المستقبلية المتوقعة وبالتالي قيمة سوقية مختلفة<sup>1</sup> وعادة يستخدم التدفق النقدي الحر - خاصة من طرف الأسواق لحساب سعر السهم النظري- لأنه يعكس خلق الثروة الناتجة عن نشاط الشركة بشكل شفاف مع إزالة تأثير بنية موارد الشركة (حصة كل من الموارد الخاصة والمطلوبات المالية)، مع الإشارة إلى أنه لا يمكن تجاهل الديون لأنه عند حيازة المؤسسة فإنه يتم حيازة كل من الموجودات والمطلوبات،<sup>2</sup> كما أنه يعتبر قيمة موضوعية ورقم واحد لا يخضع لأي معيار شخصي على عكس صافي الدخل الذي يعتبر رقم اعتباطي تماما يتم الحصول عليه بعد افتراض بعض الافتراضات المحاسبية المتعلقة بالنفقات والإيرادات.<sup>3</sup>

من ناحية أخرى فإن النتائج تعتمد على الفاصل الزمني المستخدم، ونموذج التقييم المعتمد،<sup>4</sup> فهذا المدخل يحتوي على عدة نماذج للتقييم كلها تعطي دائما نفس القيمة لأنها تحلل الوقائع ذاتها وتحت نفس الفرضيات، الاختلاف فقط في التدفقات النقدية المتوقعة أو العلامات المتخذة كنقطة انطلاق للتقييم، وأهم هذه الطرق: التدفق النقدي الحر للمؤسسة، التدفق النقدي الحر للأسهم؛ التدفقات النقدية الرأسمالية؛ القيمة الحالية المعدلة؛ التدفقات النقدية الحرة والتدفقات النقدية للأسهم المعدلة حسب المخاطر، معدل التدفق النقدي الحر المعدل والتدفق النقدي للأسهم الحالية من المخاطر، الربح الاقتصادي؛ والقيمة الاقتصادية المضافة.<sup>5</sup>

عادة يستخدم المقيمون طريقتي التدفق النقدي الحر للمؤسسة والتدفق النقدي الحر للأسهم، حيث تركز الطريقة الأولى على التدفق النقدي للمؤسسة ككل محصورة بمعدل التكلفة المرجحة لرأس المال، ويعتبر الأداة المناسبة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وقرارات الموازنة الرأسمالية، بينما تركز الطريقة الثانية على التدفقات النقدية لحملة الأسهم محصورة بتكلفة الأسهم مع إضافة القيمة الحالية للديون للحصول على قيمة المؤسسة، وهي تستخدم في تقييم الاندماج والاستحواذ وفي الصناعة المصرفية.<sup>6</sup>

وفي الأخير وتقييما لهذه المداخل فإنه لا يوجد مدخل أمثل وإنما على المقيم استخدام المدخل الذي يتناسب مع طبيعة نشاط المؤسسة، فإذا اعتبرنا وجود ثلاث قطاعات اقتصادية هي الزراعة والتعدين، الصناعة والحرف، والخدمات فهي جميعا تقيم وفق ثلاث محاور هي الربحية، صافي الأصول والإيرادات. فالمؤسسات العاملة في مجال الزراعة والتعدين التي تمتلك الأراضي الزراعية تولي أهمية كبيرة لهذه الأصول عند التقييم مع دراسة الربحية بالتوازي بالرغم من صعوبة توقع الأرباح حتى على المدى القصير نظرا لتأثير التغيرات المناخية، أما المؤسسات التي لا تمتلك الأراضي فالتقييم ينصب على الأصول التشغيلية والنتائج، أما قيمة المناجم فهي لا تكمن في نتائجه الماضية، ولكن في قيمة

<sup>1</sup> Ibid., pp: 41, 40.

<sup>2</sup> Jean-Baptiste, Jean-Claude, **Évaluation d'Entreprise: Que vaut une entreprise ?**, Quatrième édition, Groupe Eyrolles, Paris, 2010, PP: 134, 143.

<sup>3</sup> Pablo Fernandez, **Cash Flow Is a Fact: Net Income Is Just an Opinion**, chapitre 02, 17 November 2015, P: 01, In: Valuation and Common Sense, 5th edition, Available at: <http://ssrn.com/abstract=330540>, Consulted the: 28/05/2017 at: 11:52.

<sup>4</sup> Jimmy Torrez and al, Op. Cit., pp: 40, 41.

<sup>5</sup> Pablo Fernandez, **Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories**, chapitre 06, 17 November 2015, p: 01, In: Valuation and Common Sense, 5th edition, Available at: <http://ssrn.com/abstract=256987>, Consulted the: 28/05/2017 at: 11:52.

<sup>6</sup> Franck Bancel, Mittoo UR, Op. Cit., pp: 6, 7.

الاحتياطات الخام التي يمكن الحصول عليها في المستقبل، وبالنسبة للمؤسسات العاملة في مجال الصناعة وصناعة الحرف اليدوية فتقيم وفقا لأصولها المتداولة والربحية الناتجة عن هذه الأصول، أما بالنسبة للمؤسسات الخدمية فهي لا تولي اهتماما كبيرا للأصول المادية بقدر الاهتمام بالربحية ماعدا المؤسسات العقارية ومؤسسات التأمين، وهي تستخدم رقم الأعمال لمعرفة حجم النشاط المحتمل، فالمؤسسات المصرفية تقيم عن طريق جمع القيمة التاريخية مع قيمة شهرة المحل وحاليا تستخدم طريقة التدفق النقدي المخصوم في التقييم وهي نفس الطريقة المستخدمة لتقييم مؤسسات التأمين، أما المؤسسات العاملة في مجال الصحافة فتقيم عن طريق رقم أعمالها مما يعطي فكرة عن إيرادات الإعلانات وريحية الصحيفة أو الدورية مع الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الغير مباشرة بسبب حيازة لقب صحفي كبير والتي لا يمكن التعبير عنها عمليا وبالتالي يتم مقارنتها مع مؤسسات مماثلة، أما مؤسسات الإذاعة والتلفزيون فتقيم وفقا لمخزون البرامج وإيرادات الإعلانات، فيما تقيم المؤسسات العقارية وفقا لقيمة أصولها لأن قيمة العقارات تعطي فكرة جيدة عن إيراداتها، وتقيم مؤسسات التوزيع والمؤسسات التجارية الصغيرة وفقا لرقم أعمالها والكبيرة وفقا لشهرة المحل.

كما تجدر الإشارة إلى أنه من الأفضل استخدام العديد من المدخل للتقييم، ثم مقارنة النتائج المتحصل عليها من الطرق المختلفة، ومنه دراسة التقارب والتناقض بين القيم، وبطبيعة الحال الطرق المبنية على المردودية ترفع قيمة المؤسسات الراجعة بشكل كبير، وفي الأخير يتم حساب قيمة متوسطة أو تحديد مجال للقيمة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة

تؤثر القرارات المالية المتمثلة في قرارات الاستثمار، هيكل رأس المال، وقرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة. وفيما يلي شرح وافٍ لكيفية هذا التأثير.

#### أولاً: تأثير هيكل رأس المال على القيمة

تتوقف القيمة السوقية للمؤسسة على قيمة التدفقات المستقبلية المحققة وتكلفة التمويل، فكلما كانت التدفقات المستقبلية أكبر من تكلفة التمويل كلما تم خلق القيمة. فإذا تم افتراض أن هيكل رأس المال يؤثر على قيمة المؤسسة فإنه يؤثر إما على التدفقات النقدية وإما على تكلفة التمويل أو كليهما. وهذا يقود إلى التسليم بأن الرفع المالي له تأثير على أحد المتغيرين وبالتالي تأييد فكرة وجود هيكل رأس مال مثالي.<sup>2</sup>

هناك الكثير من المدخل التي تناولت تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة بين التأييد والمعارضة. وهي مبنية على مجموعة من الافتراضات العامة المتمثلة في: أن المؤسسة تستخدم نوعين فقط من الأموال وهما الاقتراض (السندات) وأموال الملكية، حجم الأصول ثابت ومن ثم فإن حجم هيكل رأس المال أيضاً ثابت، غير أنه يمكن تغيير

<sup>1</sup> Jean-Baptiste, Jean-Claude, Op.Cit., PP: 206-216.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 311.

نسب الاقتراض عن طريق سداد القروض أو إعادة شراء الأسهم، أو بيع الأسهم واستخدام حصيلتها في سداد القروض، الأرباح توزع بالكامل، المستثمرين لهم نفس التوقعات بشأن ربح العمليات الخاص بالمؤسسة، لا يتوقع لربح العمليات في المؤسسة أن ينمو في المستقبل، يفترض أن مخاطر الأعمال ثابتة ومستقلة عن هيكل رأس المال والمخاطر المالية، لا يوجد ضرائب على دخل المؤسسات.<sup>1</sup> وأهم هذه المدخل نوجزها فيما يلي:<sup>2</sup>

— **مدخل صافي الربح:** يرى المؤيدون إمكانية زيادة القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال. وهي تقوم على افتراضين: الأول هو ثبات تكلفة الملكية (معدل العائد الذي يطلبه الملاك) وتكلفة الاقتراض (الفائدة) بسبب عدم تغير إدراك المستثمرين للمخاطر نتيجة التوسع في الاقتراض، أما الثاني فهو أن تكلفة الاقتراض تكون أقل من تكلفة الملكية نظرا لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط وبالتالي من المتوقع أن تزداد درجة المخاطرة التي يتعرضون لها لذا سيطلبون معدل عائد أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وفي ظل افتراض ثبات ربح العمليات فان صافي الربح المتاح للمساهمين سوف يرتفع ومنه سترتفع القيمة السوقية. وعليه فان هيكل رأس المال المثالي هو الذي يتضمن أموال اقتراض فقط وتكون عنده تكلفة التمويل أدنى ما تكون وتكون القيمة في أقصى قيمة لها. إلا أن النقد الموجه لهذا المدخل هو أن افتراضات ثبات تكلفة الملكية والاقتراض غير واقعية نظرا لأن التوسع في الاقتراض يؤدي الى زيادة درجة المخاطرة التي يتعرض لها كل من الملاك والمقرضين.

— **مدخل صافي الربح التشغيلي:** يرى المؤيدون أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما ولا تتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال، وبالتالي لا يوجد هيكل رأس مال مثالي طالما أن تكلفة الأموال ثابتة، أما تكلفة أموال الملاك فإنها ترتفع بارتفاع نسبة الاقتراض. وهي تقوم على الافتراضات الآتية: تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة بخصم أرباح العمليات المتاحة وليس من الأهمية تقسيمها الى اقتراض وملكية، تكلفة الأموال تظل ثابتة طالما أن درجة مخاطرة الأعمال ثابتة، تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الملكية إلا أن التوسع في الاقتراض يرافقه زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك وبالتالي المزايا التي يوفرها الاقتراض تذهب في شكل عوائد أعلى للملاك لتعويضهم عن ارتفاع المخاطر، معدل الفائدة ثابت، لا توجد ضرائب على دخل المؤسسات. بما أن مخاطر الأعمال مستقلة عن تشكيلة هيكل رأس المال، وهي تؤثر في تكلفة الأموال المرجحة ورياح العمليات فان هذان الخياران مستقلان أيضا عن تشكيلة هيكل رأس المال، ومنه فقيمة المؤسسة ستظل ثابتة ومستقلة عن التغيرات في هيكل رأس المال.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 312، 313.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، 1997، ص ص:

– المدخل التقليدي: يعكس هذا المدخل وجهة نظر وسيطة بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات، فقيمة المؤسسة وتكلفة الأموال تتغير عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك والاقتراض، وبالتالي يوجد هيكل رأس مال مثالي، كما أن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال تنقسم إلى ثلاث مراحل:

- **المرحلة الأولى:** تفترض هذه المرحلة أن أموال الملاك ثابتة وتزيد ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، لكن هذه الزيادة أقل من المزايا الناتجة عن التوسع في الاقتراض المتمثلة في التكلفة المنخفضة، مع ثبات تكلفة الاقتراض. وبالتالي فإن القيمة ترتفع بزيادة نسبة الرفع المالي نتيجة انخفاض تكلفة الأموال الكلية.
- **المرحلة الثانية:** التوسع في الاقتراض لا يؤثر على قيمة المؤسسة، لأن المزايا الناتجة عن هذا التوسع والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملاك.
- **المرحلة الثالثة:** يؤدي الارتفاع المستمر في نسبة الاقتراض إلى ارتفاع تكلفة الأموال نظراً لارتفاع تكلفة أموال الملاك بحجم أكبر من المزايا الناتجة عن الاعتماد على الاقتراض، وهذا يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة.

– **مدخل موديجلياني وميلر:** في دراسة قام بها م & م سنة 1947 توصلوا إلى أنه في ظل عدم وجود الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، وهذا يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات، وقد قدما تبريراً لما توصلوا إليه في شكل اقتراحين مبنين على مجموعة من الافتراضات هي: أولاً: أنه يتم تداول الأوراق المالية في ظل سوق كاملة: حرية المستثمرين في بيع وشراء الأوراق المالية، يمكن للمستثمرين الاقتراض بنفس الشروط التي يمكن أن تقتض بها المؤسسة، يتصف المستثمرين بدرجة عالية من الرشدها وهذا يتضمن أن تكاليف المعاملات (تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة، ثانياً: المؤسسات التي تنتمي إلى نفس الصناعة تشكل شريحة متجانسة من حيث الخطر، ثالثاً: لا يوجد أرباح محتجزة، رابعاً: لا يوجد ضريبة على دخل الشركات. أما الاقتراحين فهما:

- **الاقتراح الأول:** القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماماً عن هيكل رأس المال وهي تتحدد بقدرته الأصول على توليد الأرباح ومعدل الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح والذي يتناسب مع خصائص الخطر الذي تنتمي لها المؤسسة، فهيكلاً رأس المال لا يؤثر على ربح العمليات ومن ثم لا يؤثر على قيمة المؤسسة، أما تكلفة الأموال فهي مستقلة عن هيكل رأس المال وهي تعادل تكلفة أموال الملاك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على القروض، وإذا لم تتعادل القيمة السوقية للشركتين فسوف يظهر المراجحو Arbitrarians لإعادة العلاقة التوازنية وهي ما سماها م & م بعملية المراجعة، وهي تعني أن

المستثمرون في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى سوف يلجؤون الى بيع حصصهم في هذه المؤسسات ويقتضون أموالا إضافية على حسابهم الشخصي بنفس معدل الفائدة الذي تقتض به المؤسسة (الرفع المالي الداخلي أو الشخصي)، ويقومون بالاستثمار في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأقل، وفي هذه الحالة سوف يستطيع هؤلاء المستثمرين الحصول على نفس العائد الذي كانوا يحققونه في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى ولكن باستثمار أقل، وسوف تستمر هذه العملية حتى تتعادل القيمة السوقية للمؤسستين.

● **الاقتراح الثاني:** ينبثق من الاقتراح الأول ويشير الى أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تعتمد على الاقتراض يعادل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر لكنها لا تعتمد على الاقتراض بالإضافة الى عائد اضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة على الاقتراض يقاس بالفرق بين تكلفة الأموال وتكلفة الاقتراض مضروبا في نسبة الاقتراض (القيمة السوقية للاقتراض / القيمة السوقية للأسهم العادية). وبالتالي فتكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال وهي تساوي معدل العائد على أموال الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الاقتراض، حيث أن زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال يترتب عليه ارتفاع في تكلفة أموال الملاك وهو ما يعني ضمينا ارتفاع تكلفة الأموال، غير أن الاعتماد على القروض كمصدر أموال رخيص التكلفة سوف يعوض الارتفاع في تكلفة الأموال تماما وبالتالي ستظل تكلفة الأموال ثابتة.

غير أنه وجهت عدة انتقادات لهذا المدخل تمثلت في أن عملية المراجعة التي افترضها م & لا تؤدي دورها إلا في ظل توافر فرضية اكتمال سوق رأس المال، وبالتالي في حالة نقص السوق سوف يحدث تفاوت بين القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض والغير مستخدمة له. نظرا للأسباب الآتية: أولا: أن افتراض أن الأفراد والمؤسسات يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة غير صحيح لأن حجم وأصول المؤسسات تجعل لديها القدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد. ثانيا: الرفع المالي الشخصي ليس بديل للرفع المالي للمؤسسة فوجود مسؤولية محدودة للمؤسسات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كل منهما في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال، فاذا اقتربت المؤسسة المقترضة من الافلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثروتهم المستثمرة في المؤسسة، اما اذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فانه في حالة تعرضه للافلاس فقد يفقد استثماراته في المؤسسة وجزء من ثروته الشخصية وبالتالي فهو يتعرض لدرجة مخاطر أكبر. ثالثا: افتراض عدم وجود تكلفة معاملات غير واقعي، واذا قام المستثمر بتحمل هذه التكلفة فقد تطيح بأي مزايا ناجمة عن المراجعة ذاتها. رابعا: افتراض عدم وجود ضريبة على الدخل غير واقعي، وأن وجود الضريبة يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا للوفورات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة.

في سنة 1963 أسقط م & م فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات، وبالتالي فوجود الضريبة يترتب عليه انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عنها في مؤسسة أخرى غير مقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض. وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة الغير مقترضة سوف تعادل القيمة السوقية لأسهمها. كما أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض طالما أن معدل الضريبة موجب. وبما أن معدل الضريبة مستقل عن نسبة الاقتراض مع ثبات تكلفة الاقتراض فإن تكلفة الأموال بعد الضريبة سوف تنخفض بارتفاع نسبة الاقتراض وسوف تصل الى حدها الأدنى عندما تصبح نسبة الاقتراض 100%. ومنه فإن هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على الاقتراض.

— **نظرية الفطيرة The pie theory:** تعتبر هذه النظرية أن المؤسسة هي الفطيرة التي تمثل مجموع الموجودات وأن الشرائح هي الحقوق المتعلقة بالديون والأسهم العادية، وحيث أن حجم الفطيرة ثابت وذلك حسب مدخل مودجلياني وميلر الذي ينص على أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، فإن هيكل رأس المال لا يؤثر في حجم الفطيرة، فقط زيادة الديون بدولار واحد تؤدي الى انخفاض قيمة الأسهم العادية بنفس المقدار. حيث أن قيمة المؤسسة تساوي مجموع القيمة السوقية للدين والقيمة السوقية للأسهم، وبالتالي يجب على الإدارة اختيار نسبة الديون الى أموال الملكية التي تعظم قيمة المؤسسة، فعند فرض الضريبة على الدخل سوف تظهر علاقة موجبة بين قيمة المؤسسة وديونها، فكلما زادت نسبة الديون يؤدي هذا الى تخفيض قيمة الضرائب المدفوعة الى الحكومة، ومن ثم فانه يرفع من التدفقات النقدية بالنسبة للمستثمرين في الأسهم والديون. وحسب النظرية فان الحقوق أو التدفقات النقدية التي تشكل قيمة المؤسسة لا تقتصر على المدفوعات لحملة الأسهم والسندات فقط وانما هناك مدفوعات الى الحكومة في شكل ضرائب، مدفوعات الى المحامين تتضمن كلف الافلاس، ومدفوعات أخرى، الا أنه عند حساب قيمة المؤسسة تؤخذ بعين الاعتبار المستحقات السوقية فقط (يمكن بيعها وشرائها في الأسواق) المتمثلة في الأسهم والسندات والتي تتغير مع تغيير هيكل رأس المال بشكل عام وتغيير نسبة الدين الى الملكية بشكل خاص، أما المستحقات الأخرى فهي غير سوقية. ووفق هذه النظرية فان أي زيادة في قيمة المستحقات السوقية يقابله نقص المستحقات غير السوقية في الأسواق الكفؤة التي يتم فيها اختيار هيكل رأس المال الذي يعظم قيمة المستحقات السوقية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل، عمان، 2013، ص ص: 330-334.

## ثانيا: تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة

تفاوتت الآراء حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة. وفيما يلي عرض لأهم النماذج المؤيدة والمعارضة لتأثير هذه السياسة على القيمة.

- **نموذج والتر Walter's Model**: يبنى هذا النموذج على الفرضيات الآتية: أولا: أنه يتم تمويل الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة فقط، ثانيا: معدل العائد الداخلي وتكلفة رأس المال ثابتة لا تتغير، ثالثا: كل الأرباح المتاحة اما أن يتم توزيعها بالكامل فورا أو احتجازها كلها، رابعا: التوزيعات والأرباح لا تتغير. وهو يشير الى أن سياسة التوزيعات تعتمد على الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، والعلاقة بين معدل العائد الداخلي وتكلفة الأموال. وعليه ميز والتر بين ثلاث أنواع من المؤسسات، مؤسسات النمو أين يكون معدل العائد أكبر من تكلفة رأس المال (لديها فرص مربحة للاستثمار ويمكنها إعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل أعلى من معدل العائد المتوقع من قبل المساهمين)، والسياسة المثلى للتوزيعات هي احتجاز كل الأرباح مما يجعل القيمة السوقية للسهم في أقصى حد لها. المؤسسات العادية التي تستطيع استثمار أموالها بمعدل عائد يعادل تكلفة رأس المال، ولا توجد سياسة مثلى للتوزيعات لأن القيمة السوقية للسهم ثابتة رغم اختلاف سياسة التوزيعات. المؤسسات الهابطة التي ليس لديها أي فرص استثمارية مربحة لأن معدل العائد على الاستثمار أقل من تكلفة رأس المال، وبالتالي السياسة المثلى للتوزيعات هي توزيع جميع الأرباح.<sup>1</sup>

غير أن الكثيرين اعتبروا أن افتراضات النموذج مبسطة وبالتالي فهي تقود الى نتائج غير حقيقية. فافتراض أن عدم وجود تمويل داخلي وحتى في حالة احتجاز كل الأرباح واستثمارها فلن تعظم القيمة السوقية للمؤسسة، وأنها لو استطاعت الاعتماد على المصادر الخارجية بقيمة الفرق بين الحد الأدنى لحجم الاستثمارات (الفرص الاستثمارية التي تتعادل عندها تكلفة الأموال مع معدل العائد) وحجم الأرباح المتاحة للمؤسسة لتمويل بقية الاستثمارات لاستطاعت تعظيم القيمة السوقية للأسهم. كما أن الواقع يشير الى أن معدل العائد على الاستثمار سينخفض ولن يظل ثابتا، كما أنه اذا كان الربح المتاحة للمؤسسة أكبر من الحد الأدنى لحجم الاستثمار حيث يكون معدل العائد أقل من تكلفة الأموال، فان على الادارة أن تقوم بتوزيع قيمة الفرق بين الربح المتاحة والحد الأدنى لحجم الاستثمار، وهذا خلاف ما يفترضه هذا المدخل بتوزيع كل الأرباح عندما يكون معدل العائد أقل من تكلفة الأموال وبالتالي لن تعظم قيمة الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 360-364.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص: 364-368،

— نموذج عصفور في اليد **Bird In Hand Model**: عاد جوردون Gordon وأثبت أن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة حتى عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال وذلك في ظل ظروف عدم التأكد، فكلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة سوف يرتفع معدل العائد المطلوب نظرا لارتفاع درجة المخاطر بزيادة درجة عدم التأكد وبالتالي سترتفع تكلفة الأموال أيضا (افتراض ثبات تكلفة الأموال غير ملائم)، حيث يميل المستثمرون إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة. أي أنه في ظل ظروف عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، إذ أن المستثمرون سوف يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدل تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات في المستقبل، ومن ثم ارتفاع سعر السهم الغير مؤكد أيضا.<sup>1</sup>

— نموذج مودجلياني وميلر **M & M**: يرى كل منهما أن سياسة التوزيعات ليس لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة أو ثروة الملاك، حيث تتوقف قيمة المؤسسة على أرباحها التي تنجم من عملية الاستثمار. وقد بني النموذج على الافتراضات الآتية: تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس مال كاملة (المستثمر رشيد، المعلومات متاحة، لا يوجد تكلفة المعاملة، لا يمكن لمستثمر ما أن يؤثر على في سعر الأسهم في السوق)، لا توجد ضرائب، أو لا يوجد اختلاف في معدلات الضريبة على التوزيعات ومعدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية، تتبع المؤسسة سياسة استثمار ثابتة، لا توجد مخاطر، المؤسسة تعمل في ظل ظروف تأكد تام أي أن المستثمرين يستطيعون التنبؤ بالتوزيعات والأسعار المستقبلية بشكل مؤكد، ومن ثم يوجد معدل خصم واحد ملائم لجميع المؤسسات في السوق. وبالتالي يستنتج أن معدل العائد على الاستثمار سوف يعادل معدل الخصم (تكلفة الأموال)، كما أن معدل العائد هو نفسه بالنسبة لجميع الأسهم لأن المستثمرون يبيعون الأسهم ذات العائد المنخفض ويشترون الأسهم ذات العائد المرتفع مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم الأول وارتفاع سعر السهم الثاني، وستظل هذه العملية حتى تختفي الاختلافات بين العائد على الأسهم.<sup>2</sup>

توصل موم إلى أن برامج الاستثمار في أي فترة زمنية يمكن تمويلها إما عن طريق الأرباح المحتجزة أو عن طريق إصدار أسهم وسندات جديدة أو كلاهما على عكس ما افترضه والتر وجوردان اللذان افترضوا أن تمويل استثماراتهما عن طريق الأرباح المحتجزة فقط، كما أكدوا أنه لا توجد علاقة بين التوزيعات وسياسة الاستثمار كما في النموذجين المذكورين، كما أن القيمة الحالية للسهم بعد دفع التوزيعات واستخدام التمويل الخارجي سوف تعادل هذه القيمة قبل دفع التوزيعات.

<sup>1</sup> فايز تيم، **مبادئ الإدارة المالية**، ط2، انشاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص: 275، 276.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 379-381.

انتقدت افتراضات هذا المدخل بأنها مبسطة وبعيدة عن الواقع العملي نظرا لصعوبة وجود سوق كاملة لرأس المال، بالإضافة الى أن عدم تأثير سياسة التوزيعات على ادراك الملاك يجعل من غير الممكن قبول عدم وجود اختلاف بين التوزيعات والأرباح الرأسمالية الناجمة عن احتجاز الأرباح.<sup>1</sup> كما يمكن التعرّيج على النقاط الآتية كانتقادات لهذا المدخل في شكل أهم العوامل المؤثرة على سياسة التوزيعات:

- **اختلاف معدلات الضريبة:** افتراض عدم وجود ضريبة غير واقعي لأن المستثمرون يدفعون ضرائب على دخولهم من التوزيعات أكبر من الضرائب المدفوعة على دخولهم من الأرباح الرأسمالية، وبالتالي في ظل تفضيل هؤلاء للأرباح الرأسمالية على التوزيعات فهم يحققون وفرا ضريبيا أولا لانخفاضها وثانيا لأنهم لن يدفعوها إلا عندما يقومون ببيع ما يملكون من أسهم، اذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل المستثمر حتى وفاته فان الورثة لن يدفعوا الضريبة لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم. وهذا يشير الى أن قيمة الأسهم في ظل احتجاز الأرباح سوف تكون أكبر مما لو قامت المؤسسة بتوزيعها.<sup>2</sup>
- **تكاليف المعاملات:** ناقش م و م أن كل من التمويل الداخلي والخارجي يقفان على قدم المساواة، حيث أن ثروة الملاك لن تتأثر سواء قامت المؤسسة باحتجاز كل الأرباح أو جزء منها أو اصدار أسهم جديدة، وهذا غير صحيح في الواقع لأن تكلفة التمويل الخارجي ستكون أكثر من تكلفة التمويل الداخلي نظرا لوجود تكاليف المعاملات، وبالتالي ستكون الأرباح المحتجزة مصدر أكثر جاذبية للمؤسسة من التمويل الخارجي.
- **التنويع:** في ظل ظروف التأكد التي افترضها م و م ليس من الصحيح افتراض أن معدل الخصم للمؤسسة يعادل معدل العائد سواء استخدمت المؤسسة التمويل الداخلي أو الخارجي، لأن المستثمرون اذا ما رغبوا في تنويع محافظهم فسوف يفضلون تلك المؤسسات التي توزع أرباحها ليمكنوا من استثمارها في مؤسسات أخرى، وفي ظل هذه الظروف سوف يكون معدل الخصم في المؤسسات التي تفضل التمويل الداخلي أكبر من معدل الخصم في المؤسسات التي تفضل التمويل الخارجي، وبالتالي فان قيمة المؤسسة سوف تكون أعلى في حالة اجراء توزيعات منها في حالة احتجاز الأرباح.
- **عدم التأكد:** أشار م و م الى أنه حتى اذا تم اسقاط فرضية التأكد التام فان سياسة التوزيعات ستظل عديمة التأثير على قيمة المؤسسة، ولكن العديد من الباحثين عارضوا هذه الفكرة وقد أيد هؤلاء رأيهم بأن سياسة التوزيعات نفسها هي التي سوف تحل مشاكل عدم التأكد للمساهمين، حيث المؤسسات التي تدفع توزيعات

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 58.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص ص: 464، 465.

بسرعة ستكون قيمتها السوقية أعلى من تلك التي تتبع سياسة احتجاز الأرباح. وبالتالي في ظل ظروف عدم التأكد يصبح نموذج "عصفور في اليد" الذي قدمه جوردون أقرب الى الواقع من نموذج م<sup>1</sup>.

● **محتوى المعلومات:** تؤثر المعلومات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة التوزيعات المتوقعة للمؤسسة على سعر السهم. فإذا فرض أن المستثمرين يتوقعون زيادة نسبة التوقعات لاحدى المؤسسات بنسبة معينة تساوي نسبة الزيادة الفعلية فان سعر السهم سوف يبقى ثابتا، أما اذا توقع المستثمرون زيادة نسبة التوزيعات بنسبة أقل من الزيادة الفعلية للتوزيعات فان سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح. وتفسير ذلك أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية. بينما فسر م وم رد فعل المستثمرين تجاه التغير في سياسة التوزيعات الى المعلومات المعلنة عن هذه السياسة وهو ما يطلق عليه بنظرية محتوى المعلومات أو افتراض الاشارة. لذلك عندما يحدث وتكون التوقعات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة التوزيعات لاحدى المؤسسات أعلى عما يحدث بالفعل فان ذلك يؤخذ من جانب المستثمرين كإشارة عن أن ادارة المؤسسة تتوقع تحسن في الأرباح المستقبلية.<sup>2</sup>

● **تأثير العميل:** فسر م وم تغير سعر السهم بعد اعلان المؤسسة عن سياسة التوزيعات بتأثير العميل، حيث تحدد المؤسسة هذه السياسة بحيث تجذب المستثمرين الذين يفضلون هذه السياسة. فإذا احتجزت المؤسسة الأرباح لإعادة استثمارها فلن تناسب هذه السياسة المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخول حالية، مما يدفعهم الى التخلص من كل أو بعض أسهمهم لتدبير احتياجاتهم من الأموال مع تحمل تكاليف السمسرة التي تكون مرتفعة في الصفقات الصغيرة. والعكس صحيح في حالة توزيع أغلب الدخل لمستثمرين يرغبون في الحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل، ما يعرض هؤلاء لمتاعب منها الحصول على دخول متماثلة في صورة توزيعات ودفع الضرائب وصعوبة اعادة استثمار هذه الأموال.<sup>3</sup> وبالتالي يجب على المؤسسة أن تحدد سياسة التوزيعات الأكثر ملائمة لها وتدرس رد فعل المستثمرين مع ضمان وجود طلب كبير على أسهمها من المستثمرين الذين يفضلون سياسة التوزيعات التي تتبعها المؤسسة، وهذا الطلب يؤدي الى ارتفاع سعر السهم.

من الناحية العملية ترغب معظم المؤسسات في اتباع سياسة توزيع ثابتة أو مستقرة، حيث يترتب على هذه السياسة تمكين المستثمر من الحصول على دخل مستقر، كما أنها تقدم للمستثمر معلومات عن توقعات الادارة بشأن الأرباح والنمو. اضافة الى أنها تساعد المستثمر على الحصول على الأموال الموجهة للاستهلاك وبالتالي لن يواجه

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 182، 184.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 474، 475.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 475.

- المستثمر عقبة تكلفة بيع الأسهم للحصول على النقد اذا لم تكن التوزيعات حسب التوقعات. كما يمكن لها اما أن تدفع توزيعات نقدية واما أن تدفع توزيعات في شكل أسهم. وفيمايلي شرح لمختلف البدائل المتاحة أما المؤسسة:<sup>1</sup>
- سياسة الأرباح المتبقية: تقتضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الموازنة الرأسمالية المثلى، فالمستثمر يفضل هذه السياسة نظرا لأن العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه من استثمارات بديلة لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وعمولات وسطاء؛
  - سياسة نسبة التوزيعات الثابتة: أي توزيع أرباح بنسبة ثابتة وهذا يعني عدم ضرورة ثبات قيمة التوزيعات كدنانير، فمثلا اذا تم تثبيت التوزيعات من الأرباح المحققة ولم تحقق أرباحا فان التوزيعات ستكون صفرا وهذا يعطي اشارة سالبة للمستثمر وبالتالي تنخفض قيمة السهم؛
  - توزيعات منخفضة ثابتة مع اضافات: تنطوي على قيام المؤسسة باجراء حد أدنى من التوزيعات ثابت وفي الفترات التي ترتفع فيها أرباح المؤسسة تقوم بإجراء توزيعات اضافية أخرى، وهي توفر استقرارا لسعر السهم خاصة اذا كانت أرباح المؤسسة متذبذبة، أو صغيرة أو كانت حاجتها الى تمويل الاستثمارات كبيرة؛
  - عملية اجراء توزيعات في صورة أسهم: قيام المؤسسة بدلا من دفع توزيعات نقدية على المساهمين بدفع أسهم مجانية، وهذا الاجراء سيؤدي الى تخفيض سعر السهم، الا أنه في المقابل يزيد من فرص المؤسسة لاحتجاز الأرباح في المستقبل في شكل احتياطات وهذا يزيد من فرص المؤسسة في التوسع والنمو، كما أن انخفاض سعر السهم لا يعني انخفاض ثروة المساهم بل على العكس، فهو حصل على أسهم اضافية بحيث بقيت قيمة ثروته ثابتة، ثم أن قيمة السهم المتدنية تشجع صغار المستثمرين على شراء سهم المؤسسة مما يزيد الطلب عليها وبالتالي احتمال ارتفاع سعرها مستقبلا، اضافة الى أن عملية توزيع أسهم تعطي محتوى معلوماتي حول توقعات المؤسسة المستقبلية بأنها ترغب في التوسع مما يدل على نجاح أعمالها.

### ثالثا: تأثير فرص الاستثمار على القيمة

إن مقدار القيمة المضافة التي يمكن خلقها للملاك والناجحة عن قبول المؤسسة لمشروعات استثمارية جديدة تحقق أرباحا محتجزة، يتحقق عن طريق العلاقة بين معدل العائد على حق الملكية أو معدل العائد على الأرباح المحتجزة، ومعدل العائد المطلوب، ومعدل نمو التوزيعات في المستقبل، وكذلك مقدار الزيادة في القيمة السوقية عن القيمة الدفترية. ويمكن توضيح ذلك فيمايلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، ط 5، دار المسيرة عمان، 2014، ص ص: 460-463.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 482-490.

- اذا كان معدل العائد على حق الملكية أكبر من معدل العائد المطلوب وهذا الأخير أكبر من معدل النمو فهذه المؤسسة مربحة، وبالتالي تستطيع خلق قيمة اضافية للمساهمين - حيث تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية- عن طريق زيادة معدل النمو من خلال زيادة معدل العائد على حق الملكية أو من خلال زيادة نسبة الأرباح المحتجزة أي تخفيض التوزيعات.
- اذا كان معدل العائد على حق الملكية أقل من معدل العائد المطلوب وهذا الأخير أقل من معدل النمو فهذه المؤسسة غير مربحة، حيث تقوم الادارة بتحطيم القيمة للمساهمين، ويمكن لهذه المؤسسة خلق قيمة اضافية عن طريق الحفاظ على معدل نمو منخفض وذلك عن طريق تخفيض نسبة الأرباح المحتجزة مع زيادة معدل العائد على حق الملكية. وهي الآليات نفسها التي يتم اتباعها في حالة تساوي معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على حق الملكية فلا يوجد تأثير على سعر السهم وبالتالي لا توجد ثروة اضافية يتم خلقها، وفي هذه الحالة فان القيمة السوقية تعادل تماما القيمة الدفترية لحق الملكية.

### المبحث الثالث: قيمة المؤسسة من وجهة نظر اجتماعية: نقد القيمة السوقية

يلاحظ من خلال التحليل السابق لقيمة المؤسسة من الناحية المالية أن القيمة المراد تعظيمها هي قيمة فئة واحدة فقط من أصحاب المصالح وهي قيمة المساهمين دون الاهتمام بالفئات الأخرى كالعمال والمستهلكين والموردين والبيئة والمجتمع الذي تتواجد فيه المؤسسة، فالميل إلى تحقيق قيمة المساهم على حساب أصحاب المصالح أقرب ما يكون إلى إشباع حاجيات المالك في النظام الإقطاعي وتعظيم قوته مع الاكتفاء بإشباع الحاجيات الأساسية فقط لعمال الإقطاعية. وفي هذا المبحث سيتم اثاره هذا الاشكال من خلال التطرق الى قيمة المؤسسة مقابل قيمة أصحاب المصالح، نظرية أصحاب المصلحة كبديل لنظرية المساهم، والمسؤولية الاجتماعية كوسيلة لتحقيق قيمة أصحاب المصالح.

### المطلب الأول: قيمة المساهم مقابل قيمة أصحاب المصالح

ابتكر مصطلح " أصحاب المصالح " Stakeholders من طرف معهد ستانفورد Standford للأبحاث في بحث حول التخطيط في المؤسسة في 1963،<sup>1</sup> ويعود الفضل في إشاعته إلى فريمان Freeman منذ 1984،<sup>2</sup> وقد عرفوا بأنهم هؤلاء المجموعات الذين لا تستطيع المؤسسة الاستمرار دون دعمهم، وهم أي مجموعة أو فرد يؤثر ويتأثر بالمؤسسة، ويشمل العمال، الزبائن، الموردين، المنافسين، المساهمين، الحكومة والمجتمع، وكل واحد منهم يتمتع بمصالح

<sup>1</sup> Alejo José G.Sison, **Corporate Governance and Ethics: An Aristotelian Perspective**, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2008, P: 75.

<sup>2</sup> Rahman Belal, **Corporate Social Responsibility Reporting in Developing Countries**, Ashgate Publishing Limited, Hampshire, 2008, P: 18.

شرعية لدى المؤسسة.<sup>1</sup> كما قدم كلاركسون Clarkson تعريفاً بالمعنى الضيق للكلمة مقسماً الأطراف المعنية إلى نوعين: الأطراف المعنية الإرادية الطوعية التي تخاطر باستثمار رأس مال إنساني أو مالي أو عناصر ذات قيمة في المؤسسة، والأطراف المعنية غير الإرادية التي تخاطر بسبب نشاطات المؤسسة. وتكمن سلطة أصحاب المصالح تبعاً لميتشيل وأغل وود Mitchell, Agle et Wood في إمكانية مكافأة ومعاقبة المسؤولين في ما يخص سير عمل المؤسسة خصوصاً عند الافتراض بأن سلطة أصحاب المصالح تتعلق بندرة الموارد التي تقدمها هذه الأطراف إلى المؤسسة، إذ أن نظرية التبعية للموارد تشير إلى ضعف المؤسسة إزاء محيطها الناتج من حاجتها إلى الموارد.<sup>2</sup>

وقد تصورت دراسات الممارسات الاتصالية التي تندرج في إطار نظرية أصحاب المصالح العلاقة بين المؤسسة وهؤلاء على أنها عملية اتصال بين المجتمع باعتباره المرسل والمؤسسة باعتبارها متلقي الاتصال، نادراً ما يتوقع الاتصال من الطرفين في آن واحد.<sup>3</sup> وينتج عن هذا علاقة تبادلية بين المؤسسة ومختلف أصحاب المصالح، فكل طرف يزود المؤسسة بموارد مهمة أو إسهامات ويتوقع في المقابل مراعاة مصالحه والحفاظ عليها. فالمساهمون يقومون بإمداد المؤسسة برأس المال وفي المقابل يتوقعون عائداً مناسباً على استثماراتهم، أما الموظفون فهم يقدمون العمل والمهارات وفي المقابل يتوقعون دخلاً عادلاً، وشعوراً بالرضى الوظيفي، وظروف عمل جيدة، أما العملاء فهم المصدر الأساسي لإيرادات المؤسسة، وفي المقابل يتطلعون إلى الحصول على منتجات عالية الجودة وموثوق بها مقابل ما يدفعونه من نقود، أما الموردون فيزودون المؤسسة بالمدخلات وفي المقابل فهم يسعون وراء تحقيق الإيرادات وضمان صفقات مستمرة، أما الحكومة فتقدم للمؤسسة القواعد واللوائح التي تحكم الممارسات العملية وتحقق المنافسة العادلة الشريفة، وفي المقابل فإن الحكومة تأمل أن تلتزم تلك المؤسسات بهذه القواعد، كما تساعد الاتحادات النقابية في تزويد المؤسسات بموظفين منتجين مقابل الحصول على مزايا لأعضائهم تتناسب مع إسهاماتهم في المؤسسة، وبالمثل تزود المنظمات المحلية المؤسسة بالبنية الأساسية المحلية مقابل مقابل التزام المؤسسات بمسؤولياتها تجاه المواطنين، وحتى الجمهور العام فهو يزودها بالبنية الأساسية القومية مقابل الحصول على ضمانات بتحسين جودة الحياة كنتيجة لاستمرار وجود المؤسسة. وأي إهمال لمطالب هؤلاء سيؤثر سلباً على المؤسسة.

يراعى أن المؤسسة لا تستطيع الوفاء بمتطلبات هؤلاء الأطراف جميعاً نظراً لتعارضها إضافة إلى عدم امتلاك الموارد الكافية لذلك، وبالتالي يجب على المؤسسة تحديد أكثر الأطراف ذات المصلحة أهمية وتأثيراً على بقاءها وإعطائهم

<sup>1</sup> Alejo José G. Sison, *Op.Cit.*, P: 75.

<sup>2</sup> نهوند القادري عيسى، *الاستثمار في الإعلام وتحديات المسؤولية الاجتماعية: النموذج اللبناني*، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2013، ص: 176.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 176.

الأولوية من حيث الوفاء باحتياجاتهم. وقد انتهت أغلبية المؤسسات إلى الحكم بوجود ثلاث مجموعات من الأطراف ذات المصلحة يجب العمل على الوفاء باحتياجاتهم إذا أرادت البقاء والنمو وهم: العملاء، الموظفين وحملة الأسهم.

وقد فقد "ديك فيريس" الرئيس التنفيذي السابق للخطوط المتحدة وظيفته لأنه فشل في تحقيق مصالح كل من العمال وحاملي الأسهم عندما أراد تقديم خدمات عالمية للسفر والسياحة تتكون من خدمات الطيران والفندقية وتأجير السيارات، فقد أقنع اتحاد الطيران بتقديم بعض التنازلات فيما يخص الأجور والإنتاجية ليتمكنوا من المنافسة مع الناقلين منخفضي التكلفة، لكن النتيجة كانت تكبد المؤسسة لخسارة تقدر بـ 92 مليون دولار مع عرض رابطة اتحاد الطيران شراء خط الطيران مقابل 4,5 بليون دولار نظرا لأن المؤسسة لم تعد تركز على نشاط الطيران وأصبحت الإدارة هي فريق الإدارة الفندقية. كما أدى تشعب نشاط المؤسسة إلى انخفاض سعر السهم عنه فيما إذا تم بيع عمليات المؤسسة بشكل مستقل، وفي ماي 1987 أعلن صندوق استثماري يدعى "كونيستون" دعوته إلى إقصاء مجلس الإدارة والتخلص بالبيع من الأنشطة الأساسية للمؤسسة. وبعد محاولات عديدة لاحتواء الوضع آل في النهاية إلى رجوع المؤسسة إلى نشاط الطيران بعد تصفية النشاطات الأخرى، وبيع الجزء الأكبر من الأسهم للموظفين.<sup>1</sup>

بالتالي فان الاهتمام بأصحاب المصلحة يعتبر على قدر كبرى من الأهمية. لكن في المقابل نجد أن قيمة المساهم هي المحرك الرئيسي لنشاط المؤسسة، وهذا ما يحدث صراع بين الطرفين.

بدأ الصراع بين مختلف أصحاب المصالح منذ الرأسمالية الصناعية كنتيجة للثورة الصناعية أين ظهر تضارب المصالح بين طبقة رجال الأعمال التي تسعى للحصول على أقصى الأرباح عن طريق تخفيض مستويات الأجور وتشغيل النساء والأطفال بأقل الأجور، وطبقة العمال التي تسعى إلى رفع أجورها وتحسين ظروف العمل.<sup>2</sup>

اعترض بيتر دراكر على شيوع رأسمالية المضاربين في وول ستريت Wall Street وسماها العدائية في تسلم المؤسسات بسبب بيع أسهمها وتولي الإدارة الجشع، وهذه الأعمال شجعت افتراض أن صاحب الأسهم هو الهدف الوحيد للمؤسسة، ولكن هذا الهدف حسب دراكر يعتبر عقبة في ادعاء المؤسسة بالشرعية الاجتماعية الحقيقية، ورأى أن خضوع المؤسسة حصرا للقيمة الاقتصادية لأرباح السهم وتجاهل الالتزامات تجاه العاملين ومسؤوليتها تجاه المجتمع يعتبر خطرا كبيرا عليها، والسماح لسوق الأسهم أن يحدد مصير المؤسسة هي رؤية غير سوية وقصيرة المدى، يترتب عليها خسائر كبيرة على المدى الطويل نتيجة تحقيق الربح على حساب رفاهية العمال، والنتيجة ستفقد المؤسسة ولاء

<sup>1</sup> شارلز هل، جاريت جونز، ترجمة: رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد المتعال، الإدارة الإستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، الرياض، 2006، ص: 77-81.

<sup>2</sup> محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

العمال الذين سيبحثون عن مصالحهم الخاصة لأن الإدارة تعتبرهم مصدر تكلفة وليسوا من الأصول، وأن المؤسسة التي تتمتع باقتصاد سليم ضمن مجتمع مريض مناقضة للأمور السوية.<sup>1</sup>

لكن في المقابل، من الأمور التي دفعت المديرين في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تغليب هدف تعظيم ثروة المساهمين على الأهداف الأخرى هو الخوف من انخفاض قيمة أسهم المؤسسة في السوق والذي قد يدفع مؤسسات أخرى إلى امتلاك وضم المؤسسة ضد رغبات المديرين وهو ما يسمى بـ Hostile Takeover، أو يدفع إلى حدوث ما يسمى بمعركة التفويض Proxy Fight عن طريق إغراء حملة الأسهم للتصويت على تغيير فريق الإدارة الحالي بفريق جديد، إضافة إلى أن الأساليب والأفعال التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم تؤدي إلى تحقيق المنفعة للمجتمع، والدليل على ذلك يظهر في ما يلي:<sup>2</sup>

- إن تعظيم قيمة الأسهم يتطلب أن تكون الوحدات أكثر كفاءة وأقل تكلفة وأن تنتج السلع والخدمات بجودة مرتفعة وبأقل الأسعار؛
- يتطلب تعظيم سعر السهم تطوير سلع يرغب فيها المستهلك ويحتاجها، وبالتالي فدافع الربح سيؤدي إلى ظهور تكنولوجيا وبيع حديثة وفرص عمل جديدة؛
- يتطلب تعظيم القيمة السوقية للسهم توافر خدمات ما بعد البيع ووجود مخزون كاف من السلع وتواجد منافذ توزيع في أفضل المواقع، وهذه التسهيلات ضرورية لتحقيق أكبر قدر من المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح ومنه زيادة قيمة أسهم المؤسسة.

### المطلب الثاني: نظرية أصحاب المصالح كبديل لنظرية المساهم

تعتبر نظرية أصحاب المصالح بمثابة مظلة تضم تحتها الكثير من النظريات التي تطلق تفسيرات متباينة لمجموعات أصحاب المصالح، علاقتهم، حقوقهم، قوتهم والتسيير الفعال لهم. مفاد هذه النظرية أن المؤسسة لديها علاقات مع مجموعات أساسية مختلفة، تؤثر وتتأثر بقراراتها. هذه العلاقات أساسها تعهدات المؤسسة وليس الرغبة في استخدام أصحاب المصالح في تحسين أدائها المالي. كما أن كل أصحاب المصالح لهم قيمة بالنسبة للمؤسسة ولا يوجد أي فئة تتفوق على الأخرى، إضافة إلى أن على المؤسسة أن تتخذ القرارات الإدارية التي تخدم مصلحة المؤسسة ومصلحة أصحاب المصالح في آن واحد. وقد خلصت هذه النظرية إلى نتيجتين مفادهما: أولاً، أنه من الأفضل أن تستخدم

<sup>1</sup> جون أي فلاهوتي، مرجع سبق ذكره، ص: 565، 566.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 40-38.

المؤسسة مسؤوليتها الاجتماعية كاستراتيجية لإدارة علاقتها مع أصحاب المصالح - بفعالية - حيث أن دعم هؤلاء هو شرط لنجاحها، ثانياً، على المؤسسة أن تكون مسؤولة وقابلة للمساءلة من طرف جميع أصحاب المصالح.<sup>1</sup>

يجادل Freeman وآخرون بأن جوهر نظرية أصحاب المصلحة في أنه في المؤسسة يتم إنشاء القيمة الاقتصادية من قبل أشخاص يجتمعون طوعاً ويتعاونون لتحسين ظروف الجميع. ويجب على المديرين تطوير العلاقات بين هؤلاء، الهام أصحاب المصلحة، وخلق مجتمعات حيث يسعى الجميع إلى بذل قصارى جهدهم للوفاء بوعود المؤسسة. من المؤكد أن المساهمين يشكلون مكوناً أساسياً، وتعد الأرباح جزءاً هاماً من هذا النشاط، لكن القلق بشأن العائد هو النتيجة وليس المحرك في عملية خلق القيمة.<sup>2</sup>

بناءً عليه، كان أحد الاستخدامات المركزية لنظرية أصحاب المصلحة، في شكلها الأصلي، بمثابة مواجهة لفكرة أنه ينبغي إدارة المؤسسات لصالح المساهمين. مع تطور النظرية، كان النقاش غالباً ما يتم صياغته من حيث "المساهمين مقابل أصحاب المصلحة". في حين رفض معظم الفلاسفة نظرية المساهمين، فقد رأوا نظرية أصحاب المصلحة كبديل لإحضار الأخلاقيات والعدالة في الأعمال التجارية.

يتمثل فحوى نظرية أصحاب المصلحة فإن نرى أصحاب المصلحة "مرتبطين معاً بمشاركة مصالحهم"، أي أن مصالحهم متفاعلة فيما بينهم. ومع ذلك، لا يزال الكثيرون يجادلون بأن مصالح العملاء والموردين والمجتمعات والموظفين، يجب أن يتم تداولها مقابل مصالح الممولين. ومع ذلك، فإن الفكرة القائلة بأن إحدى المجموعات على الدوام تحظى بالأولوية دائماً، هي فكرة معيبة للغاية. إن طبيعة الأسهم ذاتها تضع اتفاقاً أو عقداً أو مجموعة من العلاقات بين أصحاب المصلحة حتى يتمكن الجميع من الفوز باستمرار على مدى فترة زمنية طويلة. وكما عرف منظري أصحاب المصلحة الأوائل، إذا قمت بسلب دعم أي صاحب مصلحة، فببساطة لا تمتلك أعمالاً قابلة للتطبيق.

بالتالي، يكمن جوهر الفكرة في النظر إلى أصحاب المصلحة بأن لديهم مصالح مشتركة ومتصلة ببعضها البعض، ولا يوجد صاحب مصلحة قائم بذاته في عملية خلق القيمة. مع ومحاولة معرفة كيفية تحسين المبادلات لجميع الأطراف وخلق أكبر قدر ممكن من القيمة لهم، دون اللجوء إلى المقايضات مثل كيف يمكن التعامل مع فوائد أفضل ودفع

<sup>1</sup> RahmanBelal, Op.Cit.,PP: 18-20.

<sup>2</sup> R. Edward Freeman et Al., **Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited**, Organization Science, Vol. 15, N. 3, 2004, P: 365.

أجور الموظفين مقابل أرباح أعلى للمساهمين، أو كيف يمكن التعامل مع الانتباه إلى سلامة المنتجات مقابل الوظائف للموظفين، إلخ.<sup>1</sup>

ينتج مما سبق تعدد أهداف المؤسسة وفقا لتعدد أهداف أصحاب المصالح. لكن في الواقع العملي تعتبر المؤسسة أن الهدف الأهم لها هو تعظيم قيمتها السوقية الاجمالية على المدى الطويل، أي أن التغير في القيمة السوقية الاجمالية على المدى الطويل هو بطاقة قياس الأداء الذي يقاس بها النجاح. ويقال قيمة طويلة الأجل لأن الأسواق المالية قد لا تفهم الآثار الكاملة لسياسات المؤسسة حتى تبدأ التدفقات النقدية في الظهور مع مرور الوقت. في مثل هذه الحالات، يجب على الإدارة إبلاغ المستثمرين بتأثير السياسات المتوقع على القيمة، ثم الانتظار حتى يتسنى للسوق اللحاق بالركب والاعتراف بالقيمة الحقيقية لقراراته كما تنعكس في الزيادات في الحصة السوقية، ولاء العملاء والموظفين، وأخيرا، تدفقات نقدية. لا يعني إنشاء القيمة الاستجابة للتقلبات اليومية في قيمة المؤسسة. السوق هو جاهل لا محالة للعديد من الإجراءات والفرص الإدارية، على الأقل في المدى القصير. في تلك الحالات التي لا تمتلك فيها الأسواق المالية بوضوح هذه المعلومات التنافسية الخاصة، يجب على المديرين مقاومة ضغوط تلك الأسواق مع بذل كل جهد ممكن لتوصيل توقعاتهم للمستثمرين.

ونظرا الى أن إنشاء القيمة يتطلب أكثر من قبول تعظيم القيمة كهدف تنظيمي، لأنه لا يمكن تعظيم القيمة اذا تجاهلت المؤسسة مصلحة أصحاب المصالح. ومن جهة أخرى، من غير المحتمل أن تستند زيادة القيمة إلى طاقة وحماسة الموظفين والمديرين لخلق القيمة. أصبح التغيير في القيمة السوقية طويلة الأجل هو بطاقة النتائج التي يستخدمها المديرين وغيرهم لتقييم نجاح المؤسسة أو فشلها. لكن في المقابل يجب الجمع بين تعظيم القيمة ونظرية أصحاب المصالح، وما يعتقد Jensen بأنه العلاقة الصحيحة بينهما يسمى تعظيم القيمة المستنير *Enlightened Value Maximization*، وهو مطابق لما يسمى نظرية أصحاب المصلحة المستنيرة. يستخدم تعظيم القيمة المستنير الكثير من بنية نظرية أصحاب المصلحة ولكنه يقبل تعظيم القيمة طويلة الأجل للمؤسسة كهدف للمؤسسة ومعيار لإجراء المفاضلات المطلوبة بين أصحاب المصلحة. وبالتالي تحل المشكلات التي تنشأ من الأهداف المتعددة التي تصاحب نظرية أصحاب المصلحة التقليدية.

<sup>1</sup> R. Edward Freeman, **Managing for Stakeholders: Trade-offs or Value Creation**, Journal of Business Ethics , Vol. 96, N. 1, 2010, PP: 7-9.

وبهذه الطريقة، يمكن أن يرى أصحاب نظريات أصحاب المصلحة المستنيرة أنه على الرغم من أن المساهمين ليسوا بعض الدوائر الخاصة التي تحتل مرتبة أعلى من غيرها، فإن قيمة الأسهم طويلة الأجل تعد عاملاً هاماً (إلى جانب قيمة الدين والأدوات الأخرى) من إجمالي قيمة المؤسسة على المدى الطويل. فهم يدركون أن خلق القيمة يعطي الإدارة طريقة لتقييم المقايضات التي يجب إجراؤها بين أصحاب المصلحة، وأنها تسمح باتخاذ القرارات المبدئية بمعزل عن التفضيلات الشخصية للمديرين. ومن المهم أيضاً، أن يصبح المديرين مسؤولون عن الأصول الخاضعة لسيطرتهم لأن بطاقة قياس القيمة توفر معياراً موضوعياً يمكن من خلاله تقييم أدائهم.<sup>1</sup>

يؤكد فلان بأن المطالبات الضمنية الجارية بين المؤسسة وعملائها، والعاملين فيها، والموظفين، والدائنين على المدى القصير تخلق حوافز للإدارة لاختيار طرق المحاسبة طويلة الأجل التي تزيد الدخل، كما أن تقارير المحاسبة بحد ذاتها مصدر هام للمعلومات لأنهم يقدمون تقارير عن الصورة المالية للمؤسسة بأكملها بدلاً من مجرد جزء من أنشطة المؤسسة التي يتمتع بها الموظف. تشير النتائج المذكورة أعلاه إلى أن الإدارة تعتقد أن بعض أصحاب المصلحة على الأقل يستخدمون الأرقام المحاسبية في تقييمهم لسمعة المؤسسة في الوفاء بالمطالبات الضمنية.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: المسؤولية الاجتماعية كوسيلة لتحقيق قيمة أصحاب المصالح

تعرف المسؤولية الاجتماعية حسب لجنة الاتحاد الأوروبي EU بأنها مفهوم يتعلق بدمج المؤسسات للاعتبارات الاجتماعية والبيئية في عملياتها الإدارية وفي علاقتها مع أصحاب المصالح، ليس فقط تطبيقاً للقانون ولكن الذهاب ما وراء المطاوعة والإذعان.<sup>3</sup> كما تعرف على أنها عقد اجتماعي يمنح بموجبه المجتمع حرية العمل للمؤسسة بغرض تحقيق أهداف مشروعة لصالح المجتمع، غير أن فقرات هذا العقد تتغير عبر الزمن.<sup>4</sup>

فاهتمام المؤسسة بالمسؤولية الاجتماعية يعني الاهتمام بمختلف أصحاب المصالح، فمنذ نشأة المؤسسات الاقتصادية حتى القرن 19 والربع الأول من القرن 20 كانت المسؤولية الوحيدة للمؤسسات هي تعظيم الربح والذي بدوره سيقود إلى المنفعة العامة حسب آدم سميث الذي أشار إلى أن المسؤولية الاجتماعية تتحقق عن طريق آلية السوق التنافسية التي تؤدي إلى تعظيم ربح رجال الأعمال، زيادة الثروة الوطنية وبالتالي تعظيم المنفعة للمصالح العام. إلا أن هذه الأفكار أدت إلى حدوث الأزمات الاقتصادية، ندرة الموارد، انخفاض الأجور، أجواء عمل غير ملائمة، فشل

<sup>1</sup> Michael C. Jensen, **Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, 2001, P:8-21.

<sup>2</sup> Robert M. Bowen et Al., **Stakeholders' implicit claims and accounting method choice**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 20, 1995, PP: 255-295.

<sup>3</sup> David Gruther, Guler Aras, **Corporate Social Responsibility**, Ventus Publishing APS., USA, 2008, P:11.

<sup>4</sup> خليل محمد الشماع، **مبادئ الإدارة مع التركيز على إدارة الأعمال**، الطبعة الخامسة، دار المسيرة، عمان، 2007، ص ص: 325، 326.

العديد من المنتجات، وتأثير نقابات العمل، الأمر الذي أدى إلى تجاوز النظرة الضيقة للمسؤولية الاجتماعية والمحصورة بحدود منفعة المالكين والمستثمرين لتشمل المستهلكين، الزبائن، الموردين، العاملين، الدائنين، الحكومة وغيرها، وفي مرحلة لاحقة من 1960 إلى الوقت الحاضر وبسبب انتشار عمالة الأطفال، التأثيرات السلبية للتكنولوجيا، والتلوث البيئي، اتسع مفهوم المسؤولية الاجتماعية ليشمل البيئة ومتغيراتها الواسعة، وسميت هذه المرحلة بنوعية الحياة للفرد، وتوجه الاهتمام إلى قضايا الغش في البضائع والتلاعب في الأسعار وحجب المعلومات الصحيحة، التهديدات التي تنال من صحة وسلامة العاملين أثناء العمل، التلوث البيئي، الارتقاء بنوعية أجواء العمل، قضايا الفساد والرشوة لدى الأفراد والمؤسسات.<sup>1</sup>

يدافع Werther و Chandler عن وجهة نظر مفادها أن قدرة المؤسسات على خلق القيمة بالنسبة لمجموعة من أصحاب المصلحة على المدين المتوسط والطويل، يلزمهم تضمين المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في استراتيجياتهم وعملياتهم.<sup>2</sup>

وعند عرض Zappi لوجهة نظر الجمعية المصرفية الإيطالية حول المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات باعتبارها الإدارة الاستراتيجية لقطاع الأعمال الذي يتوجه إلى أصحاب المصلحة المتعددين، توصل إلى أنه توجد حاجة إلى دمج المسؤولية الاجتماعية للشركات في التوجه الاستراتيجي للبنوك من أجل إنتاج قيمة لكل أولئك الذين تربطهم بهم العلاقات والتبادل اليومي.<sup>3</sup>

تصنف أنشطة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات حسب Shang و Pelosa إلى ثلاث فئات رئيسية: الأعمال الخيرية، الممارسات التجارية، والمنتجات ذات الصلة. الأعمال الخيرية هي الفئة المهيمنة لأنشطة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة. يعد العمل الخيري مصدرا محتملا للقيمة الذاتية المنحى لأنه يعتمد على دعم الآخرين المحتاجين. تشمل الفئة التالية الأكثر شيوعا من أنشطة المسؤولية الاجتماعية تلك المتعلقة بالممارسات التجارية للمؤسسة وأشهرها ممارسات حماية البيئة من قبل المؤسسة. هذه الممارسات تحمل القدرة على تعزيز القيمة الأخرى الموجهة لأصحاب المصلحة، على سبيل المثال، فإن دعم المؤسسة لنشاط إعادة التدوير، يمكن أن يجعل المؤسسة تشعر بأنها تمارس المسؤولية المجتمعية الجيدة، ويمكن استخدامه لتعريف الآخرين بأن المؤسسة واعية بيئيا. تشمل الفئة الثالثة من أنشطة

<sup>1</sup> ثامر ياسر البكري، التسويق والمسؤولية الاجتماعية، دار وائل، عمان، 2001، ص: 18 - 22.

<sup>2</sup> David Chandler, William B. Werther, **Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders, Globalization, and Sustainable Value Creation**, 3rd edition, SAGE Publications, Inc., 2014, P: 617.

<sup>3</sup> Gianna Zappi, **Corporate responsibility in the Italian banking industry: creating value through listening to stakeholders**, Journal of Corporate Governance, Vol. 7, No. 4, 2007, PP: 471-475.

المسؤولية الاجتماعية ميزات مرتبطة بالمنتج، هذا النوع من المسؤولية الاجتماعية في شكل ميزات للمنتج وجودته لديها القدرة على توفير أوسع نطاق من القيمة للمستهلكين.<sup>1</sup>

فالمؤسسة المسؤولة اجتماعيا تهتم بفئتين من أصحاب المصالح، المجموعة الأولى هم الأطراف داخل المؤسسة مثل المساهمون والمديرون والموارد البشرية، والمجموعة الثانية تضم مزيجا من الأطراف والفئات المتواجدة في بيئة الأعمال الخارجية مثل الزبائن، الموردون، الحكومات، المنافسون، المجتمع، والجمهور العام. وكل مجموعة من هؤلاء تساهم في المؤسسة اما برأس المال أو المهارات والخبرات والمعارف، أو الإيرادات من شراء البضائع والخدمات أو مدخلات ذات جودة عالية أو التشريعات والبنى التحتية أو بناء وتشكيل السمعة والصورة الحسنة وتعزيز ولاء الزبائن أو بناء رأي عام إيجابي، وتوقع في المقابل الحصول على تعظيم قيمة الأسهم، الأجور والرواتب، المكانة والقوة والنفوذ، استمرارية العمل، الترقية والأمن الوظيفي، جودة السلع والخدمات وإتاحتها بالسعر المناسب، إيرادات من تزويد المؤسسة بالمدخلات، استمرارية التجهيز وضمان الدفع وتطوير استخدام المواد، منافسة عادلة ونزيهة وبأجواء شفافة، تقديم فرص العمل، تسديد الضرائب والافصاح عن نتائج الأعمال، الفخر والاعتزاز بالمنظمات المسندة للمواطنة الصالحة.<sup>2</sup>

أعمال المسؤولية الاجتماعية هذه لها تكلفة لا تستطيع كل المؤسسات تحملها وبالتالي تصبح المؤسسات التي تعمل على تحقيق هذا الهدف في وضع تنافسي أضعف لاجتذاب رأس المال من تلك التي تتلافى هذه المسؤولية، وسبب ذلك هو أن المؤسسات التي تتحمل هذه المسؤولية ترفع من أسعار منتجاتها لتغطية هذه التكاليف، وبالتالي فان أسعارها تكون أعلى وقدرتها على المنافسة أضعف. كما أن المستثمرون يتجنبون المؤسسات التي تخصص بعض مواردها لمشاريع اجتماعية أو للعناية بموظفيها مثل السكن والتعليم والتدريب، لأن المؤسسة عادة ما تكون مقيدة بعوامل رأس المال، بعكس المؤسسات التي تركز كل اهتمامها لزيادة أرباح حملة الأسهم.<sup>3</sup>

لكن هذا لا يعني أنه لا يجب على المؤسسة تحمل المسؤولية الاجتماعية، لأن الكثير من النشاطات المولدة للتكلفة هي في الواقع إلزامية وليست طوعية، كما يفترض أن تفرض بالتساوي على جميع المؤسسات، كما أن كثير من الدراسات الحديثة في هذا المجال أكدت وجود علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية والربحية على المدى الطويل لأن مثل هذا السلوك يجنب المؤسسة دفع الغرامات والنفقات القانونية، بناء الثقة والسمعة الطيبة لدى الجمهور، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على منتجاتها، اجتذاب العملاء الذين يؤيدون سياساتها الاجتماعية، واجتذاب الموظفين الأكفاء

<sup>1</sup> John Peloza, Jingzhi Shang, **How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review**, Journal of the Academy of Marketing Science, Vol. 39, 2011, P: 120.

<sup>2</sup> نعمة عباس الخفاجي، طاهر محسن الغالبي، **نظرية المنظمة: مدخل التصميم**، دار اليازوري، عمان، 2009، ص: 57.

<sup>3</sup> علي عباس، **الإدارة المالية**، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 28-29.

والمحافظة عليهم، ودعم ومساندة اقتصاديات المجتمع الذي تعمل فيه المؤسسة.<sup>1</sup> كما أن وضع برنامج أخلاقي فعال يقود إلى تحسين قيمة المؤسسة، عن طريق الإجراءات السابقة، مما يعزز من ثقة حملة الأسهم في إدارة المؤسسة وهذا يؤدي إلى تخفيض التكاليف وتحسين السيولة النقدية وتقليل المخاطر المتوقعة، وهذه جميعها لها تأثير إيجابي على سعر السهم وبالتالي تعظيم ثروة الملاك.<sup>2</sup>

## خلاصة الفصل الثاني

يعتبر تعظيم القيمة السوقية الهدف الأساسي للمؤسسة خاصة من وجهة نظر مالية، أما الاقتصاديون فهم يرون بأن تقييم الأداء التشغيلي للمؤسسة يجب أن يتم عبر تعظيم الربحية. ونظرا لأن هذا الأخير لا يعكس دائما الاستخدام الأمثل للموارد البشرية والمادية المتاحة، إضافة إلى أنه لا يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الناتجة عن الاستثمار نتيجة لتحيزه إلى الاستثمارات الأكثر ربحا بغض النظر عن المخاطر الناجمة عنها، كما أنه لا يراعي القيمة الزمنية للنقود، أضف إلى ذلك عدم الوضوح في طريقة احتساب الربح، الأمر الذي دفع إلى تبني هدف تعظيم القيمة السوقية الحالية للمؤسسة كأساس لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، للاعتقاد بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن تتمحور حول ضرورة التوازن النسبي بين هدف الأرباح التشغيلية وهدف السيولة والقدرة على تسديد الالتزامات.

من جهة أخرى، تعتبر القيمة هي نتيجة عملية القياس في اقتصاد السوق، فأداء المؤسسات الاقتصادية يقيم من خلال قدرتها على خلق القيمة لمساهميها ومقدار هذه القيمة، فهي أفضل المقاييس لأنها تأخذ بعين الاعتبار حساب المصالح طويلة الأجل لجميع أصحاب المصالح وليس المساهمين فقط بينما المقاييس البديلة ليست طويلة الأجل ولا واسعة النطاق، فالأرباح المحاسبية مثلا تقيس الأداء القصير الأجل فقط من وجهة نظر المساهمين، ومقاييس قياس رضا الموظفين تعنى بهذه الفئة فقط، بينما القيمة ذات صلة بجميع أصحاب المصلحة. كما أن المنافسة بين المؤسسات التي تركز على القيمة تساعد على ضمان استخدام رأس المال ورأس المال البشري والموارد الطبيعية بكفاءة في جميع أنحاء الاقتصاد، مما يؤدي إلى ارتفاع مستويات المعيشة للجميع. وبالعودة إلى أسباب الأزمات الاقتصادية على رأسها أزمة 2007 فقد حدثت عندما نست المؤسسات المستثمرون والحكومات كيف تخلق الاستثمارات القيمة وكيفية قياسها بشكل صحيح والنتيجة هي الارتباك حول الاستثمارات التي تخلق قيمة حقيقية، هذا الارتباك استمر حتى أدت الاستثمارات المدمرة للقيمة إلى حدوث أزمة.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 29.

<sup>2</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

إذا فالقيمة المعنية بالدراسة هي القيمة السوقية للمؤسسة. تنتقد هذه القيمة على أنها تعنى بتعظيم قيمة فئة واحدة فقط من أصحاب المصالح وهي قيمة المساهمين دون الاهتمام بالفئات الأخرى كالعمال والمستهلكين والموردين والبيئة والمجتمع الذي تتواجد فيه المؤسسة، وقد اعترض بيتر دراكر على افتراض أن صاحب الأسهم هو الهدف الوحيد للمؤسسة، لأن هذا الادعاء يعتبر عقبة في ادعاء المؤسسة بالشرعية الاجتماعية الحقيقية، والسماح لسوق الأسهم أن يحدد مصير المؤسسة هي رؤية غير سوية وقصيرة المدى، يترتب عليها خسائر كبيرة على المدى الطويل نتيجة تحقيق الربح على حساب رفاهية العمال، والنتيجة ستفقد المؤسسة ولاء العمال الذين سيبحثون عن مصالحهم الخاصة لأن الإدارة تعتبرهم مصدر تكلفة وليسوا من الأصول، وأن المؤسسة التي تتمتع باقتصاد سليم ضمن مجتمع مريض مناقضة للأمور السوية. لكن في المقابل، يرى البعض أن من الأمور التي دفعت المديرين في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تغليب هدف تعظيم ثروة المساهمين على الأهداف الأخرى هو الخوف من انخفاض قيمة أسهم المؤسسة في السوق والذي قد يدفع مؤسسات أخرى إلى امتلاك وضم المؤسسة ضد رغبات المديرين، أو يدفع إلى حدوث ما يسمى بمعركة التفويض عن طريق إجراء حملة الأسهم للتصويت على تغيير فريق الإدارة الحالي بفريق جديد، إضافة إلى أن الأساليب والأفعال التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم تؤدي إلى تحقيق المنفعة للمجتمع. ان ربط قيمة المؤسسة برأس المال الفكري وابرز أهمية ذلك يجعل المؤسسة تعتبر الموارد البشرية والزبائن وباقي أصحاب المصالح أصولاً قيمة للمؤسسة على غرار المساهمين.

# الفصل الثالث

## العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية

### • تمهيد

المبحث الأول: مبادئ خلق القيمة في ظل اقتصاد المعرفة

المبحث الثاني: دور رأس المال الفكري في تعظيم قيمة المؤسسة

المبحث الثالث: تتبع الروابط بين أشكال رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة

### • خلاصة الفصل الثالث

### الفصل الثالث: العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة الاقتصادية

#### تمهيد

قيمة المؤسسة أو خلق القيمة ليس متغير دخيل على رأس المال الفكري في محاولة مثلا لمعرفة دور هذا الأخير في رفع مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة كدوره في زيادة الربحية أو تخفيض تكلفة رأس المال، لأن رأس المال الفكري هو جزء من قيمة المؤسسة. كما يفترض أن الموارد الفكرية مثل كفاءات المورد البشري واختراعات وعمليات المؤسسة وعلاقاتها، التي يتم الاستثمار فيها لتطويرها وتعزيزها يفترض أن تعود على المؤسسة بفائدة تفوق تكلفة الاستثمار مما يخلق قيمة مضافة حتى يتسنى اعتبارها رأس مال بالمعنى الاقتصادي للمصطلح. وبعبارة أخرى لا تعتبر هذه الموارد رأس مال فكري أي رأس مال ناتج عن نقل وتبادل المعرفة إلا إذا أنتجت قيمة. وهذا يتفق مع تعريف رأس المال الفكري، وتعريف رأس المال الذي اقترحه بيكر (1993):<sup>1</sup> "إنه شيء يحقق الدخل والنواتج الأخرى المفيدة على مدى فترات طويلة من الزمن".

ولمعرفة مقدار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة، يفترض معرفة كيفية تحويل رأس المال الفكري إلى رأس مال مادي، لكن هذا الأخير له خصائص القيمة وليس الأرباح أو غيرها من المعايير، أي بمفهوم التدفقات النقدية - باعتبارها قيمة موضوعية لا تخضع لأي تقديرات شخصية - المتحصل عليها من الاستثمارات طويلة الأجل - نظرا لأن عوائد الاستثمار عادة تظهر على المدى الطويل - ذات القيمة الحالية المرتفعة وهذا أخذا بعين الاعتبار للقيمة الزمنية للنقود. وبعبارة أخرى هذه العلاقة تتطلب إظهار مقدار القيمة التي يتم إضافتها للمؤسسة عن طريق الاستثمار في رأس المال الفكري.

أظهرت أساليب قياس رأس المال الفكري أنه يمكن قياس القيمة الناتجة عن رأس المال الفكري، لكن من الصعب قياس كيفية تكون هذه القيمة وبالتالي كيفية التأثير على القيمة الاجمالية للمؤسسة، عن طريق اظهار الروابط التي تصل بين نشاطات رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة وأهدافها. وتعتبر الطبيعة غير الملموسة لمتغير رأس المال الفكري، بالإضافة الى تأثيره طويل الأجل أبرز الأسباب التي تحول دون تتبع هذه الروابط. وفيما يلي سيتم وصف أهم هذه الروابط من خلال المباحث الآتية:

#### المبحث الأول: مبادئ خلق القيمة في ظل اقتصاد المعرفة

#### المبحث الثاني: دور رأس المال الفكري في تعظيم قيمة المؤسسة: مراجعة للأدبيات

#### المبحث الثالث: تتبع الروابط بين عناصر رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة

<sup>1</sup> Louise Harris, Op. Cit., P: 24.

## المبحث الأول: مبادئ خلق القيمة في ظل اقتصاد المعرفة

من المنطقي قبل الشروع في توضيح الروابط بين رأس المال الفكري والقيمة أن يتم توضيح الأساس الفكري لهذه العلاقة والسياق العام لها. وبناء عليه، سيعرض هذا المبحث محاولة للإجابة على الأسئلة الآتية: كيف تحولنا إلى التفكير في المعرفة كمصدر للقيمة؟ كيف يمكن خلق القيمة من المعرفة؟ وما هي العوائد المتوقعة للمؤسسة والاقتصاد من الاستثمار في المعرفة؟

## المطلب الأول: تحول المعرفة من سلعة حرة إلى سلعة اقتصادية

في بداية هذه المناقشة، يجادل الكثيرون إلى أن ظهور اقتصاد المعرفة كان حدثاً مساو لظهور الاقتصاد الزراعي، أو الاقتصاد الصناعي. في اقتصاد المعرفة، ستكون المعلومات قادرة على التحول السريع إلى موارد يمكن تطبيقها لخلق القيمة. يعتمد اقتصاد المعرفة على وجود تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والانترنت. حيث السمة الرئيسية لاقتصاد المعرفة هي وضع المعرفة كسلعة مركزية يتم تبادلها لتحقيق الرخاء الاقتصادي. كما كانت السلع الزراعية هي السمة الرئيسية للاقتصاد الزراعي، والسلع الصناعية السمة الرئيسية للاقتصاد الصناعي، وكذلك المعرفة سلعة أساسية لاقتصاد المعرفة. وعليه، فإن العامل المعرفي هو الطبقة الرئيسية من العاملين في اقتصاد المعرفة، تماماً كما كان العامل الصناعي في الاقتصاد الصناعي والعامل الزراعي في الاقتصاد الزراعي.<sup>1</sup>

إن الحديث عن تحول المعرفة، باعتبارها السمة الرئيسية لاقتصاد المعرفة، من سلعة حرة إلى سلعة اقتصادية، يستوجب الحديث عن مفهوم وأصول اقتصاد المعرفة الذي أطر هذا التحول.

يعرف اقتصاد المعرفة على أنه ذلك الاقتصاد الذي يعتمد بشكل متزايد من الناحية العلمية على المعرفة المقتننة كأساس لتنظيم الأنشطة الاقتصادية وإدارتها، بما في ذلك التمديد الهادف لقاعدة المعارف ذات الصلة من الناحية الاقتصادية. في حين أن المعرفة الضمنية لا تزال تلعب أدواراً حاسمة، عن طريق التأثير على الكفاءات الفردية والتنظيمية وعلى توطين التقدم العلمي والتكنولوجي، كان التدوين هو القوة الدافعة والشكل المفضل الذي اتخذته توسع قاعدة المعرفة.<sup>2</sup>

جاءت أصول مفهوم اقتصاد المعرفة من المفارقة في أعماق ركود أوائل الثمانينيات، حيث عانت الصناعات التقليدية من مشاكل كبيرة تتعلق بالقدرة العالية وانخفاض الربحية. هذا الركود شهد أيضاً بداية حقبة جديدة عظيمة، وهي الثورة الصناعية الثالثة، التي تأسست على تكنولوجيات جديدة متجذرة في الحواسيب وإمكانات تكنولوجيات المعلومات الجديدة. وكان هناك القليل من الأدلة في ذلك الوقت على أن التكنولوجيات الجديدة كانت لها أهمية كبرى في النمو الاقتصادي. وبطرق عديدة

<sup>1</sup> Daniel Adriaenssen et Al., **Systemic value creation in knowledge organizations: aspects of a theory**, Problems and Perspectives in Management, Vol., 15, N. 1, 2017, PP: 45, 46.

<sup>2</sup> Loet Leydesdorff, **The Knowledge-Based Economy and the Triple Helix Model**, Annual Review of Information Science and Technology, P: 368.

كانت اتجاهات الثمانينيات أكثر أو أقل اتجاهات فترة ما بعد الحرب. وتضمنت زيادة في حصة الإنتاج الاقتصادي والعمالة في الخدمات، وانخفاض في الزراعة والتصنيع، واستمرار انخفاض أسعار السلع دون هواده (والذي استمر لمدة قرن مع حركة صعودية وجيزة في منتصف 1970)، وزيادة النمو في التجارة والاستثمار الدوليين. لقد بدا للكثير من المتشائمين في الولايات المتحدة على أنه تراجع لا رجعة فيه للنظام الاقتصادي الأمريكي.

كان اقتصاد المعرفة نسخة أكثر تفاقلاً وثباتاً من الناحية الفكرية لعدد من موضوعات الاقتصاد ما بعد الصناعي التي ظهرت في ذلك الوقت. كانت مواضيع ما بعد الصناعة في وقت سابق تعتمد إلى حد كبير على فكرة أنه عصر الآلة الذكية وعصر اقتصاد الخدمة، حيث تهيمن على التوظيف وتوليد الدخل قطاعات مثل السياحة، تنظيف المنازل، شركات التأمين وشركات الطيران. ولكن النمو الذي يقوده قطاع الخدمات كان له عواقب مؤسفة، فبمجرد أن تم توظيف 90% من الاقتصاد في إنتاجية الخدمات، بدا أن النمو قد وصل إلى الصفر. عند هذه النقطة، كان النمو الاقتصادي الحقيقي محكوماً بالمآزق. بدأ عدد من المراقبين المهتمين بشكل خاص بإمكانيات رقائق السيليكون والتكنولوجيا الرقمية في النظر إلى ما وراء الروبوت كآلة ذكية مثالية، وأحاطوا علماً بالتطفل السريع لهذه التقنية الجديدة في نطاق واسع من التطبيقات. وما كان مقنعا حول صناعة البرمجيات والحواسيب الشخصية الجديدة هي الحجم الصغير الذي دخلت به الشركات الجديدة وبدا أنها تزدهر. أدى هذا إلى تجدد الحماس بين بعض الاقتصاديين من أجل رؤية شومبيترية للدمار الخلاق للرأسمالية. بدأت رؤية جديدة لعملية النمو تتأرجح من خلال نفسية الطبقة الفكرية الأمريكية، وبرز الأبطال مثل بيل جيتس وستيف جوبز كجيل جديد من أبطال المشاريع الأمريكية.

لعدة سنوات، لم يكن هناك إطار تحليلي واحد يوضح بفعالية الخصائص الأساسية للتكنولوجيات الناشئة والقوى التي بدأوا في إطلاق العنان لها على الاقتصاد ككل. والفكرة الوحيدة التي يبدو أنها أطول عمراً، وقد أثبتت أنها الأكثر شعبية بين الرؤى البديلة في مرحلة ما بعد الصناعة هي "اقتصاد المعرفة". كانت هناك إصدارات مختلفة مقدمة من اقتصاد المعرفة، ولكن في أبسط العبارات هي فكرة أن يتم إنشاء الثروة الاقتصادية من خلال خلق وإنتاج وتوزيع واستهلاك المعرفة والمنتجات القائمة على المعرفة. تم استبدال اقتصاد الطوب وقذائف الهاون بالبرمجيات والأقراص المدججة ورموز الحمض النووي. اكتمل التشبيه مع ظهور الإنترنت. ومثلما سهل نظام السكك الحديدية والطريق السريع المشترك بين الولايات تحقيق الإدراك الكامل للفورديزم الصناعية، كان ينظر إلى الإنترنت على أنها البنية التحتية المادية التي تزدهر بها المؤسسة في ظل اقتصاد المعرفة.<sup>1</sup>

رافق تبلور الوعي بأهمية المعرفة في النمو الاقتصادي -مع التحول إلى اقتصاد المعرفة- تطوراً موازياً في تحول المعلومات والمعرفة من سلعة حرة إلى سلعة اقتصادية عن طريق فرض قيود على تداولها. فلقد كان تدفق المعلومات يتم في الماضي من دون أي

<sup>1</sup>Richard G. Harris, The knowledge-based economy: intellectual origins and new economic perspectives, International Journal of Management Reviews, Vol. 3, N. 1, 2001, PP: 21- 23.

مقابل وأي قيود، وربما كان ذلك متمشياً مع خصائص سوق المنافسة الكاملة "حرية انتقال المعلومات" فضلاً عن أن غالبية المستخدمين للمعلومات في ذلك الوقت لم يكن لديهم المعرفة الكافية للأهمية الحيوية التي يمكن أن تقدمها خدمات المعلومات، وقد أدى التوسع في استخدام تكنولوجيا المعلومات في اتاحة خدمات المعلومات منذ بداية السبعينات من القرن الحالي، الى تحول المعلومات من سلعة حرة في متناول الجميع الى مجال للاستثمارات الضخمة، ولم تعد المعلومات سلعة اجتماعية وانما تخضع لقوانين السوق التجارية. وقد ترتب على ادخال المعلومات في التبادل التجاري الى تحولها الى سلعة أو خدمة اقتصادية لها طابع الندرة.<sup>1</sup> على الرغم من أن الكميات الموجودة من المعلومات والمتاحة للمستخدمين، قد تبدو كبيرة بشكل عام، سواء على المستوى الفردي، أو المنظمي أو الاقليمي أو العالمي. الا أن المعلومات تتصف بالندرة النسبية، مقارنة بالاحتياجات الانسانية المتزايدة والمتنوعة والمتجددة والمتطورة باستمرار، لمختلف المستخدمين.<sup>2</sup>

وبمقارنة المعرفة كسلعة مع غيرها من السلع المادية. يتضح أن السلعة المادية لها قيمة استعمال وقيمة تبادل ويمكن الفصل بين القيمتين. في حين أن المعرفة لا قيمة لها الا عند استعمالها. وسلعة المعرفة باعتبارها غير ملموسة، وليس لها وزن، فهي قابلة للاستنساخ لمرات عديدة، وبدون تكلفة في الغالب. وبالتالي، فهي غير قابلة للاستهلاك، بل تزيد بتوسع المستهلكين لها. وأنها قابلة للنقل بدون تكلفة، وهي قابل للمعالجة بسهولة أكثر من المنتجات المادية. أضف الى ذلك، المعرفة تنشأ أسواقاً جديدة من خلال الابتكار على عكس السلع المادية. وهي تحتاج الى رقابة الملكية عن الوثائق الالكترونية وادارة الحقوق الرقمية على عكس المنتج المادي. وأخيراً، تعمل المعرفة على تحسين أساليب ووسائل العمل، ومن ثم تخفيض التكاليف، على عكس المنتج المادي. وهذا ما يجعل المعرفة لا قيمة لها الا عند استعمالها على عكس السلع المادية.<sup>3</sup>

بالإضافة الى الخصائص المذكورة أعلاه، يمكن اضافة الخصائص الآتية التي تميز المعرفة باعتبارها سلعة اقتصادية:<sup>4</sup>

- سلعة اقتصادية خاصة يصعب التحكم فيها، اذ قد تتسرب الى الآخرين دون أن يتحملوا تكاليف انتاجها، أو الحصول على تعويض منهم، وهذا ما يعرف بالتأثيرات الخارجية للمعرفة المنتجة، مما يجعلها ذات مردود اجتماعي مرتفع جداً وآلية قوية للنمو الاقتصادي؛
- غير قابلة للحصر لا في الزمان ولا في المكان، لأنها قد تتسرب باستمرار من الكيانات التي انتجتها، فتكون مفيدة للآخرين دون أن يتحملوا تكاليف انتاجها؛

<sup>1</sup> محمود عبد الرازق، الاقتصاد المعرفي والتصدير، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2011، ص: 37.

<sup>2</sup> جعفر حسن جاسم، مقدمة في الاقتصاد الرقمي، دار البداية، عمان، 2010، ص: 81.

<sup>3</sup> أحمد علي الحاج محمد، اقتصاد المعرفة واتجاهات تطويره، دار المسيرة، عمان، 2014، ص: 100، 101.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص: 98.

- عديمة التلف مهما طال استخدامها وتعدد، كما تختلف تكاليف الحصول عليها حسب درجة أهميتها؛ غير قابلة للنفاد أو الندرة لأن المعرفة لا تتلف عند الاستخدام، ذلك أن استخدام معرفة موجودة من قبل وكيل اضافي لا يفترض انتاج نسخة اضافية؛

- سلعة غير تنافسية، لأن العناصر الاقتصادية لا تنافس على استهلاكها، مما يجعل تكاليفها هامشية بزيادة استهلاكها، حيث بوسع المرء اللجوء الى معرفة ما مرات لا متناهية دون أن يكلفه ذلك شيء، وأيضا بوسع العديد من الأشخاص استخدام المعرفة ذاتها دون أن يحرم أحد منها. وخاصية اللاتنافسية لها تأثير مهم على التكاليف والأسعار، فانعدام التكلفة الهامشية للاستخدام، تجعل الاقتصاد غير قادر على الالتزام بقواعد تحديد الاسعار على قاعدة التكاليف الهامشية، لأن الاستخدام المجاني للمعرفة الموجودة يعوض ماليا من استخدام المعرفة عدة مرات؛

- لا تتوقف على مضمونها المجرد، وانما على مدى اسهام هذا المضمون في ايجاد حلول لقضايا هامة في مجتمع معين، وفي وقت معين.

من ناحية أخرى، أبرزت الحاجة إلى وضع المعرفة العلمية في قلب السياسة الاقتصادية والاجتماعية والذي أدى الى تحولها من سلعة حرة الى سلعة اقتصادية، بعض القيود على التركيز على تحرير التجارة. فقد أدى الوعي المتزايد بالقيمة الاقتصادية المحتملة للمعرفة العلمية إلى ازدياد الإحجام عن جعل هذه المعرفة متاحة بحرية في جميع أنحاء المجتمع البحثي. كما أن استخدام بنوك البيانات لمراقبة سلوك الأفراد أو تسويق المنتجات الجديدة، سواء الأنشطة المعرفية أو المعرفة، قد أثار أسئلة غير مسبوقة عن الخصوصية البشرية - بما في ذلك تلك الأخيرة المتعلقة بالهوية الجينية للفرد. بالإضافة الى ذلك، فان أحد أخطر جوانب الاقتصاد العالمي القائم على المعرفة تتمثل في التوترات الناجمة عن "الفجوة المعرفية" المتنامية بين الأغنياء معرفيا بلدان الشمال وبلدان (الجنوب) معرفيا. تخلق الثروة القدرة على خلق المعرفة التي يمكن استخدامها لخلق المزيد من الثروة. ولكن، من دون وسائل كافية لتوزيع الفوائد المتأتية من هذه المعرفة، فإن التفاوت الاجتماعي، والغيرة التي يتذرعوها، ستزداد فقط.

يكمن المفتاح في الجمع بين مفهومين هما: التميز العلمي والعدالة الاجتماعية. لكن هذا لا يعني أن وجود سوق حرة غير مقيدة في انتشار وتطبيق الأفكار العلمية هو الأساس الأكثر فاعلية التي سيتم بناء اقتصادات المعرفة في المستقبل. لكن يجب أن يكون للحكومات دور في توفير أساس سليم للجهود المبذولة لتوليد واستغلال الفرص المعرفية والتعويض عن ضعف الأسواق وإخفاقاتها. وقد بدأت القيود المفروضة على استراتيجيات المعونة التي تركز على توفير المساعدة التقنية الخارجية أو تغيير الآليات الاقتصادية البحتة أصبحت موضع اعتراف واسع النطاق. ويتمثل مفتاح المساعدة الناجحة في إيجاد طرق

لتمكين البلدان الأفقر من صنع طريقها الخاص في اقتصاد المعرفة العالمي - وإزالة العقبات وفي نفس الوقت تسخير المعارف المولدة للقدرات على الاحتياجات الاجتماعية للبلدان. وقد أصبح ذلك أبسط وأكثر إلحاحاً عند وصول الإنترنت.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: منطق خلق القيمة من المعرفة

يعتبر خلق القيمة جوهر الأعمال الحديثة، فهو ضروري لجلب الواقع الاقتصادي إلى عالم الأعمال. في حين لا تمثل المقاييس المالية التقليدية القائمة على التكاليف أي انعكاس للواقع. إنها مشكلة واسعة الانتشار لا تدركها الإدارة، وهي ما إذا كانت تقوم بإنشاء القيمة أو إتلافها نظراً لأن المؤشرات التقليدية مثل الإيرادات أو التدفق النقدي أو الدخل غالباً ما تكون مضللة. لقد أصبح من الواضح أنه إذا أرادت المؤسسة تحقيق نتيجة قصوى بالموارد الملموسة وغير الملموسة الحالية، يجب على الإدارة إدخال أدوات جديدة لرصد وقياس مدى الاستفادة من هذه الموارد وما إذا كانت تخلق أو تدمر القيمة.<sup>2</sup>

تغير منطق خلق القيمة والثروة في ظل اقتصاد المعرفة، تفترض القيمة المعنى المعقد الذي يتميز بقوة عن ذلك المستخدم في الاقتصاد التقليدي. هناك مفاهيم تجارية جديدة، واستراتيجيات جديدة مبنية على الابتكار، وآليات جديدة لخلق القيمة، وحاجة جديدة - لبناء منهجيات ومقاييس يمكن قياسها وعكسها.<sup>3</sup>

فقد انتقلت القيمة من الاعتماد على الموارد المادية والمالية إلى الاعتماد على المعرفة. وهي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمفهوم القدرة التنافسية، لأنه لا توجد ميزة مستدامة بخلاف ما تعرفه المؤسسة، وكيف يمكنها الاستفادة مما تعرفه، وكيف يمكن أن تتعلم شيئاً جديداً بسرعة.<sup>4</sup>

وقد أكدت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD أن الميزة الأكثر تميزاً لهذا الاقتصاد القائم على المعرفة هو الانتشار الواسع للمعرفة كمدخل ومخرج على مستوى الاقتصاد، كما أن التحول إلى النمو القائم على المعرفة، يتسم بانخفاض التكاليف وارتفاع الكفاءة في نقل المعلومات واسترجاعها وتحليلها. في هذا الاقتصاد الجديد، تعتمد القدرة على خلق الثروة بشكل متزايد على الإدارة الفعالة للمعرفة، أي القدرة التنظيمية على إنشاء المعلومات والمعرفة واقتنائها واستيعابها ونشرها واستغلالها. في سياق السياسة الصناعية، على سبيل المثال، يمكن القول بأن إطار السياسة الصناعية الذي خدم حقبة ما بعد الحرب هو ببساطة لا يصل إلى مهمة الاقتصاد الذي تتأرجح فيه قوى العولمة والابتكار المستمر والتقدم التقني. يتشكل

<sup>1</sup> Nature, **Promises and threats of the knowledge-based economy**, Macmillan Magazines Ltd., 7 Vol. 397, N. 6714, January 1999, P: 1.

<sup>2</sup> Ante Pulic, Marko Kolakovic, **Value Creation Efficiency in the New Economy**, Global Business and Economics Review, Vol. 5, No. 1, Inderscience Enterprises Ltd., 2005, P: 2.

<sup>3</sup> Ilídio Lopes, Maria do Rosário Martins, **The New Business Models in the Knowledge Economy: the Strategic Way to Value Creation**, The Electronic Journal of Knowledge Management, Vol. 4, N. 2, 2006, P: 159.

<sup>4</sup> José María Viedma Marti, **Wealth Creation in the Knowledge Economy: Reflections on the Crisis of Spain and Portugal**, the 4th European Conference on Intellectual Capital, Arcada University of Applied Sciences Helsinki, Finland, 23-24 April 2012, P: 468.

الاقتصاد العالمي اليوم بشكل متزايد من قبل قوى السوق وليس التدخل الحكومي. نموذج جديد للسياسات الصناعية آخذ في الظهور: التركيز يتحول من دعم إخفاقات السوق إلى تسهيل الابتكار وخلق المعرفة.<sup>1</sup>

في الاقتصاد الجديد يتم إنشاء الثروة من خلال زيادة القيمة المضافة المدججة في المنتجات والخدمات. وهذه القيمة ترجع في المقام الأول إلى معرفة وقدرات ومهارات الموظفين، أو أصحاب المصلحة الخارجيين. اليوم، لم تعد الملكية الرأسمالية الضرورية لخلق الثروة هي الأرض، اليد العاملة، المعدات، الأدوات أو المصانع، إنما الملكية الفكرية أو رأس المال الفكري. فقد انتقلت مراكز خلق الثروة من الأشخاص الذين يخصصون المال للمؤسسات (المستثمرين) الى الأشخاص الذين يخصصون هذه الأموال داخل المؤسسة (المديرين) وللأشخاص الذين يخصصون حياتهم للمؤسسة (الموظفين). إذا اعتبرنا أن رأس المال البشري هو القوة الدافعة لخلق القيمة في الاقتصاد الجديد، فهو مورد أساسي وبالتالي يجب قياس ومراقبة قدرته على خلق القيمة.

اقترح Pulic و Kolakovic أداة إدارية جديدة بالكامل هي القيمة المضافة لرأس المال الفكري VAIC<sup>TM</sup>، تراقب كفاءة إنشاء القيمة في المؤسسة باستخدام الأرقام القائمة على المحاسبة. وبالتالي، تركز على خلق القيمة وليس على التكاليف. من خلال دراسة كفاءة خلق القيمة لكل من مكونات رأس المال الفكري وهي: رأس المال البشري ورأس المال الهيكلية للمؤسسة، ورأس المال العامل. هذه الأداة يمكن تطبيقها على مستويات مختلفة، داخل الشركة، في الشركة على المستوى الإقليمي والوطني. وكلما استخدمت موارد الشركة (رأس المال المستثمر ورأس المال الفكري)، ازدادت كفاءة إنشاء القيمة لدى الشركة (حيث يكون رأس المال البشري هو العامل الحاسم في خلق قيمة الأعمال الحديثة).<sup>2</sup>

يمكن إنشاء الثروة فقط من قبل المؤسسات الاقتصادية، وقدرتها على ذلك يعتمد على عاملين: أولاً، تطور ممارساتها واستراتيجياتها. فالأسس النظرية لخلق الثروة في اقتصاد المعرفة موجودة بشكل أساسي على المستوى الجزئي في نظام الإدارة الإستراتيجية الحديث وبشكل أكثر تحديداً في وجهات النظر الثلاثة التالية المعروفة: المنظور المبني على الموارد، وجهة النظر القائمة على القدرات الديناميكية ومؤخراً المنظور القائم على المعرفة.<sup>3</sup> ويؤكد بيتر دراكر على عنصر الكفاءة والفعالية لخلق الثروة، وأهمية العثور على الأشياء الصحيحة التي يجب القيام بها، وتركيز الموارد والجهود عليها أكثر من كيفية القيام بالأمر بشكل صحيح، أي أهمية الفعالية بالمقارنة مع الكفاءة.<sup>4</sup> ثانياً، جودة بيئة الأعمال الاقتصادية الجزئية التي تتنافس فيها المؤسسات. يتم حساب أكثر من 80 في المائة من تباين الناتج المحلي الإجمالي للفرد في جميع البلدان من خلال أساسيات

<sup>1</sup> Surendra Gera, Kurt Mang, Op. Cit., P: 150.

<sup>2</sup> Ante Pulic, Marko Kolakovic, Op. Cit., PP: 2-14.

<sup>3</sup> José María Viedma Marti, Op. Cit., P: 468.

<sup>4</sup> James R. Brady, **Personnel Management Bookshelf**, Book review (Peter F. Drucker, The Effective Executive, Harper and Row, New York, 1967), Human Resource Management, Vol. 6, N. 1, PP: 29-30.

الاقتصاد الجزئي. وما لم تتحسن قدرات الاقتصاد الجزئي، فلن تحقق الإصلاحات الاقتصادية الكلية والسياسية والقانونية والاجتماعية ثمارها الكاملة.<sup>1</sup>

واستنادا إلى الأسس النظرية المذكورة أعلاه، يمكن إيراد بعض المبادئ الأساسية حول تكوين الثروة في سياق اقتصاد المعرفة. كما يلي:<sup>2</sup>

– تعتمد الثروة أو الفقر في دولة معينة بشكل كبير على عدد المؤسسات الاقتصادية المنافسة أو الممتازة التي تمتلكها هذه الدولة؛

– الحكومة لا تخلق ثروة ولكنها تسهم في خلق الثروة؛

– المؤسسة الممتازة أو التنافسية هي المؤسسة التي تحقق أرباحا غير عادية على المدى الطويل نظرا لحقيقة أن لديها نموذجا تجاريا يتمتع بميزات تنافسية مستدامة؛

– في اقتصاد المعرفة تستند المزايا التنافسية المستدامة بشكل رئيسي على الأصول غير الملموسة. وبالتالي، تصبح الإدارة الإستراتيجية للموجودات غير الملموسة أو رأس المال الفكري مهمة أساسية؛

– من أجل تحقيق التميز في العمل يجب على المؤسسة أن تركز على المنظور الاستراتيجي؛

– يتوافق التميز في العمل دائما مع تكوين الإستراتيجية الجيدة والتنفيذ المتفوق لها؛

– إن صياغة الإستراتيجية الجيدة وتنفيذ الإستراتيجية الفائقة هي مهمة إنسانية دائما وتعتمد بشدة على جودة فريق الإدارة العليا والأشخاص المحترفين الأساسيين؛

– في نماذج بيئة الأعمال المتغيرة باستمرار، تصبح نماذج الأعمال قديمة بشكل دائم ونتيجة لذلك، يلزم الابتكار في نماذج الأعمال؛

– يكون النشاط الأساسي للأداء في أي مؤسسة دائما هو الابتكار في نموذج العمل بحيث يمكن تحويله إلى نموذج عمل ممتاز أو تنافسي؛

– المؤسسات وحدها لا تخلق ثروة، فهم بحاجة إلى تعاون مع مؤسسات وجامعات ومعاهد أبحاث ومؤسسات مالية وحكومات ومنظمات ومؤسسات أخرى وخاصة تلك الموجودة في المجموعة أو المنطقة أو الدولة التي تقع فيها المؤسسة. وبعبارة أخرى، يجب أن يكونوا جزءا نشطا من نظام إبداعي مفتوح، أو ما يسميه بعض المؤلفين، الإيكولوجيا القائمة على المعرفة؛

– عندما نذكر في المبدأ الرابع أن الإدارة الإستراتيجية للموجودات غير الملموسة أو رأس المال الفكري هي مهمة أساسية لكسب واستدامة المزايا التنافسية، فإننا نشير بشكل أساسي إلى المؤسسات، ولكن يجب أيضا تطبيق الإدارة الإستراتيجية للموجودات غير الملموسة على حكومة الدول. من أجل بناء أنظمة إبداعية مفتوحة أو إيكولوجيا قائمة على المعرفة.

<sup>1</sup> José María Viedma Marti, Op.Cit., P: 467.

<sup>2</sup> Ibid., PP: 468- 469.

في نفس السياق، يجادل Adriaenssen وآخرون بأن الانتقال من المجتمع الصناعي إلى مجتمع قائم على موارد المعرفة يجعل عمليات خلق القيمة تتغير. وقد اقترح مجموعة من عمليات خلق القيمة الرئيسية في مؤسسة قائمة على المعرفة هي: التركيز الجديد على البنية المعلوماتية، اعتماد طريقة جديدة لتنظيم الشركات، تسمى هنا التركيز على خط المواجهة، اعتماد طريقة جديدة لتنظيم عمليات العمل، يطلق عليها هنا مرونة الوحدات، طريقة جديدة لاستخدام الكفاءة، مجموعات الكفاءة العالمية.

تعتبر البنية التحتية مهمة بالنسبة للمعلومات وعمليات المعرفة، والاتصال في الأنظمة الديناميكية الكبيرة، كما تمكن البنية التحتية من تقليص المسافات والحدود الجغرافية والنفسية والثقافية والاجتماعية. وبالتالي، فإن البنية التحتية تؤثر على المعاملات وعلى ترتيب الأنشطة داخل وبين المؤسسات. بالإضافة إلى البنية التحتية، فإن خط المواجهة أي أولئك الذين هم على اتصال مع العملاء، سيكون له أهمية أكبر لخلق القيمة في الشركات الفردية. الأساس المنطقي هو أن العملاء لديهم كفاءة متزايدة ويتوقعون مقابلة شخص لديه كفاءة متساوية أو مكافئة. ويرتبط سبب آخر بحقيقة أن العملاء والموردين سيشاركون بشكل متزايد في عمليات الابتكار، أكثر من السابق. من أجل أن يكون الخط الأمامي عاملاً مهماً لخلق القيمة في الأعمال الفردية، فمن الأهمية بمكان أن يكون مصمماً لتحديد واستخدام الإشارات والمعلومات التي يمكن استخدامها للإبداع والابتكار والتحسين المستمر لجودة منتجات وخدمات الشركة.<sup>1</sup>

من ناحية أخرى، قدم Seddighi تفسيراً لعملية نمو الشركة في اقتصاد قائم على المعرفة، حيث يشكل إنشاء المعرفة والتغيير الفني والابتكار عناصر أساسية لتحقيق النمو المستدام. تحقيقاً لهذه الغاية، يقترح إطاراً مفاهيمياً ينطوي على صقل وتطوير الكفاءة الأساسية للشركة من خلال استراتيجيات البحث والتطوير التعاونية الرسمية / غير الرسمية، مما يؤدي إلى تشكيل مجموعة من الشركات للبحث والتطوير. يمكن اعتبار هذا التجمع بمثابة حاضنة للشركات لتحسين الكفاءة الأساسية من خلال أنشطة البحث والتطوير. تركز سياسة الابتكار على مساعدة الشركات على تقليل تكاليف تراكم المعرفة عبر القنوات الثلاثية: التكتل والتعاون. قد يتم تنفيذ هذه التوصيات المتعلقة بالسياسات من خلال منح الشركات حوافز مالية للمشاركة في مجموعة واحدة والتعاون في أنشطة البحث والتطوير. تبدو سياسة الابتكار الوطنية / الإقليمية المركزة هذه أساسية في بدء وتعزيز النمو من خلال البحث والتطوير في الشركات وأنشطة الابتكار. وقد تم توفير بعض الدعم للاطار المقترح من خلال دراسة تجريبية لـ 128 شركة تعمل في شمال شرق إنجلترا. تبين أن الاحتمال المشروط بأن تأخذ الشركة نشاط البحث والتطوير للابتكار في مثل هذه المجموعة من الشركات يزيد عن 70%.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Daniel Adriaenssen et Al., Op.Cit., PP: 45-54.

<sup>2</sup> Hamid R. Seddighi, **A Model of a Firm's Innovation and Growth in a Knowledge-Based Economy**, Springer Science Business Media, New York, 2012, PP: 1-13.

## المطلب الثاني: عوائد الاستثمار في المعرفة

يعرف استثمار المعرفة على أنه توظيف للمعرفة بطريقة يتوقع أن تدر دخلا على المستثمر. وعليه فإن عناصر استثمار المعرفة هما المعرفة والمال، إذ لا بد من مال لتوظيف المعرفة. قد وقعت العديد من المؤسسات في فخ عدم التفرقة بين الاستثمار في تقنية المعلومات أو التكنولوجيا التي تنتج عنها ربحية محدودة والاستثمار في المعرفة التي ينتج عنها ربحية عالية نتيجة إنتاج المعرفة وتحويلها إلى سلعة ذات قيمة اقتصادية.<sup>1</sup> وكما ذكر Dean Call فإن الكثير من التكنولوجيا قد يعرقل إدارة المعرفة، ولا يمكن لتكنولوجيا المعلومات، رغم أهميتها من تمكين انتشار المعلومات، التقاط المعرفة وتخزينها. يمكن فقط للأشخاص من خلال العمليات القيام بذلك.<sup>2</sup>

لكن تبقى تكنولوجيا المعلومات أداة تضع المعرفة في متناول العالم، خاصة أن شبكات المعلومات مثل الأنترنت، تجعل المسافات قصيرة والوقت مختصر، والتكلفة بسيطة، والتداول سهلاً. إن هذا الترميز للمعرفة وتخزينها رقمياً، إضافة لتسهيل نقلها عبر الشبكات الرقمية العالمية يجعلها أداة للتنمية الاقتصادية والثقافية والأمنية. وهذا ما يقربنا إلى مجتمع المعلومات الذي يولد وينقل ويستعمل المعرفة لخدمته في كافة المجالات. إن توفير المعرفة ورقمنتها يجعلها تتحول إلى سلعة يزداد دورها في الاقتصاد العالمي الذي يتحول إلى اقتصاد المعرفة.<sup>3</sup>

وبالنظر إلى عوائد الاستثمار في المعرفة، فهناك عوائد واضحة على الاستثمارات في استراتيجية المعرفة المحسنة من حيث الإنتاجية والتعاون ورضا الموظف ورضا العملاء والابتكار والسرعة في السوق. لكن من الصعب توضيح التأثير المالي تماماً، ولكن هناك مؤشرات يمكن تتبعها للمؤسسات التي تعطي الأولوية لاستراتيجية المعرفة. وذلك من خلال تحديد أنواع المشاكل التي يواجهها الموظفون، وما هي الحلول التي يمكن أن تساعد، وتكلفة الحصول على هذه الحلول. على سبيل المثال، كان أحد البنوك الكبرى يفكر في الاستعانة بخبير استشاري بكلفة 500 ألف دولار لمساعدته في حل مشكلة تسويقية. باستخدام أدوات الشبكات الاجتماعية، رأى أحد الموظفين أن مسؤول تسويق في موقع جغرافي آخر يتحدث عن برنامج ناجح حقق الكثير من نفس الشيء، وقد تمكنوا من حل المشكلة دون الاستعانة بالخبير الاستشاري المكلف. ويمكن تحقيق هذه الأنواع من المدخرات بسرعة.

وفي الاستطلاع الذي أجرته مجلة هارفارد للأعمال، قدر ما يقرب من نصف المستطلعين أنه إذا كان لديهم التكنولوجيا والعمليات والناس في المكان للوصول إلى معرفة فعالة والتوزيع في جميع أنحاء المؤسسة، فهذا من شأنه أن يحسن الإنتاجية ويخفض التكاليف لتصل قيمتها إلى 20% أو أكثر من الإيرادات السنوية، في ما يقرب من ثلث قدروا ذلك بـ 10% إلى

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد المعرفي، الدار الجامعية القاهرة، 2001، ص ص: 241، 273.

<sup>2</sup> Dean Call, Op. Cit., PP: 20, 21.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 244.

19٪. وقد قدرت إحدى الدراسات التي أجرتها IDC في عام 2017 أن تكلفة الوقت الضائع للبحث عن المعلومات وعدم العثور عليها هي 5700 دولار لكل عامل سنويا. عموما، يمكن مقارنة تكلفة العملية مع اتخاذ قرارات سيئة ومعرفة ضعيفة مع مستوى تكلفة تكون فيه معظم القرارات أكثر اطلاعا على المعرفة.<sup>1</sup>

بالإضافة الى ما سبق، فقد أكدت أدبيات النمو الداخلي إلى وجود صلة بين المعرفة والنمو الاقتصادي من خلال آليات مثل التعلم عن بعد، رأس المال البشري، البنية التحتية العامة والبحث والتطوير. تم اختبار هذه الفرضية الأساسية بطرق متنوعة، ولكن الأكثر شيوعا حتى الآن هو البحث عن رابط ينطلق من قياس ما للمعرفة إلى نمو في الإنتاجية.<sup>2</sup>

حيث يقدر الاقتصاديون أن 50 بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي GDP في دول OECD مبني على المعرفة، فقد ازدادت الصناعات المبنية على المعلومات بشكل ملحوظ بين عامي 1970 و1994، ويتبين ذلك من زيادة صادرات هذه الدول حيث تتراوح صادراتها لتصل الى 36 بالمئة في اليابان، 37 بالمئة في وم أ، 43 بالمئة في ايرلندا، و32 بالمئة في المملكة المتحدة. ويزداد استثمار الدول في المعرفة من خلال الصرف على التعليم والتدريب والتطوير في القطاعين العام والخاص.<sup>3</sup>

وفي دراسة مسح اقتصادية هامة من قبل البنك الدولي 1999 قارنت نمو الانتاج المحلي الاجمالي مقسوما على عدد السكان في غانا وجمهورية كوريا. على مدار نصف قرن. فأظهرت التقديرات أن ما يقرب من ثلثي الفرق بين البلدين كان راجعا، لا الى تراكم رأس المال والعمالة، بل الى مصادر النمو والانتاج الأخرى التي احتلت فيها المعرفة دورا محوريا رغم صعوبة تقديرها.<sup>4</sup>

على مستوى المؤسسة، يمكن أن تزيد الإنتاجية لعدد من الأسباب بما في ذلك: استخدام أفضل تكنولوجيا في العمليات، التحسينات في جودة المنتج أو مزيج المنتجات بما في ذلك خدمة العملاء، تحسين ممارسات الإدارة، تحسين مهارات الموظفين والتكيف مع التكنولوجيا الجديدة. وعلى مستوى الصناعة والاقتصاد، تعكس الزيادات في الإنتاجية تخصيص الموارد عبر الشركات والصناعات، وتكاثر المعارف بين الشركات، وسياسة الحكومة، والبنية التحتية الاجتماعية والاقتصادية، والفعالية النسبية لآليات السوق. يمكن للمعرفة أن تؤثر على كل هذه العوامل. من الناحية العملية، يتم إجراء تقديرات لتأثير الابتكار على النمو إما من خلال قياس التأثير على الإنتاجية، أو من خلال تقديرات معدل العائد. وقد وجدت أغلبية هذه الدراسات وجود صلة قوية بين مدخلات البحث والتطوير ونمو الإنتاج.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Harvard Business Review Analytic Services, **The Return on Knowledge Strategy**, Pulse Survey, Harvard Business School Publishing, 2018, PP: 5-7.

<sup>2</sup> RichardG.Harris, Op.Cit., P: 33.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 342، 343.

<sup>4</sup> محمد أمين مخيمر، موسى أبو طه، **بناء اقتصاديات المعرفة: استراتيجيات تنموية متقدمة**، دار الكتاب الجامعي، العين، 2009، ص: 30.

<sup>5</sup> RichardG.Harris, Op.Cit., P: 34.

ونتيجة لتزايد ادراك دور المعرفة سواء على مستوى المؤسسات أو على مستوى الاقتصاد ككل فقد تحولت عدة اقتصاديات الى اقتصاد المعرفة. ففي دراسة لـ Mang و Gera وجدا أن الاقتصاد الكندي يتحول نحو الصناعات عالية المعرفة والتكنولوجيا وتلك التي تعتمد على مهارات عالية وتدفع أجور عالية. فالهيكل الصناعي الكندي يزداد اعتمادا على المعرفة والتكنولوجيا، وأن تكون الميزة التنافسية متأصلة في الابتكار والأفكار، وأسس الاقتصاد الجديد. وهذا التغير الهيكلي في الاقتصاد مدفوعا بتزايد الاعتماد على التجارة ونمو الصادرات بدل الطلب المحلي. ويبدو أن الصناعات عالية المعرفة في القطاع التجاري قد استفادت أكثر من غيرها من أداء الصادرات، بينما أدت منافسة الصناعات ذات المعرفة المنخفضة في الواردات، إلى الإسراع في الانخفاض النسبي لهذه الصناعات.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: دور رأس المال الفكري في تعظيم قيمة المؤسسة

ان العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة هي علاقة معروفة، فرأس المال الفكري يمثل حوالي 80% من هذه القيمة الى جانب رأس المال المادي الذي يشكل بقية القيمة. لكن كيفية تأثير رأس المال الفكري وكيفية خلقه للقيمة يبقى محل جدل واسع بين الباحثين. مما يستدعي المزيد من البحث والتحقيق حول الموضوع. وفي ما يلي سيتم تعريف رأس المال الفكري باعتباره جزء من قيمة المؤسسة، ثم عرض لنظام رأس المال الفكري كمصدرا لخلق القيمة، وأخيرا تبيان العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء المؤسسة.

### المطلب الأول: رأس المال الفكري كجزأ من القيمة السوقية للمؤسسة

من خلال الفصل الثاني استنتجنا أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل أقصى مقدار من الأموال التي يرغب مستثمر ما في دفعها مقابل الحصول على أسهم المؤسسة، لأن الأخيرة تمثل مقياسا نهائيا لقيمة المؤسسة في السوق المالية. وتعرف أيضا بأنها القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل حملة الأسهم، وتمثل هذه القيمة السعر السوقى للسهم مضروبا في عدد الأسهم. وفي النهاية فهي تعكس قيمة جميع أصولها الصافية.

هذه القيمة تعتمد على افصاحات المديرين للسوق، بحيث يكون مديري المؤسسات التي تتميز بأصول غير ملموسة مرتفعة أكثر تحفيضا على الافصاح بهذه الأصول. وبالتالي، المؤسسات التي تشير إلى الأصول غير الملموسة الأعلى سيكون لها رد فعل إيجابي من السوق.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Surendra Gera, Kurt Mang, **The Knowledge-Based Economy: Shifts in Industrial Output**, Canadian Public Policy, Vol. 24, No. 2, Jun., 1998, PP: 149-184.

<sup>2</sup> Hedía Fourati, Habib Afes, Op.Cit., P: 4.

يمثل رأس المال الفكري الموارد غير الملموسة التي يعتمد عليها ويتم تنظيمها، الى جانب الموارد الملموسة والرأسمالية، لخلق قيمة وتحقيق أهداف المؤسسة. في السابق، كانت الموارد غير الملموسة تشكل 20% من موارد المؤسسة وقيمتها بينما تستأثر الموارد الملموسة والرأسمالية بالـ 80% الباقية، لكن تدريجياً، تغير هذا مع الأصول غير الملموسة التي بلغت 80 في المئة من أصول معظم المؤسسات بحلول عام 1999. يتم حساب الرقم 80 في المئة من خلال النظر في الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية (إجمالي الأصول ناقص إجمالي الخصوم) للمؤسسة، والتي تعرف باسم الرسملة السوقية، وهذا يعطينا تقدير تقريبي لقيمة رأس المال الفكري لمؤسسة مع اضافة قيمة الشهرة والأصول الملموسة المصريح بها، ثم تقدير نسبته الى اجمالي أصول المؤسسة. قد يكون الرقم 80 في المائة أعلى في الصناعات ذات التقنية العالية أو الدولت كوم حيث يمكن أن يصل رأس المال الفكري إلى أكثر من 90٪ من قيمة المؤسسات مثل أمازون. قد يعتقد المرء أن هذه النسبة ستتنخفض في الصناعات التقليدية أو منخفضة التكنولوجيا، لكن المؤسسات الأفضل أداءً في جميع الصناعات لا تزال تحقق معدلات فائدة سوقية عالية بغض النظر عن صناعتها.

يتم استخلاص رأس المال الفكري من القيمة السوقية لأنها تعكس قيمة الموارد المخفية التي يتم التعرف عليها وتقييمها من قبل السوق، وهي تشمل على سبيل المثال لا الحصر سمعة المؤسسة، الابتكار، التقدم التكنولوجي، العلامة التجارية، وثقافة المؤسسة، وغيرها من السمات التي تشكل الموارد غير المادية للمؤسسة، أو الموارد التي يمكن أن تخلق قيمة (أي رأس المال الفكري للمؤسسة). في حين تعكس قيم المؤسسات المتداولة علنا قيمة الأصول الملموسة والرأسمالية فقط، وتعكس القيمة الدفترية بعض الأصول غير الملموسة للمؤسسة تحت عنوان الشهرة، وهذا بالكاد انعكاس دقيق لقيمة الأصول غير الملموسة.<sup>1</sup>

كما أن الفجوة -الأخذة في الاتساع- بين القيمة السوقية للمؤسسة وقيمتها الدفترية تستدعي إجراء بحث واسع النطاق لاستكشاف القيمة الغير ملموسة التي تم حذفها من القوائم المالية.<sup>2</sup> خاصة أن هذه الفجوة تخلق مشكلة تواجه الشركات، ومستخدمي المعلومات المحاسبية، والواضعين والمنظمين المعياريين. فقد أبرزت عدم كفاية معلومات البيانات المالية لشرح القيمة السوقية للمؤسسة. علاوة على ذلك، فقد أدت فرضية السوق الفعالة إلى فقدان الكثير من الأهداف التي تم إسنادها إلى البيانات المالية.<sup>3</sup>

حددت Barth وآخرون ثلاث حجج رئيسية تستخدم لشرح توسع القيمة الدفترية الى السوقية. أولاً، الحاجة إلى عوائد أعلى للتحوط ضد إمكانية الضائقة المالية مما كانت عليه في الماضي. ثانياً، سوء تسعير "الشركات الفاتنة". وأخيراً،

<sup>1</sup> Nermien Al-Ali, Op.Cit., PP: 5, 6.

<sup>2</sup> Hedia Fourati, Habib Afes, Op. Cit., P: 1.

<sup>3</sup> GE Swartz, N-P Swartz, Op.Cit., P: 67.

الأخطاء في توقعات السوق للأرباح المستقبلية.<sup>1</sup> على الرغم من أن هذه التفسيرات توفر رؤى مثيرة للاهتمام حول فجوة نسبة القيمة الدفترية الى السوقية، إلا أنها لا تعطي تفسيراً مرضياً.<sup>2</sup>

لذلك حاولت الكثير من الدراسات تفسير هذه الفجوة عن طريق رأس المال الفكري. فستوارت يرى بأن رأس المال الفكري يؤثر على قيمة المؤسسة ويخلق قيمة، ويستشهد بنفس دليل الرملة السوقية، أي الفرق بين قيم سوق الأسهم والقيم الدفترية لأصول المؤسسة، "فعندما يتم شراء مؤسسة بأكثر من قيمتها الدفترية ... هذا القسط يتكون عادة من الأصول الفكرية والإيرادات المستقبلية المتوقعة التي سوف تخلق".<sup>3</sup> ومثال ذلك أن القيمة المحاسبية للعلامة التجارية كوكا كولا تقدر بدولار واحد بينما قيمتها السوقية تقدر بـ 39 بليون دولار سنة 1995، والفرق يعزى إلى قيمة كفاءات المؤسسة ورأس مالها الهيكلي وعلاقتها المتميزة مع أصحاب المصالح.<sup>4</sup>

كما أكدت على ذلك دراسة Fourati و Affes التي بينت أن هناك تأثير إيجابي من رأس المال الفكري عن طريق كفاءة المورد البشري وكفاءة رأس المال العامل على تحسين نسبة القيمة السوقية الى الدفترية للمؤسسة. فبالنسبة للمؤسسات التونسية المدرجة في البورصة، يمثل الاستثمار في رأس المال البشري وسيلة لتحسين القيمة السوقية للمؤسسة وأدائها المالي.<sup>5</sup> وبالمثل بالنسبة للمؤسسات الالكترونية الأمريكية S&P500 كثيفة المعرفة التي تستخدم رأس المال الفكري لخلق القيمة السوقية الخاصة بها.<sup>6</sup> بينما فسّر GE Swartz و N-P Swartz أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في الأسواق الناشئة بالتطبيق على سوق جنوب افريقيا عن طريق كل من رأس المال الفكري مقاساً بـ VAIC، والبيانات المحاسبية مثل الأرباح غير الطبيعية، والقيمة الدفترية الصافية للموجودات، والأرباح غير الطبيعية.<sup>7</sup>

لإثبات أن رأس المال الفكري يقدم تفسيراً أفضل للفجوة بين القيمة السوقية والدفترية يجب مقارنة تأثيره على قيمة المؤسسة مع تأثير رأس المال المادي على نفس القيمة. وفي هذا الصدد قام كل من غوبتا وليهمان بمقارنة الأهمية النسبية للأدوات التسويقية والمالية على قيمة المؤسسة، بالتركيز على معدل المحافظة على العملاء كأداة تسويقية ومعدل الخصم كأداة مالية. وقد أظهرت النتائج أن تحسناً نسبته 1% في معدل المحافظة يزيد في المتوسط من قيمة المؤسسة بنسبة 5% تقريباً، في حين أن تخفيضاً مشابهاً في معدل الخصم يزيد من قيمة المؤسسة بنسبة 0,9% فقط. وبعبارة أخرى فإن تأثير معدل المحافظة يفوق تأثير معدل الخصم بمقدار خمسة أضعاف، مع وجود تفاعل بين المعدلين، حيث أن تأثير المحافظة على العميل على قيمة

<sup>1</sup> Mary E Barth et Al., **The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, No. 1-3, 2001, PP:326-365.

<sup>2</sup> GE Swartz, N-P Swartz, Op. Cit., P: 68.

<sup>3</sup> Thomas Stewart, Op.Cit., P: 57.

<sup>4</sup> كريس أشتون، ترجمة: علا أحمد إصلاح، **تقييم الأداء الاستراتيجي: أداء العاملين وإرضاء العملاء**، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، القاهرة، 2001، ص: 191.

<sup>5</sup> Hedia Fourati, Habib Afes, Op. Cit., PP: 1-12.

<sup>6</sup> Jui-Chi Wang, Op. Cit., PP: 546-563.

<sup>7</sup> GE Swartz, N-P Swartz, Op. Cit., PP: 67-81.

المؤسسة يزيد كلما كانت معدلات الخصم منخفضة. وهو ما يؤكد على أهمية المؤشرات الغير مالية على قيمة المؤسسة مقابل المؤشرات المالية.<sup>1</sup>

في حين تجمع العديد من الدراسات على العلاقة الايجابية بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمؤسسة. وتبرهن بذلك على أن رأس المال الفكري يفسر الفجوة بين القيمة السوقية والدفترية. لم تتمكن العديد من الدراسات الأخرى من اثبات هذه العلاقة. ومثال ذلك دراسة Maditinos وآخرون للمؤسسات المدرجة في بورصة أتينيا.<sup>2</sup> ودراسة Chang و Hsieh لبورصة تايوان، حيث وجدا تأثير سلبي لرأس المال الفكري بشكل عام على الأداء المالي والسوقي للمؤسسات، بقياس رأس المال الفكري عن طريق VAIC. لكنهما من خلال تعديل أسلوب VAIC بإضافة كفاءة رأس مال الابتكار، وجدت علاقة ذات دلالة احصائية بين رأس مال الابتكار ممثلا ب كفاءة الانفاق على البحث والتطوير والأداء التشغيلي والمالي والسوقي لهذه المؤسسات. ووجد أن الدراسة متناسبة مع الحالة الحقيقية للمؤسسات فيما يتعلق بدور رأس المال الفكري في خلق القيمة.<sup>3</sup> وبالمثل دراسة Syed Najibullah التي توصلت الى عدم وجود أي ارتباط قوي بين رأس رأس المال الفكري مقاسا بمعامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية للبنوك المدرجة في بنغلاداش.<sup>4</sup> ودراسة Rajaei و Roodposhti التي بينت أنه لا توجد علاقة ذات مغزى بين رأس المال الفكري والقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في بورصة طهران. لكن في المقابل تظهر النتائج التي تم الحصول عليها أن جميع رواد سوق رأس المال ومستخدمي المعلومات المالية يعتبرون رأس المال الفكري بمثابة متغير هام في صنع القرار الخاص بهم لشراء الأسهم وتقييم عمل المؤسسات التي يتم النظر فيها.<sup>5</sup> كما بين Veltri و Ferraro في دراستهما عدم وجود علاقة ذات معنوية بين عناصر رأس المال الفكري وهي: رأس المال البشري، رأس المال الابتكاري، رأس مال العمليات ورأس مال العلاقات والقيمة السوقية للمؤسسات الايطالية المدرجة في البورصة، ما عدا العنصر الأخير. وهذا يدل على أن المستثمرين الإيطاليين غير قادرين على اكتشاف ودمج المعلومات المتعلقة برأس المال الفكري في عملية تقييم أعمالهم.<sup>6</sup>

يجادل Maditinos وآخرون بأن الدراسات التجريبية التي استخدمت نهج VAIC من أجل التحقيق في تأثير رأس المال الفكري على مختلف المتغيرات المالية قد اختتمت بنتائج متناقضة. وهذا يرفع النقد حول فعالية هذا النهج التي ترتبط بالسياق التي تجري فيه هذه الدراسات، فقد أجريت معظم الدراسات التجريبية في البلدان الناشئة والنامية (جنوب أفريقيا وتايوان وماليزيا وتركيا وسنغافورة وتايلاند وبنغلاداش)، بسبب تنفيذه السهل، واستناده إلى إجراءات محاسبية أساسية

<sup>1</sup> سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، ترجمة: أمين الأيوبي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 154، 155.

<sup>2</sup> Dimitrios Maditinos et Al., Op. Cit., PP: 132-151.

<sup>3</sup> William S. Chang, Jasper J Hsieh, Op. Cit., PP: 3- 8.

<sup>4</sup> Syed Najibullah, Op. Cit., PP: 1- 36.

<sup>5</sup> Feraydoon Rahnamay Roodposhti, Elahe Rajaei, **Intellectual Capital and Economic Value Added**, Third Annual General Business Conference Proceedings, Sam Houston State University, College of Business Administration, Huntsville, Texas, USA, April 15-16, 2011, PP: 200- 2014.

<sup>6</sup> Olga Ferraro, Stefania Veltri, Op. Cit., PP: 66- 84.

ومتطلبات إبلاغ محدودة (مقارنة بالطرق الأخرى لقياس IC). يمكن للمرء أن يفترض أن فشل VAIC في التحقق من العلاقات الهامة بين رأس المال الفكري والمتغيرات التجارية المختلفة (القيمة السوقية، والإنتاجية، والإنتاجية المالية، وما إلى ذلك) تُعزى، ليس لعدم كفاءة VAIC نفسها، ولكن لتجاهل الأصول الفكرية في مؤسسات البلدان الناشئة والبلدان النامية وعدم كفاءة تشغيل سوق رأس المال في هذه الاقتصادات (وهذا الأخير له تأثير على العلاقة بين IC وتقييم السوق).<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: نظام رأس المال الفكري: مصدر خلق القيمة في المؤسسة

في هذا المطلب سيتم تحديد أهم المسارات التي يؤثر من خلالها رأس المال الفكري على القيمة وخلق القيمة، مع التركيز بشكل خاص على التفاعل بين عناصر رأس المال الفكري كمصدر لهذا التأثير.

على الرغم من أن رأس المال الفكري يشكل جزء مهم من قيمة المؤسسة وبالتالي فإن تأثيره على قيمة المؤسسة معروف إلا أن السياق النظري لهذه العلاقة أي كيفية التأثير لا يزال غامضاً أو محل جدال، ومصدر هذا الغموض هو الطبيعة الغير ملموسة لرأس المال الفكري لذلك تثار حوله العديد من الإشكاليات حول اتساق وموثوقية المعلومات المحاسبية المنشورة حوله مما يؤدي إلى استبعادها لأنها غير قابلة للتحويل وغير قابلة للعرض من خلال المعاملة، وصعوبة القياس الكمي والنقدي لها ونقص خبرة الأسواق المالية حوله، إضافة إلى نقص المعرفة حول عملية بناء رأس المال الفكري ماعدا في تمثيله من قبل نظم المعلومات.<sup>2</sup>

وهذا ما دفع العديد من الدراسات إلى البحث عن كيفية خلق هذه الموارد للقيمة. تجادل راوية حسن بأنه يمكن للمؤسسة أن تخلق نوعين من القيمة من رأس مالها الفكري إحداهما طويلة الأجل وهي عادة ناتجة عن رأس المال البشري وأخرى حالية تنتج غالباً عن براءات الاختراع. كما أنه بإمكانها تحديد نوع القيمة الذي تريد تحقيقه من خلال رأس المال الفكري حسب طبيعتها ووظائفها وسياقها البيئي الذي يحدد رؤيتها وإستراتيجيتها ويشكل نظرتها إلى ما هو ذو قيمة، فقد تحقق المؤسسات التي تبيع منتجات مادية أرباحاً متراكمة من مبيعاتها أو من التحالفات الإستراتيجية، وقد تحقق قيمة إستراتيجية تتمثل في توسيع الحصة السوقية، أو قيادة السوق من خلال الابتكار والتكنولوجيا، أو الحصول على اسم وسمعة متميزة، كما قد تحقق ولاء العملاء، تخفيض التكلفة أو تحسين الإنتاجية، كما يمكن لبعض المؤسسات أن تريح من خلال بيع

<sup>1</sup> Dimitrios Maditinos et Al., Op. Cit., PP: 142-146.

<sup>2</sup> Monique Lacroix, Stefano Zambon, **Capital intellectuel et création de valeur: une lecture conceptuelle des pratiques française et italienne**, Tome 8, Cairne, Mai 2002, PP: 67-68.

المعرفة مثل المؤسسات الاستشارية أو المحاسبية، وتمثل القيمة التي يمكن الحصول عليها من رأس مالها الفكري في الأجور والأتعاب التي تحصل عليها مقابل الخدمة المقدمة، أو في سمعة وتصور ذهني إيجابي.<sup>1</sup>

هذه المقاييس تعتبر مضللة في بعض الأحيان كما أنها قد تؤثر سلباً على الربحية، وقد أثبتت دراسة غوبتا وليهمان أن زيادة الحصة السوقية قد يؤثر سلباً على رضا العملاء، كما أن هذه المقاييس تركز على الأرباح قصيرة المدى وتعتبر الكثير من وظائف المؤسسة ذات العلاقة برأس المال الفكري مثل إدارة الموارد البشرية والبحث والتطوير والتسويق تكاليف، وهذا يتعارض مع مفهوم رأس المال الفكري بوصفه استثمار يجب قياس العائد عليه.<sup>2</sup>

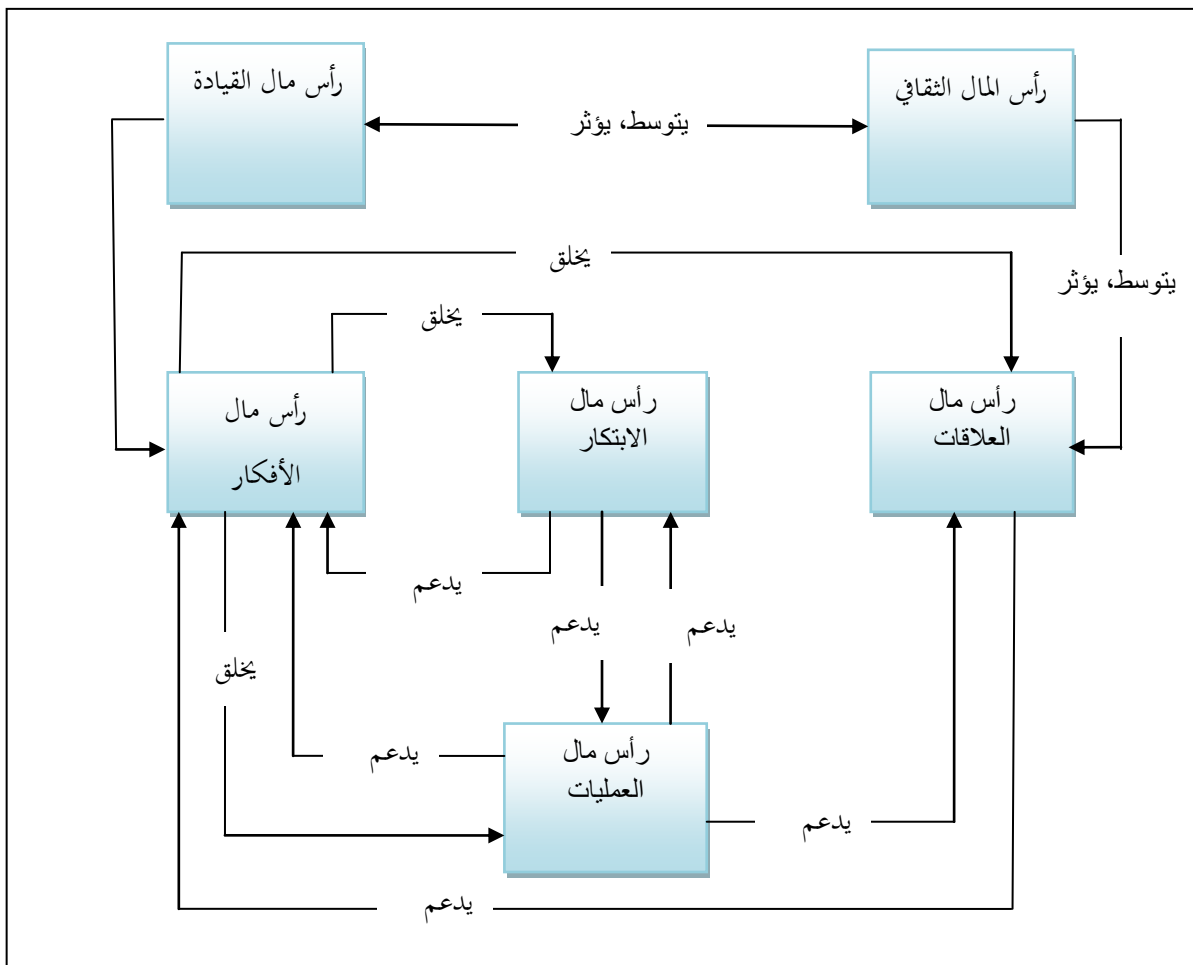
هناك العديد من الأدلة على أن رأس المال الفكري له تأثير إيجابي ليس فقط على قيمة المؤسسات ولكن أيضاً على أدائها الحالي والمستقبلي. ووفقاً لإدوينسون ومالون "لا تنشأ القيمة المؤسسية مباشرة من أي من عوامل رأس المال الفكري، ولكن فقط من التفاعل بين كل منهم".<sup>3</sup> كما أكد على ذلك Goo و Tseng من خلال دراسة المؤسسات التايوانية المدرجة في البورصة. إذ بينا أن المكونات الأربعة لرأس المال الفكري ذات صلة إيجابية ومتشابكة ببعضها. وهي تكمل بعضها البعض في زيادة قيمة المؤسسة. كما أن هذا التأثير يزيد في مؤسسات التقنية العالية أكثر مما كانت عليه في مؤسسات التكنولوجيا غير العالية.<sup>4</sup> وقد تم تصور هذا التفاعل في أبسط صورته في الشكل (07) عند اعتبار رأس المال الفكري كنظام من العناصر وهي رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات التي تتفاعل فيما بينها بشكل مستمر من أجل خلق قيمة كبيرة والمساهمة في تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

<sup>1</sup> راوية حسن، مدخل استراتيجي لتخطيط وتنمية الموارد البشرية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص: 372- 378.  
<sup>2</sup> سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، ترجمة: أمين الأيوبي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 187، 188.

<sup>3</sup> Paula Benevene, Michela Cortini, Op.Cit., P: 124.

<sup>4</sup> Chun-Yao Tseng , Yeong-Jia James Goo, Intellectual capital and corporate value in an emerging economy: empirical study of Taiwanese manufacturers, R&D Management Journal, Vol. 35, No. 2, Blackwell Publishing Ltd, 2005, PP: 187- 201.

## شكل رقم (07): مقارنة النظم لتدفق عناصر رأس المال الفكري وخلق القيمة في المؤسسة



Source: William H.A. Johnson, Op. Cit., P: 573.

يوضح الشكل (07) ثلاثة أنواع من التفاعلات بين عناصر رأس المال الفكري ضرورية من أجل تحفيز القدرة على خلق الثروة، النوع الأول من التفاعل هو الخلق وأساسه رأس مال الأفكار باعتباره مصدر المعرفة التي تتحول فيما بعد إلى ابتكارات مربحة وإلى علاقات ناجحة مع مختلف أصحاب المصالح تكون مصدر دخل للمؤسسة، والنوع الثاني تفاعلات الدعم بين رأس مال العمليات ومختلف عناصر رأس المال الفكري الأخرى وفيما بينها، والنوع الثالث هو تفاعلات التأثير والتوسط، حيث يعمل رأس المال القيادي إلى جانب رأس المال الثقافي على تسهيل التفاعلات بين العناصر الأخرى لرأس المال الفكري لخلق إمكانية لتوليد الثروة، فهما عنصران تنسيقيان، على سبيل المثال، من خلال القيادة يتفاعل رأس المال البشري مع رأس المال العلاقات لإنتاج سمعة قيمة في أذهان الأفراد في مجتمع الأعمال، أيضا قد تلعب الثقافة دورا رئيسيا في تحديد كيفية تفاعل المؤسسة مع الكيانات الخارجية، وبالتالي قد تنظم قيمة التفاعل وبالتالي مخزون رأس المال العلاقات. هذه

التفاعلات تبدو بسيطة مقارنة بما يحدث في بيئة المؤسسة، إلا أن هذه المقارنة تمنح اطاراً تحليلياً لموارد المؤسسة غير الملموسة، وعلاقات التفاعل فيما بينها من أجل خلق القيمة.

وإذا ما قارنا بين نظرة الدراسات الرائدة في مجال رأس المال الفكري والدراسات المتقدمة يتضح جلياً مفهوم التفاعل في هذه الأخيرة. والجدول (02) الآتي يوضح ذلك.

جدول (02): مقارنة بين الدراسات الرائدة والدراسات المتقدمة حول رأس المال الفكري

العنصر	الدراسات الرائدة	الدراسات المتقدمة
مفهوم رأس المال الفكري	هو مجموعة من الموارد غير الملموسة	هو نظام من الموارد غير الملموسة
التركيز	أنواع رأس المال الفكري	التفاعل بين أنواع وعناصر رأس المال الفكري
الهدف الأساسي	شرح أسباب الفجوة بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للمؤسسة.	تحديد مسارات خلق القيمة التي تعتمد على المعرفة
الوحدة الأولية للقياس	المورد غير الملموس	النشاط غير الملموس
رؤية رأس المال الفكري	ساكنة	ديناميكية
الافتراض المفاهيمي	قياس القيمة	إدارة المعرفة

Source: Stefania Veltri, **Empirical evidence of relationships between Intellectual Capital performance and firm value**, International Business Review, No. 2, Double Issue, 2008, P: 104.

تخلق الأصول غير الملموسة القيمة عند دمج عناصرها ووضعها موضع التنفيذ وتحلل عندما تظل غير مستخدمة. بمعنى آخر، لا يكفي وجود مورد من أجل خلق أو زيادة القيمة، يجب نشر الموارد بفعالية وكفاءة. ويجادل سفيني Sveiby بأن مفتاح خلق القيمة يكمن في فعالية نقل المعرفة والتحويلات. فالقيمة الناتجة هي نتيجة لقدرة المؤسسة على إدارة عملياتها التجارية وتستند فعالية وكفاءة أداء العمليات التنظيمية إلى الكفاءات التنظيمية. تتفاعل أصول المعرفة مع بعضها البعض لخلق الكفاءات والقدرات، وغالباً ما توفر هذه التفاعلات ميزة تنافسية لأنها تجعل هذه الأصول صعبة التقليد من قبل المنافسين، والتفاعلات بينها متنوعة ومعقدة وديناميكية، مما يجعل من الصعب إظهار العلاقات بين الأسباب والآثار وارتباطها بنتائج القيمة. وقد قام King (2007) بتطوير بنية نظام للأنشطة المتعلقة بالمعرفة التنظيمية ويوضح مدى تعقيد وديناميكية هذه الروابط. لهذه الأسباب نادراً ما تؤثر الأصول غير الملموسة على الأداء بشكل مباشر، وبدلاً من ذلك يعملون بشكل غير مباشر من خلال العلاقات بين السبب والنتيجة، وبدلاً من السببية الأحادية الاتجاه، قد تتوقع علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المؤشرات المالية وغير المالية.

كما أن الطريقة التي يخلق بها رأس المال الفكري القيمة لا تتناسب مع مفهوم سلسلة القيمة التقليدية المبني على فكرة أن القيمة تضاف بالتسلسل - من قبل الموردين على طول السلسلة، وإنما توسع هذا المنظور إلى ما وراء هذا المفهوم إلى طرق أخرى أكثر تعقيدا لإنشاء القيمة، توحي بأن أفضل طريقة لتحديد أين تكمن القيمة هو إدراك أنها تنشأ بالطريقة التي يستخدم بها العميل المنتج أو الخدمة المقدمة. من بين هذه الطرق، شبكات القيمة، أبراج القيمة ومحلات القيمة. تستخدم كل تكوينات القيم هذه المعرفة كمورد رئيسي، والفرق هو الطريقة التي يتم بها تطبيق المعرفة كمورد لخلق القيمة مع التأثير في النتائج التنظيمية:<sup>1</sup>

- شبكات القيمة تخلق القيمة عن طريق توفير منتجات وخدمات مختلفة للعملاء، حيث أن القيمة مشتقة من الشبكة، مما يتيح للمشتريين الوصول إلى البائعين عن طريق وضع الموردين في اتصال مع العملاء الذين يبحثون عن منتجاتهم. ومن أمثلة الشركات التي تنشئ قيمة من خلال الشبكات البنوك التجارية وشركات الخطوط الجوية والوكالات البريدية وشركات التأمين والسماسة وبورصات الأوراق المالية.
- أبراج القيمة هي مجموعات مرتبطة بشبكات قيم مختلفة.
- متاجر القيمة تخلق القيمة عن طريق حل المشكلات الفريدة للعملاء باستخدام الكفاءات ذات الصلة، وهي تتألف من خمسة أنشطة رئيسية هي: فهم المشكلة، إيجاد حلول للمشاكل، اتخاذ قرارات بشأن الإجراءات، تنفيذ الإجراءات، وتقييمات الإجراءات، في دورة متكررة لحل المشكلات. ومن بين الأمثلة على الشركات التي تُنشئ القيمة "كمتاجر"، المحاسبين، والأكاديميين، والأطباء، والمصممين، والمحامين، والمصرفيين الاستثماريين، والمستشارين التجاريين، والمهندسين الاستشاريين، وتحقيقات الشرطة.

في حين أجمعت العديد من الدراسات على أهمية التفاعل في خلق القيمة من رأس المال الفكري. قدمت دراسات أخرى مصادر مختلفة لهذه العلاقة. فقد ذهب كل من Jin و Danthine إلى اعتبار أن الطريقة التي يتراكم بها رأس المال غير الملموس "العشوائية" تؤدي إلى زيادة تقلبات الناتج المحلي الإجمالي المحسوبة بنسبة 6٪، وزيادة في تذبذب عائد الأسهم يبلغ 120 ٪، زيادة في تقلبات القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 76 ٪، وزيادة في نسبة تذبذب السعر إلى الأرباح بنسبة 70 ٪.<sup>2</sup>

من ناحية أخرى، فسر Sudarsanam وآخرون تأثير رأس المال الفكري على الميزة التنافسية وخلق القيمة باعتبار أن الاستثمار في تطوير الأصول الغير ملموسة يولد استثمارات جديدة تخلق بدورها فرص نمو. وبالتالي، فإن الأصول غير الملموسة تمثل خيارات لتحقيق النمو أو للتخلي عن هذه الفرص. وهذه المرونة في الاستثمار أو التخلي هي مصدر القيمة. وبشكل أكثر تفصيلا، فرأس المال الفكري يعزز الإدارة ويحدد قدرة المؤسسة على خلق خيارات استثمارية جديدة، أو جعل هذه الخيارات أكثر ملكية من خلال إنشاء أو تعزيز حواجز الدخول، أو عن طريق تأمين الموارد اللازمة لإنشاء الخيارات.

<sup>1</sup> Maria do Rosário Cabrita, Op. Cit., PP: 231-233.

<sup>2</sup> Jean-Pierre Danthine, Xiangrong Jin, Op. Cit., PP: 1- 26.

واستغلال هذه الخيارات لإضافة قيمة. فهو يسمح للمؤسسة بحل أوجه عدم اليقين والسماح بالتوقيت الأمثل لممارسة خيار النمو. ويشجع على الإبداع وريادة الأعمال والمخاطرة، والممارسات التي تشجع على التفكير النمطي للكشف عن فرص نمو جديدة، وتدريب الموارد البشرية التي تعزز القدرة على حل المشكلات.<sup>1</sup>

أضف إلى ذلك، عندما حلل Stefania Veltri الدراسات السابقة التي بحثت في العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة، وجد بأنها قيمة من ناحية التحقيق في البيانات التجريبية، بدلا من افتراض مجرد وجود مثل هذا الارتباط. لكن في المقابل وجد أن نتائج الدراسات الحالية غامضة وتركز على جوانب جزئية من رأس المال الفكري بدلا من رأس المال الفكري على وجه الإجمال. بالإضافة إلى أن هناك نقصا في البحث المنهجي حول الموضوع، ما عدا في العلاقة بين مصاريف البحث والتطوير وقيمة المؤسسة. وهو الأصل غير الملموس الوحيد الذي يتم الإبلاغ عنه بشكل منفصل في البيان المالي للمؤسسات. وعليه، توصل إلى استنتاج مفاده أن التحليل الداخلي فقط هو الذي يسمح للباحثين بفهم بيانات عملية إنشاء القيمة الخاصة بالمؤسسة، فالباحث لا يمكن أن يحقق التقدم إلا إذا قدمت له المؤسسات معلومات منهجية وموثوقة (مدققة) عن أصولها غير الملموسة. وبعد الحصول على البيانات يجب الأخذ بعين الاعتبار تفاعل عناصر رأس المال الفكري فيما بينها وتفاعلها مع رأس المال المادي كسبيل لخلق القيمة.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: الاستثمار في رأس المال الفكري وأداء المؤسسة

في هذا المطلب نحاول جمع الأدلة التجريبية حول العلاقة الإيجابية بين رأس المال الفكري وأداء المؤسسة. ونجادل بأن رأس المال الفكري لا يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة أو يساهم في خلق القيمة، وإنما يؤثر على مقاييس الأداء التقليدية المرتبطة بالإنتاج، الانتاجية، والمقاييس المالية وصولا إلى خلق القيمة. وهذه الحجّة مدعومة بدراسة Bernard Marr وآخرون ودراسة Daniela Carlucci وآخرون.

أثبتت العديد من الدراسات التجريبية وجود علاقة إيجابية بين عناصر رأس المال الفكري وأداء المؤسسة، وذلك عند اختبار هذه العلاقة في العديد من الصناعات وفي بلدان مختلفة. فقد بين Mehralian وآخرون بأن رأس المال الفكري مقاسا بـ VAIC داخل قطاع المستحضرات الصيدلانية بإيران يفسر القدرة على الانتاج فقط في هذه المؤسسات دون مقاييس الانتاجية وتقييم السوق. بالإضافة إلى أن الأداء يتأثر بشكل كبير برأس المال المادي (VACA) أكثر من رأس المال البشري أو الهيكلي. ويعود سبب وجود علاقة غير كبيرة بين رأس المال البشري والمعلومات المالية إلى نقص تدريب الموظفين داخل القطاع. كما أن عدم كفاءة مكونات IC سببه اعتقاد شائع بأن قطاع المستحضرات الصيدلانية الإيرانية

<sup>1</sup> Sudi Sudarsanam et Al., Op.Cit., PP: 303, 306.

<sup>2</sup> Stefania Veltri, **Empirical evidence of relationships between Intellectual Capital performance and firm value**, International Business Review, No. 2, Double Issue, 2008, PP: 101- 118.

يعتمد على الملكية الحكومية، ولهذا السبب، لا يملك المديرون حافزا كافيا لتحسين كفاءة أعمالهم.<sup>1</sup> وقد أيد Sharabati وآخرون هذه النتائج داخل نفس القطاع في السياق الأردني. مع ملاحظة أن رأس المال الهيكلي كان الأدنى من حيث التأثير على الأداء. وهذا يوفر فكرة عن التحديات التي تواجه المؤسسات في الأردن في تحويل الخبرات التي هي داخل عقول الموظفين الى نظم وهياكل في المؤسسة. مما يؤكد نتائج دراسة برعاية الأمم المتحدة، بأن الأردن كأمة لديها مستويات عالية من رأس المال البشري ولكن مستويات منخفضة نسبيا من رأس مال العمليات (رأس المال الهيكلي). قدم الباحث عدة قيود للتعميم أبرزها أنه بالرغم من عدم وجود وقت متأخر عند تحديد مدى تأثير هذه التركيبات على أداء الأعمال، فإنه لتقييم توقيت هذه العلاقة، يتعين فحص هذه المتغيرات طوليا مع مرور الوقت.<sup>2</sup> لكن عند اختبار هذه العلاقة في الهند تبين أنه لا توجد علاقة بين مكونات رأس المال الفكري مقاسا بـ VAIC والأداء. تشير هذه النتائج الى أنه في السيناريو الهندي السوق في وضع متطور ومع ذلك لا يزال أصحاب المصلحة يدركون أداء المؤسسة فيما يتعلق بالأصول الملموسة وأقل من حيث الأصول غير الملموسة.<sup>3</sup>

يُلاحظ بأن الأبحاث التجريبية التي استخدمت نهج VAIC لتقييم تأثير IC على متغيرات الأعمال المختلفة تظهر نتائج متناقضة، خاصة تلك المعتمدة في سياق الاقتصاديات الناشئة بسبب أن التقييم في تلك البلدان يعتمد في الغالب على الأصول الملموسة ويميل إلى نسيان الموجودات غير الملموسة.<sup>4</sup> كما أن اختبار هذه العلاقة داخل نفس القطاع في سياق المؤسسات الألمانية أظهر أن تضمين الملكية الفكرية في النماذج التي تربط بين رأس المال الفكري والأداء من شأنه أن يعزز الصلاحية الإحصائية لهذه النماذج وأهميتها بالنسبة للإدارة. فإدارة الملكية الفكرية الاستراتيجية هي السبيل لزيادة النفوذ وقيادة الشركة إلى زيادة الأداء العام.<sup>5</sup>

أكد اختبار هذه العلاقة في 300 مؤسسة في المملكة المتحدة من ثلاث صناعات: التكنولوجيا المتطورة، التقنية، والخدمات، أن رأس المال الفكري لديه تأثير إيجابي على الأداء الاقتصادي والمالي لهذه المؤسسة. ومع ذلك، فإن الارتباط بين IC وأداء سوق الأسهم لا يمثل أهمية كبيرة الا بالنسبة للصناعات ذات التكنولوجيا العالية. كما تشير النتائج إلى أن رأس المال العامل لا يزال يشكل عاملا رئيسيا في الأداء المالي وأداء البورصة على الرغم من أنه يؤثر سلبا على الأداء الاقتصادي.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Gholam hossein Mehralian et Al., **Intellectual Capital and Corporate Performance in Iranian Pharmaceutical Industry**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2012, PP: 138- 158.

<sup>2</sup> Abdel-Aziz Ahmad Sharabati et Al., **Intellectual capital and business performance in the pharmaceutical sector of Jordan**, Management Decision, Vol. 48, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2010, PP: 105-131.

<sup>3</sup> G. Bharathi Kamath, **Intellectual Capital and Corporate Performance in Indian Pharmaceutical Industry**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 9, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2008, PP: 684-704.

<sup>4</sup> Gholamhossein Mehralian et Al., Op.Cit., PP: 138- 158.

<sup>5</sup> Laury Bollen et Al., **Linking Intellectual Capital and Intellectual Property to Company Performance**, Management Decision, Vol. 43, No. 9, Emerald Group Publishing Limited, 2005, PP: 1161-1185.

<sup>6</sup> Daniel Zéghal, Anis Maaloul, Op.Cit., PP: 39-60.

في المقابل وجد T. T. Kim وآخرون هذه العلاقة في قطاع مختلف هو قطاع الفنادق. ووجد أن أبعاد رأس المال الفكري تؤثر مباشرة على أداء المؤسسة (اجمالي الربح التشغيلي، العائد لكل غرفة متاحة، نمو المبيعات ونمو الانتاج) ما عدا رأس المال البشري الذي يؤثر على الأداء بشكل غير مباشر من خلال التأثير على رأس المال التنظيمي ورأس المال الزبوني. ورأس المال التنظيمي يؤثر على رأس المال الزبوني.<sup>1</sup>

يعتبر رأس المال الفكري ضروري لنجاح أعمال الشركات العالمية ومتعددة الجنسيات على غرار الشركات المحلية. فقد وجد Ling في دراسته للشركات العالمية التايوانية أن رأس المال الفكري يرتبط ارتباطاً إيجابياً بمقاييس الأداء العالمي المالية والغير مالية (الأداء المالي، المرونة العالمية، والابتكار العالمي) مع وجود تأثير معتدل لاستراتيجية إدارة المعرفة ممثلة بمحوري التكنولوجيا والناس، على هذه العلاقة. وتعني هذه النتائج أن الجمع بين النوع المناسب لاستراتيجية إدارة المعرفة والشكل الصحيح لرأس المال الفكري من شأنه أن يعزز أداء المؤسسة في السياق العالمي، خاصة أن إدارة المعرفة ورأس المال الفكري هما وجهان لعملة واحدة، فالأولى هي الوسيلة التي تبحث في مصادر الحصول على المعرفة والثانية هي الناتج. حيث إدارة رأس المال الفكري تهتم بإمساك وتقدير قدرات المعرفة لدى المؤسسة على النقيض من ذلك، تهتم إدارة المعرفة بقدرة المؤسسة على تحويل المعرفة إلى قيمة مضافة.<sup>2</sup> بينما وجد Pokrajcic و Komnenic أن رأس المال البشري فقط يرتبط ارتباطاً إيجابياً بمقاييس أداء الشركات المتعددة الجنسيات الصربية: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والإنتاجية. مع وجود علاقة هامة وإيجابية من الناحية الإحصائية فقط بين رأس المال الهيكلي والعائد على حقوق الملكية. وقد فسر ذلك بأن رأس المال الهيكلي في منهجية VAIC قد يكون غير مكتمل لأن الإنفاق على البحث والتطوير والإعلان يعامل كمصروفات وبالتالي لا يتم تسجيله كجزء من رأس المال الهيكلي. بالإضافة إلى ذلك، فإن قيمة كفاءة رأس المال الهيكلي كجزء من كفاءة رأس المال الفكري تكون دائماً أقل من واحد بينما تكون مساهمة مكون كفاءة رأس المال البشري عادة أعلى.<sup>3</sup> على النقيض من ذلك، وجد Ka Yin Yu وآخرون في دراستهم للمؤسسات المدرجة في هونغ كونغ، وباستخدام منهجية VAIC أن رأس المال الهيكلي قد يكون محركاً مهماً في أداء هذه المؤسسات كما يتضح من الارتباط الإيجابي بين كفاءة رأس المال الهيكلي والربحية (ROE). في المقابل لوحظت ارتباطات سلبية بين كفاءة رأس المال البشري (HCE) والمؤشرات المالية.<sup>4</sup> ونفس النتيجة توصل إليها Chu وآخرون عند دراسة نفس المؤسسات وباستخدام أسلوب VAIC.

<sup>1</sup> Taegoo Terry Kim et Al., **Intellectual Capital and Business Performance: What Structural Relationships do they have in Upper-Upscale Hotels?**, International Journal of Tourism Research, Vol. 14, No. 4, John Wiley & Sons, Ltd. , 2012, PP: 391-408.

<sup>2</sup> Ya-Hui Ling, **The Influence of Intellectual Capital on Organizational Performance—Knowledge Management as Moderator**, Asia Pacific Journal of Management, Vol. 30, 2013, PP: 937-964.

<sup>3</sup> Biserka Komnenic, Dragana Pokrajcic, **Intellectual Capital and Corporate Performance of MNCs in Serbia**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13, No. 1, Emerald Group Publishing Limited 2012, PP: 106-119.

<sup>4</sup> Ka Yin Yu et Al., **An Empirical Study of the Impact of Intellectual Capital Performance on Business Performance**, The 7th International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management & Organisational Learning, The Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong, 2010, PP: 1- 11.

وهذه النتائج تشير الى وجود فجوة بين المنظور المحاسبي التقليدي ومنظور خلق القيمة الذي يكون محوريا في منهجية VAIC في قياس IC.<sup>1</sup>

أضفا Dewi و Saudah بأن رأس المال الروحي لعناصر رأس المال الفكري الثلاث، ووجد أن جميع هذه المكونات لها علاقة إيجابية كبيرة مع أداء المؤسسات الماليزية المدرجة. ومن المثير للدهشة أن رأس مال العلاقات يتمتع بأقوى علاقة بأداء المؤسسات، يليه رأس المال الروحي، رأس المال الهيكلي ورأس المال البشري.<sup>2</sup>

في حين تفاوت تأثير عناصر رأس المال الفكري على الأداء، بين Puntillo في دراسته وجود علاقة سلبية بين كفاءة إنشاء القيمة وتقييم السوق والأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة ميلانو بإيطاليا. يرتبط الارتباط السلبي بين قيمة رأس المال الفكري مقاسا بـ VAIC، ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية، في رأي المؤلف، إلى الأداء غير الكامل لسوق رأس المال في إيطاليا. في أماكن أخرى، حيث الأسواق المالية واسعة وعالية الكفاءة، يمكن الحصول على قيمة الأعمال التجارية من خلال القيمة السوقية للشركة. بينما يعزى الارتباط السلبي بين رأس المال الفكري ومؤشرات الربحية: العائد على الاستثمار والعائد على الأصول، الى أسباب مرتبطة بالقيود الجوهرية لمؤشرات الربحية نفسها.<sup>3</sup>

يجادل Marr وآخرون بأنه يمكن تفسير أسباب الاهتمام المتزايد بإدارة المعرفة ورأس المال الفكري كنظام متطور ونهج لتحسين الأداء، بالمنظور الذي يعتبر أصول المعرفة بأنه أساس القدرات التنظيمية التي تكتسب من خلالها المؤسسة ميزة تنافسية وتحافظ عليها. وبالتالي، تتبع تأثير رأس المال الفكري على أداء المؤسسة يبدأ بتحديد المؤسسات للقدرات التنظيمية وأصول المعرفة، وتعيين مسارات إنشاء القيمة، عندها فقط يجب أن تبدأ المؤسسات في تصميم إجراءات لتتبع الأداء. وهذا من شأنه بطبيعة الحال تقليل عدد مقاييس الأداء إلى الحد الأدنى وتجنب أن تقيس المؤسسات كل شيء دون فهم واضح لأسباب قياسه. وقد قدم طريقة منظمة لقياس أصول المعرفة وإدارتها بالاعتماد على أداة "لوحة معلومات أصول المعرفة" التي لا تكتفي بالقياس فقط وإنما توضح التطور المستمر والتفاعل بين نوعي هذه الأصول: الفاعلة والبنية التحتية.<sup>4</sup> والشكل (08) يوضح ذلك.

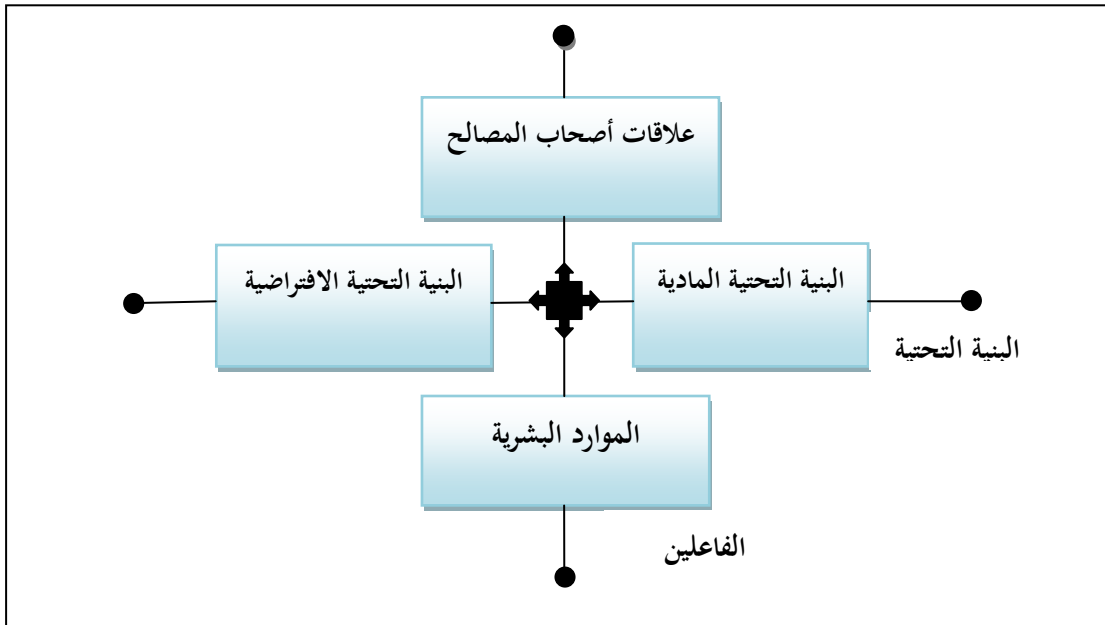
<sup>1</sup> Samuel Kai Wah Chu et Al., **An Empirical Study of the Impact of Intellectual Capital on Business Performance**, Journal of Information & Knowledge Management, Vol. 10, No. 1, World Scientific Publishing Co., 2011, PP: 11- 21.

<sup>2</sup> Dewi Fariha Abdullah, Saudah Sofian, **The Relationship between Intellectual Capital and Corporate Performance**, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 40, Elsevier Ltd., 2012, PP: 537 – 541.

<sup>3</sup> Pina Puntillo, Op.Cit., PP: 97- 115.

<sup>4</sup> Bernard Marr et Al., **Intellectual Capital – Defining Key Performance Indicators for Organizational Knowledge Assets**, Business Process Management Journal, Vol. 10, No. 5, Emerald Group Publishing Limited, 2004, PP: 551-569.

شكل رقم (08): لوحة معلومات أصول المعرفة



Source: Bernard Marr et Al., **Intellectual Capital – Defining Key Performance Indicators for Organizational Knowledge Assets**, Business Process Management Journal, Vol. 10, No. 5, Emerald Group Publishing Limited, 2004, P: 564.

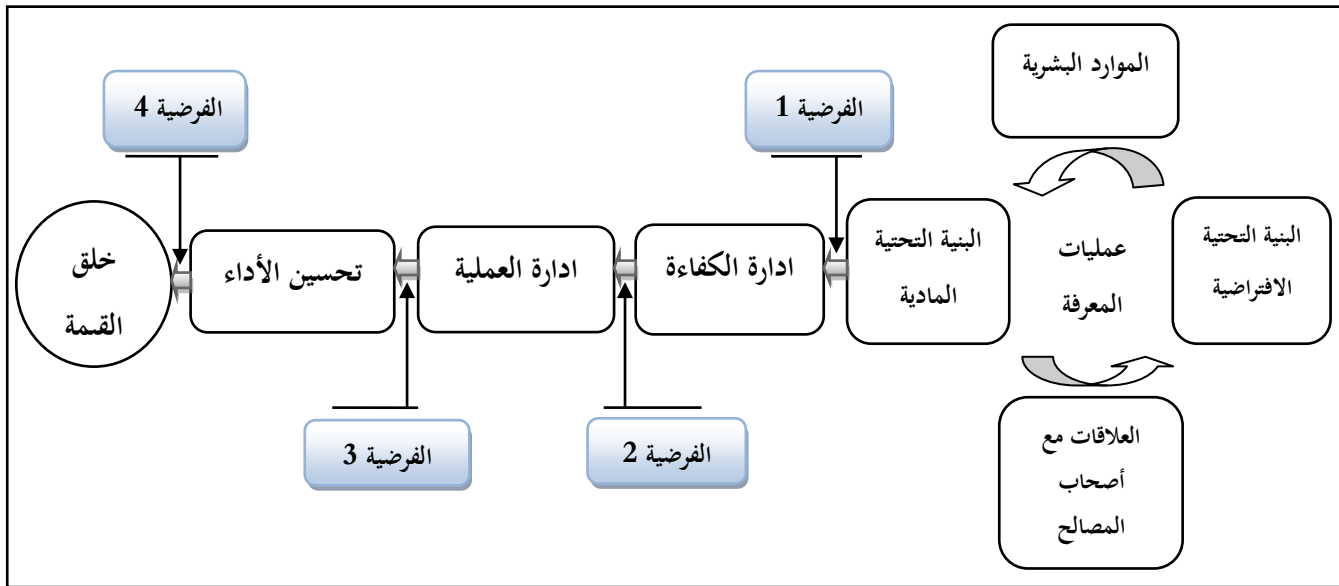
في هذه اللوحة يتم وضع أربع وجهات نظر على طول محورين. يتضمن المحور الرأسي أصول المعرفة المتعلقة بالجهات الفاعلة في المؤسسة - علاقات أصحاب المصلحة والموارد البشرية. يتضمن المحور الأفقي أصول المعرفة المرتبطة بالبنية التحتية التنظيمية - البنية التحتية المادية والافتراضية. تتفاعل أصول المعرفة مع بعضها البعض لخلق القدرات والكفاءات، وغالبا ما يكون هذا التفاعل هو الذي يوفر ميزة تنافسية لأنه يجعل هذه الأصول صعبة على المنافسين لتقليدها. وكما هو الحال في أساليب الإدارة الأخرى، من المهم ربطها باستراتيجية المؤسسة.

لتحديد أصول المعرفة، تتمثل المهمة الأولى في تحديد القدرات والكفاءات الأساسية التي ستسمح للمؤسسة بتنفيذ استراتيجيتها، وذلك باستخدام اما نهج كلاسيكي من أعلى لأسفل يعتمد على فهم ظروف السوق الخارجية ثم تطوير القدرات التي تحتاج إليها لتقديم استراتيجيتها. أو من أسفل إلى أعلى من منظور قائم على المعرفة، حيث تركز المؤسسة على قدراتها الداخلية، فتحدد أولا ما تقوم به بشكل جيد ثم تخرج وتبحث عن طرق لاستغلاله في السوق. بعد تحديد القدرات الأساسية، يمكن تحديد مجموعة من أصول المعرفة الأساسية اللازمة للحفاظ على هذه القدرات من أجل تنفيذ الاستراتيجية من بين أصول المعرفة الخاصة بالفاعل والخاصة بالبنية التحتية. تتمثل الخطوة التالية في تصور التفاعلات وتدفقات الأصول

المعرفية عن طريق رسم خرائط تشير إلى العلاقات السببية وتبين كيف تتفاعل أصول المعرفة بالضبط وتخلق قيمة.<sup>1</sup> ومثال ذلك الشكل (08) السابق الذي يظهر نموذج مبسط لهذه الخريطة.

على الرغم من أنه من المعترف به على نطاق واسع أن إدارة المعرفة تلعب دورا محوريا في الحفاظ على القدرة التنافسية للمؤسسة، إلا أن طرائق وتأثيرات تطبيق ادارة المعرفة على أداء الأعمال لا تزال قضية معقدة تتطلب مزيدا من التحقيقات. وقد قدم Carlucci وآخرون فهما محتملا لهذه العلاقة -مطورة عن لوحة معلومات أصول المعرفة- مبني على سلسلة القيمة كما يوضحه الشكل (09). هذه السلسلة مبنية على الافتراضات الآتية: أولا، الطبيعة المعرفية للكفاءات التنظيمية تسمح لنا بالإشارة إلى أن تحسينها يتم من خلال إدارة المعرفة. ثانيا: تستند فعالية وكفاءة أداء العمليات التنظيمية على الكفاءات التنظيمية. هتان الفرضيتان مبينتان في الشكل السابق (08). ثالثا: القيمة الناتجة هي نتيجة لقدرة المؤسسة على إدارة عملياتها التجارية. ورابعا: تعادل التحسينات في أداء الأعمال زيادة في القيمة الناتجة لأصحاب المصلحة الرئيسيين في مؤسسة ما.<sup>2</sup>

شكل رقم (09): سلسلة قيمة المعرفة



Source: Daniela Carlucci et Al., **The knowledge value chain: how intellectual capital impacts on business performance**, Int. J. Technology Management, Vol. 27, No. 6/7, 2004, P: 587.

يوضح الشكل (09) الروابط بين إدارة المعرفة والكفاءات الأساسية، والعمليات الاستراتيجية، وأداء الأعمال، وأخيرا مع خلق القيمة. لتفسير مبادرات إدارة المعرفة كأدوات استراتيجية لتحسين أداء المؤسسة يتطلب هذا أن تكون مبادرات إدارة

<sup>1</sup> Ibid., PP: 563- 565.

<sup>2</sup> Daniela Carlucci et Al., **The knowledge value chain: how intellectual capital impacts on business performance**, Int. J. Technology Management, Vol. 27, No. 6/7, 2004, PP: 575- 590.

المعرفة موجهة بشكل استراتيجي. وبالتالي، يجب أن تبدأ بتعريف أصول المعرفة المهمة التي يجب تطويرها، حيث أن أصول المعرفة تكمن وراء القدرات التنظيمية، والتي تعتبر ضرورية لأداء العمليات التجارية الهامة، ومنه خلق القيمة.

### المبحث الثالث: تتبع الروابط بين أشكال رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة

في اقتصاد "ما بعد الصناعي" مطلوب التحول الجذري في التفكير لإيجاد طرق لخلق القيمة تختلف عن الطرق التقليدية، بالاستناد إلى عناصر رأس المال الفكري والتفاعلات فيما بينها، وأسلوب إدارة هذه التفاعلات. ومع ذلك يمكن سياق أدلة عن تأثير كل مكون من هذه المكونات على قيمة المؤسسة سواء على المستوى الجزئي أو حتى الكلي، مع افتراض حدوث تفاعلات مع بقية العناصر.

### المطلب الأول: دور رأس المال البشري في تعظيم القيمة: عوائد الاستثمار في الموارد البشرية

اهتم الاقتصاديون بفكرة اعتبار العنصر البشري كمورد ثم كـرأس مال وثروة منذ القدم، لكن فريق من الاقتصاديين عارضوا هذه الفكرة، لأن ذلك، في تصورهم، يعيد للذاكرة عصور العبودية حيث كان العنصر البشري قابلاً للتملك وهذا يهبط بالعنصر البشري إلى المستوى المادي القابل للامتلاك، حيث يرى J.S.Mill أن العنصر البشري لا يجب أن ينظر له على أنه ثروة لأن هذه الأخيرة موجودة من أجل العنصر البشري.<sup>1</sup>

لكن في المقابل البعض الآخر من الاقتصاديين نظروا إلى العنصر البشري كـرأس مال ومن هؤلاء Adam Smith الذي اعتبر كل القدرات المكتسبة لسكان بلد ما كجزء من رأس مالها، و Van Thunen الذي أكد أن اعتبار العنصر البشري كـرأس مال لا ينقص من قيمته وحرثته وكرامته، بل أن الفشل في تأكيد ذلك كان السبب في قيام الحروب التي لم يكن فيها حساب للعنصر البشري، ثم نجد Irving Fisher فيما بعد يبين معنى رأس المال ويضيف إليه العنصر البشري، ثم Marshal الذي أكد أهمية الاستثمار في التعليم، حيث تعود بداية الاهتمام باقتصاديات التعليم في ديسمبر سنة 1960 عندما ألقى T.W. Schultz محاضراته الشهيرة أمام الجمعية الاقتصادية الأمريكية، ومنذ ذلك الحين أصبحت اقتصاديات التعليم واقتصاديات الصحة فروعاً مما يسمى باقتصاديات الموارد البشرية. وإبراز الأهمية الاقتصادية لرأس المال البشري ستساعد في تفسير العديد من الظواهر. والأمثلة على ذلك عديدة:<sup>2</sup>

— زيادة الدخل القومي الأمريكي بمعدل أسرع بكثير من معدل الزيادة في عوامل الإنتاج مجتمعة ولا يعود ذلك إلى تزايد غلة الحجم لأن ذلك غير وارد في كل الصناعات، وإنما مرد ذلك إلى التحسن في نوعية عوامل الإنتاج المادية التي ترجع إلى ما لدى العنصر البشري من علوم ومعرفة، وهو ما يدل على أهمية الاستثمار في هذا العنصر على الإنتاج؛

<sup>1</sup> أحمد مندور، أحمد رمضان، اقتصاديات الموارد الطبيعية والبشرية، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص ص: 325-332.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص: 326-328.

— دور رأس المال البشري في إعادة بناء اقتصاديات أوروبا بعد الحرب العالمية في وقت أقل بكثير مما توقعه الاقتصاديون الذين أخذوا في حسابهم أهمية الاحتياجات إلى رؤوس أموال مادية فقط وأهملوا أهمية رأس المال البشري؛

— يمكن تصور نتيجة وضع الإمكانيات المادية لأكبر الدول المتقدمة صناعياً وتكنولوجياً تحت تصرف أناس لا خبرة كافية لهم بكيفية استخدامها وإدارتها، والنتيجة هي انخفاض مستويات الإنتاج لسوء استخدام هذه الإمكانيات ومثال ذلك احتياج أغلب الدول النامية إلى الخبراء الأجانب للمساعدة في استخدام التكنولوجيا إلى أن يتواتر الخبراء المحليون.

إذا فالمورد البشري يعتبر رأس مال للدول كما للمؤسسات لأنها لا تستطيع رفع رأس المال المادي إلا عن طريق إضافة هذا المكون غير الملموس إلى الوصفة.

إذا تم إرجاع العلاقة بين رأس المال البشري وخلق القيمة إلى جذورها في الاقتصاد الكلي فإنه يتبين جود علاقة ملموسة وواقعية بين رفع مستوى الاستفادة من العنصر البشري وتراكم رأس المال المادي، هذه العلاقة تأخذ مصداقيتها من خلفيات النمو والتقدم الاقتصادي للبلاد المتقدمة. فهذه الدول تمكنت ولكل مرحلة من النمو الاقتصادي والتقني من خلق الكوادر المناسبة من حيث المهارة والمعرفة الملائمة لمتطلبات النشاط الاقتصادي، ومع هيمنة الاعتبارات الاقتصادية وفرضية الرشد الاقتصادي، لم تكاد توجد حالات وإمكانات تبديد أو هدر في الاستفادة من عنصر العمل أو أي عنصر إنتاجي آخر، وقد ترتب على ذلك أن هيكل الاقتصاد والتوزيع النسبي للنشاط الاقتصادي والتوزيع القطاعي للعاملين وأجورهم ومكافآتهم في الدول المتقدمة لا تحكمه اعتبارات غير اقتصادية، ويتم التعامل مع عناصر الإنتاج من عمل، أرض، وتكنولوجيا، تعليم... الخ كاستثمارات مدرة للأرباح.<sup>1</sup>

فإذا أردنا معرفة كيف يؤثر رأس المال البشري على قيمة المؤسسة الاقتصادية فهذا يعني ضرورة معرفة مقدار القيمة التي يضيفها هذا المورد للمؤسسة أي دراسة القيمة الاقتصادية للمورد البشري والتي تعني القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية المتوقعة من الاستثمار في هذا المورد، وهذا من حيث طرق قياس هذه القيمة، وكيفية تحققها.

بالنسبة لطرق قياس قيمة رأس المال البشري فإنها تعتمد على قياس النتائج المحققة وليس على المقاييس التقليدية التي تعكس انشغالات قسم الموارد البشرية. ومن الطرق المستخدمة لقياس قيمة رأس المال البشري ما يلي:<sup>2</sup>

— **طريقة التغيرات السلوكية:** تعتمد هذه الطريقة على استعمال المؤشرات الاجتماعية والنفسية والتي استخدمها ليكارت في قياس قيمة المورد البشري، وقد يصعب استخدام هذه الطريقة في الحياة العملية لصعوبة حصر المتغيرات السلوكية وصعوبة قياسها.

<sup>1</sup> طارق عبد الحسين العكيلي، اقتصاديات الموارد البشرية، دار الوراق، عمان، 2006، ص ص: 95-98.

<sup>2</sup> أسامة خيري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 430، 437، 439.

- **النموذج الاحتمالي:** قدم هذا النموذج من قبل (Flamholtz) والذي استند فيه على دراسات العالم (Likert) في قياس قيمة الفرد في المؤسسة، ويرى النموذج بأن الفرد في المؤسسة يتحرك ضمن أدوار وظيفية تسمى مراحل الخدمة، وذلك خلال مدة زمنية معينة، وفي حركته يقدم الفرد خدمات للمؤسسة. لذا فان القيمة تتحدد بعدد ونوع مراحل الخدمة التي يشغلها وقيمة الخدمات التي يقدمها.
- **نموذج (Jaggi & Lau):** يختلف هذا النموذج عن سابقه من حيث أنه يعتمد على المجاميع بدل الفرد الواحد، ويتم فيه استخدام سلسلة ماركوف لتحديد تحركات العاملين المؤسسة واحتمالية تركهم اياه قبل سن التقاعد أو الوفاة.
- **نموذج (Lev & Schwartz):** قام هذان الباحثان باشتقاق نموذج لقياس القيمة الاقتصادية للمورد البشري يأخذ بعين الاعتبار المفهوم الاقتصادي لرأس المال البشري في الكشوفات المالية الذي يستند الى نظرية (Fisher) لرأس المال، اذ يعرفه بأنه مصدر توليد الدخل، وأن قيمته هي القيمة الحالية للدخل المستقبلي المخصوم بمعدل معين بالنسبة لمالك ذلك المصدر، وتمثل الرواتب والأجور التي يحصل عليها الفرد بتغير رياضي لتدفقات الدخل التي وردت في نظرية (Fisher)، وتتم رسملة الرواتب والأجور المتوقع حصول الفرد عليها حتى سن التقاعد أو الوفاة. فقيمة الفرد تشكل القيمة الحالية للرواتب والأجور.
- **نموذج (Morse):** يستند هذا النموذج على تحليلات النماذج السابقة مع توسيع التحليل ليشمل متغيرات أخرى للوصول إلى قيمة رأس المال البشري. وهذه المتغيرات الإضافية تتمثل في: قياس القيمة الحالية للخدمات المستقبلية المتوقعة من هذه الموارد أو الإيرادات المستقبلية لها، وقياس إجمالي الكلفة المتوقعة إنفاقها على الموارد البشري، والفرق بين القيمة الحالية للخدمات المستقبلية من هذه الموارد وبين إجمالي الكلفة المتوقعة إنفاقها على تلك الموارد يمثل القيمة الحالية للمورد البشري.
- أما عن كيفية هذا التأثير فان رأس المال البشري يؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في تحقيق تدفقات نقدية للمؤسسة، هذه الأخيرة تتدفق بعدة طرق كأن يستثمر في رأس المال البشري لوحده أو مع رأس المال المادي لإنتاج سلع وخدمات. و يمكن لرأس المال البشري خلق القيمة بثلاث طرق. هي:<sup>1</sup>
- **زيادة العائد:** أي تعزيز العائد أو الأداء المتوقع عن طريق المقدرات الجوهرية للموارد البشرية، وذلك من خلال اختيار المؤسسة لمهارات محددة والتدريب على مهارات محددة؛

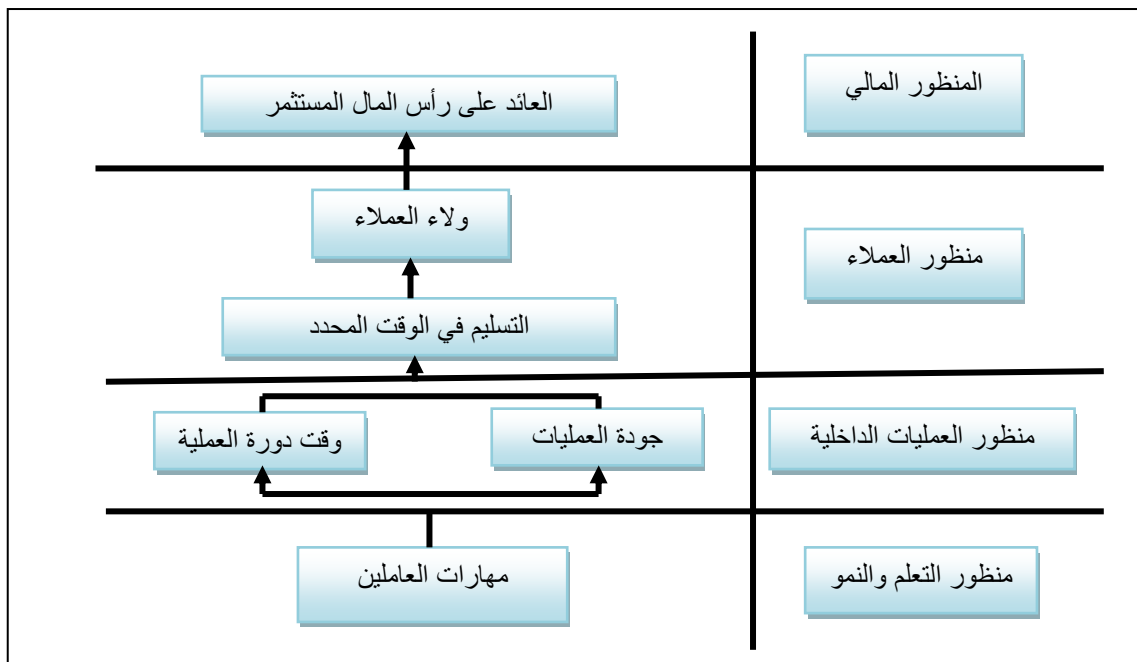
<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 433، 442.

- **تقليل المخاطر:** أي تقليل التقلب أو التذبذب في الأداء عن طريق ازالة العوامل التي من الممكن أن تخرج الأداء عن الخط المرسوم له. وتستعمل المؤسسات طرائق اختيار محددة لغريلة السلوكيات غير المنتجة وانزاعها، كما تنظم برامج لمساعدة العاملين الذين يواجهون مشكلات معينة، علاوة على قيام المؤسسات بتنفيذ سياسات وإجراءات رقابية لضمان تحقيق حالة الانقياد الإذعان للقوانين الوظيفية؛

- **زيادة السيولة:** تحسين مرونة التكيف مع المتطلبات المتغيرة للأعمال عن طريق توفير برامج التدريب على نقل وتحويل المهارات، والاختيار على أساس المهارات العامة غير الخاصة بمهمة محددة (سلوكيات المواطنة التنظيمية)، ومن خلال اختيار الأفراد استنادا إلى قدرتهم على التكيف والتعلم.

كما يتوقف تأثير رأس المال البشري على القيمة على إدارة هذا المورد بشكل استراتيجي وربط أعماله مع الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة من جهة وتحليل سلسلة توليد القيمة لمعرفة الأسباب والنتائج المؤدية إلى توليد هذه القيمة من جهة أخرى، وذلك من أجل تحقيق هدفين، الأول هو السيطرة على التكاليف والثاني هو معرفة المساهمة المالية للمورد البشري في المؤسسة. وفي هذا الصدد يستعان بطاقة الأداء المتوازن للموارد البشرية التي تربط بين السيطرة على تكاليف الموارد البشرية باعتبارها أكبر مصدر للتكلفة في المؤسسة وتوليد القيمة<sup>1</sup>. وفيما يلي عرض لشكل يمثل سلسلة قيمة رأس المال البشري في إطار بطاقة الأداء المتوازن.

شكل رقم (10): سلسلة قيمة رأس المال البشري في إطار بطاقة الأداء المتوازن



المصدر: وائل محمد صبحي ادريس، طاهر محسن منصور الغالبي، توجيه الأداء الاستراتيجي: الرصف والمحاذاة، سلسلة

1

دا إدارة الأداء الإستراتيجي رقم 3، دار وائل، عمان، 2009، ص: 128.

يوضح الشكل (10) كيف يمكن أن يتحول رأس المال البشري المتمثل في مهارات وخبرات ومعارف العاملين إلى رأس مال مادي وبالتالي تكوين قيمة للمؤسسة، فالتركيز على موجهات الأداء الرئيسية مثل تنمية مهارات العاملين والجودة وولاء العملاء يسمح بتوليد النقد عبر سلسلة مترابطة من العلاقات بين هذه المؤشرات الغير مالية والأخرى المالية من أجل الوصول إلى الهدف الاستراتيجي للمؤسسة.

إن استخدام مؤشر العائد على الاستثمار لتقييم القيمة المضافة من طرف رأس المال البشري يعتبر من أكثر المداخل قبولاً، فمعظم العاملين يبدون اهتمامهم وحرصهم على توفير عائد من الاستثمار في برامجهم، وبدون هذا العائد قد تقلص الموارد المتاحة لهم، أو قد تفقد وظيفة الموارد البشرية بأكملها مصداقيتها في المؤسسة، كما أن هناك العديد من الأطراف يستفيدون من اعتماد هذا المدخل، فمجموعي الموارد البشرية يحتاجون لمعرفة جدوى الاستثمار في رأس المال البشري، وتستخدمه الإدارة العليا لتقييم نتائج إدارة الموارد البشرية، كما أن هذه الأخيرة تبدأ في وضع العائد على الاستثمار في المبادرات والبرامج بهدف البقاء في مركز تنافسي مع الوظائف الأخرى حول الموارد ومصادر التمويل الداخلي، وبالتالي فتحقيق مساهمة مالية يعتبر مبرر قوي للحصول على موارد إضافية، إضافة إلى أن توثيق تطبيقات العائد على الاستثمار يشكل قاعدة بيانات هامة للمؤسسة تسمح بعرض مدى نجاح البرامج السابقة على العملاء والإدارة، ومعرفة البرامج غير الفعالة، كما يبرز أهمية المدخل المتوازن في القياس عن طريق توفير بيانات مالية وغير مالية.

لحساب العائد على الاستثمار في رأس المال البشري يتم تجميع القيم المالية لفوائد برنامج الموارد البشرية ومقارنتها مع بيانات تكاليف البرنامج، مع ضرورة تحديد كل من التكلفة والفوائد الناتجة عنها بدقة وموضوعية على الرغم من صعوبة هذه المهمة. تستخدم عدة مداخل لهذا الغرض أهمها معادلة العائد على الاستثمار التي تقتضي قسمة صافي فوائد البرنامج على التكلفة ثم يتم كتابة المعدل كنسبة مئوية. مع الإشارة إلى أن هذه المعادلة هي نفسها العائد على الاستثمار في أنواع الاستثمارات الأخرى، فعندما تقوم إحدى المؤسسات ببناء أحد المصانع يتم حساب العائد على الاستثمار بقسمة العائدات السنوية على قيمة الاستثمار، حيث تتشابه العائدات السنوية مع صافي الفوائد، وقيمة الاستثمار مع تكاليف البرنامج التي تمثل الاستثمار في البرنامج. وقد قامت بعض المؤسسات بوضع الحد الأدنى لمعدل العائد على الاستثمار في برامج الموارد البشرية حدد ب 25 %، وعادة ما تكون هذه القيمة أكبر من النسبة المثوية المطلوبة للأنواع الأخرى من الاستثمارات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> جاك فيليب، رون ستون، ترجمة: اصدارات بيمك، الاستثمار البشري: أدوات وخطوات قياس العائد، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، القاهرة، 2003، ص: 12، 34-38، 316، 342، 346.

## المطلب الثاني: رأس مال الابتكار: حلقة الوصل بين رأس المال الهيكلي وقيمة المؤسسة

في الاقتصاد الصناعي كانت المؤسسات قادرة على تأمين مركز تنافسي قوي لعدد أكبر من السنوات، وبمجرد تأمين مركز تنافسي، تقوم المؤسسات بإنشاء وزيادة القيمة إلى أقصى حد من خلال عملية التحسين (أو الاقتصاد). وكانت المؤسسات التي قامت بأداء جيد هي تلك التي عملت على تحسين عملية إنتاجها عن طريق تقصير وقت الإنتاج، وتحسين جودة المنتج النهائي، وتخفيض عدد الموظفين المعينين في المهمة الواحدة. ثم كان إنشاء القيمة يعتمد أكثر على القدرة الصناعية للمؤسسة والميزانية الرأسمالية - أصولها المادية والمالية.

في اقتصاد المعرفة، مع دورات حياة قصيرة من المعرفة وارتفاع معدل الابتكار، لا يمكن الحفاظ على مركز تنافسي، مهما كانت قوة المؤسسة، لفترة طويلة من الزمن، بنفس الطريقة. على الرغم من أن التحسين، كعملية، له نفس القدر من الأهمية في اقتصاد المعرفة، إلا أنه لا يستطيع وحده إنشاء أو زيادة القيمة. الطريقة الوحيدة لخلق قيمة في اقتصاد المعرفة هي من خلال تبني الابتكار كعملية أساسية للأعمال. تعتمد قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة على عملية الابتكار، مواردها الفكرية، وإبداع قوتها العاملة - أصولها الفكرية، فلقد كان الابتكار محركاً مهماً منذ فجر الإنسانية، ولكنه الآن المحرك الرئيسي لأداء الأعمال. انه يتعلق بإنتاج معارف جديدة وتطبيقات جديدة للمعرفة القديمة للتعامل باختصار - أو أقصر بكثير بالمقارنة مع الاقتصاد الصناعي.<sup>1</sup>

تؤكد العديد من الدراسات على أهمية الابتكار المغلق والمفتوح في خلق القيمة. ففي دراسة لـ Hsieh و Chang بينا أن رأس مال الابتكار هو حلقة وصل بين رأس المال الفكري وخلق القيمة، فهناك علاقة طردية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين رأس مال الابتكار ممثلاً بالبحث والتطوير، والأداء التشغيلي والمالي وأداء أسهم المؤسسات التايوانية، مما يدل على أن هذه الأخيرة تعتبر البحث والتطوير مصدراً لخلق القيمة والدليل على ذلك أنها تستعين بالسوق الخارجي في معظم أجزاء التصنيع.<sup>2</sup> وأكدت على ذلك دراسة Jui-Chi Wang التي أظهرت أن استثمارات البحث والتطوير لها علاقة إيجابية مع سعر السوق لأسهم الشركات الإلكترونية الأمريكية الـ 500 المتداولة علنا من سنة 1996 إلى 2005. إذا أن قدرة الشركة على الابتكار هي رأس المال الأكثر قيمة والمرتبطة بقدراتها التنافسية، وهي تشكل عنصراً حاسماً أساسياً لبقاء الشركة على المدى الطويل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Nermien Al-Ali, Op. Cit., PP: 7, 8.

<sup>2</sup> William S. Chang, Jasper J. Hsieh, Op. Cit, P: 8.

<sup>3</sup> Jui-Chi Wang, Op. Cit., P: 560.

كما تؤكد Maaretta Torro على أهمية الابتكار المفتوح الذي قدمه هنري تشيسبرو Henry Chesbrough في عام 2003، حيث تقوم المؤسسات بتسويق الأفكار الخارجية وكذلك الداخلية عن طريق نشرها خارج السوق. وهذا خلاف النموذج القديم للابتكار المغلق، حيث كانت المؤسسة تؤمن بأن الابتكار الناجح يتطلب السيطرة. وتبرز أهمية شركات الوساطة التي تعمل كوسيط شبكي، وتوفر لعملائها إمكانية الوصول إلى مجموعة عالمية من مزودي ومشتريين أفكار رأس المال الفكري والمعرفة والكفاءات والتقنيات. هذا النهج من الابتكار يمكن أن يخلق القيمة لكل من مزودي الابتكار، المشتريين والوسطاء. وهو يتناسب مع منظور عالمية المعرفة وعدم امتلاكها وضرورة مشاركتها الذي تشيد به المؤسسات في ظل اقتصاد المعرفة.<sup>1</sup>

بالعودة إلى الابتكار كمفهوم يتضح جليا أن خلق القيمة يعتبر شرطا أساسيا في ولادة الابتكار من عدمه. فهو يعرف على أنه سيورة تتمحور حول عملية، والتي يجب أن تستجيب بشكل إبداعي جديد لحاجة محددة، مع خلق القيمة وضمن حصول المستفيدين عليها. وهذا التعريف يشير إلى أن هناك ثلاثة مفاهيم أساسية يتوقف عليها الابتكار، وهي: الإبداع، قيادة التغيير، والقيمة، أما الإبداع فهو قدرة المؤسسة على إيجاد حل جديد (في القطاع الذي تعمل فيه) للمشكلة التي يتم طرحها، فالطابع الجديد ضروري في الابتكار. بالنسبة لإتقان إدارة التغيير فهو شرط ضروري ولكنه ليس كافيا للابتكار، فالابتكار موجود فقط إذا كان الهدف المنشود مقبول ومناسب وهذا ما يسمى بإضفاء الطابع الاجتماعي للابتكار، بإضفاء الطابع الاجتماعي للمنتج هي حقيقة أن العملاء يشترطون وراضون، أما بالنسبة للابتكار المؤسسي، يعني ذلك أن الموظفين يلاءمون الهيكل المؤسسي الجديد. أما بالنسبة للقيمة فهي قلب الابتكار، حيث أن خلق القيمة هو سبب وجود أي مبادرة ابتكارية، ويعبر عنها بالعلاقة بين المنافع والتكاليف.<sup>2</sup>

عموما، يمكن القول أن الابتكار يمكن أن يخلق قيمة من خلال عنصرين، الأول هو المرونة في إدارة قرار الاستثمار في أنشطة البحث والتطوير التي تخلق الابتكار والثاني هو الإفصاح المالي عن هذا القرار. وفيما يلي شرح لهذين العنصرين:<sup>3</sup>

إذا اعتبرنا أن قيمة المؤسسة تتألف من مساهمات من مختلف مكونات حافظة موارد المؤسسة المادية والنقدية والموارد غير الملموسة، فإن هذه الموارد تولد قيمة من خلال تمكين المؤسسة من إنتاج وتسويق وبيع سلعها وخدماتها إلى عملاء محددين في الأسواق الحالية. من ناحية أخرى، لا تملك أنواع معينة من الموارد أرباحا فورية وقابلة للقياس. تهدف الاستثمارات في هذه الموارد إلى تمكين المؤسسة من إنتاج سلع أو خدمات في وقت ما في المستقبل، ولكن النتائج تخضع للكثير من عدم اليقين - السوقية والتكنولوجية والتنظيمية. تهدف هذه الاستثمارات إلى تأمين واستغلال فرص النمو المستقبلية. على النحو التالي:

<sup>1</sup> Maaretta Torro, **Global Intellectual Capital Brokering: Facilitating the Emergence of Innovations Through Network Mediation**, VTT Technical Research Centre of Finland, Espoo, 2007, PP: 9, 10.

<sup>2</sup> Arnaud Groff, Op.Cit., PP: 14.

<sup>3</sup> Sudi Sudarsanam et Al., Op.Cit., PP: 295, 296.

"قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للأصول + قيمة فرص النمو المستقبلية من الموجودات الموجودة بالفعل + قيمة فرص النمو المستقبلية من الأصول الجديدة." أمثلة هذه المكونات الثلاثة هي: مباني المصانع والموجودات المالية (المكون الأول)، براءة الاختراع التي تنتج عن استثمارات البحث والتطوير التي تمت بالفعل (المكون الثاني)، ومنتج يمكن اكتشافه أو تطويره من أي بحث قيد التطوير مما يؤدي إلى استثمار مستقبلي لاستغلال نتائج هذا البحث (المكون الثالث). يعتمد المكونان الثاني والثالث إلى حد كبير على مسار المؤسسة وينشأ عن تراكم الموارد والقدرات من الاستثمارات السابقة. تتيح فرص النمو المستقبلية استغلال هذه المعرفة المتراكمة وإنشاء منتجات وخدمات جديدة. وبالتالي، فالاستثمارات التي تخلق الأصول المعرفية مثل البحث والتطوير هي خيارات لفرص النمو المستقبلية.

يجب تقييم البحوث والتطوير المؤدي إلى الابتكارات لإسهامها المحتمل في توليد فرص نمو على المدى القصير والطويل على حد سواء. قد تؤدي الاستثمارات في أنشطة توليد فرص النمو المستقبلية إلى استثمارات لاحقة في الأصول غير الملموسة وكذلك الأصول الملموسة اللازمة لاستغلال فرص النمو. وهكذا فإن الاستثمار البحثي هو المرحلة الأولى من سلسلة من الاستثمارات المضاربة والمخاطرة. وهذا الاستثمار هو مجرد شراء خيار. لا يمكن إتمام تقييم الاستثمار في المرحلة الأولى دون تقييم المكاسب الناتجة عن الاستثمارات في المرحلة اللاحقة. عند تقييم الاستثمار الأولي كخيار، يجب وضع احتمال التخلي عنه عندما يكون غير مجدي الاستمرار بالاحتفاظ به. هذه المرونة هي مصدر القيمة للمؤسسة. وبعيدا عن كونها مظهرا من مظاهر الفشل، فإن القدرة على التخلي هي خيار قيم. من ناحية أخرى تؤدي إعلانات الإنفاق على البحث والتطوير، إلى إعادة تقييم قوية لسوق الأوراق المالية للمؤسسة المعلن عنها. وبالتالي، يقيم المستثمرون الخيارات التي يتوقع أن تخلقها هذه النفقات. يتصرف "المشاركون في السوق" في البورصة كما لو أن نفقات البحث والتطوير تتمتع بفوائد اقتصادية مستقبلية كبيرة للمؤسسة.

#### المطلب الرابع: دور رأس المال الزبوني في تعظيم القيمة: قيمة المؤسسة تعني قيمة الزبائن

يتوقف تأثير الزبون على قيمة المؤسسة على عدة عوامل من بينها نوع الزبون هل هو مريح أم لا، دورة حياته فالزبون في بداية تعامله مع المؤسسة لا يؤثر على القيمة بشكل مباشر، ولأثره للمؤسسة، ومؤشرات أخرى ترتبط مباشرة بقيمة الزبون وبالتالي بقيمة المؤسسة وهي اكتساب الزبائن، المحافظة عليهم، وهامش الربح المتولد عن كل زبون.

لا يعتبر كل عملاء المؤسسة رأس مال لها وبالتالي مصدرا للقيمة، فوفقا لدراسة قام بها Bank One of Columbus بولاية أوهايو في الولايات المتحدة الأمريكية حيث درس قاعدة عملائه، اكتشف أن 20 % من عملائه فقط هم الذين يحققون كل أرباحه أما نسبة 80 % الباقية فهي تكلفة، ففي الغالب يكون أفضل الزبائن أكثر قيمة من الزبائن العاديين، إلا أن معظم المؤسسات يتخذون معظم القرارات الاستراتيجية والتكتيكية بناء على الزبائن العاديين دون اجراء تقدير دقيق لقيمة الزبائن، وهذا يتسبب في تبديد موارد ثمينة كان يفترض أن توجه نحو الزبائن ذوي القيمة المرتفعة،

وهدر فرص هامة لتحقيق النمو والأرباح. وبالتالي يمكن للزبون الجيد أن يخلق قيمة مستمرة للمؤسسة ويعظم أرباحها وإيراداتها إذا تم تكييف الاستراتيجيات البيعية والتسويقية لها مع حاجاته وسلوكياته، وصياغة استراتيجية للاحتفاظ به، وإدارة تكلفة خدمة الزبائن الأقل ربحية.<sup>1</sup> وبالتالي يجب أن يتفاوت الاستثمار في الزبائن تبعاً للأرباح المحتملة التي ستولد عن كل عميل. وعليه يميز بين أربعة أنواع من الزبائن حسب القيمة التي توفرها لهم المؤسسة من خلال منتجاتها وخدماتها والقيمة التي يوفرها للمؤسسة من خلال الأرباح المتولدة عنهم:<sup>2</sup>

- **زبائن النجمة:** يحصل هؤلاء على أعلى قيمة من منتجات المؤسسة وخدماتها وفي المقابل يوفر قيمة مرتفعة من خلال هوامش الأرباح الكبيرة المتولدة عنهم وولائهم للمؤسسة وفترة احتفاظها الطويلة بهم؛
- **القضايا الخاسرة:** هؤلاء الزبائن لا يحصلون على قيمة مرتفعة من المؤسسة كما أنهم لا يوفر قيمة لها، دورهم في حالة وجود عدد كبير منهم هو دعم اقتصاديات الحجم، وفي حالة عدم وجود وفورات الحجم ينبغي على المؤسسة التخلص منهم بعدم الاستثمار فيهم؛
- **الزبائن المستضعفون:** يوفر هؤلاء قيمة عالية للمؤسسة إلا أنهم لا يحصلون على الكثير من القيمة من المؤسسة، ومثال هؤلاء الزبائن المكتسبون حديثاً بأعداد كبيرة الذين لا يتمتعون بخبرة طويلة، أو الزبائن الدائمين الذين يقعون مخلصين للمؤسسة بسبب جمودهم، وهم عرضة للفرار إلى مؤسسات منافسة ما لم تتخذ إجراءات تصحيحية؛
- **الراكبون المجانيون:** يحصل هؤلاء على قيمة مرتفعة من المؤسسة لكنهم لا يمثلون قيمة كبيرة بالنسبة إليهم، ومثال ذلك المتاجر الكبرى التي تروج لمنتجات معينة بأسعار منخفضة من أجل اجتذاب الزبائن إليها طمعاً بعد ذلك في استدراجهم لشراء سلع أعلى سعراً، وما يحدث هو الاقتصار على شراء العروض الخاصة فقط، وبالتالي على المؤسسة زيادة الأسعار التي تتقاضاها منهم أو تخفيض مستوى خدماتها لهم، وبالرغم من أن هذا سيخفض من قيمة المؤسسة لدى زبائنها إلا أنه سيعزز قيمة زبائنها بالنسبة إليهم.

كما أن احتياجات الزبائن وآليات التوجه نحوهم ودورهم في خلق القيمة يختلف باختلاف دورة حياتهم، والمؤسسة تسعى إلى تكوين قاعدة زبائية وتوسيعها من خلال تحديد مراحل دورة حياة زبائنها. وفيما يلي عرض لتقسيم القاعدة الزبائية التي تملكها المؤسسة على أساس مراحل دورة حياة الزبون حسب ما حدده **Armstrong kotler &** تتضمن المرحلة التي تطور فيها المؤسسة علاقتها مع زبائنها الأساسيين بحيث يتحولون إلى رأس زبوني له تأثير على أرباح المؤسسة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> كريس أشتون، ترجمة: علا أحمد إصلاح، مرجع سبق ذكره، ص: 142، 145، 151.

<sup>2</sup> سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، ترجمة: أمين الأيوبي، مرجع سبق ذكره، ص: 74-79.

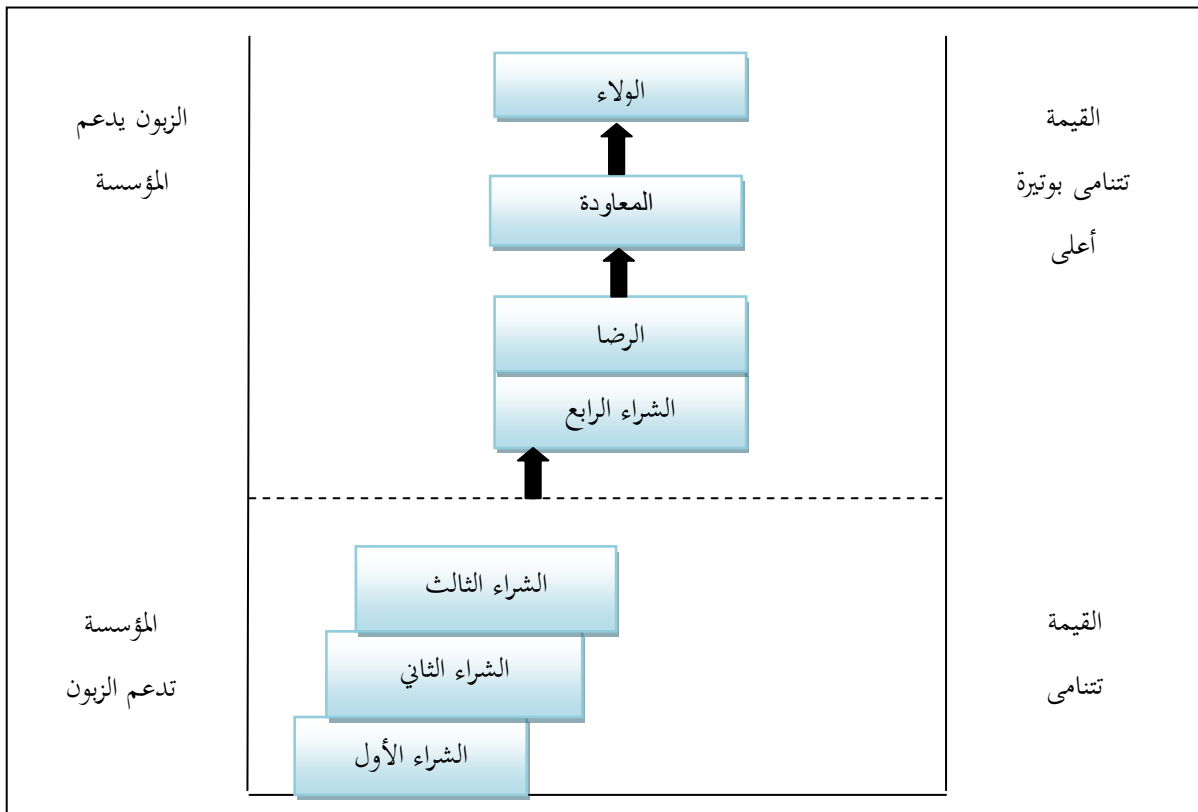
<sup>3</sup> زكريا الدوري، أحمد علي صالح، **الفكر الاستراتيجي وانعكاساته على نجاح منظمات الأعمال: قراءات وبحوث**، دار اليازوري، عمان، 2009، ص: 254-256.

- المرحلة الأولى، المشتبه به **Suspect**: هو شخص يتعرف أو يصطدم بتحليلات من الزبائن الحاليين، وتعمل المؤسسة في هذه المرحلة على جذب هذا الزبون عن طريق مختلف قنوات الترويج؛
- المرحلة الثانية، المحتمل **Prospect**: وهو المشتبه الذي يستجيب للإعلان ويظهر الاهتمام بالشراء، والهدف هنا هو زيادة تأثير المؤسسة لتقوية العلاقة مع الزبون، ومن ثم العمل على تحويل المحتمل الى زبون؛
- المرحلة الثالثة، الزبون **Customer**: وهو الشخص المحتمل الذي يقوم بالشراء، والهدف الأول هنا هو الاحتفاظ بالزبون لأن الاحتفاظ هو الأساس في زيادة أرباح المؤسسة على المدى البعيد، فبعد الاحتفاظ بالزبون يزيد ولاء هذا الأخير، ثم يحول الولاء الزبون إلى مدافع؛
- المرحلة الرابعة، المدافع **Advocate**: وهو الزبون الذي يساعد على جذب الزبائن الجدد والهدف هنا هو المحافظة على المدافع وزيادة ولاءه، وفي هذه المرحلة والتي قبلها يتحول إلى رأس مال زبوني يؤثر على قيمة المؤسسة.
- إن جوهر رأس المال الزبوني يتمثل في العلاقات المتميزة مع الزبائن وهذا يخلق نمط الزبائن ذوي الولاء وهم الأكثر ربحية، وقد أشار F.F. Reichheld وهو أول من أشار إلى ما يمكن تسميته باقتصاديات الولاء وإمكانات التعبير عن الولاء بطريقة كمية من خلال ما يسمى بتأثير الولاء Loyalist Effect إذ أن زيادة ولاء الزبون بنسبة 95 % يمكن أن يؤدي إلى زيادة الأرباح بنسبة (25 - 95 %).
- هذا الولاء الذي يخلق القيمة للمؤسسة هو نتيجة لعملية موازية تسمى خلق القيمة للزبون أي إنتاج منتجات وخدمات تلي توقعاته من حيث السعر والجودة، وهذه العملية تبدأ بإدارة معرفة الزبون التي تقتضي فهم عميق لحاجاته وتوقعاته ورغباته وجعله جزء من الهيكل التنظيمي للمؤسسة وأصل من أصولها، وبالتالي تحصل المؤسسة على زبون راضي ومن ثمة زبون ذو ولاء، هذا الأخير يحقق القيمة عن طريق:<sup>1</sup>
- توسيع حصة الزبون من السلع والخدمات المشتراة وليس حصة السوق وهذا يعني زيادة العائد من كل زبون إلى أقصى حد ممكن؛
- المحافظة على معدلات معاودة عملية الشراء مما يؤدي إلى زيادة هوامش الربح؛
- الاحتفاظ بالزبون والذي هو فعال في خفض الكلف أكثر من حالة اكتساب زبون جديد، فرأس المال الزبوني يؤدي إلى خفض كلفة الصفقة فكلما كان الزبون معروفا أدى ذلك إلى خفض فترة الاتصالات والتفاوض على السلعة والمواد وتقليص وقت الشحن والتسليم، وقد أشارت الدراسات إلى أن كلفة الحصول على زبون جديد للمؤسسة تعادل 5 أضعاف كلفة الحصول على زبونها المتعامل معها أصلا؛

<sup>1</sup> علاء فرحان طالب، أميرة الجنابي، إدارة المعرفة: إدارة معرفة الزبون، دار صفاء، عمان، 2009، ص ص: 110-134.

– التحدث إلى زبائن آخرين مما يولد زبائن جدد ويقلل من احتمال توجه الزبون إلى مؤسسات أخرى منافسة مما يولد لدى المؤسسة القدرة على حماية نفسها من المنافسة خصوصا المنافسة السعرية.

والشكل الآتي يوضح كيف يتحول الزبون من مجرد مشتري إلى رأس مال زبوني يخلق القيمة انطلاقا مما يسمى بمبدأ الشراء الرابع وهو نقطة التحول التي عندها تبدأ العلاقة المتبادلة بين المؤسسة والزبون. شكل رقم (11): مبدأ الشراء الرابع



المصدر: علاء فرحان طالب، أميرة الجنابي، إدارة المعرفة: إدارة معرفة الزبون، دار صفاء، عمان، 2009، ص: 135.

يلاحظ من الشكل أن القيمة تتزايد مع تنامي علاقة المؤسسة بالزبائن وصولا إلى الولاء إذ أن القيمة تتحول من التنامي بوتيرة عادية إلى وتيرة أعلى مع كل تقدم لاحق في استمرار هذه العلاقات لفترة أخرى ولا شك أن تزايد القيمة مع الوقت هو الذي يحول هذه العلاقات إلى رأس مال زبوني تعمل إدارة معرفة الزبون على تحقيقه بالعلاقة مع الزبون.

ومن جهة أخرى فإن القيمة المكونة في المؤسسة والتي هي نتيجة تحرك السلع في سلسلة القيمة – عندما تتحول المواد الأولية إلى مكونات وتجمع في المنتجات التامة الصنع وهذه الأخيرة توزع على الزبون النهائي – تتكون من شقين، الأول: قيمة

الزبون التي تتكون من المنافع المدركة من طرف الزبون مطروح منها سعر البيع، والشق الثاني: يتمثل في ربح المنتج الذي يمثل الفرق بين السعر وتكلفة الإنتاج. كما هو موضح في المعادلة الآتية:

$$\text{خلق القيمة} = \text{فائض المستهلك} + \text{ربح المنتج}$$

وبالتالي فإن الزبون هو عنصر فعال في خلق القيمة فكلما قامت المؤسسة بالمحافظة على الزبون واستقطاب زبائن جدد من خلال فهم حاجياتهم وتوقعاتهم - وبالتالي تحولهم الى رأس مال زبوني - كلما استطاعت رفع المنافع المدركة من قبل الزبون وبالتالي رفع قيمة الزبون ومنه رفع القيمة المكونة في المؤسسة.<sup>1</sup>

ويستنتج من النقطة السابقة أن قيمة المؤسسة هي قيمة مختلف أصحاب المصالح ومثال ذلك أن القيمة المكونة عن طريق سلسلة القيمة تساوي قيمة الزبون إضافة إلى الربح المحقق من طرف المؤسسة، ويمكن إدراج مختلف قيم باقي أصحاب المصالح في القيمة الإجمالية للمؤسسة بنفس الطريقة، فإذا اعتبرنا ثلاث مجموعات من أصحاب المصالح هم العمال، الزبائن، وحملة الأسهم فتصبح القيمة المكونة تتكون من ثلاث أنواع من القيمة، قيمة الزبون، القيمة المدركة من طرف العامل التي تتمثل في مجموعة المنافع التي يحصل عليها من أجور وحوافز وترقيات مطروح منها ما يبذله العامل من جهد وعمل مقدرة كميًا، والقيمة المدركة من طرف حملة الأسهم التي تتمثل في العائد على الاستثمار مطروح منه تكلفة التمويل.

يبدو أن بعض الدراسات اعتبرت تأثير رأس المال الزبوني تأثيراً جزئياً على القيمة المكونة في المؤسسة، إلا أن دراسة أخرى اعتبرت قيمة الزبون قيمة بديلة لقيمة المؤسسة، لأنه إذا تم استثناء النواحي المالية الصرفة مثل تحويلات العملات سنجد أن كافة الأرباح وتدفق الأموال الذي يشكل الأساس في تقييم المؤسسة يأتي من الزبائن الذين يشترون منتجات المؤسسة وخدماتها. وبالتالي إذا أردنا تقدير قيمة المؤسسة يكفي تقدير القيمة الحالية والمستقبلية لقاعدة عملائها، وهذا يتسنى عن طريق تقدير: أولاً، تقدير القيمة العمرية للعميل (المماثل لتقييم تدفق الأموال المخصص) وهو مفيد لتقييم قاعدة العملاء الحالية بأكملها، وثانياً، معرفة كلفة اكتساب الزبائن والمحافظة عليهم لتقدير عدد الزبائن المستقبليين وقيمتهم. وفيما يلي تفصيل في هذه المفاهيم:<sup>2</sup>

بالنسبة للقيمة العمرية للزبون تعرف على أنها القيمة الحالية لكافة الأرباح الحالية والمستقبلية المتولدة عن العميل طوال فترة تعامله مع المؤسسة، وهذا المفهوم يجمع بين أهمية الأرباح الحالية والمستقبلية، والقيمة الزمنية للنقود، وإمكانية إحجام العملاء عن التعامل مع المؤسسة مجدداً. ولتقدير القيمة العمرية للزبون يتم تحديد الأرباح المتولدة عن الزبون طوال مدة تعامله مع المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار معدل الخصم الذي يوضح القيمة الزمنية للنقود، ومعدل وتكلفة المحافظة على الزبون أو

<sup>1</sup> زكريا الدوري، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص ص: 208، 209.

<sup>2</sup> سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 125، 145، 34-37، 152-154، 87-121.

معدلات نفورهم بالنسبة للزمن. وعند حساب القيمة العمرية للزبائن يتم مقارنتها مع تكلفة اكتساب الزبائن التي تقابل مفهوم تكلفة الاستثمار في الزبائن.

وبالتالي فمفاهيم مثل معدل وتكلفة اكتساب الزبون، هامش الأرباح المتولد عن الزبون، ومعدل وتكلفة المحافظة على الزبون تعتبر محفزات لقيمة الزبون وبالتالي لقيمة المؤسسة، وقد أثبتت نفس الدراسة والتي أجريت على خمس مؤسسات عاملة في مجال الانترنت خلال الفترة 1996-2000 أن تحسن نسبته 1% في معدل المحافظة على الزبائن ينتج عنه تحسن نسبته 5% في قيمة المؤسسة وهذا التأثير يفوق تأثير تحسن نسبته 1% في هامش الأرباح بمقدار خمسة أضعاف وفي كلفة الاكتساب بمقدار 50 ضعفا، كما أظهرت أن تأثير المؤشرات المتعلقة بالزبون على قيمة المؤسسة أكبر من تأثير المؤشرات المالية مثل تكلفة رأس المال، فتأثير معدل المحافظة يفوق تأثير تكلفة رأس المال بمقدار خمسة أضعاف، ويزيد تأثير معدل المحافظة كلما كانت تكلفة التمويل منخفضة. وهو ما يؤيد نتائج دراسات أخرى تم الإشارة إليها تفيد بأن تكلفة المحافظة على الزبائن أقل من تكلفة اكتساب زبائن جدد، كما يتوافق مع أساس رأس المال الزبوني الذي يقتضي المحافظة على قاعدة الزبائن الحالية وتعظيم العوائد من الاستثمار فيها. وفيما يلي تفصيل في كيفية تأثير مؤشرات الزبون المذكورة على تدفق الأرباح وقيمة المؤسسة:

- **اكتساب الزبائن:** يعتبر اكتساب الزبائن المرحلة الأولى لتكوين رأس المال الزبوني، وهذا يقتضي التركيز على اكتساب عدد من الزبائن يتناسب مع تكلفة الاكتساب والمخاطر الناجمة عن هؤلاء. وحتى تخلق المؤسسة القيمة في هذه المرحلة يجب أن تكون القيمة العمرية للزبون أكبر من تكلفة اكتسابه، وهذه القيمة لا تعتمد على مقدار ما ينفقه الزبون في المناسبة الواحدة وحسب بل وتعتمد على عدد مرات مشترياتهم وطول مدة تعاملهم مع المؤسسة، وبالتالي قد يتميز زبون بقيمة محدودة في الوقت الحالي لكنه سيكون صاحب قيمة كبيرة في المستقبل، من ناحية أخرى يجب أن تكون لدى المؤسسة محفظة زبائن تأخذ بعين الاعتبار إلى جانب القيمة العمرية المتوقعة، المخاطر وانعدام اليقين المترافق معها لأن الزبائن كالأسهم أرصدة مخوفة بالمخاطر لا ضمانات للتدفق النقدي لديهم في المستقبل.

- **هامش الأرباح المتولد عن الزبون:** إلى جانب تركيز المؤسسة على زيادة عدد العملاء، فيجب التركيز على زيادة الأرباح المتولدة عن كل زبون حالي وهذا من شأنه أن يزيد من التدفقات الكلية للمؤسسة وبالتالي قيمتها. ويمكن لها أن ترفع هذا الربح عن طريق ثلاث استراتيجيات: أما زيادة حصتها من محفظة كل زبون عن طريق معرفة حصتها وحصص المنافسين من مشتريات الزبائن والعمل على تحويل نسبة كبيرة مما ينفقه هؤلاء على مؤسسات أخرى إلى المؤسسة ذاتها، أو عن طريق بيع منتجات إضافية للزبون يبيعه أكثر من منتج بإتباع التسلسل الطبيعي للمنتجات مثلا يبدأ عملاء المصارف بكتابة الشيكات وفتح الحسابات ثم ينتقلون إلى الرهونات العقارية وطلب المشورة في الاستثمار، فتحدد سلسلة من المنتجات لبيعها للزبائن يؤدي إلى ارتفاع هامش الأرباح لكل عميل لبيع عدة منتجات، وتحسين مستوى

رضى الزبائن والمحافظة عليهم، وبالتالي لبيع منتجات إضافية تأثير مزدوج على القيمة العمرية للعميل وبالتالي قيمة المؤسسة، والإستراتيجية الثالثة هي إعادة تعريف العمل التجاري وخط الإنتاج بما يتناسب مع أولويات الزبائن مع مراحل العمرية ومثال ذلك مؤسسات التجميل والمصارف، أو توسيع نطاق الخدمات التجارية لإضافة قيمة للزبائن وزيادة حجم المبيعات من المنتجات ذات هامش الأرباح المرتفع. مع الإشارة إلى أن هذه الاستراتيجيات قد لا تكون مفيدة من وجهة نظر الزبون إما لمقاومته نتيجة شكوكه في مثل هذه العروض المشتركة أو لافتقار المؤسسة للكفاءة اللازمة.

– **المحافظة على الزبون:** إن المحافظة على الزبائن هو الفارق بين الزبائن كتكاليف والزبائن كرأس مال، لأن الزبائن الذين تتمكن المؤسسة من المحافظة عليهم لمدة زمنية معينة هم الذين يعتبرون رأس مال للمؤسسة باعتبارهم الأكثر ربحية والأقل تكلفة. لذلك على المؤسسة أن تركز على المحافظة على الزبائن الحاليين قبل التفكير في اكتساب زبائن جدد لأن التفكير في هذا الأخير يهدد بقاء الزبائن القدامى كما أن كلفة الاكتساب أعلى من كلفة المحافظة. وتؤدي المحافظة على الزبائن إلى تحقيق عدة فوائد أهمها:

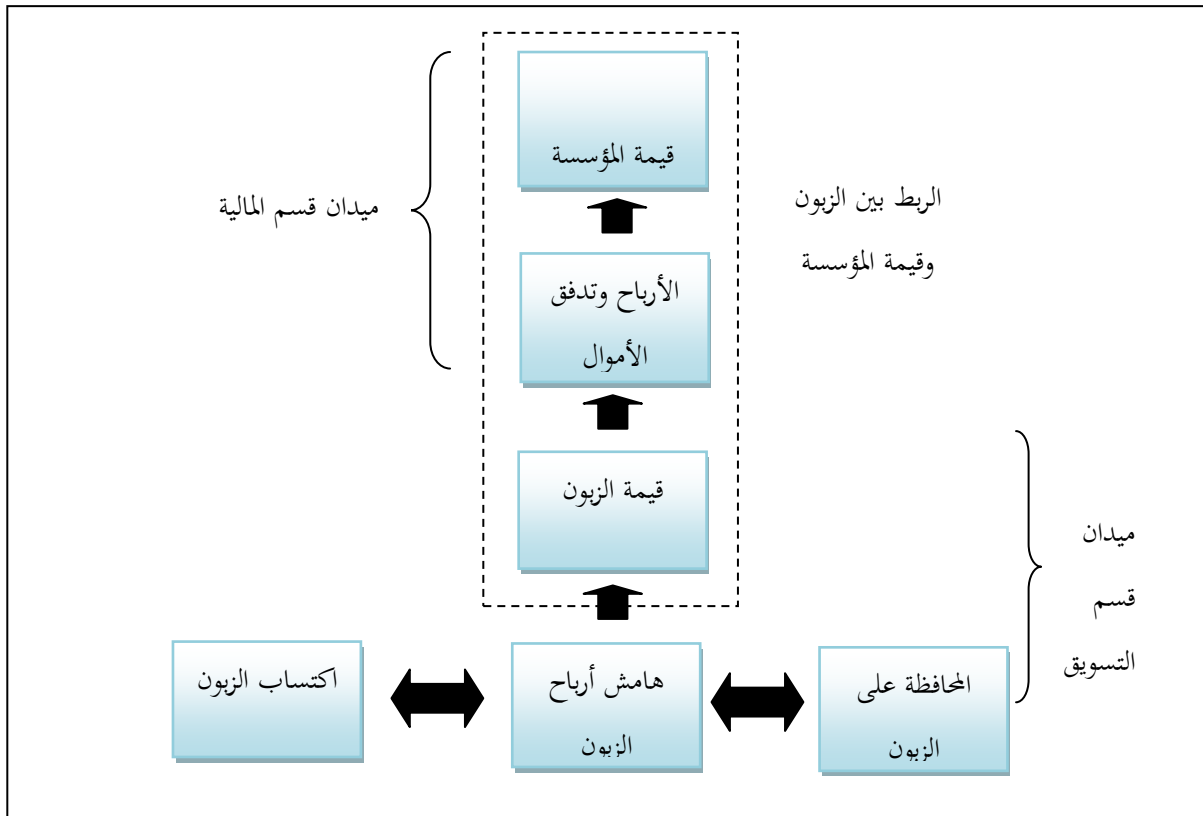
- زيادة الحصة السوقية كلما زاد معدل المحافظة على الزبائن لأن هذا الأخير يبين تكرار الشراء من المؤسسة ذاتها أو النفور إلى مؤسسات أخرى فكلما حافظت المؤسسة على نسبة كبيرة من عملائها مما يعني قلت نسبة الزبائن الذين يتحولون إلى مؤسسات أخرى فهي بهذا تقلل حصص المنافسين وترفع من حصتها؛
- التأثير على الربحية بقدر أكبر من تأثير التحسن في هامش الربح المتولد عن الزبون أو تأثير تخفيض كلفة الاكتساب لأنها تظهر مرة واحدة فقط على عكس تحسين معدل المحافظة أو حتى الهامش اللذان يحدث تأثيرهما على فترات متعددة.

هذه الفوائد المترتبة على زيادة معدل المحافظة يجب أن تقارن وتكلفة هذا الأخير، لأن أي زيادة في معدل المحافظة سيترتب عليها تكاليف مرتفعة، لذلك فإن هناك مستويات مثالية للمحافظة ينبغي على المؤسسة بلوغها، وهذا يعني أن التوصل إلى معدل محافظة نسبته 100% أو معدل نفور نسبته 0% ليس هدفا إستراتيجيا مثاليا، وإذا تحقق ذلك في مؤسسة ما فمن المرجح أنها تبالغ في الاستثمار ولا تتقاضى منهم أجورا كافية أو أن قاعدة عملائها صغيرة وشديدة الولاء ولا خيار لها سوى البقاء مخلصه للمؤسسة كأن تتعامل مع مؤسسة احتكارية. كما يجب على المؤسسة أن تميز بين العملاء الأكثر قيمة والعملاء الهامشيين وتركز على المحافظة على العملاء الأكثر قيمة لأنهم الأكثر ربحية والأقل تكلفة.

وبالتالي حتى تحصل المؤسسة على أعلى قيمة من رأس مالها الزبوني يجب أن تعمل على تخفيض تكاليف اكتساب الزبائن الجدد، والعمل على زيادة معدل المحافظة على الزبائن الحاليين خاصة الأكثر ربحية مع مقارنة ذلك مع تكلفة المحافظة وزيادة هامش الربح المتوقع من كل زبون، والقيمة تأتي من مقارنة تكاليف الاكتساب وتكاليف المحافظة مع القيمة العمرية

للعمل، وبالتالي من التخصيص الجيد للموارد الذي يهدف إلى تطوير المنتجات والخدمات التي تقدم إلى الزبائن المرشحين. والشكل الآتي يلخص المفاهيم السابقة موضحاً تأثير مؤشرات الزبون على قيمة المؤسسة.

الشكل رقم (12): الربط بين قيمة الزبون وقيمة المؤسسة



المصدر: سونيك غويتا، دونالد ليهمان، ترجمة: أمين الأيوبي، إدارة العملاء كاستثمارات طويلة الأمد: القيمة الاستراتيجية للعملاء على المدى الطويل، الدار العربية للعلوم - ناشرون، بيروت، 2006، ص: 125.

يعتبر الزبون المصدر الأساسي للأرباح وتدفق الأموال للمؤسسة إذا تم استثناء النواحي المالية الصرفة، فمعرفة كلفة اكتساب الزبائن ومعدل المحافظة عليهم تفيد في تقدير عدد الزبائن المستقبليين وقيمتهم، ومعرفة قيمة الزبون الواحد تفيد في توقع تدفق الأموال وبالتالي قيمة المؤسسة. ومنه فقيمة المؤسسة تربط بين قرارات التسويق والقرارات المالية التي تهدف إلى رفع قيمة المؤسسة.

إن الاستراتيجيات التي تعتمد على الزبون يجب أن تأخذ بعين الاعتبار وجهي قيمة الزبون، فكما أن المؤسسة توفر القيمة للزبون من حيث منتجاتها وخدماتها، حيث يعتبر هذا استثمار من المؤسسة، فالزبون أيضا يوفر القيمة للمؤسسة من حيث تدفق الأرباح مع مرور الوقت، وهو العائد من هذا الاستثمار، وهذه النظرة تراعي أهمية الاستثمار في الزبائن وفي عائلاتهم

وبالتالي فقيمة الزبون تربط بين القرارات المتعلقة بالتسويق حيث العميل هو الأساس والقرارات المالية حيث المال هو الأساس، ومنه سد الفجوة بين وظيفتي التسويق والمالية التي تعود أصولها إلى أزمة الانترنت سنة 2000 حيث أدى إهمال المقاييس المالية كنسبة سعر السهم إلى الربح أو التدفق النقدي المقدر بالقيمة الحالية - لأن الكثير من المؤسسات لم يكن لديها مكاسب إيجابية أو سيولة - والاعتماد على مقاييس غير مالية مثل عدد العملاء، لأنهم اعتبروا هؤلاء إضافة إلى تكاليف البحث والتطوير كأصول غير ملموسة لكن تعذر عليهم فيما بعد تحويل هذه الأصول إلى رأس مال، إلى حدوث أزمة الانترنت، ومع ذلك وجد أن للزبائن علاقة مرتبطة بأسعار أسهم مؤسسات الانترنت، وبالتالي أوجب التعامل مع الزبائن كاستثمارات من خلال تقدير قيمة الزبون بدل التركيز على عدد الزبائن (كما فعلت مؤسسات الانترنت) وهذا يوازن بين اهتمامات مدراء التسويق الذين يبالغون في التركيز على نمو المبيعات وعلى اكتساب الزبائن ورجال المالية الذين يقصرون في عدم معاملة الزبائن كأرصدة وتكاليف التسويق كاستثمارات طويلة الأجل، وسبب هذه المبالغة والتقصير هو الافتقار إلى مقاييس واضحة لتقييم قيمة الزبون وتأثيرها على قيمة المؤسسة أو المساهمين فيها.<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل الثالث

رافق تبلور الوعي بأهمية المعرفة في النمو الاقتصادي - مع التحول إلى اقتصاد المعرفة - تطورا موازيا في تحول المعلومات والمعرفة من سلعة حرة إلى سلعة اقتصادية تخضع لقوانين السوق التجارية عن طريق فرض قيود على تداولها بعد أن كان يتم في الماضي من دون أي مقابل وأي قيود، تمشيا مع خصائص سوق المنافسة الكاملة "حرية انتقال المعلومات" فضلا عن أن غالبية المستخدمين للمعلومات في ذلك الوقت لم يكن لديهم المعرفة الكافية للأهمية الحيوية التي يمكن أن تقدمها خدمات المعلومات، وقد أدى التوسع في استخدام تكنولوجيا المعلومات في إتاحة خدمات المعلومات منذ بداية السبعينات من القرن الحالي، إلى تحول المعلومات من سلعة حرة في متناول الجميع إلى مجال للاستثمارات الضخمة. وقد أدى ذلك ازدياد الإحجام عن جعل هذه المعرفة متاحة بحرية في جميع أنحاء المجتمع البحثي. كما أن استخدام بنوك البيانات لمراقبة سلوك الأفراد أو تسويق المنتجات الجديدة، سواء الأنشطة المعرفية أو المعرفة، قد أثار أسئلة غير مسبوقه عن الخصوصية البشرية. بالإضافة إلى ذلك، فإن أحد أخطر جوانب الاقتصاد العالمي القائم على المعرفة تتمثل في التوترات الناجمة عن "الفجوة المعرفية" المتنامية بين الأغنياء معرفيا بلدان الشمال وبلدان (الجنوب) معرفيا. ولتجنب مساوئ سلعة المعرفة يجدر الجمع بين مفهومين هما: التميز العلمي والعدالة الاجتماعية. لكن يجب أن يكون للحكومات دور في توفير أساس سليم للجهود المبذولة لتوليد واستغلال الفرص المعرفية والتعويض عن ضعف الأسواق وإخفاقاتها.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 16-20، 121.

يعتبر خلق القيمة جوهر الأعمال الحديثة، فهو ضروري لجلب الواقع الاقتصادي إلى عالم الأعمال. في حين لا تمثل المقاييس المالية التقليدية القائمة على التكاليف أي انعكاس للواقع. وفي ظل اقتصاد المعرفة، تفترض القيمة المعنى المعقد الذي يتميز بقوة عن ذلك المستخدم في الاقتصاد التقليدي. هناك مفاهيم جديدة، واستراتيجيات جديدة لخلق القيمة مبنية على المعرفة والابتكار. حيث يعتبر رأس المال البشري هو القوة الدافعة لخلق القيمة في الاقتصاد الجديد. من جهة أخرى، يعتمد خلق الثروة على الإدارة الفعالة والاستراتيجية للمعرفة، أي القدرة التنظيمية على إنشاء المعلومات والمعرفة واقتنائها واستيعابها ونشرها واستغلالها. تحديداً، في وجهات النظر الثلاثة التالية المعروفة: المنظور المبني على الموارد، وجهة النظر القائمة على القدرات الديناميكية ومؤخراً المنظور القائم على المعرفة. ثانياً، جودة بيئة الأعمال الاقتصادية الجزئية التي تتنافس فيها المؤسسات. وبالنظر إلى عوائد الاستثمار في المعرفة، فمن الصعب ادراك القيمة الناتجة عن المعرفة وتوضيح التأثير المالي تماماً، ولكن هناك مؤشرات يمكن تتبعها للمؤسسات التي تعطي الأولوية لاستراتيجية المعرفة. مع الإشارة إلى أن هناك عوائد واضحة على الاستثمارات في استراتيجية المعرفة المحسنة من حيث الإنتاجية والتعاون ورضا الموظف ورضا العملاء والابتكار والسرعة في السوق.

يمثل رأس المال الفكري الموارد غير الملموسة التي يعتمد عليها ويتم تنظيمها، إلى جانب الموارد الملموسة والرأسمالية، لخلق قيمة وتحقيق أهداف المؤسسة. وقد أصبحت تشكل 80 في المئة من أصول معظم المؤسسات بحلول عام 1999. وقد أجمعت العديد من الدراسات على أن رأس المال الفكري يؤثر على قيمة المؤسسة، لكن كيفية هذا التأثير ما زالت محل جدل. وفي هذا الصدد يجادل الكثيرون بأن القيمة لا تنشأ مباشرة من أي من عوامل رأس المال الفكري، ولكن فقط من التفاعل بين كل منهم. ومن خلال تتبع الروابط بين كل عنصر من عناصر رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة تبين أن إدارة كل من مهارات العاملين، إدارة الابتكار، وإدارة الزبائن بشكل استراتيجي هي حلقات الوصل بين كل عنصر من عناصر رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة.

## الفصل الرابع

# اختبار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس

### • تمهيد

المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية

المبحث الثاني: نتائج قياس متغيرات الدراسة

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة

### • خلاصة الفصل الرابع

## الفصل الرابع: اختبار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس

### تمهيد

واصل العديد من النقاد الأكاديميين الدعوة إلى فهم أفضل للفجوة الآخذة في الاتساع بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسات، والتي بلغت في كثير من الدراسات حوالي 80 في المائة من القيمة السوقية للمؤسسة. فبينما يرى البعض أن القيمتين لا يمكن أن يتساويا لأن العمليات اليومية للمؤسسة تغير بيان الدخل والميزانية العمومية، والتداول اليومي للأسهم يؤثر على القيمة السوقية، فإن العديدين فسروا هذه الفجوة عن طريق رأس المال الفكري الغير مدرج في القوائم المالية. وعند تحقيق الدراسات في هذه الفرضية توصلت الي نتائج متناقضة فمنها ما وجدت علاقة ايجابية ومعنوية بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة وأخرى عجزت عن اثبات هذه العلاقة.

في هذا الجزء التطبيقي، ارتقينا دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة تونس لاختبار العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة وذلك عن طريق دراسة مدى مساهمة معامل القيمة الفكرية المضافة لهذه المؤسسات في تفسير نسبة القيمة السوقية الى الدفترية للعينة المدروسة خلال فترة 10 سنوات امتدت من 2008 الى 2017. هذه الفترة من تاريخ الاقتصاد التونسي شهدت العديد من المتغيرات التي أثرت بدورها على حجم التداول وتقييم المستثمرين لقيمة المؤسسات. فاستعراض ملخص لأهم الأحداث في هذه الفترة يبين مدى تأثير نشاط البورصة وتسعير الأسهم بالمتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وبنشاط المؤسسة والأرباح المتوقعة. وبافتراض ثبات جميع هذه المتغيرات نفترض أن المؤسسات التي لديها رأس مال فكري مرتفع لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة وأداء مالي مرتفع.

لتحقيق الهدف المسطر في هذا الفصل، يتم إعطاء لمحة عامة عن الاجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية بما في ذلك أخذ العينات والمشاركين، تحديد متغيرات الدراسة ونموذج الانحدار، وتحديد تقنيات جمع البيانات وأدوات التحليل المستخدمة. يتبع الجزء المنهجي التطرق الى نتائج الدراسة التي تنقسم الى جزأين جانب يتعلق بقياس متغيرات الدراسة وجانب حول نتائج تحليل العلاقة بين المتغيرات. وسيتم تناول ذلك في المباحث الآتية:

### المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية

#### المبحث الثاني: نتائج قياس متغيرات الدراسة

#### المبحث الثالث: نتائج تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة

## المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية

في هذه الدراسة تم اتباع منظورين لاختبار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الاقتصادية، أولاً، منظور خلق القيمة من خلال اعتماد نموذج Pulic (1998) في قياس رأس المال الفكري الذي يركز على قياس القيمة المضافة عن طريق الموارد غير الملموسة VAIC ودراسة مساهمتها في تحسين القيمة السوقية للمؤسسة، وثانياً: المنظور المحاسبي التقليدي من خلال اختبار تأثير معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته على الأداء المالي للمؤسسات المدروسة.

## المطلب الأول: أخذ العينات والمشاركين

في هذا المطلب سيتم عرض اجراءات تحديد عينة الدراسة، بالإضافة الى تعريف المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة تونس والمعنية بالدراسة.

## أولاً: تحديد عينة الدراسة

استهدفت الدراسة التطبيقية المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية. وقد تم اختيار السوق التونسية لأنها تعتبر حسب تقرير صندوق النقد العربي AMF من بين البورصات العربية الستة عشر الرئيسية من حيث الأداء. حيث أوضح التقرير الأخير لنهاية سنة 2018 أن أسواق الأسهم العربية ارتفعت بنسبة 22٪ في النصف الأول من عام 2018. وأكبر زيادة يتم وضعها في حساب بورصة تونس، التي تحسنت بنسبة 20 ٪، قبل المملكة العربية السعودية ومصر.<sup>1</sup> من ناحية أخرى تحتل تونس مراتب متقدمة من حيث الابتكار في التصنيفات العالمية في السنوات الأخيرة. حيث احتلت المرتبة الأولى عربياً وإفريقياً في مؤشر الابتكار العالمي بلومبارغ لسنة 2018 والمرتبة 43 عالمياً، حيث أحرزت تقدماً بمرتين مقارنة بـ 2017. وذلك بمعدل 49.83 نقطة من مئة، حيث تحصلت على 44 نقطة من حيث كثافة البحث والتطوير، 41 نقطة في مؤشر القيمة المضافة الصناعية، 46 نقطة في مؤشر الانتاجية، 41 نقطة في مؤشر اعتماد التكنولوجيا الحديثة، 16 نقطة في مؤشر كفاءة التعليم العالي، 40 نقطة في مؤشر التركيز على البحث العلمي، وأخيراً 44 نقطة في مؤشر نشاط براءات الاختراع.<sup>2</sup>

شمل مجتمع الدراسة مجموعة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية خلال فترة 10 سنوات ممتدة من 2008 الى 2017 وعددها 51، 53، 56، 57، 59، 72، 77، 78، 79، و81 مؤسسة على التوالي. تم استثناء البنوك والمؤسسات المالية -وعدها 22، 22، 25، 24، 24، 26، 26، 26، و26 مؤسسة على التوالي- من

<sup>1</sup> Rédaction, Les Bourses Arabes Progressent, Article disponible sur :

<https://www.financialafrik.com/2018/11/05/les-bourses-arabes-progressent/>, In: 3/01/ 2019, At: 21:31.

<sup>2</sup> Bloomberg 2018 Innovation Index, Available on: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-22/south-korea-tops-global-innovation-ranking-again-as-u-s-falls>, In: 3/01/ 2019, At: 21:21.

العينة لتقتصر الدراسة على المؤسسات الاقتصادية فقط وعددها خلال فترة الدراسة 29، 31، 31، 33، 35، 46، 51، 52، 53، 55 مؤسسة اقتصادية.

تم اختيار هذه المؤسسات للأسباب الآتية:

- الدراسة تتطلب بيانات شاملة لمستوى الأداء التنظيمي لقياس رأس المال الفكري وقيمة المؤسسات، مما استلزم التركيز على المؤسسات المتداولة علنا؛
- تقرر من خلال هذه الدراسة تحديد مجموعة كبيرة من المؤسسات التي تمثل العديد من الصناعات لزيادة تباين المتغيرات وتعزيز تعميم النتائج.

وكمرحلة ثانية من اختيار العينة. تم اتباع عدة معايير للوصول الى العينة النهائية:

- تم اختيار المؤسسات المدرجة لمدة 10 سنوات متتالية خلال فترة الدراسة، وعددها 29 مؤسسة؛
- المؤسسات التي لم تنشر تقاريرها المالية لأحد السنوات المعنية بالدراسة، تم استبعادها أيضا. عدد هذه المؤسسات هي: 6 مؤسسات. أصبحت العينة تشمل 23 مؤسسة؛
- لضمان صحة البيانات تم اعتماد الشروط التي تم تحديدها في الدراسات السابقة، وهي استبعاد المؤسسات ذات القيمة الدفترية السالبة لحقوق الملكية، أو الشركات ذات القيمة السلبية لرأس المال البشري أو رأس المال الهيكلي من العينة، عدد هذه المؤسسات: 7 مؤسسات. وبالتالي: أصبحت العينة النهائية تشمل 16 مؤسسة. والجدول (03) يوضح توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات.

جدول رقم (03): توزيع عينة الدراسة حسب قطاعات النشاط

عدد المؤسسات	القطاع
3	قطاع خدمات المستهلك
1	قطاع الصحة
4	قطاع مواد الاستهلاك
5	قطاع الصناعة
2	قطاع المواد الأساسية
1	قطاع البترول والغاز
16	المجموع

المصدر: إعداد الباحثة بناء على تقارير بورصة تونس وعينة الدراسة.

يوضح الجدول (03) توزيع مؤسسات عينة الدراسة وفقا لقطاعات النشاط، تتكون العينة من 16 مؤسسة في 6 قطاعات. يحتوي قطاع الصناعة على 5 مؤسسات، أما قطاعي الصحة والبتروك والغاز فيتكونون من مؤسسة واحدة في كل قطاع.

### ثانيا: تعريف المؤسسات محل الدراسة

توزع المؤسسات محل الدراسة على 6 قطاعات مختلفة تضم مجموعة من المؤسسات الرائدة في مجالاتها في تونس. وفيما يلي سيتم التعريف بكل مؤسسة:<sup>1</sup>

1. قطاع خدمات المستهلك: يشمل هذا القطاع 3 مؤسسات هي: شركة المغازة العامة، شركة مونوبري، والشركة التونسية لأسواق الجملة.

- شركة المغازة العامة **MAGAZIN GENERAL**: هي سلسلة من محلات السوبرماركت موجودة في تونس منذ 1925 زمن الحماية الفرنسية ثم أصبحت بعد الاستقلال فرعا للشركة التونسية لصناعة الحليب الحكومية التي انفصلت عليها عام 1986، وقد وسعت شبكتها في عام 1988 بعد الاندماج مع المتاجر الحديثة، لتعزيز مكانتها كسلسلة تجارية رائدة في البلاد. في سبتمبر 2007 تم التنازل على مساهمة الدولة لصالح مجموعتي بولينا والبياحي في صفقة بلغت 70 مليون دينار. إشترت شركة باطام بعد إفلاسها لتسهيل إمتلاك نقود أوفر. تهيمن الشركة مع سلسلتي كارفور ومونوبري على قطاع التجزئة الغذائية في المساحات التجارية الكبرى في تونس، أدرجت في سوق تونس منذ جانفي 1999. تعمل الشركة في قطاع تجارة التجزئة والاستيراد والتصدير للمنتجات من أي نوع بما في ذلك جميع المنتجات الزراعية. تشغل الشركة 1720 شخصا.

- شركة مونوبري **MONOPRIX**: هي شركة توزيع بمراكز تجارية تونسية تابعة لمجموعة المبروك (78 بالمئة من الأسهم) منذ سنة 2000، تأسست في 18 أوت 1933 تحت اسم الشركة الجديدة لمدينة تونس مونوبري من طرف أندريه ليفي ديسباس André Lévy-Despas. أدرجت في البورصة في مارس 1995. على علاقة بشركة مونوبري الفرنسية، حيث حملت نفس الاسم التجاري (مونوبري) ونفس العلامة. تعد مونوبري الشركة الرائدة في قطاع التوزيع بالمراكز التجارية في تونس، حيث يبلغ نصيبها من السوق أكثر من 23 بالمئة، كما تملك 80 مركزا تجاريا.

- الشركة التونسية لأسواق الجملة **SOTUMAG**: هي شركة عامة تأسست في 4 ديسمبر 1985، وأدرجت في البورصة في فيفري 1999. مهمتها تسيير وتنظيم السوق ذات المصلحة الوطنية، تسيير وصيانة الممتلكات العقارية ووسائل الاستغلال، مراقبة الصحة البيطرية والجودة وردع المخالفات، والقيام بدراسات حول إحصائيات السوق.

<sup>1</sup> المواقع الإلكترونية للمؤسسات المدروسة.

2. قطاع الصحة: يشمل قطاع الصحة مؤسسة واحدة هي: شركة أدوية.

- شركة أدوية **ADWIYA**: تأسست الشركة في 25 جوان 1983، وأدرجت في سوق تونس منذ جوان 2007. تعمل في قطاع انتاج وتصنيع المواد الصيدلانية والأدوية البشرية والبيطرية ومستحضرات التجميل والنظافة الشخصية وبيع واستيراد هذه المنتجات. تنتج الشركة 35 مليون صندوق / سنة على مستوى ثلاث وحدات انتاجية، وتسوق 160 صنف من المنتجات بالإضافة الى 50 منتج قيد التسجيل. تدرك أدويا أن ثروتها تكمن في الانتماء والخبرة الفنية لموظفيها الـ 560، وتعتمد على رأس المال البشري لتأكيد ازدهارها وتطورها.

3. قطاع مواد الاستهلاك: يشمل هذا القطاع 4 مؤسسات هي: البطارية التونسية أسد، شركة صنع المشروبات بتونس، الشركة التونسية للتجهيز، وشركة ألبان صناعية.

- البطارية التونسية أسد **ASSAD**: المركب التونسي أسد هي شركة رائدة في السوق الوطنية، تأسست في عام 1974. متخصصة في تصميم وتصنيع وتوزيع وإعادة تدوير بطاريات التيار الكهربائي للرصاص. ويغطي إنتاجها مجموعة واسعة من الاستخدامات: السيارات، المجال البحري، الطاقة الشمسية، الترفيه، الصناعة، الكمبيوتر والاتصالات. تمتلك الشركة مصنعين حديثين يعملان فيها أكثر من 750 موظفا من بينهم 51 تنفيذيا على درجة عالية من الكفاءة. تبلغ الطاقة الإنتاجية السنوية للشركة 1.2 مليون بطارية. حصلت أسد، التي تعمل منذ عام 1993 في برنامج الجودة الشاملة (TQM)، على شهادة ايزو 9002 في جانفي 1996 وإيزو 9001 2000 في مايو 2002. في أبريل 2003، حصلت الشركة على شهادة TS / ISO 16949 الإصدار 2002 (معياري مخصص لقطاع السيارات). تقدم الشركة الدراسات والمشورة لغيرها من الشركات في نفس المجال.

- شركة صنع المشروبات بتونس **SFBT**: هي كبرى شركات إنتاج المشروبات وإحدى أضخم المجموعات الخاصة في تونس. يرجع تأسيسها إلى عام 1925 زمن الحماية الفرنسية وبعد الاستقلال سيطرت الحكومة على رأسمالها إلى سنة 1979 تاريخ بيع حصتها الرئيسية لمجموعة كاستيل. تهيمن الشركة على قطاع الجعة في البلاد من خلال ماركتها التاريخية سلتيا وعلى قطاع المشروبات الغازية من خلال إنتاجها لمشروبي كوكاكولا وفانتا إضافة لماركة بوقا المحلية. سعت الشركة في السنوات الأخيرة تطوير نشاطها في قطاعي العصير والمياه المعدنية والحليب. تدير المجموعة مصنعين (جعة، مشروبات غازية) ولها فروع متخصصة في اللف والنقل، والحصة الرئيسية في شركة الاستثمار والتنمية الصناعية والسياحية التي اطلقتها لاستثمار سيولتها المالية الهامة. أخذت الشركة اسمها الحالي في جوان 2012 وكانت قبل ذلك تسمى شركة التبريد ومعمل الجعة بتونس، وأدرجت في البورصة في ماي 2013. تتمحور سياسة الشركة حول: السيطرة على سلامة المنتجات التي تقوم بتصنيعها، الامتثال للوائح، وإرضاء زبائنها.

- الشركة التونسية للتجهيز **STEG**: تأسست عام 1962 من طرف الدولة التونسية من أجل التوفيق بين قطاع الكهرباء والغاز، وعهد إليها إنتاج ونقل وتوزيع الكهرباء والغاز. بعد 54 عاما من إنشائها، شهد قطاع الكهرباء عام 2017 عدة تحسينات، قفز معدل الكهرباء الشاملة من 21% إلى 99.8%، ومعدل كهربية الريف من 6% إلى 99.5%، فيما يتعلق بالغاز، بلغ الاستهلاك Ktep 5669 وزاد عدد العملاء من 25.000 إلى 852.492 مقابل 817.706 في 2016.

- شركة ألبان صناعية **TUNISIE LAIT**: تأسست في 27 فيفري 1974 وأدرجت في سوق تونس منذ أفريل 1993. تعمل الشركة في مجال انتاج وتسويق الحليب ومشتقاته.

4. قطاع الصناعة: يشمل هذا القطاع 5 مؤسسات وهي: السكنى، الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية، الشركة العقارية وللمساهمات، الشركة العصرية للخزف، الشركة التونسية للبلور.

- السكنى **ESSOUKNA**: هي شركة رئيسية في قطاع التطوير العقاري الخاص، تم انشائها في نوفمبر 1983، بمبادرة من شركة العقارات والاستثمار "SIMPAR" وتحت رعاية البنك الزراعي الوطني "B.N.A"، وأدرجت في سوق الأوراق المالية منذ 20 سبتمبر 2006. حصلت على شهادة ISO 9001 منذ سبتمبر 2008.

- الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية **SIAME**: هي مجموعة شركات عاملة في قطاع الأجهزة والمعدات الكهربائية مثل العدادات والقواطع وغيرها، تأسست في 14 ماي 1976 من قبل الشركة التونسية للكهرباء والغاز (STEG)، ثم تم خصصتها سنة 1999 وأدرجت في البورصة في أوت من نفس السنة. تعتبر اليوم واحدة من الرواد في مجالها في تونس وأفريقيا والشرق الأوسط بفضل الحلول الكهربائية التي تقدمها الشركة تكيفا مع احتياجات الزبون، ثقافة الجودة والحصول على عدة شهادات قياسية، والالتزام بمسار التنمية المستدامة وحماية البيئة من خلال المنتجات الموفرة للطاقة.

- الشركة العقارية وللمساهمات **SIMPAR**: هي إحدى أكبر شركات التطوير العقاري في تونس، تأسست عام 1973 بمبادرة من البنك الوطني الفلاحي الذي مازال يسيطر على ما يقارب من 30% من رأس مالها. تختص الشركة في تطوير المشاريع السكنية في شكل عمارات تقع أغلبها في الأحياء الراقية للعاصمة. تتبع مجموعة سيمبار 25 شركة. كانت سيمبار عام 1997 أول شركة عقارية تدخل البورصة التونسية وفي عام 2006 ادرج أيضا اسهم فرعها السكنى للتداول. بصفتها أحد أوائل المطورين العقاريين في تونس، فقد شاركت الشركة منذ السبعينيات في بناء وتحديث المساكن التونسية سواء في المساكن والأراضي والمعدات (المساحات التجارية والمكاتب). لقد أنشأت الشركة صورة للتميز من خلال الجمع بين التراث والابتكار والإبداع ودعوة أفضل المهندسين المعماريين والمصممين والحرفيين.

- الشركة العصرية للخزف **SOMOCER**: هي مجموعة شركات عاملة في انتاج وتسويق بلاط السيراميك لتكسية الجدران والأرضية والمنتجات الصحية، تأسست في 3 جويلية 1985 وأدرجت في البورصة في 2002. توظف الشركة أكثر من 1000 موظف. بالنظر إلى أن المجموعة تعمل في مجالات تتطلب قدرا كبيرا من الخبرة الفنية، فإن التدريب الجيد ذو أهمية كبيرة للإدارة لمواكبة التقنيات المتغيرة، والذي يأخذ في الاعتبار إعداد الموظفين للتحديات اليومية وإتقان أداة الإنتاج. تصدر الشركة الى أسواق أخرى من مختلف مراكز الشراء في أفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية وألمانيا وبريطانيا وروسيا. وقد حققت أرقام صادرات قياسية.

- الشركة التونسية للبلور **SOTUVER**: هي شركة تصنيع زجاج أجوف، أنشئت في عام 1963 من قبل الدولة التونسية، ودخلت حيز الإنتاج في عام 1967. خصصت في عام 1996، وأدرجت في البورصة في عام 1998. تأسست شركة SOTUVER منذ عام 2003 في موقع جديد في جبل الجباد (30 كلم من تونس)، وقد وصلت قدرتها الإنتاجية إلى 100.000 طن سنويا. تظل الشركة أكبر مورد للصناعة التونسية في تغليف الزجاجات (الزجاجات، والجرار، والقوارير... الخ). كما أصبحت مورداً إقليمياً مرجعياً لعملائها من البلدان المجاورة والأصدقاء في المغرب الكبير وجنوب أوروبا بفضل جودة منتجاتها والحفاظ على البيئة من خلال سياسة إعادة التدوير.

#### 5. قطاع المواد الأساسية: يشمل هذا القطاع مؤسستين هما: آريليكيد تونس، وتونس لمجبات الألمنيوم.

- آريليكيد تونس **AIR LIQUIDE TSIE**: هي لاعب رئيسي في تونس وشمال إفريقيا منذ 100 عام. تختص في توريد الغاز والمعدات والمواد والخدمات التي تغطي العديد من الأسواق في قطاعات الصناعة واللحام والصحة. تأسست عام 1917 وأدرجت في بورصة تونس منذ عام 1990. توظف أكثر من 230 موظف يخدمون 16000 عميل ومريض في العديد من الصناعات. تعمل على 6 مواقع صناعية، وتضمن توافر منتجاتها في جميع أنحاء البلاد من خلال شبكة قوية من الموزعين مع أكثر من 40 نقطة بيع. بالإضافة إلى نشاطها الصناعي، ترافق الشركة المرضى طوال رحلة الرعاية، من المستشفى إلى المنزل، مع عرض كامل للغاز والمعدات والخدمات الطبية. تعتبر الشركة السلامة في صميم عرضها الصناعي والطبيعي وهي واحدة من القيم الأساسية لجميع موظفيها، بالإضافة إلى الالتزام بالجودة والسلامة والأخلاقيات، والعمل على دعم الجمعيات والمشاريع المحلية. تهتم الشركة بشكل خاص بأراء عملائها فيما يتعلق بمنتجاتها وخدماتها، فهي تقوم، كل عام، بإجراء مسح لرضا العملاء لوضع آرائهم في عملية التحسين المستمر. كما يجتمع مديرو المبيعات مع كل واحد من العملاء مرة في السنة لمراجعة إنجازات العام وتحديد احتياجاتهم الجديدة.

- تونس لمجبات الألمنيوم **TPR**: هي أكبر شركة تونسية متخصصة في تصنيع سبائك الألومنيوم، تأسست في 22 جوان 1977 وأدرجت في البورصة في أوت 2007. تمتلك الشركة حوالي 60% من أسهم السوق المحلي التونسي،

كما أنها تصدر إلى فرنسا وإيطاليا وبلجيكا والعديد من الدول الأفريقية. تضع سياسة الجودة للمؤسسة الزبون كأولوية وأصحاب المصالح بما في ذلك المجتمع كأطراف في الأداء.

6. قطاع البترول والغاز: يشمل هذا القطاع شركة واحدة هي شركة النقل بواسطة الأنابيب.

- شركة النقل بواسطة الأنابيب SOTRAPIL: تأسست في 26 سبتمبر 1979 وأدرجت في البورصة في جويلية 2013. يتمثل نشاطها في نقل جميع أنواع المحروقات عبر كامل تراب الجمهورية التونسية. تضع الشركة ضمن أولوياتها المحافظة على الجودة والسلامة وحماية المحيط.

### المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة ونموذج الانحدار

في هذا المطلب سيتم تحديد طرق القياس المتبعة في قياس رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة وكذا الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة. ويتبع هذا تحديد لنماذج الانحدار المعتمدة في الدراسة.

#### أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغير المستقل المتمثل في رأس المال الفكري والمتغير التابع وهو قيمة المؤسسة الاقتصادية، وتم إضافة متغير تابع اضافي يتمثل في الأداء المالي للمؤسسة وذلك لاختبار فرضية Carlucci وآخرون<sup>1</sup> و Marr وآخرون<sup>2</sup> بأن رأس المال الفكري لا يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية وإنما يساهم في تحسين مقاييس الأداء المالي، وبالتالي فإن القيمة الناتجة هي نتيجة لقدرة المؤسسة على ادارة عملياتها التجارية والتي تترجم في شكل مقاييس للأداء المالي بشكل خاص.

#### 1. المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في رأس المال الفكري، وقد تم قياسه عن طريق معامل القيمة الفكرية المضافة VAIC<sup>TM</sup> وهو مؤشر عالمي تم تطويرها بواسطة Ante Pulic لقياس كفاءة إنشاء القيمة في مؤسسة تستخدم الأرقام القائمة على المحاسبة، ويمثل مقياساً لكفاءة العمل في اقتصاد قائم على المعرفة. تشير المؤسسات التي لديها VAIC أعلى إلى أنها تخلق قيمة أعلى من خلال استخدام جميع الموارد المتاحة، أي رأس المال الفكري، رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي، ورأس المال المادي.<sup>3</sup> هذا الإجراء فريد من نوعه في مرونته للتطبيق على كل من المستوى الاقتصادي الكلي والجزئي للأسباب الآتية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Daniela Carlucci et Al., **Op.Cit.**, PP: 575- 590.

<sup>2</sup> Bernard Marr et Al., **Op.Cit.**, PP: 551-569.

<sup>3</sup> Samuel Kai Wah Chu et Al., **An Empirical Study of the Impact of Intellectual Capital on Business Performance**, Journal of Information & Knowledge Management, Vol. 10, No. 1, 2011, P: 13.

<sup>4</sup> N-P Swartz, GE Swartz, **Op. Cit.**, P: 74.

- يمكن استخدام المنهجية في تطوير فهم لأداء رأس المال الفكري لمؤسسة واحدة أو مجموعة مؤسسات أو قطاعات أعمال محددة أو سوق رأس المال بأكمله؛
  - توفر المنهجية أساسا موحدًا ومتسقًا للقياس، مما يسمح بالمقارنة الوطنية والدولية؛
  - تستند جميع البيانات المستخدمة في المعادلة إلى المعلومات المدققة، إذا يمكن اعتبار القياسات موضوعية وقابلة للتحقق.
- يتم حساب VAIC باتباع أربع خطوات:<sup>1</sup>

تتمثل الخطوة الأولى في حساب القيمة المضافة VA، حيث:

$$VA = \text{الربح التشغيلي OP} + \text{تكاليف العمال EC} + \text{انخفاض القيمة D} + \text{الاهتلاكات A}.$$

عند حساب القيمة المضافة تعاد اضافة تكاليف العمال الى الربح التشغيلي لأنها تعالج في هذه الحالة كجزء من رأس المال الفكري. وبالتالي، تعتبر نوع من الأصول.

أما الخطوة الثانية فتتمثل في حساب رأس المال الفكري IC، حيث:

$$IC = \text{رأس المال البشري HC} + \text{رأس المال الهيكلي SC}،$$

$$HC = \text{تكاليف العمال EC} = \text{الرواتب والأجور...}،$$

$$SC = HC - VA.$$

بعد ذلك يتم حساب كفاءة رأس المال البشري HCE، كفاءة رأس المال الهيكلي SCE، كفاءة رأس المال الفكري ICE، وكفاءة رأس المال العامل CEE. حيث:

$$HCE = HC / VA، \text{ وهو مؤشر لكفاءة موارد رأس المال البشري في اضافة القيمة؛}$$

$$SCE = VA / SC، \text{ وهو مؤشر لكفاءة موارد رأس المال الهيكلي في اضافة القيمة؛}$$

$$ICE = SCE + HCE، \text{ تعكس كفاءة القيمة التي يتم خلقها عن طريق رأس المال الفكري.}$$

CE / VA = CEE، حيث CE = القيمة الدفترية لرأس المال العامل. هذا المؤشر يدل على مقدار القيمة المضافة التي يتم خلقها عن طريق رأس المال العامل.

وأخيراً، يتم حساب معامل القيمة الفكرية المضافة VAIC، حيث:

$$VAIC = CEE + ICE.$$

هذا المؤشر يقيس مدى كفاءة المؤسسة في خلق القيمة.

<sup>1</sup> Gregory Laing et Al., **Applying the VAICTM model to Australian hotels**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 3, Emerald Group Publishing Limited, 2010, P: 275.

يُحسب Pulic بعض القيم المرجعية ل ICE، وهو مفيد لتقييم سريع لأداء المؤسسة، كما هو موضح في الجدول (04).

جدول رقم (04): الحكم على كفاءة رأس المال الفكري

الحكم	كفاءة رأس المال الهيكلي	كفاءة رأس المال البشري	كفاءة رأس المال الفكري
أداء سيء (مقلق للغاية): حافة البقاء على قيد الحياة)	0	1	1
أداء منخفض (مقلق)	0,12	1,13	1,25
أداء جيد نسبياً	0,31	1,44	1,75
أداء جيد	0,38	1,62	2
أداء ناجح	0,5≤	2≤	2,5≤

Source: Gianpaolo Iazzolino, Domenico Laise, Value added intellectual coefficient (VAIC) A methodological and critical review, Journal of Intellectual Capital, Vol. 14, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2013, P: 555.

يوضح الجدول (04) بعض المقاييس المتعلقة بمنهجية VAIC والتي يمكن استخدامها للحكم على أداء المؤسسة، حيث كلما تجاوزت قيمة كفاءة رأس المال الفكري الواحد كلما اقترب أداء المؤسسة من الأداء الناجح والعكس صحيح.

## 2. المتغيرات التابعة

يتمثل المتغير التابع في قيمة المؤسسة الذي تم قياسه عن طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، وقد تم اختيار هذا المؤشر نظرا للأسباب التي أوضحها Mehralian وآخرون<sup>1</sup> وأكد عليها الكثير من الباحثين وهي أن القياس المحاسبي التقليدي للقيمة الموجود في الميزانية العمومية لا يعتبر كافيا للتأكيد على دور الأصول غير الملموسة كمصدر للقيمة الاقتصادية والثروة، وقد يؤدي الاعتماد على هذه التدابير إلى تضليل أصحاب المصلحة وصانعي القرار في تخصيص مواردهم، لأنه قد يؤدي فقط الى اظهار منظور المحاسب نحو تحقيق الأداء.

بالإضافة الى ذلك فان هذا الاجراء يسمح باختبار الفرضية التي وضعها ستوارت وآخرون بأنه يمكن تفسير الارتفاع في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية عن طريق رأس المال الفكري وهو ما يعطي صورة واضحة بأن القيمة الاضافية التي لا تظهر في التقارير المحاسبية هي نتيجة للاستثمار في رأس المال الفكري، أي نتيجة للموارد البشرية الكفؤة التي تملكها المؤسسة ولأنظمة العمل لديها، والهياكل ونشاط البحث والتطوير. وقد قد تم دعم هذه الحجة وتفسيرها من قبل العديد من الباحثين

<sup>1</sup> Gholamhossein Mehralian et Al., Op. Cit., P : 139.

ومثال ذلك تفسير Fourati و Afes<sup>1</sup> بأن المؤسسات التي تشير إلى الأصول غير الملموسة الأعلى سيكون لها رد فعل إيجابي من السوق.

تحسب نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية بالطريقة الآتية:<sup>2</sup>

نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية = القيمة السوقية للأسهم العادية / القيمة الدفترية للأسهم العادية BV، حيث:  
القيمة السوقية = عدد الأسهم × سعر السهم في نهاية العام؛  
والقيمة الدفترية = مجموع الأصول - مجموع الخصوم.

تم إضافة متغير تابع ثاني وهو الأداء المالي للمؤسسة للأسباب الآتية: أولاً، اختبار دور رأس المال الفكري في خلق القيمة من المنظور المحاسبي التقليدي من خلال اختبار تأثير معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته على الأداء المالي للمؤسسات المدروسة، خاصة أن قياس رأس المال الفكري من خلال VAIC يعتمد على البيانات المحاسبية وبالتالي يتوقع أن يؤثر على بعض المؤشرات المحاسبية. ثانياً، اختبار الفرضية الرئيسية الكبرى الثانية لرأس المال الفكري التي مفادها أن الكشف والإفصاح عن رأس المال الفكري يؤدي إلى زيادة الربحية. ثالثاً: اختبار فرضية Carlucci وآخرون و Marr وآخرون بأن رأس المال الفكري لا يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية وإنما يساهم في تحسين مقاييس الأداء المالي، وبالتالي فإن القيمة الناتجة هي نتيجة لقدرة المؤسسة على إدارة عملياتها التجارية التي تترجم في شكل مقاييس للأداء المالي بشكل خاص. بالإضافة إلى ذلك، فإننا نحاول اختبار فرضية بأن القيمة الناتجة عن رأس المال الفكري هي نتيجة لقدرة المؤسسة على إدارة عملياتها التجارية. وأن التحسينات في أداء الأعمال تعادل زيادة في القيمة الناتجة لأصحاب المصلحة الرئيسيين في مؤسسة ما.

من أجل إعطاء فكرة على أداء المؤسسات محل الدراسة تم استخدام أسلوب التحليل بالنسب الذي يعتمد على تحليل البيانات الواردة في القوائم المالية. تم حساب بعض المؤشرات المالية المعبرة عن الأداء المالي للمؤسسة. وهي: نسب الربحية ونسب الاستثمار. وتتمثل فيما يلي:

- هامش الربح الصافي NPM = النتيجة الصافية / Net Income / الأعمال Business Turnover.
- العائد على الأصول ROA = النتيجة قبل الفائدة والضريبة / Income Before Interest and Taxes / مجموع الأصول TA.
- العائد على الأموال الخاصة ROE = النتيجة الصافية NI / الأموال الخاصة Stockholder's Equity.

<sup>1</sup> Hedia Fourati, Habib Afes, Op. Cit., P: 4.

<sup>2</sup> Dimitrios Maditinos et Al, Op. Cit., PP: 140-147.

يبين هامش الربح الصافي قدرة المؤسسة على تحقيق ربح نتيجة للمبيعات بعد طرح كل التكاليف، وهي تعطي مؤشر عن إمكانية تحديد سعر الوحدة. بينما يبين مؤشر العائد على الأصول قدرة الإدارة على تحقيق الأرباح من كل دينار من أصول المؤسسة. في حين يقيس معدل العائد على الأموال الخاصة العائد لكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية (أموال خاصة) ويعتبر مؤشر شامل لأداء المؤسسة لأنه يعطي مؤشر عن كيفية استخدام المدراء لأموال المالكين لتوليد الربحية<sup>1</sup>.

### ثانياً: نموذج الانحدار

تهدف هذه الدراسة الى الاختبار التجريبي لتأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة الاقتصادية وعلى أدائها المالي. لذلك تم اعداد أربعة مؤشرات تترجم القيمة والأداء المالي عبر عنها بأربعة نماذج.

النموذج الأول والثاني يختبران العلاقة بين VAIC ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية، والعلاقة بين HCE، SCE، CEE ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية، بينما يختبر النموذجي الانحدار الثالث والرابع ( من 3a الى 4c) العلاقة بين VAIC والأداء المالي للمؤسسة (ROE، ROA، NPM)، والعلاقة بين HCE، SCE، CEE والأداء المالي للمؤسسة (ROE، ROA، NPM).

- النموذج الأول: نسبة القيمة السوقية الى الدفترية= ثابت + معامل القيمة الفكرية المضافة

$$H1: M/B = a_0 + a_1 VAIC + e \dots \dots \dots (1)$$

النموذج الثاني: نسبة القيمة السوقية الى الدفترية= ثابت+ كفاءة رأس المال البشري+ كفاءة رأس الهيكلية+ كفاءة رأس العامل

$$H1a, H1b, H1c: M/B = a_0 + a_1 HCE + a_2 SCE + a_3 CEE + e \dots \dots \dots (2)$$

- النموذج الثالث:

هامش الربح الصافي= ثابت + معامل القيمة الفكرية المضافة

$$H2: NPM = a_0 + a_1 VAIC + e \dots \dots \dots (3a)$$

العائد على الأصول= ثابت + معامل القيمة الفكرية المضافة

$$H2: ROA = a_0 + b_1 VAIC + e \dots \dots \dots (3b)$$

<sup>1</sup> Paul M. Collier, Accounting for Managers: Interpreting Accounting Information for Decision-Making, John Wiley & sons Ltd., Chichester, 2003, PP: 84 - 87.

العائد على الأموال الخاصة = ثابت + معامل القيمة الفكرية المضافة

$$H2: ROE = a_0 + c_1 VAIC + e \dots \dots \dots (3c)$$

#### - النموذج الرابع:

هامش الربح الصافي = ثابت + كفاءة رأس المال البشري + كفاءة رأس الهيكلية + كفاءة رأس العامل

$$H2a, H2b, H2c: NPM = a_0 + a_1 HCE + a_2 SCE + a_3 CEE + e \dots \dots \dots (4a)$$

العائد على الأصول = ثابت + كفاءة رأس المال البشري + كفاءة رأس الهيكلية + كفاءة رأس العامل

$$H2a, H2b, H2c: ROA = b_0 + b_1 HCE + b_2 SCE + b_3 CEE + e \dots \dots \dots (4b)$$

العائد على الأموال الخاصة = ثابت + كفاءة رأس المال البشري + كفاءة رأس الهيكلية + كفاءة رأس العامل

$$H2a, H2b, H2c: ROE = c_0 + c_1 HCE + c_2 SCE + c_3 CEE + e \dots \dots \dots (4c)$$

#### المطلب الثالث: تحديد تقنيات جمع البيانات وأدوات التحليل المستخدمة

يعد البناء التقني للبحث المرحلة الثانية من البحوث العلمية وذلك بعد تحديد مشكلة البحث، وتليها مباشرة مرحلتها جمع البيانات وتحليلها. وفي هذا الصدد توفر العلوم الانسانية، على غرار علوم الطبيعة، العديد من الوسائل الملموسة والتقنيات لتقصي الواقع. وفي هذا البحث تم استخدام تقنية تحليل الاحصائيات عن طريق تحليل التقارير المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس، ثم تحليل البيانات المتحصل عليها باستخدام المربعات الصغرى وتحليل الانحدار الخطي المتعدد.

#### أولاً: تقنيات جمع البيانات

تعرف تقنيات جمع البيانات حسب موريس أنجرس على أنها مجموعة اجراءات وأدوات التقصي المستعملة منهجياً، وهي ستة أنواع أساسية وهي: الملاحظة في عين المكان، مقابلة البحث، الاستمارة أو سبر الآراء، التجريب، تحليل المحتوى، وتحليل الاحصائيات. تعتبر التقنيات الأربع الأولى تقنيات مباشرة لأنها تنتج بيانات أولية لم تكن موجودة من قبل، بينما التقنيتين الأخيرتين هي تقنيات غير مباشرة لأنها تنتج بيانات ثانوية مأخوذة من بيانات موجودة من قبل. يبقى أن اختيار احداها يتوقف على أخذ بعين الاعتبار مزايا هذه الوسائل وعيوبها، مع مراعاة تعريف المشكلة.<sup>1</sup>

في هذه الدراسة، تم الاعتماد على تقنية تحليل الاحصائيات نظراً لأن متغيرات الدراسة قابلة للقياس الكمي مع توفر البيانات المطلوبة حول أداء المؤسسات محل الدراسة. بالإضافة الى أن هذه التقنية تعتبر أداة ثمينة بالنسبة لمن يريد أن يعمل

<sup>1</sup> موريس أنجرس، ترجمة: بوزيد صحراوي وآخرون، منهجية البحث العلمي في العلوم الانسانية: تدريبات عملية، دار القصة للنشر، الجزائر، 2004، ص: 184.

على مجموعات كبيرة من المعطيات الرقمية ذات الامتداد الزمني والمجالي، كما هو الحال بالنسبة لهذه الدراسة، كما أنها تمثل اقتصادا كبيرا للوقت والأموال.

تم بناء سلسلة زمنية لفترة عشرة سنوات تمتد من 2008 إلى 2017، بالاعتماد على البيانات المالية الواردة في التقارير المالية السنوية المنشورة للمؤسسات المدروسة (أنظر الملحق). هذه التقارير تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني لبورصة تونس\* التي تنشر بشكل دوري تقارير نشاط البورصة والمؤسسات المدرجة، والمواقع الإلكترونية للمؤسسات محل الدراسة، وبعض المواقع المتخصصة في البورصات العربية.

في بعض الدراسات، على الرغم من الطبيعة الكمية لمتغيرات الدراسة وقابلية استخدام تقنية التحليل الاحصائي، إلا أن الباحثين استخدموا تقنية الاستبيان في جمع البيانات حول رأس المال الفكري وأداء المؤسسة، فعبروا عن المتغيرين بمؤشرات كمية، ومثال ذلك دراسة Cabrita<sup>1</sup> في دراسة أخرى لـ Goo<sup>2</sup> و Tseng<sup>3</sup> قاما باستخدام نوعين من التقنيات في تحديد وقياس كل متغير، فاستخدما الاستبيان لجمع البيانات المتعلقة برأس المال الفكري من خلال التعبير عن أبعاده: رأس المال البشري، رأس مال الابتكار، رأس المال الهيكلي، ورأس مال العلاقات بمؤشرات كمية، بينما تم قياس قيمة المؤسسة بعدة أساليب للقياس الكمي وهي نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، وتوينز كيو و VAIC. ولعل المنهج المثالي لفهم سلوك رأس المال الفكري ودوره في خلق القيمة وتقييمه كنظام من التفاعلات المعقدة بين الأصول غير الملموسة فيما بينها حسب Ortiz<sup>3</sup> و Johnson<sup>4</sup> هو استخدام المنهج المختلط الذي يسمح باستخدام تقنيات القياس الكمي والنوعي معا في قياس رأس المال الفكري. مثل استخدام تحليل الاحصائيات في جمع البيانات المتعلقة برأس المال البشري ورأس المال الهيكلي مثل براءات الاختراع ونفقات البحث والتطوير، بينما تستخدم الاستمارة في جمع بعض البيانات المتعلقة برأس المال الزبوني مثل رضا وولاء الزبائن. بالإضافة الى استخدام تقنية القياس الكمي مثل تحليل الاحصائيات في جمع البيانات المتعلقة بقيمة المؤسسة وأدائها.

### ثانيا: أدوات تحليل البيانات

استخدمت هذه الدراسة نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد -والاختبارات الاحصائية التي يوفرها- لاختبار العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة من جهة وبين رأس المال الفكري والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة من

\* الموقع الإلكتروني لبورصة تونس: <http://www.bvmt.com.tn>

<sup>1</sup> Maria do Rosário Cabrita, **Op.Cit.**, PP: 229 - 256.

<sup>2</sup> Chun-Yao Tseng, Yeong-Jia James Goo, **Op.Cit.**, PP: 187- 201.

<sup>3</sup> Miguel Angel Axtle Ortiz, **Op. Cit.**, PP: 35- 42.

<sup>4</sup> William H.A. Johnson, **Op. Cit.**, PP: 571, 572.

جهة أخرى. وقد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير العلاقات المراد اختبارها. وبالإستعانة ببرنامجي SPSS و XLSTAT تم اتباع خطوات التحليل الإحصائي الموالية:

- الإحصاء الوصفي: تم استخدام المدى، والحد الأدنى، والحد الأقصى، والمتوسط الحسابي، والانحرافات المعيارية، والتباين، لجميع متغيرات الدراسة، معامل القيمة الفكرية المضافة، كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي، كفاءة رأس المال الفكري، كفاءة رأس المال العامل، نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، والأداء المالي (ROE, ROA, NPM).
- تحليل الارتباط: تحليل معامل الارتباط هو التقنية الإحصائية الأولية المستخدمة لتحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والتابعة. تم استخدام معامل الارتباط بيرسون Pearson لدراسة الارتباط بين معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته ونسبة القيمة السوقية المضافة من جهة، وبين معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته والأداء المالي من جهة أخرى.
- نتائج الانحدار الخطي المتعدد: تم الاعتماد على معامل التحديد لقياس القوة التفسيرية للنموذج واختباري فيشر Fisher وستودنت Student لاختبار العلاقة بين المتغيرات، كما تم استخدام معلمات نموذج الانحدار لمعرفة اتجاه العلاقة وحجم تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.

#### المبحث الثاني: نتائج قياس متغيرات الدراسة

تم قياس متغيرات الدراسة باتباع أساليب القياس الموضحة في الجانب المنهجي للدراسة. وقد أسفرت عملية القياس على 160 مشاهدة في كل متغير من متغيرات الدراسة. سيتم تلخيص أهم هذه النتائج وفقا لقطاعات النشاط وتفسيرها لتقييم رأس المال الفكري في المؤسسات المدروسة، قيمها السوقية وأدائها المالي.

#### المطلب الأول: نتائج قياس رأس المال الفكري

تسمح منهجية VAIC بالقياس الموحد لرأس المال الفكري والمقارنة عبر العديد من الصناعات والمؤسسات. هذا المقياس يقيس مساهمة المبالغ المستثمرة في أبعاد رأس المال الفكري في تحقيق القيمة المضافة، ويضيف مساهمة رأس المال المادي في تحقيق نفس القيمة. وفي هذا المطلب سيتم عرض المتوسطات الحسابية للفترة 2008-2017 لأبعاد معامل القيمة الفكرية المضافة لكل قطاع.

#### 1. قطاع خدمات المستهلك

يتكون هذا القطاع من ثلاث شركات شركتين متخصصتان في توزيع مواد الاستهلاك، وشركة متخصصة في تنظيم أسواق الجملة في تونس، وهي شركات خدمية في مجملها. هذه الشركات لا تستخدم تكنولوجيا عالية في خدماتها، وبالرغم من ذلك

فهي تخصص ميزانية لمواردها البشرية والهيكلية وكل مورد منها يساهم بنسبة معينة في خلق القيمة في هذه المؤسسات (جدول 05).

جدول رقم (05): أبعاد رأس المال الفكري في قطاع خدمات المستهلك

السنوات / رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال البشري	كفاءة رأس المال الهيكلي	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال العامل	معامل القيمة الفكرية المضافة
شركة المغازة العامة	1,722	0,409	2,131	-1,367	0,764
شركة مونوبري	1,964	0,470	2,435	-1,369	1,066
الشركة التونسية لأسواق الجملة	1,540	0,344	1,884	1,131	3,015
المتوسط في القطاع	1,742	0,408	2,150	-0,535	1,615

المصدر: إعداد الباحثة بناء على التقارير المالية للمؤسسات المدروسة.

باتباع معايير الحكم على كفاءة رأس المال الفكري التي قدمها Pulic الموضحة في الجدول (04)، يتبين أن أداء شركتي المغازة العامة ومونوبري اتجاه رأس المال الفكري يعتبر جيدا، حيث أن كفاءة رأس المال الفكري في الشركتين وهي 2,131 و 2,435 تقع في المجال [2, 2,5]، كما أن كفاءة رأس المال الفكري في شركة المغازة العامة قريبة الى المتوسط في القطاع وهو 2,15، بينما تفوق هذا المتوسط في شركة مونوبري. أما الشركة التونسية لأسواق الجملة فيعتبر أدائها جيدا نسبيا لأن كفاءة رأس مالها الفكري 1,884 تقع في المجال [2, 1,75]، كما أنها أقل من المتوسط في القطاع. وبإضافة كفاءة رأس المال العامل الى كفاءة رأس المال الفكري يلاحظ أن الشركة التونسية لأسواق الجملة لديها أكبر معامل قيمة فكرية مضافة وهي تفوق كثيرا المتوسط في القطاع، بينما تملك شركة مونوبري معامل القيمة الفكرية المضافة الأقل في القطاع بسبب عدم قدرتها على خلق القيمة من مواردها المادية.

يلاحظ أن كفاءة رأس المال البشري أكبر من كفاءة رأس المال الهيكلي في الشركات الثلاث، وسنجد ذلك في جميع شركات القطاعات المدروسة. وقد فسر Pokrajcic و Komnenic ذلك بأن رأس المال الهيكلي في منهجية VAIC قد يكون غير مكتمل لأن الإنفاق على البحث والتطوير والإعلان يعامل كمصروفات وبالتالي لا يتم تسجيله كجزء من رأس المال الهيكلي. بالإضافة إلى ذلك، فإن قيمة كفاءة رأس المال الهيكلي كجزء من كفاءة رأس المال الفكري تكون دائما أقل من واحد بينما تكون مساهمة مكون كفاءة رأس المال البشري عادة أعلى.

## 2. قطاع الصحة

يتكون هذا القطاع من شركة واحدة مختصة في انتاج وتطوير الأدوية، وهي شركة يعتمد نشاطها بشكل كبير على البحث والتطوير، لذلك نجد أن كفاءة رأس المال البشري تفوق نظيرتها في مؤسسات قطاع خدمات المستهلك (2,228 مقابل 1,742).

## جدول رقم (06): أبعاد رأس المال الفكري في قطاع الصحة

الشركة/ أبعاد رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال البشري	كفاءة رأس المال الهيكلي	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال العامل	معامل القيمة الفكرية المضافة
شركة أدوية	2,228	0,547	2,775	1,535	4,310

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من خلال الجدول (06) أن أداء رأس المال الفكري في شركة أدوية أداء ناجح لأن قيمة كفاءة رأس المال الفكري تفوق 2,5، وهو الى جانب معامل القيمة الفكرية المضافة الأكبر بالمقارنة بشركات قطاع خدمات المستهلك. لأن الشركة أكثر اعتمادا في نشاطها على الابتكار، البحث والتطوير، وكفاءة مواردها البشرية.

## 3. قطاع مواد الاستهلاك

يتكون هذا القطاع من 4 شركات متخصصة في صناعة البطاريات، المشروبات، الكهرياء، والألبان وهي صناعات لسلع مادية لذلك نجد أن كفاءة رأس المال الهيكلي في هذه الشركات أكبر من نظيرتها في شركات قطاع خدمات المستهلك (0,607 مقابل 0,408)، كما أنها تعتمد بشكل كبير نسبيا على كفاءة مواردها البشرية لذلك نجد أن كفاءة رأس مالها البشري أكبر من نظيرتها في قطاع خدمات المستهلك (2,852 مقابل 1,642).

جدول رقم (07): أبعاد رأس المال الفكري في قطاع مواد الاستهلاك

السنوات / رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال البشري	كفاءة رأس المال الهيكلية	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال العامل	معامل القيمة الفكرية المضافة
البطارية التونسية أسد	2,455	0,573	3,028	0,848	3,877
شركة صنع المشروبات بتونس	3,548	0,714	4,262	1,130	5,392
الشركة التونسية للتجهيز	3,154	0,626	3,781	-0,240	3,540
ألبان صناعية	2,249	0,514	2,763	1,576	4,339
المتوسط في القطاع	<u>2,852</u>	<u>0,607</u>	<u>3,458</u>	<u>0,828</u>	<u>4,287</u>

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من خلال الجدول (07) أن أداء شركات قطاع مواد الاستهلاك فيما يخص رأس مالها الفكري هو أداء ناجح لأن كفاءة رأس المال الفكري تفوق الـ 2,5 في جميع الشركات. وشركة صنع المشروبات بتونس هي الأكثر كفاءة من حيث كفاءة رأس المال الفكري ومعامل القيمة الفكرية المضافة، بينما تعتبر شركة ألبان صناعية هي الأقل كفاءة لرأس المال الفكري وهي أقل من المتوسط في القطاع، لكنها تمتلك ثاني أكبر معامل قيمة فكرية مضافة في القطاع.

#### 4. قطاع الصناعة

يتكون هذا القطاع من خمس شركات صناعية كبرى في مجالاتها، متخصصة في مجالات العقار، الأجهزة والآلات الكهربائية الخزف، والبلور. هذه المؤسسات تمتلك كفاءة رأس المال البشري الأكبر بالمقارنة بالقطاعات الأخرى.

جدول رقم (08): أبعاد رأس المال الفكري في قطاع الصناعة

السنوات / أبعاد رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال الهيكلي	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال البشري	معامل القيمة الفكرية المضافة
السكنى	0,186	0,818	6,508	5,690	6,694
الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية	0,656	0,489	2,483	1,995	3,140
الشركة العقارية وللمساهمات	0,189	0,753	4,950	4,197	5,139
الشركة العصرية للخزف	-90,022	0,630	3,619	2,988	-86,403
الشركة التونسية للبلور	2,221	0,718	3,980	3,583	6,201
المتوسط في القطاع	<u>-17,354</u>	<u>0,682</u>	<u>4,308</u>	<u>3,691</u>	<u>-13,046</u>

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ أن أداء مؤسسات قطاع الصناعة فيما يتعلق برأس المال الفكري هو أداء ناجح لأن كفاءة رأس المال الفكري لجميع المؤسسات يفوق الـ 2,5، ما عدا أداء الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية الذي يعتبر أداء جيداً، وهي الأقل من حيث كفاءة رأس المال الفكري، وتعتبر شركة السكنى هي الأكبر من حيث كفاءة رأس المال الفكري ومعامل القيمة الفكرية المضافة في القطاع وفي القطاعات الأخرى. يلاحظ أن الشركة العصرية للخزف بالرغم من أنها حققت كفاءة رأس مال فكري مرتفعة إلا أن معامل القيمة الفكرية المضافة لها سالب لأن كفاءة رأس المال العامل سالبة.

## 5. قطاع المواد الأساسية

هذا القطاع يتكون من مؤسستين متخصصتين في المواد الأولية. هذه المؤسسات تمتلك أكبر كفاءة لرأس المال البشري ورأس المال الهيكلي ومعامل القيمة الفكرية المضافة بالمقارنة بالقطاعات السابقة.

جدول رقم (09): أبعاد رأس المال الفكري في قطاع المواد الأساسية

السنوات/ أبعاد رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال البشري	كفاءة رأس المال الهيكلية	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال العامل	معامل القيمة الفكرية المضافة
آرليكيدي تونس	5,406	0,799	6,205	0,827	7,033
تونس لمجنبات الألمنيوم	3,947	0,706	4,654	0,535	5,188
<u>المتوسط في القطاع</u>	<u>4,676</u>	<u>0,753</u>	<u>5,429</u>	<u>0,681</u>	<u>6,110</u>

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من خلال كفاءة رأس المال الفكري أن أداء شركات قطاع المواد الأساسية هو أداء ناجح تفوق 2,5. مع ملاحظة أن آرليكيدي تونس هي الأكبر من حيث كفاءة رأس المال الفكري ومعامل القيمة الفكرية المضافة.

## 6. قطاع البترول والغاز

يتكون هذا القطاع من شركة واحدة هي شركة النقل بواسطة الأنابيب. كفاءة رأس المال البشري في هذا القطاع تفوق نظيرتها في قطاع خدمات المستهلك وشركة أدوية بينما هي منخفضة بالمقارنة بباقي القطاعات. أما كفاءة رأس المال الهيكلي هي الأصغر في القطاعات الأخرى بعد قطاع خدمات المستهلك.

جدول رقم (10): أبعاد رأس المال الفكري في قطاع البترول

المؤسسة/ رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال البشري	كفاءة رأس المال الهيكلية	كفاءة رأس المال الفكري	كفاءة رأس المال العامل	معامل القيمة الفكرية المضافة
------------------------------	---------------------------	-----------------------------	---------------------------	---------------------------	---------------------------------

شركة النقل بواسطة الأنايب	2,664	0,622	3,286	0,775	4,062
------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من الجدول (10) أن أداء شركة النقل بواسطة الأنايب فيما يتعلق برأس المال الفكري هو أداء ناجح لأن كفاءة رأس المال الفكري 3,286 يفوق 2,5. كما أن معامل القيمة الفكرية المضافة مرتفع.

من خلال تحليل كفاءة رأس المال الفكري في المؤسسات محل الدراسة تبين أن أداء المؤسسات فيما يتعلق برأس مالها الفكري هو أداء يتراوح بين الأداء الجيد والأداء الناجح وهو يبين أن الشركات تستثمر في الموارد البشرية والهيكلية وهذه الاستثمارات تمثل جزءاً معتبراً من القيمة المضافة في المؤسسة. كما بين معامل القيمة الفكرية المضافة أن المؤسسات محل الدراسة لها قدرة على خلق القيمة من مواردها الفكرية والمادية، ما عدا الشركة العصرية للخزف التي لها قدرة على خلق القيمة من مواردها الفكرية لكن ليس لها قدرة على خلق القيمة من مواردها المادية.

#### المطلب الثاني: نتائج قياس قيمة المؤسسة

ان المتتبع لأداء بورصة تونس منذ تأسيسها سنة 1969 يجد أن القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بشكل عام لم تكن كافية بالمقارنة مع المؤشرات المقبولة بشكل عام لتقييم أهمية السوق المالية، حيث لم تكن تمثل سوى حوالي 23٪ من الناتج المحلي الإجمالي. لكن في سنة 2010 ارتفعت القيمة السوقية للسوق بنسبة 25 ٪، حيث بلغت حصتها في الناتج المحلي الإجمالي 24,1 ٪ مقابل 20,8 ٪ في نهاية عام 2009، بالإضافة الى ذلك قدمت بورصة تونس في نهاية النصف الأول من عام 2011 استراتيجية لمدة ثلاث سنوات للترقية والتطوير للفترة 2011-2013، للعب دورها في البنية التحتية للأسواق المركزية، وزيادة مساهمتها في تطوير السوق المالي، لتعزيز حصتها في تمويل الاقتصاد. وهي تركز على تعزيز التعليم المالي للجمهور على نطاق أوسع، واستمرار تحديث الخدمات.<sup>1</sup>

في هذا الجزء سيتم عرض نتائج قياس قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة تونس خلال الفترة 2008-2017، عن طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، وذلك حسب قطاعات النشاط المختلفة.

#### 1. قطاع خدمات المستهلك

يظهر الجدول (11) تطور نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع خدمات المستهلك خلال الفترة 2008-2017.

<sup>1</sup> تقارير بورصة تونس لعامي 2009 و2010.

جدول رقم (11): نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لشركات قطاع خدمات المستهلك

المؤشرات/ السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
شركة المغازة العامة	21,566	7,226	7,108	14,228	19,443	21,398	63,947	72,208	1,254	56,892	28,527
شركة مونوبري	3,721	6,877	6,290	6,268	6,574	4,692	3,570	3,234	2,354	2,815	4,639
الشركة التونسية لأسواق الجملة	1,042	0,921	0,983	0,861	1,221	1,129	1,136	1,304	21,692	1,188	3,148
متوسط نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في القطاع											
12											

المصدر: المرجع نفسه.

يظهر الجدول (11) أن شركة المغازة العامة حققت أكبر نسبة قيمة سوقية الى دفترية في قطاع خدمات المستهلك خلال فترة الدراسة وهي: 28,527، هذه النسبة تفوق كثيرا المتوسط في القطاع، وهي تعكس حجم الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة. أكبر نسبة تم تحقيقها في 2015، وهذا بالرغم من الظروف الأمنية الصعبة التي مرت بها تونس في هذه السنة والتي أدت الى تراجع القطاعات الرئيسية للصناعة لاسيما السياحة والمواصلات، باستثناء القطاع الفلاحي، فقد تطور انتاج زيت الزيتون 5 أضعاف مقارنة ب 2014، وتطورت الصناعات الغذائية بنسبة 5,3 بالمئة. أصغر نسبة بلغتها الشركة وشركة مونوبري كانت سنة 2016. هذه السنة تميزت بوضع اجتماعي واقتصادي صعب في تونس بعد مرور سنتين على الانتقال السياسي، وبالرغم من ذلك تم تخفيف حدة هذا الوضع بالسيطرة النسبية على المخاطر الأمنية وهذا ساهم في

تنشيط القطاع السياحي الى حد ما وتعزيز مناخ الاستثمار. تأثرت المعاملات تبعا نتيجة للوضع الاقتصادي الوطني وتوجه المستثمرين الى اصدارات الدولة نظرا لجاذبية مردوديتها بالإضافة الى تدهور سيولة البنوك.

## 2. قطاع الصحة

يظهر الجدول (12) تطور نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع الصحة الذي يتكون من شركة واحدة هي شركة أدوية، وذلك خلال الفترة 2008-2017.

جدول رقم (12): نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لشركات قطاع الصحة

المتوسط الحسابي	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	المؤشرات/ السنوات	
	3,640	2,822	3,547	3,045	3,921	3,090	4,165	3,916	3,314	4,795	3,790	شركة أدوية

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من الجدول (12) أن مقدار نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في شركة أدوية لا يختلف كثيرا خلال الفترة المدروسة فهو يتراوح بين 3 و4 وحدات، وهو يدل على أن تقييم المستثمرين للشركة لا يختلف كثيرا عن التقييم المحاسبي وذلك بالمقارنة بشركة المغازة العامة. أكبر نسبة تم تحقيقها سنة 2009، وأصغر نسبة حققت سنة 2017.

## 3. قطاع مواد الاستهلاك

يظهر الجدول (13) تطور نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع مواد الاستهلاك خلال الفترة 2008-2017.

جدول رقم (13): نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لشركات قطاع مواد الاستهلاك

المتوسط الحسابي	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	المؤشرات/ السنوات	
	2,337	2,022	1,626	1,545	1,999	1,723	2,252	2,875	3,141	3,597	2,589	البطارية التونسية أسد
	2,398	3,100	3,018	3,415	3,247	1,887	1,908	1,920	1,841	1,801	1,843	شركة صنع

المشروبات بتونس	الشركة التونسية للتجهيز	ألبان صناعية
1,713	0,706	0,987
1,042	0,908	0,951
0,997	0,608	0,764
0,843	0,764	0,843
9,325	0,843	0,843
4,068	-16,829	41,731
2,552	2,184	1,596
2,036	2,166	1,928
1,699	1,699	1,617
2,629	متوسط نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع مواد الاستهلاك	

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من خلال الجدول (13) أن أعلى نسبة قيمة سوقية الى دفترية هي لشركة ألبان صناعية وهي أعلى من المتوسط في القطاع لكنها أقل بكثير من شركة المغازة العامة. أعلى قيمة بلغها هذا المؤشر هي 41,731 سنة 2016، وأصغر قيمة هي -16,829 سنة 2017، وهي تدل على أن القيمة السوقية للشركة في هذه السنة كانت أقل من قيمتها الدفترية كما يلاحظ أن الشركة التونسية للتجهيز تملك أقل نسبة قيمة سوقية الى دفترية في القطاع.

#### 4. قطاع الصناعة

يظهر الجدول (14) تطور نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع الصناعة خلال الفترة 2008-2017.

جدول رقم (14): نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لشركات قطاع الصناعة

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
السكنى	0,749	0,836	0,855	1,007	1,333	0,956	0,926	0,564	12,931	0,518	2,067
الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية	0,952	2,493	3,629	3,050	2,576	1,784	1,353	1,276	1,950	1,247	2,031
الشركة العقارية وللمساهمات	0,379	0,516	0,659	0,729	0,850	0,656	0,673	0,375	0,323	0,489	0,565
الشركة	1,268	0,982	0,837	1,590	1,080	1,219	0,673	0,375	0,323	0,578	0,893

العصرية للخزف الشركة التونسية للبلور	1,115	5,142	3,674	4,095	4,037	3,059	2,692	1,562	1,962	2,517	2,986
متوسط نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع الصناعة	0,854										

المصدر: المرجع نفسه.

يلاحظ من خلال الجدول (14) أن متوسط نسبة القيمة السوقية الى الدفترية منخفض جدا بالمقارنة بقطاعات خدمات المستهلك، قطاع الصحة، وقطاع مواد الاستهلاك. حيث أن أعلى قيمة بلغها هذا المؤشر هي 2,067 في شركة السكنى، أعلى قيمة بلغها هذا المؤشر في شركة السكنى هي في سنة 2016 وصلت الى 12,931 وأقل قيمة في سنة 2017. أقل قيمة بلغها هذا المؤشر هي في الشركة العقارية وللمساهمات حيث بلغت 0,565.

### 5. قطاع المواد الأساسية

يظهر الجدول (15) تطور نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع المواد الأساسية خلال الفترة 2008-2017.

جدول رقم (15): نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لشركات المواد الأساسية

المؤشرات/ السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
آريكيد تونس	4,337	5,830	6,599	11,277	9,010	6,796	6,263	4,270	4,113	2,586	6,108
تونس لمجنبات الألمنيوم	2,098	2,625	2,562	2,840	2,393	1,963	1,957	1,464	1,473	1,796	2,117
متوسط نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع المواد الأساسية	4,113										

المصدر: المرجع نفسه.

يظهر الجدول (15) أن في قطاع المواد الأساسية قيمة نسبة القيمة السوقية الى الدفترية تمثل ثاني أكبر قيمة في القطاعات المدروسة بعد قطاع خدمات المستهلك، حيث أن أعلى قيمة بلغها هذا المؤشر بلغت 6,108 في شركة آريكيدي تونس، أعلى قيمة في هذه الشركة سنة 2011 بلغت 11,277، وأقل قيمة سنة 2017.

### 6. قطاع البترول والغاز

يظهر الجدول (15) تطور نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في قطاع البترول والغاز وتحديدًا في شركة النقل بواسطة الأنابيب، خلال الفترة 2008-2017.

#### 1.6. شركة النقل بواسطة الأنابيب

جدول رقم (16): نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لشركات قطاع البترول والغاز

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
شركة النقل بواسطة الأنابيب	1,187	1,298	1,384	1,626	1,800	1,030	1,015	1,262	0,987	1,099	1,269

المصدر: المرجع نفسه.

من خلال الجدول (16) يلاحظ أن نسبة القيمة السوقية الى الدفترية في شركة النقل بواسطة الأنابيب هي منخفضة نسبياً بالمقارنة بباقي القطاعات وهي تمثل ثاني أقل نسبة قيمة سوقية الى الدفترية بعد قطاع الصناعة. أكبر قيمة بلغها هذا المؤشر سنة 2012، وأقل قيمة سنة 2016.

من خلال تحليل المعطيات الخاصة بنسبة القيمة السوقية الى الدفترية في المؤسسات المدروسة تبين أن أعلى قيمة بلغها هذا المؤشر هي في شركة المغازة العامة وهي 28,527 في قطاع خدمات المستهلك، بينما أصغر قيمة في الشركة

العقارية وللمساهمات في قطاع الصناعة تصل الى 0,565. وهي تؤكد على وجود نسبة من القيمة السوقية للمؤسسات غير محسوبة في التقارير المحاسبية والمالية.

### المطلب الثالث: نتائج قياس الأداء المالي

من أجل اعطاء فكرة على أداء المؤسسات محل الدراسة تم حساب بعض المؤشرات المالية المعبرة عن الأداء المالي للمؤسسة، وهي: نسب الربحية ونسب الاستثمار. وتتمثل فيما يلي: هامش الربح الصافي (النتيجة الصافية/ رقم الأعمال)، العائد على الأصول (النتيجة قبل الفائدة والضريبة/ مجموع الأصول)، والعائد على الأموال الخاصة (النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة)، ومقارنة هذه المؤشرات بالمتوسط في كل قطاع لتوفير معيار للحكم على هذه المؤشرات.

#### 1. قطاع خدمات المستهلك

##### 1.1. شركة المغازة العامة

جدول رقم (17): مؤشرات الأداء المالي لشركة المغازة العامة

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,050)	-0,007	-0,004	0,000	-0,045	-0,005	-0,006	-0,005	-0,006	0,006	0,011	-0,006
العائد على الأصول (0,044)	-0,011	0,003	0,010	0,051	0,016	-0,005	0,013	0,013	0,054	0,055	0,020
العائد على الأموال الخاصة (0,005)	-0,505	-0,039	0,003	-1,049	-0,153	-0,293	-0,701	-1,557	1,326	1,308	-0,166

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (17) أن متوسط هامش الربح الصافي لشركة المغازة العامة سالب، وهو بذلك يعكس عدم قدرة الشركة على تحقيق ربح من مبيعاتها بعد طرح التكاليف، حيث أن كل دينار من المبيعات يحمل المؤسسة خسارة بقيمة 0,006 دينار. ما عدا في السنوات 2010، 2016 و 2017 حققت المؤسسة هامش ربح موجب لكنه منخفض يقل عن المتوسط في القطاع وهو 0,05. كما يعكس العائد على الأموال الخاصة عدم قدرة المؤسسة على تحقيق عائد من الأموال المستثمرة من طرف حملة الأسهم العاديين. كل دينار مستثمر من طرف هؤلاء يكلف المؤسسة خسارة ب قيمة 0,166 دينار. في حين أن كل دينار مستثمر من أصول المؤسسة يحقق ربحا قدره 0,020، وهي أقل من المتوسط في القطاع.

## 2.1. شركة مونوبري

جدول رقم (18): مؤشرات الأداء المالي لشركة مونوبري

المتوسط الحسابي	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	المؤشرات / السنوات
0,019	-0,002	0,003	0,007	0,004	0,022	0,028	0,008	0,027	0,040	0,049	هامش الربح الصافي (0,050)
0,049	0,007	0,002	0,016	0,026	0,060	0,064	0,050	0,075	0,088	0,107	العائد على الأصول (0,044)
0,111	-0,015	0,022	0,041	0,020	0,122	0,169	0,052	0,182	0,245	0,275	العائد على الأموال الخاصة (0,005)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (18) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة مونوبري موجبة خلال سنوات الدراسة، خاصة مؤشري العائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة التي تفوق المتوسط في القطاع، كما أن هذا المؤشر الأخير هو الأكبر في

القطاع. هذا الأداء يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,019، 0,049، و0,111 على التوالي.

### 3.1. الشركة التونسية لأسواق الجملة

جدول رقم (19): مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية لأسواق الجملة

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,050)	0,183	0,051	0,036	0,044	0,103	0,148	0,185	0,145	0,231	0,255	0,138
العائد على الأصول (0,044)	0,080	0,015	0,017	0,018	0,051	0,069	0,077	0,063	0,125	0,124	0,064
العائد على الأموال الخاصة (0,005)	0,083	0,024	0,018	0,022	0,048	0,073	0,092	0,075	0,127	0,142	0,070

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (19) أن مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية لأسواق الجملة موجبة خلال سنوات الدراسة، وهي جميعا تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,138 ، 0,064 ، و0,070 على التوالي.

يعتبر الأداء المالي للشركة التونسية لأسواق الجملة هو الأحسن في قطاع خدمات المستهلك، بينما أداء شركة المغازة العامة هو الأسوأ نظرا لأن مؤشراتها سالبة.

## 2. قطاع الصحة

جدول رقم (20): مؤشرات الأداء المالي لشركة أدوية

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي	0,107	0,087	0,085	0,021	0,077	0,083	0,077	0,073	0,032	0,051	0,069
العائد على الأصول	0,206	0,159	0,164	0,064	0,169	0,185	0,140	0,128	0,074	0,113	0,140
العائد على الأموال الخاصة	0,247	0,226	0,216	0,059	0,206	0,224	0,200	0,180	0,080	0,126	0,176

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (20) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة أدوية موجبة خلال سنوات الدراسة، خاصة العائد على الأموال الخاصة. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,069، 0,140، و0,176 على التوالي.

### 3. قطاع مواد الاستهلاك

#### 1.3 البطارية التونسية أسد

جدول رقم (21): مؤشرات الأداء المالي لشركة البطارية التونسية أسد

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,047)	0,117	0,139	0,113	0,085	0,083	0,089	0,044	-0,025	0,028	0,077	0,075
العائد على الأصول (0,078)	0,154	0,157	0,115	0,101	0,095	0,108	0,081	0,030	0,055	0,114	0,101
العائد على الأموال	0,255	0,266	0,222	0,176	0,168	0,152	0,087	-0,055	0,062	0,174	0,151

الخاصة  
(0,162)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (21) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة البطارية التونسية أسد موجبة خلال سنوات الدراسة، خاصة مؤشري هامش الربح الصافي والعائد على الأصول التي تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,075، 0,101، و0,151 على التوالي.

## 2.3. شركة صنع المشروبات بتونس

جدول رقم (22): مؤشرات الأداء المالي لشركة صنع المشروبات بتونس

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,047)	0,106	0,148	0,138	0,123	0,143	0,144	0,155	0,182	0,156	0,180	0,148
العائد على الأصول (0,078)	0,133	0,145	0,136	0,146	0,174	0,180	0,168	0,155	0,157	0,157	0,155
العائد على الأموال	0,151	0,197	0,185	0,177	0,215	0,213	0,216	0,225	0,189	0,213	0,198

الخاصة

(0,162)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (22) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة صنع المشروبات بتونس موجبة خلال سنوات الدراسة، وهي جميعا تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,148 ، 0,155 ، و 0,198 دينار على التوالي.

### 3.3. الشركة التونسية للتجهيز

جدول رقم (23): مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية للتجهيز

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,047)	0,075	0,041	0,036	-0,014	-0,068	-0,004	0,031	0,014	-0,020	-0,009	0,008
العائد على الأصول (0,078)	0,098	0,085	0,063	0,002	-0,014	0,034	0,080	0,067	0,048	0,051	0,051
العائد على الأموال الخاصة	0,241	0,154	0,145	-0,053	-0,417	-0,023	0,084	0,037	-0,055	-0,027	0,008

(0,162)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (23) أن مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية للتجهيز موجبة خلال سنوات الدراسة، بالرغم من أنها أقل من المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,008، 0,051، و0,008 دينار على التوالي.

## 4.3. ألبان صناعية

جدول رقم (24): مؤشرات الأداء المالي لشركة ألبان صناعية

المؤشرات/ السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,047)	-0,059	-0,025	-0,024	-0,038	0,000	0,007	-0,031	-0,042	-0,088	-0,128	-0,043
العائد على الأصول (0,078)	-0,036	0,009	0,005	-0,002	0,040	0,056	0,021	0,010	-0,007	-0,056	0,004
العائد على الأموال الخاصة	-0,204	-0,098	-0,067	-0,158	0,002	0,034	-0,178	-0,257	-0,871	4,693	0,290

(0,162)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (24) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة ألبان صناعية موجبة، وتحديدًا مؤشري العائد على الأموال الخاصة الذي يعتبر أكبر من المتوسط في القطاع، والعائد على الأصول الذي يعتبر أقل من المتوسط في القطاع. وهو يعكس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من كل دينار مستثمر في الأصول وفي أموال المساهمين. في حين أن الشركة ليس لها قدرة على تحقيق عوائد من المبيعات نظراً لهامش الربح الصافي للشركة.

تملك شركة صنع المشروبات بتونس هامش الربح الصافي الأكبر في قطاع مواد الاستهلاك، وشركة ألبان صناعية الهامش الأصغر. وفي ما يخص العائد على الأصول، فشركة صنع المشروبات بتونس هي صاحبة مؤشر العائد على الأصول الأكبر في القطاع وشركة ألبان صناعية هي الأصغر. ومن حيث العائد على الأموال الخاصة فشركة ألبان صناعية هي الأكبر والشركة التونسية للتجهيز هي الأصغر.

## 4. قطاع الصناعة

## 1.4. السكنى

جدول رقم (25): مؤشرات الأداء المالي لشركة السكنى

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,105)	0,135	0,183	0,220	0,192	0,224	0,221	0,197	0,199	0,088	0,098	0,176
العائد على الأصول (0,077)	0,102	0,116	0,082	0,131	0,112	0,104	0,070	0,048	0,059	0,069	0,089

0,117	0,057	0,045	0,057	0,093	0,149	0,173	0,156	0,145	0,162	0,137	العائد على الأموال الخاصة (0,095)
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (25) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة السكنى موجب خلال سنوات الدراسة، وهي تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,176، 0,089، و0,117 على التوالي.

#### 2.4. الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية

جدول رقم (26): مؤشرات الأداء المالي للشركة الصناعية للأجهزة والآلات

المتوسط الحسابي	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	المؤشرات/ السنوات
0,044	0,058	0,069	0,076	0,067	0,054	0,045	0,044	0,058	-0,029	0,000	هامش الربح الصافي (0,105)
0,047	0,075	0,046	0,072	0,075	0,054	0,033	0,045	0,060	-0,005	0,018	العائد على الأصول (0,077)

0,053	0,063	0,065	0,085	0,079	0,077	0,063	0,056	0,082	-0,038	0,000	العائد على الأموال الخاصة (0,095)
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	-------	--

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (26) أن مؤشرات الأداء المالي للشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية موجبة خلال سنوات الدراسة، إلا أنها أقل من المتوسط في القطاع. وهي تعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,044، 0,047، و0,053 على التوالي.

### 3.4. الشركة العقارية وللمساهمات

جدول رقم (27): مؤشرات الأداء المالي للشركة العقارية وللمساهمات

المؤشرات/ السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,105)	0,106	0,113	0,137	0,140	0,142	0,178	0,096	0,147	0,075	0,025	0,116
العائد على الأصول (0,077)	0,085	0,085	0,072	0,083	0,081	0,112	0,061	0,056	0,052	0,049	0,074

0,103	0,014	0,041	0,062	0,059	0,181	0,130	0,141	0,132	0,136	0,132	العائد على الأموال الخاصة (0,095)
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----------------------------------

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (27) أن مؤشرات الأداء المالي للشركة العقارية وللمساهمات موجبة خلال سنوات الدراسة، خاصة مؤشري هامش الربح الصافي والعائد على الأموال الخاصة التي تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,116 ، 0,074 ، و0,103 دينار على التوالي.

#### 4.4. الشركة العصرية للخزف

جدول رقم (28): مؤشرات الأداء المالي للشركة العصرية للخزف

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,105)	0,092	0,048	0,052	0,014	0,051	0,038	0,061	0,007	-0,079	0,032	0,031
العائد على الأصول (0,077)	0,074	0,061	0,065	0,042	0,063	0,072	0,061	0,056	0,052	0,068	0,061

0,042	0,048	-0,076	0,007	0,063	0,053	0,068	0,017	0,064	0,065	0,112	العائد على الأموال الخاصة (0,095)
-------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	---

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (28) أن مؤشرات الأداء المالي للشركة العصرية للخزف موجبة خلال سنوات الدراسة، وهي جميعاً أقل من المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,031، 0,061، و0,042 على التوالي.

#### 5.4. الشركة التونسية للبلور

جدول رقم (29): مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية للبلور

المؤشرات/ السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,105)	0,103	0,233	0,241	0,232	0,171	0,137	0,097	0,120	0,117	0,150	0,160
العائد على الأصول	0,086	0,171	0,173	0,140	0,082	0,085	0,077	0,091	0,085	0,132	0,112

(0,077)

العائد على

0,159 0,179 0,139 0,137 0,101 0,129 0,132 0,205 0,216 0,252 0,102

الأموال

الخاصة

(0,095)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (29) أن مؤشرات الأداء المالي للشركة التونسية للبلور موجبة خلال سنوات الدراسة، وهي جميعا تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,160، 0,112، و0,159 على التوالي.

تعتبر شركة السكنى الأكبر من حيث هامش الربح الصافي في قطاع الصناعة، والشركة العصرية للخزف هي الأصغر من حيث هامش الربح الصافي والعائد على الأموال الخاصة. كما تملك الشركة التونسية للبلور العائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة الأكبر في القطاع، وتملك الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية معدل العائد على الأصول الأصغر.

## 5. قطاع المواد الأساسية

## 1.5. آريليكيد تونس

جدول رقم (30): مؤشرات الأداء المالي لشركة آريليكيد تونس

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,139)	0,214	0,198	0,192	0,105	0,178	0,131	0,114	0,084	0,089	0,114	0,142

0,151	0,148	0,118	0,104	0,142	0,154	0,144	0,121	0,182	0,196	0,196	العائد على الأصول (0,139)
0,204	0,183	0,139	0,123	0,171	0,201	0,254	0,147	0,255	0,275	0,292	العائد على الأموال الخاصة (0,176)

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (30) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة آريكيد تونس موجبة خلال سنوات الدراسة، وهي جميعا تفوق المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,142 ، 0,151 ، و0,204 على التوالي.

## 2.5. تونس لمجنيات الألمنيوم

جدول رقم (31): مؤشرات الأداء المالي لشركة تونس لمجنيات الألمنيوم

المؤشرات / السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي (0,139)	0,191	0,203	0,172	0,174	0,144	0,126	0,090	0,082	0,073	0,097	0,135
العائد على الأصول (0,139)	0,175	0,188	0,172	0,156	0,108	0,126	0,080	0,078	0,084	0,099	0,126

العائد على الأموال الخاصة (0,176)	0,199	0,183	0,181	0,168	0,145	0,150	0,107	0,097	0,097	0,146	0,147
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (31) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة تونس لمجندات الألمنيوم موجبة خلال سنوات الدراسة، وهي أقل المتوسط في القطاع. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,135، 0,126، و 0,147 على التوالي.

يعتبر الأداء المالي لشركة آريليكيد تونس أفضل من شركة تونس لمجندات الألمنيوم، حيث تملك الشركة هامش الربح الصافي ومعدل العائد على الأصول الأكبر في القطاع، بينما تملك شركة تونس لمجندات الألمنيوم معدل العائد على الأموال الخاصة الأكبر.

## 6. قطاع البترول والغاز

### 1.6. شركة النقل بواسطة الأنابيب

جدول رقم (32): مؤشرات الأداء المالي لشركة النقل بواسطة الأنابيب

المؤشرات/ السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط الحسابي
هامش الربح الصافي	0,011	0,177	0,162	0,327	0,243	0,322	0,286	0,327	0,293	0,412	0,256

0,095	0,162	0,104	0,108	0,096	0,111	0,093	0,113	0,069	0,059	0,035	العائد على الأصول
0,089	0,160	0,098	0,112	0,097	0,110	0,085	0,124	0,055	0,051	0,003	العائد على الأموال الخاصة

المصدر: المرجع نفسه.

يتبين من خلال الجدول (32) أن مؤشرات الأداء المالي لشركة النقل بواسطة الأنابيب موجبة خلال سنوات الدراسة، خاصة هامش الربح الصافي الذي يعتبر الأكبر بالمقارنة بباقي الشركات في القطاعات الأخرى. وهذا يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد من كل دينار مباع، كل دينار مستثمر من الأصول، وكل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية بمقدار 0,256 ، 0,095 ، و 0,089 على التوالي.

### المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة

في هذا الجزء من الدراسة سيتم عرض نتائج تحليل بيانات الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. يتبع ذلك مناقشة لنتائج الدراسة بالمقارنة بنتائج الدراسات السابقة في الموضوع ونظريتي رأس المال الفكري.

#### المطلب الأول: الاحصاء الوصفي وتحليل الارتباط

تم دراسة الخصائص الاحصائية لعينة الدراسة من حيث القيم العليا، القيم الدنيا، المتوسطات وكذا الانحراف المعياري لجميع متغيرات الدراسة، بالإضافة الى ذلك، تم استعمال معامل الارتباط بيرسون لدراسة اتجاه وقوة العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة.

## أولاً: الاحصاء الوصفي

يقدم الجدول (33) إحصائيات وصفية للمتغيرات التابعة والمستقلة. تتضمن الحد الأعلى والحد الأدنى، المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، وذلك لـ 160 مشاهدة في كل متغير من متغيرات الدراسة.

من خلال متوسط كفاءة رأس المال الفكري (3,6716، انحراف معياري = 1,6112) في المؤسسات محل الدراسة تبين أن أداء المؤسسات فيما يتعلق برأس مالها الفكري (حسب الجدول) هو أداء ناجح، وهو يدل على أن المؤسسات تستثمر في الموارد البشرية والهيكلية وهذه الاستثمارات تمثل جزء معتبراً من القيمة المضافة في المؤسسة. حيث أن كل دينار مستثمر في رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي يحقق للمؤسسات المدروسة، على التوالي، 3,0833 و 0,6084 دينار من القيمة المضافة.

أما متوسط معامل القيمة الفكرية المضافة (-1,4152، انحراف معياري = 69,5951) فهو يبين أن المؤسسات محل الدراسة ليس لها قدرة على خلق القيمة، خاصة من مواردها المادية لأن كفاءة رأس المال العامل سالبة (-5,0868)، لكنها في المقابل لها قدرة على خلق القيمة من مواردها الفكرية (ICE = 3,6716).

كما أن المقارنة بين كفاءة رأس المال العامل (-5,0868، انحراف معياري = 69,4980) وكفاءة رأس المال البشري (3,0833، انحراف معياري = 701,45) وكفاءة رأس المال الهيكلي (0,6084، انحراف معياري = 0,1569)، تبين أنه خلال الفترة 2008-2017، تحسن المؤسسات المدروسة في قيمتها بشكل كبير من خلال رأس المال البشري أكثر من رأس المال الهيكلي ورأس المال العامل، حيث أن كل دينار مستثمر في رأس المال العامل يكلف المؤسسة خسارة في القيمة المضافة قدرها 5,0868 دينار. وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصل اليه Fourati وآخرون في دراستهم.

يشير المتوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية (4,2817، انحراف معياري = 9,7401) إلى أن المستثمرون يقيمون المؤسسات المدرجة في بورصة تونس بأكثر من قيمتها الدفترية لصافي الموجودات. كما يشير إلى أن نسبة 76.64 بالمئة من القيمة السوقية لا تظهر في القوائم المالية للمؤسسات المدروسة:

$$\text{القيمة المخفية} = 100 * [4,2817 / (1 - 4,2817)] = 76.64\%$$

يدعم هذا البحث الأبحاث التجريبية التي أكدت وجود فجوة متزايدة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسات. فقد قام Fourati وآخرون بدراسة 21 مؤسسة مدرجة في بورصة تونس خلال الفترة 2002-2006 وخلص إلى أن حوالي 38% من القيمة السوقية للمؤسسات تم حذفها من البيانات المالية. بينما وصلت هذه النسبة إلى 50% في دراسة طولية (2006-2008) قام بها Maditinos وآخرون في سوق أثينا. في حين لا تتجاوز 24% في دراسة Goo و Tseng لـ 289 مؤسسة مدرجة في بورصة هونغ كونغ لعام 2000.

يعتبر الأداء المالي لعينة الدراسة جيدا نسبيا خاصة مع ملاحظة أن جميع المؤشرات ROE, ROA, NPM موجبة لكنها منخفضة، خاصة NPM (0,0918)، انحراف معياري = (0,0913) و ROA (0,0839)، انحراف معياري = (0,0538).

جدول رقم (33): الاحصاء الوصفي لجميع متغيرات الدراسة

ROE	ROA	NPM	M/B	VAIC	CEE	ICE	SCE	HCE	الاحصاء
-1,5568	-0,0560	-0,1281	-16,8287	-877,7754	-880,5178	0,6888	0,1654	1,1982	الحد الأدنى
4,6934	0,2057	0,4118	72,2083	26,4100	23,4617	9,0060	0,8770	908,12	الحد الأعلى
0,1097	0,0839	0,0918	4,2817	-1,4152	-5,0868	3,6716	0,6084	3,0833	المتوسط الحسابي
0,4469	0,0538	0,0913	9,7401	69,5951	69,4980	1,6112	0,1569	701,45	الانحراف المعياري
160	160	160	160	160	160	160	160	160	المشاهدات
0	0	0	0	0	0	0	0	0	القيم المفقودة

المصدر: بناء على مخرجات برنامج XLSTAT.

#### ثانيا: تحليل الارتباط

من أجل معرفة اتجاه العلاقة وقوتها بين أبعاد رأس المال الفكري مقاسة عن طريق منهجية VAIC وقيمة المؤسسة الاقتصادية والأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس، تم استعمال معامل الارتباط بيرسون Pearson. تحليل معامل الارتباط هو التقنية الإحصائية الأولية المستخدمة لتحليل العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة. والجدول التالي يوضح نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (34): تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

ROE	ROA	NPM	M/B	VAIC	CEE	ICE	SCE	HCE	المتغيرات
0,0649	0,5455	0,4774	-0,1311	0,0752	0,0524	<b>*0,9871</b>	0,8908	<b>1</b>	HCE
-0,0097	<b>*0,6256</b>	<b>*0,5030</b>	<b>*-0,1720</b>	0,0578	0,0371	<b>*0,8940</b>	<b>1</b>		SCE
0,0569	<b>*0,5532</b>	<b>*0,4686</b>	-0,1346	0,0718	0,0487	<b>1</b>			ICE
0,0173	0,0666	0,0742	0,0179	<b>*0,9997</b>	<b>1</b>				CEE

0,0186	0,0793	0,0849	0,0147	1	VAIC
*-					M/B
0,3678	-0,1430	*-0,1748	1		NPM
0,0485	*0,6936	1			ROA
0,1019	1				ROE
1					

المصدر: بناء على مخرجات برنامج XLSTAT.

يوفر تحليل الارتباط معاينة أولية للتائج، حيث يبين معامل الارتباط الخطي بيرسون أن نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لا ترتبط ارتباطا ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) الا بأحد مكونات VAIC وهو كفاءة رأس المال الهيكلية فقط، الا أن هذا الارتباط سالب وضعيف. في حين لا يوجد ارتباط ذو دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الفكري، كفاءة رأس المال العامل، معامل القيمة الفكرية المضافة و M/B. من ناحية أخرى، يلاحظ أن كفاءة رأس المال البشري لا ترتبط ارتباطا ذو دلالة احصائية الا بكفاءة رأس المال الفكري، وهذا الارتباط موجب وقوي، وهذه نتيجة منطقية لأن كفاءة رأس المال البشري هي جزء مهم من كفاءة رأس المال الفكري.

من ناحية أخرى، فإن كل من كفاءة رأس المال الهيكلية وكفاءة رأس المال الفكري ترتبط ارتباطا موجبا ذو دلالة احصائية مع هامش الربح الصافي والعائد على الأصول. حيث أن هذا الارتباط موجب قوي بين كفاءة رأس المال الهيكلية وهامش الربح الصافي والعائد على الأصول، وموجب ضعيف بين كفاءة رأس المال الفكري وهامش الربح الصافي، بينما موجب قوي بين كفاءة رأس المال الفكري والعائد على الأصول.

#### المطلب الثاني: اختبار فرضيات الدراسة

في هذا الجزء من الدراسة سيتم اختبار فرضيات الدراسة، من خلال نماذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار العلاقة بين VAIC و M/B من جهة و VAIC ومؤشرات الأداء المالي من جهة أخرى. وأيضا من خلال نماذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين عناصر VAIC و M/B، وبين عناصر VAIC ومؤشرات الأداء المالي.

أولا: نماذج العلاقة بين رأس المال الفكري والقيمة السوقية

تتكون هذه النماذج من نموذجين يختبران فرضيتين، الفرضية الأولى حول العلاقة بين معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية، ومفادها: المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفع لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة. أما الفرضية الثانية فهي حول العلاقة بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية، وتنقسم الى ثلاث فرضيات فرعية: أولاً، المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال بشري مرتفع لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة، ثانياً، المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال هيكلية مرتفع لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة، وأخيراً، المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال عامل مرتفعة لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية مرتفعة.

### 1. نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضية النموذج الأول

يعرض الجدول (35) نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار تأثير معامل القيمة الفكرية المضافة على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية.

جدول رقم (35): نتائج الانحدار لأثر VAIC على M/B

الخصائص الإحصائية للنموذج			المعلومات المقدرة		
Sig.	درجة حرية المقام	درجة حرية البسط	F	a <sub>1</sub>	الثابت a <sub>0</sub>
0.004	151	1	8.732	-0.779	8.036

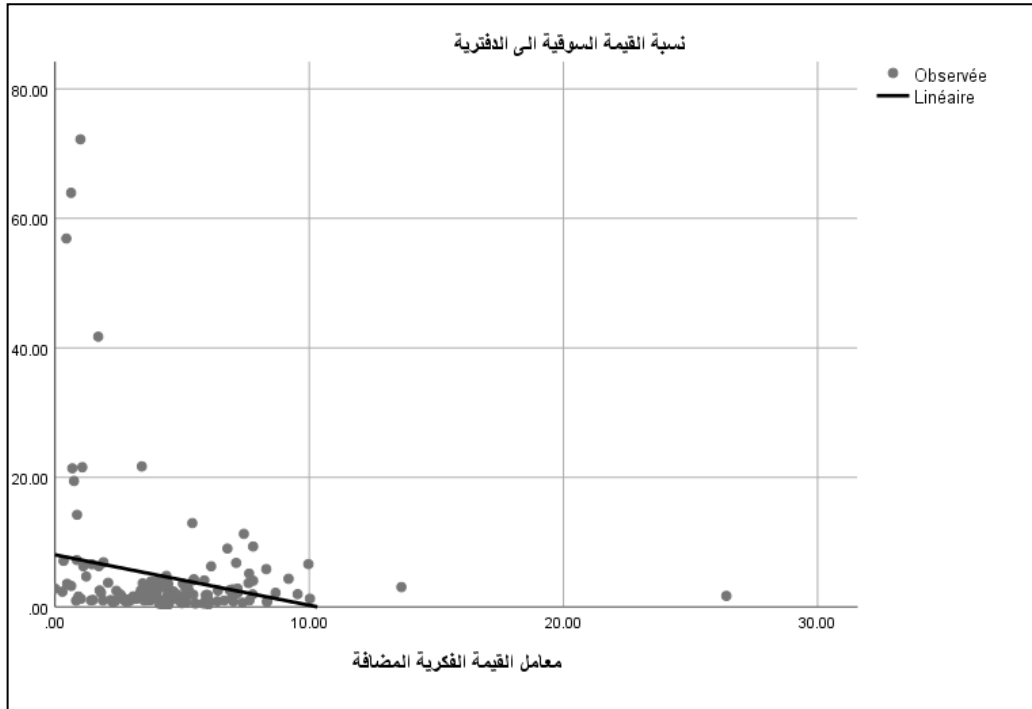
المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

من خلال نتائج اختبار فيشر يتبين لنا معنوية معاملات النموذج حيث نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (0.004) أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0,05)، مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة دالة بين معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية. أي أن معامل القيمة الفكرية المضافة يؤثر على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية.

كما توضح إشارة المعلمة **a<sub>1</sub>** العلاقة العكسية بين المتغيرين، أما قيمة المعلمة والتي بلغت -0.779 فتوضح قوة تأثير معامل القيمة الفكرية المضافة على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية. فكلما ارتفع معامل القيمة الفكرية المضافة بدينار واحد انخفضت نسبة القيمة السوقية الى الدفترية بـ 0.779 دينار. يمكن الاستعانة بشكل الانتشار لتوضيح هذه العلاقة ببيان (الشكل 13).

هذه النتائج (وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين VAIV و M/B) لا تدعم الفرضية الرئيسية الأولى H1 التي مفادها أن المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفعة لديها نسبة قيمة سوقية الى دفترية

مرتفعة. بل على العكس، فإنه في سياق المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة، فإنه كلما كانت للمؤسسة معامل قيمة فكرية مضافة مرتفع كلما أدى ذلك إلى انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.



المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

من خلال الشكل (15) تتضح العلاقة العكسية بين المتغيرين فكلما ارتفعت قيم معامل القيمة الفكرية المضافة أدى ذلك إلى انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.

## 2. نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فرضيات النموذج الثاني

يعرض الجدول (36) نتائج الانحدار الخطي لتأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.

جدول رقم (36): نتائج الانحدار لأثر عناصر VAIC على M/B

المتغيرات المستقلة	المعامل ( $a_3, a_2, a_1$ )	الخطأ المعياري	t	Sig(t)	F	Sig(F)	$R^2$
الثابت $a_0$	12,1919	3,8062	3,2032	0,0016			

0,0325	0,1600	1,7453	0,5444	0,6075	0,1735	0,7067	HCE
			0,1259	-1,5387	0,1734	-16,5579	SCE
			0,7782	0,2821	0,0789	0,0031	CEE

المصدر: بناء على مخرجات برنامج XLSTAT.

يتضمن الجدول (36) نتائج الانحدار المتعدد والذي يمكن تقسيمه الى الأقسام التالية:

أولاً: اختبار المعنوية الكلية للنموذج: يقصد به اختبار تأثير المتغيرات المفسرة ككل على المتغير التابع، وللقيام بهذا الاختبار تستخدم احصائية فيشر، حيث نلاحظ من خلال الجدول أن مستوى الدلالة المحسوب ( $F$ ) أكبر من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة دالة بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة (كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي، كفاءة رأس المال العامل) ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية.

ثانياً: اختبار المعنوية الجزئية: ونعني بذلك اختبار معنوية كل متغير على حدة، وللقيام بهذا الاختبار نستخدم احصائية  $t$  حيث نلاحظ من خلال الجدول أن مستوى الدلالة المحسوب لجميع المتغيرات المستقلة أكبر من 0,05. أي أن هذه المتغيرات لا تؤثر على المتغير التابع وهذا ما يؤكد نتيجة اختبار فيشر السابق.

ثالثاً: معامل التحديد: يقيس هذا المعامل القوة التفسيرية للنموذج، أو نسبة تباين المتغير التابع التي تفسرها المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج، حيث بلغت قيمة هذا المعامل 0,03 (كما هو موضح في الجدول أعلاه)، وتعكس هذه القيمة التأثير الضعيف جدا لعناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، حيث أن هذه المتغيرات لم تستطع تفسير سوى 3% من التغير في نسبة القيمة السوقية الى الدفترية.

رابعاً: معاملات التأثير ( $a_1, a_2, a_3$ ): يلاحظ من خلال معاملات التأثير أن هناك تأثير موجب من كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية، حيث أنه كلما ارتفعت قيمة كفاءة رأس المال البشري وقيمة كفاءة رأس المال بدينار واحد، أدى ذلك الى ارتفاع نسبة القيمة السوقية الى الدفترية بقيمة 0,70 و 0,0031 دينار على التوالي. في حين أن هناك تأثير سالب من كفاءة رأس المال الهيكلي على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية. حيث أنه كلما ارتفعت كفاءة رأس المال الهيكلي بدينار واحد أدى ذلك الى انخفاض نسبة القيمة السوقية الى الدفترية بـ 16,55 دينار. لكن تبقى هذه التأثيرات دون أي دلالة احصائية.

هذه النتائج لا توفر أي دعم للفرضيات الجزئية H1a، H1b، H1c، حيث أثبتت النتائج أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي، وكفاءة رأس المال العامل ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية.

## ثانيا: نماذج العلاقة بين رأس المال الفكري والأداء المالي

هذه النماذج تختبر فرضيتين، الفرضية الأولى حول العلاقة بين معامل القيمة الفكرية المضافة والأداء المالي (NPM)، (ROE، ROA)، ومفادها: المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مضافة مرتفع لديها أداء مالي مرتفع. أما الفرضية الثانية فهي حول العلاقة بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة والأداء المالي، وتنقسم الى ثلاث فرضيات فرعية: أولا، المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال بشري مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع، ثانيا، المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال هيكلية مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع، وأخيرا، المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال عامل مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع.

## 1. نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضية النموذج الثالث

يعرض الجدول (37) نتائج الانحدار الخطي البسيط لتأثير معامل القيمة الفكرية المضافة على مؤشرات الأداء المالي (ROE، ROA، NPM).

جدول رقم (37): نتائج الانحدار لأثر معامل القيمة الفكرية المضافة على الأداء المالي

المعلمت	الثابت $a_0$	هامش الربح الصافي	العائد على الأصول	العائد على الأموال الخاصة
المقدرة	$a_1$	0.018	0.006	0.006
الخصائص	F	49.160	23.275	0.114
الاحصائية	درجة حرية البسط	1	1	1
لنموذج	درجة حرية المقام	137	147	138
	Sig.	0.000	0.000	0.736

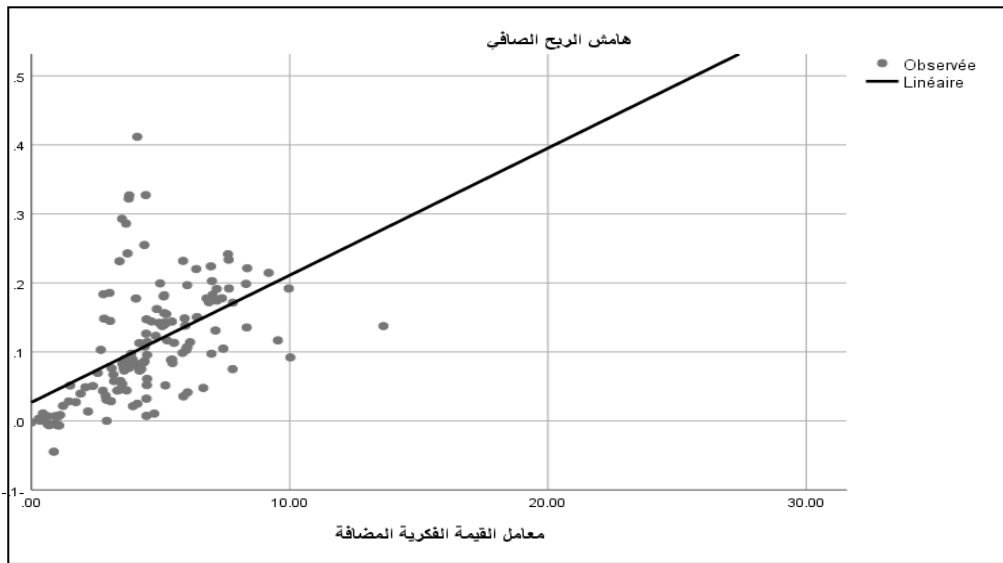
المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي XLSTAT.

من خلال نتائج اختبار فيشر يتبين لنا معنوية معلمت نموذجي هامش الربح الصافي والعائد على الأصول، حيث نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (0,000) أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0,05) في النموذجين، وهذا ما يوضح وجود علاقة بين معامل القيمة الفكرية المضافة وهامش الربح الصافي من جهة، وبين معامل القيمة الفكرية المضافة والعائد على الأصول من جهة أخرى. لكن يتبين من خلال نفس الاختبار أن نموذج العائد على الأصول غير معنوي، حيث أن مستوى الدلالة المحسوب (0.736) أكبر من مستوى الدلالة المعتمد (0,05). وهذا ما يوضح عدم وجود علاقة بين معامل القيمة الفكرية المضافة والعائد على الأموال الخاصة.

كما توضح إشارة المعلمة  $a_1$  العلاقة الطردية بين المتغيرات المستقلة والتابعة. تبين معلمة نموذج هامش الربح الصافي التي بلغت (0.018) أنه كلما ارتفع معامل القيمة الفكرية المضافة بدينار واحد أدى ذلك الى ارتفاع هامش الربح الصافي بـ 0,018 دينار. بينما توضح معلمة نموذج العائد على الأصول التي بلغت 0.006 أنه كلما ارتفع معامل القيمة الفكرية المضافة بدينار واحد أدى ذلك الى ارتفاع العائد على الأصول بـ 0.006 دينار. في حين أن أي ارتفاع في معامل القيمة الفكرية المضافة بدينار واحد يؤدي الى ارتفاع العائد على الأموال الخاصة بـ 0.006 دينار. يمكن الاستعانة بشكل الانتشار لتوضيح العلاقة بين معامل القيمة الفكرية المضافة وهامش الربح الصافي ومعامل القيمة الفكرية المضافة والعائد على الأصول ببيانها.

هذه النتائج (وجود علاقة طردية ذات دلالة بين **VAIC** وهامش الربح الصافي والعائد على الأصول) تؤكد صحة الفرضية الثانية **H2** التي مفادها أن المؤسسات التي لديها معامل قيمة فكرية مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع ممثلاً بهامش الربح الصافي والعائد على الأصول.

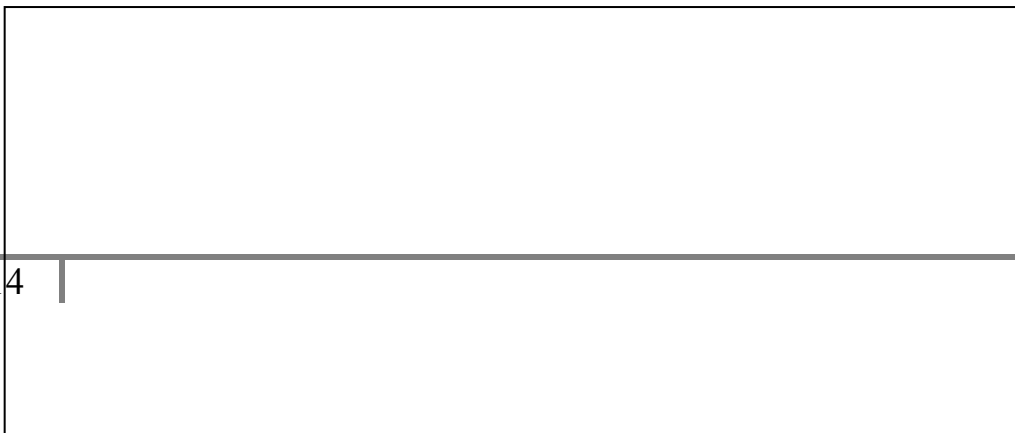
شكل رقم (14): شكل الانتشار بين معامل القيمة الفكرية المضافة وهامش الربح الصافي

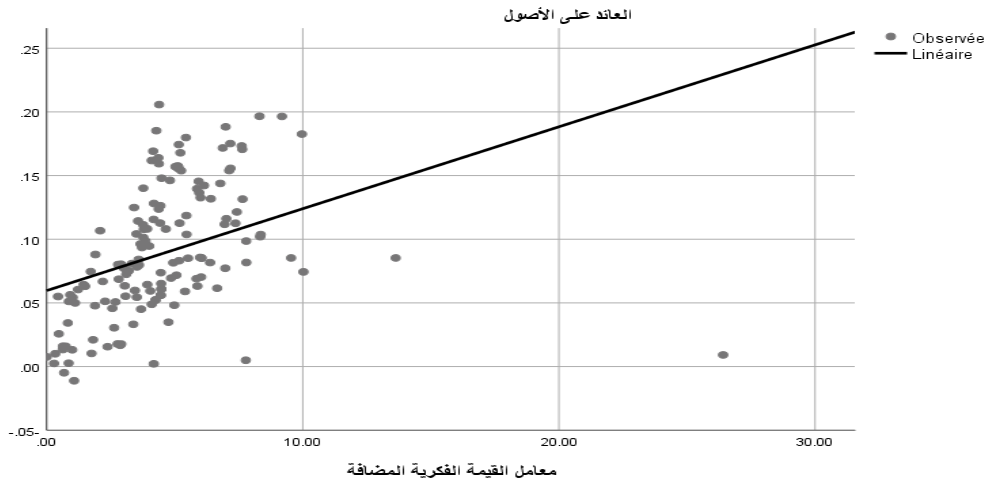


المصدر: بناء على مخرجات برنامج XLSTAT.

من خلال الشكل (14) تتضح العلاقة الطردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت قيمة معامل القيمة الفكرية المضافة أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة هامش الربح الصافي.

شكل رقم (15): شكل الانتشار بين معامل القيمة الفكرية المضافة والعائد على الأصول





المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي XLSTAT.

من خلال الشكل (15) تتضح العلاقة الطردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت قيمة معامل القيمة الفكرية المضافة أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة العائد على الأصول.

## 2. نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فرضيات النموذج الرابع

في الجزء الموالي، سيتم عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على الأداء المالي.

### 1.2 تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح الصافي

يعرض الجدول (38) نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح الصافي.

جدول رقم (38): نتائج الانحدار الخطي المتعدد لأثر عناصر VAIC على هامش الربح الصافي

R <sup>2</sup>	Sig(F)	F	Sig(t)	t	الخطأ المعياري	المعامل (a <sub>3</sub> , a <sub>2</sub> , a <sub>1</sub> )	المتغيرات المستقلة
0,2600	< 0,0001	18,2714	0,0296	-2,1956	0,0312	-0,0685	الثابت a <sub>0</sub>
			0,3672	0,9043	0,0095	0,0086	HCE
			0,0135	2,4991	0,0882	0,2205	SCE
			0,4442	0,7670	0,0001	0,0001	CEE

المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي XLSTAT.

من خلال اختبار المعنوية الكلية للنموذج، نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (Sig(F)) أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة دالة بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة (كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي، كفاءة رأس المال العامل) وهامش الربح الصافي.

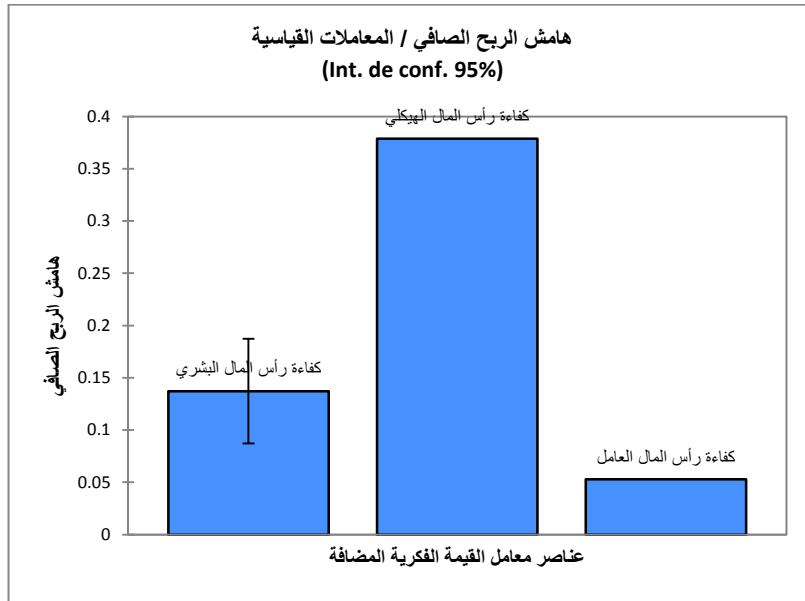
أما من خلال اختبار المعنوية الجزئية، نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب ( $\text{Sig}(t)$ ) لكل من كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل أكبر من 0,05. أي أن كل من كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل لا تؤثر على هامش الربح الصافي. لكن في المقابل يلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب ( $\text{Sig}(t) = 0,0135$ ) لكفاءة رأس المال الهيكلي أقل من 0,05. أي أن كفاءة رأس المال الهيكلي تؤثر على هامش الربح الصافي.

من خلال معامل التحديد التي بلغت 0,26، يتضح التأثير الضعيف لعناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح الصافي، حيث أن هذه المتغيرات تفسر 26% من التغير في هامش الربح الصافي.

يلاحظ من خلال معاملات التأثير، أن هناك تأثير موجب من عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح الصافي، حيث أنه كلما ارتفعت كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال الهيكلي وكفاءة العامل بدينار واحد، أدى ذلك إلى ارتفاع نسبة هامش الربح الصافي بقيمة 0,0086، 0,2205 و 0,0001 دينار على التوالي. لكن يبقى أن تأثير كفاءة رأس المال الهيكلي الموجب على هامش الربح الصافي هو الوحيد الذي يحمل دلالة احصائية. للمقارنة بين تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح الصافي تم استخدام المعاملات القياسية حتى نزيل أثر وحدة القياس (الشكل).

هذه النتائج (وجود علاقة طردية ذات دلالة بين كفاءة رأس المال الهيكلي وهامش الربح الصافي) تدعم الفرضية H2b التي مفادها أن المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال هيكلي مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع من خلال هامش الربح الصافي المرتفع.

شكل رقم (16): حجم تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على هامش الربح



المصدر: بناء على مخرجات برنامج XLSTAT.

يلاحظ من خلال الشكل (16) أن كفاءة رأس المال البشري هي الأكثر تأثيراً على هامش الربح الصافي تليها كفاءة رأس المال العامل ثم في الدرجة الأخيرة كفاءة رأس المال الهيكلي.

## 2.2. تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول

يعرض الجدول (39) نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول.

جدول رقم (39): نتائج الانحدار لأثر عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول

R <sup>2</sup>	Sig(F)	F	Sig(t)	t	الخطأ المعياري	المعامل (a <sub>3</sub> , a <sub>2</sub> , a <sub>1</sub> )	المتغيرات المستقلة
0,3940	< 0.0001	33,8137	0,0028	-3,0375	0,0167	-0,0506	الثابت a <sub>0</sub>
			0,6573	-0,4445	0,0051	-0,0023	HCE
			< 0.0001	4,9443	0,0471	0,2328	SCE
			0,4755	0,7153	0,0000	0,0000	CEE

المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي XLSTAT.

من خلال اختبار المعنوية الكلية للنموذج، نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (Sig(F)) أقل من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة دالة بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة (كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي، كفاءة رأس المال العامل) والعائد على الأصول.

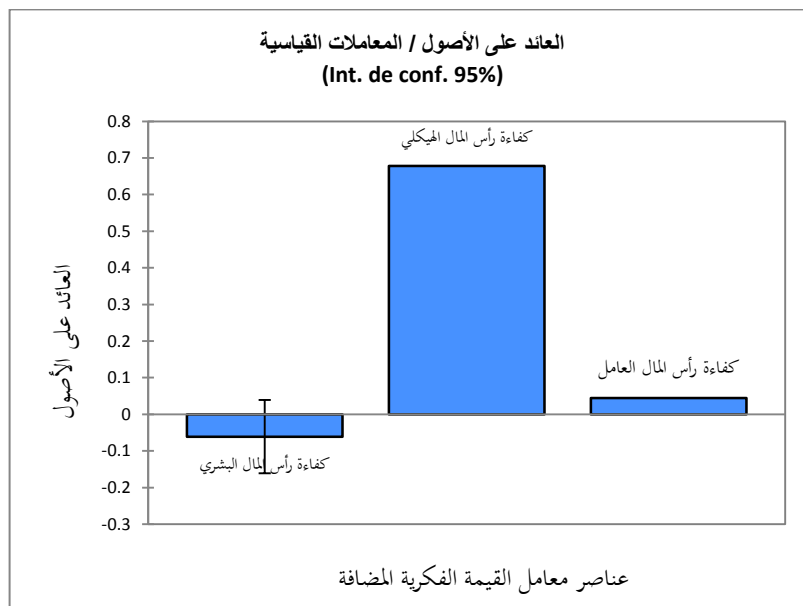
أما من خلال اختبار المعنوية الجزئية، نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب  $Sig(t)$  لكفاءة رأس المال الهيكلي أقل من 0,05. أي أن كفاءة رأس المال الهيكلي تؤثر على العائد على الأصول. لكن في المقابل يلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب لكل من كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل أكبر من 0,05. أي أن كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل لا تؤثر على العائد على الأصول.

من خلال معامل التحديد التي بلغت 0,26، يتضح التأثير الضعيف لعناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول، حيث أن هذه المتغيرات تفسر 26% من التغير في العائد على الأصول.

يلاحظ من خلال معاملات التأثير، أن هناك تأثير موجب من عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول، حيث أنه كلما ارتفعت كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي وكفاءة العامل بدينار واحد، أدى ذلك إلى ارتفاع العائد على الأصول بقيمة 0,0086، 0,2205 و 0,0001 دينار على التوالي. لكن يبقى أن تأثير كفاءة رأس المال الهيكلي الموجب على العائد على الأصول هو الوحيد الذي يحمل دلالة احصائية. للمقارنة بين درجة تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأصول تم استخدام المعاملات القياسية (الشكل).

هذه النتائج (وجود علاقة طردية ذات دلالة بين كفاءة رأس المال الهيكلي والعائد على الأصول) تدعم الفرضية الجزئية H2b، حيث أن المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال هيكلي مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع من خلال العائد على الأصول المرتفع.

شكل رقم (17): حجم تأثير عناصر VAIC على العائد على الأصول



المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الاحصائي XLSTAT.

يلاحظ من خلال الشكل (17) أن كفاءة رأس المال الهيكلية هي الأكثر تأثيراً على العائد على الأصول، تليها كفاءة رأس المال العامل، ثم في الدرجة الأخيرة كفاءة رأس المال البشري التي يلاحظ أن تأثيرها على العائد على الأصول هو تأثير سالب.

### 3.2. تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأموال الخاصة

يعرض الجدول (40) نتائج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار تأثير عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأموال الخاصة.

جدول رقم (40): نتائج الانحدار الخطي المتعدد لأثر عناصر VAIC على العائد على الأموال الخاصة

R <sup>2</sup>	Sig(F)	F	Sig(t)	t	الخطأ المعياري	المعامل (a <sub>3</sub> ، a <sub>2</sub> ، a <sub>1</sub> )	المتغيرات المستقلة
			0,0551	1,9328	0,1752	0,3386	الثابت a <sub>0</sub>
0,0264	0,2426	1,4077	0,0431	2,0392	0,0535	0,1092	HCE
			0,0626	-1,8757	0,4953	-0,9290	SCE
			0,8917	0,1364	0,0005	0,0001	CEE

المصدر: بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي XLSTAT.

من خلال اختبار المعنوية الكلية للنموذج، نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (Sig(F) أكبر من مستوى الدلالة المعتمد 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة دالة بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة (كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلية، كفاءة رأس المال العامل) والعائد على الأموال الخاصة.

أما من خلال اختبار المعنوية الجزئية، نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (Sig(t) لكل من كفاءة رأس المال الهيكلية وكفاءة رأس المال العامل أكبر من 0,05. أي أن كل من كفاءة رأس المال الهيكلية وكفاءة رأس المال العامل لا تؤثر على العائد على الأموال الخاصة. لكن في المقابل يلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب (Sig(t) = 0,0431) لكفاءة رأس المال البشري أقل من 0,05. أي أن كفاءة رأس المال البشري تؤثر على العائد على الأموال الخاصة.

من خلال معامل التحديد الذي بلغ 0,02، يتضح التأثير الضعيف جدا لعناصر معامل القيمة الفكرية المضافة على العائد على الأموال الخاصة، حيث أن هذه المتغيرات تفسر 2% فقط من التغير في العائد على الأموال الخاصة.

يلاحظ من خلال معاملات التأثير، أن هناك تأثير موجب من كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال العامل على العائد على الأموال الخاصة. حيث أنه كلما ارتفعت كفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس العامل بدينار واحد، أدى ذلك إلى ارتفاع العائد على الأموال الخاصة بقيمة 0,1092 و0,0001 دينار على التوالي. بالإضافة إلى ذلك، يوجد تأثير سالب من كفاءة رأس المال الهيكلية على العائد على الأموال الخاصة. حيث أن أي ارتفاع في كفاءة رأس المال الهيكلية بدينار واحد

يؤدي الى انخفاض في العائد على الأموال الخاصة بقيمة  $-0,9290$ . لكن يبقى أن تأثير كفاءة رأس المال البشري الموجب على العائد على الأموال الخاصة هو الوحيد الذي يحمل دلالة احصائية.

هذه النتائج (وجود علاقة طردية ذات دلالة بين كفاءة رأس المال البشري والعائد على الأموال الخاصة) تدعم الفرضية **H2a** التي مفادها أن المؤسسات التي لديها كفاءة رأس مال بشري مرتفعة لديها أداء مالي مرتفع وذلك من خلال العائد على الأموال الخاصة.

### المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة على ضوء الدراسات السابقة

من خلال هذه الدراسة تم رفض الفرضيات التي تفيد بوجود علاقة ايجابية ذات دلالة بين معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته (كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلي، وكفاءة رأس المال العامل) ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية. في المقابل تم قبول الفرضيات التي تفيد بوجود علاقة ايجابية ذات دلالة بين معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته والأداء المالي للمؤسسة، ما عدا كفاءة رأس المال العامل التي لم نجد أي علاقة ذات دلالة بينها وبين أحد مؤشرات الأداء المالي المدروسة.

تبين هذه النتائج أن معامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي يفسرون بشكل أفضل الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس بالمقارنة بنسبة القيمة السوقية الى الدفترية.

بالرغم من أن النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري تفسر الفجوة بين القيمة السوقية الى الدفترية عن طريق رأس المال الفكري، إلا أنه في اطار المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة لم تتمكن الدراسة من تفسير نسبة  $76.64$  بالمئة من القيمة السوقية التي لم يتم ادراجها في القوائم المالية، عن طريق رأس المال الفكري مقاسا بمعامل القيم الفكرية المضافة أو أحد مكوناته. فالمستثمرون لا يبدون أي رد فعل ايجابي تجاه المعلومات المالية المنشورة حول رأس المال البشري أو رأس المال الهيكلي أو رأس المال العامل، بل يعتبرونها تكاليف تثقل ميزانية المؤسسة. في المقابل يتفاعلون مع النتائج المالية للمؤسسة وهذا ما يفسر وجود علاقة ارتباط قوية بين VAIC ومكوناته ومؤشرات الأداء المالي.

هذه النتيجة متوافقة مع النتائج التي توصلت اليها العديد من الدراسات التي استخدمت منهجية VAIC في دراسة العلاقة بين رأس المال الفكرية ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية. فقد أكد Najibullah في دراسته لـ 22 مصرفا مدرجا في بورصة دكا ببنغلاديش، عدم وجود أي ارتباط بين معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية لهذه البنوك. وهي متوافقة مع ما توصل اليه Maditinos وآخرون عندما درسوا 96 مؤسسة يونانية مدرجة في بورصة أثينة،

من أربعة قطاعات اقتصادية مختلفة خلال الفترة 2006-2008. كما تؤيدها دراسة Mehralian لقطاع المستحضرات الصيدلانية بإيران.

وحتى باستخدام مؤشرات مختلفة لقياس متغيرات الدراسة وجدت الكثير من الدراسات نتائج مماثلة للدراسة الحالية. فقد بين Radaei و Roodposhti عند دراستهما للمؤسسات المدرجة في بورصة طهران لمدة 5 سنوات خلال الفترة 2004-2008 أنه لا توجد علاقة ذات دلالة بين رأس المال الفكري والقيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسات. أضف الى ذلك أن Veltri و Ferraro وجدوا بأنه لا توجد علاقة ذات معنوية بين عناصر رأس المال الفكري وهي: رأس المال البشري، رأس المال الابتكاري، رأس مال العمليات ورأس مال العلاقات والقيمة السوقية للمؤسسات الإيطالية المدرجة في البورصة.

من ناحية أخرى، ان وجود علاقة سلبية بين VAIV و M/B، متوافقة مع النتيجة التي توصل اليها Puntillo في دراسته لـ 21 مصرفا مدرجا في بورصة ميلانو بإيطاليا. وفي هذا الصدد، يؤكد Zéghal و Maaloul عند اختباره لهذه العلاقة في 300 مؤسسة في المملكة المتحدة البريطانية من ثلاث صناعات: التكنولوجيا المتطورة، التقنية، والخدمات، بأن الارتباط بين IC وأداء سوق الأسهم لا يمثل أهمية كبيرة الا بالنسبة للصناعات ذات التكنولوجيا العالية، كما أكد على ذلك Goo و Tseng عندما وجدوا أن تأثير IC على القيمة يزيد في مؤسسات التقنية العالية أكثر مما كانت عليه في مؤسسات التكنولوجيا غير العالية. قد يكون هذا أحد الأسباب التي جعلت هذه العلاقة غير محققة في اطار عينة الدراسة التي لا تشمل على مؤسسات كثيفة التكنولوجيا.

كما أن Hsieh و Chang وجدوا نفس النتيجة عندما استخدموا منهجية VAIC في قياس رأس المال الفكري في 367 مؤسسة تايوانية عاملة في صناعة أشباه الموصلات ومدرجة في البورصة خلال الفترة 2000-2008. لكن من خلال تعديل أسلوب VAIC بإضافة كفاءة رأس مال الابتكار، وجدت علاقة ذات دلالة احصائية بين رأس مال الابتكار ممثلا بكفاءة الانفاق على البحث والتطوير والأداء التشغيلي والمالي والسوقي لهذه المؤسسات. ووجدوا أن الدراسة متناسبة مع الحالة الحقيقية للمؤسسات فيما يتعلق بدور رأس المال الفكري في خلق القيمة.

في المقابل، أيدت هذه الدراسة النظرية الثانية الكبرى لرأس المال الفكري، حيث تبين أن رأس المال الفكري للمؤسسات المدروسة يؤدي الى زيادة الربحية، فالمعلومات حول رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي تؤدي إلى تحسين اتخاذ القرار من طرف المستثمرين ويساعد المسيرين ومجلس الإدارة بالنتائج الاقتصادية الايجابية. وهذا يتوافق مع فرضية Carlucci وآخرون بأن القيمة الناتجة عن رأس المال الفكري هي نتيجة لقدرة المؤسسة على إدارة عملياتها التجارية. وأن التحسينات في أداء الأعمال تعادل زيادة في القيمة الناتجة لأصحاب المصلحة الرئيسيين في مؤسسة ما. وبشكل أكثر تفصيلا، وجدت الدراسة

ان VAIC وكفاءة رأس المال الهيكلية تؤثر على هامش الربح الصافي والعائد على الأصول. وكفاءة رأس المال البشري تؤثر على العائد على الأموال الخاصة. بينما لا تؤثر كفاءة رأس المال العامل على أي مؤشر من مؤشرات الأداء المالي المدروسة.

أيدت دراسات كثيرة وجود علاقة ايجابية بين رأس المال الفكري والأداء المالي مع عدم وجود علاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة. ومثال ذلك دراسة Puntillo التي وجدت علاقة بين VAIC والعائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة، للشركات المدرجة في بورصة ميلانو، بالرغم من عدم وجود علاقة بين VAIC و M/B. كما وجد Zéghal و Maaloul أن رأس المال الفكري لديه تأثير إيجابي على الأداء الاقتصادي والمالي للمؤسسات المدرجة في البورصة البريطانية. وأثبت Maditinos وآخرون وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال البشري والأداء المالي للمؤسسة. وأثبت Hsieh و Chang وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين رأس مال الابتكار ممثلا بكفاءة الانفاق على البحث والتطوير والأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة تايوان.

يمكن تقديم العديد من التفسيرات لوجود تأثير سلبي لمعامل القيمة الفكرية المضافة ومكوناته على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية مع وجود تأثير ايجابي لهذا المعامل ومكوناته على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس، حسب ما ورد في الدراسات السابقة. أولا، هذه العلاقة تكون ذات مغزى في المؤسسات كثيفة التكنولوجيا (Zéghal و Maaloul و Tseng و Goo). ثانيا، الأداء غير الكامل لسوق رأس المال المدروس، في أماكن أخرى، حيث الأسواق المالية واسعة وعالية الكفاءة، يمكن الحصول على قيمة الأعمال التجارية من خلال القيمة السوقية للمؤسسة (Puntillo). ثالثا، اعتبارات مرتبطة بمنهجية VAIC. حيث أن رأس المال الهيكلية في هذه المنهجية قد يكون غير مكتمل لأن الإنفاق على البحث والتطوير والإعلان يعامل كمصروفات وبالتالي لا يتم تسجيله كجزء من رأس المال الهيكلية (Komnenic و Pokrajcic). كما لا يظهر في هذا البند الملكية الفكرية خاصة أن ادارة الملكية الفكرية الاستراتيجية هي السبيل لزيادة النفوذ وقيادة المؤسسة إلى زيادة الأداء العام (Bollen وآخرون). رابعا، استخدام منهجية VAIC لتقييم هذه العلاقة في سياق الاقتصاديات الناشئة بسبب أن التقييم في تلك البلدان يعتمد في الغالب على الأصول الملموسة ويميل إلى نسيان الموجودات غير الملموسة (Maditinos). خامسا: اعتماد المؤسسات المدروسة على الملكية الحكومية يجعل المديرين لا يملكون حافزا كافيا لاستخدام رأس المال الفكري لتحسين كفاءة أعمالهم (Mehralian وآخرون). وأخيرا، وجد Veltri بأن التحليل الداخلي للمؤسسة فقط هو الذي يسمح للباحثين بفهم بيانات عملية إنشاء القيمة الخاصة بالمؤسسة، فالباحث لا يمكن أن يحقق التقدم إلا إذا قدمت له المؤسسات معلومات منهجية وموثوقة (مدققة) عن أصولها غير الملموسة. وبعد الحصول على البيانات يجب الأخذ بعين الاعتبار تفاعل عناصر رأس المال الفكري فيما بينها وتفاعلها مع رأس المال المادي كسبيل لخلق القيمة.

من ناحية أخرى، تكلم Ortiz عن أهمية السياق في قياس رأس المال الفكري. فبعض الأصول أكثر قيمة في منطقة واحدة (دولة، بلد، نصف الكرة الأرضية، إلخ) أكثر من غيرها بسبب الإدراك، والموارد، والعرض، والطلب، والموضة، وما إلى ذلك. والمتفحص لسياق قياس متغيرات الدراسة يجد أن في الأسواق الناشئة مثل بورصة تونس لا يزال المستثمرين غير مدركين لأهمية رأس المال الفكري في تقييم المؤسسة. ودليل ذلك أن قيمة المؤسسات خلال فترة الدراسة 2008-2017 تأثرت بعوامل أخرى بعيدة عن الموارد غير الملموسة للمؤسسات مثل المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني، النتائج المحاسبية للمؤسسات، مدى وجود ثقافة التمويل عن طريق سوق رأس المال لدى رجال الأعمال، مدى تقدم المسار الديمقراطي والظروف الأمنية للبلاد. وعلى العكس من ذلك في السنوات التي سبقت فترة الدراسة حققت البورصة أداء جيدا ابتداء من سنة 2003 استمر الى سنة 2010 قبل ثورة جانفي 2011. وهذا جعل دراسة Fourati و Afes التي حققت في العلاقة بين المتغيرين خلال الفترة 2002-2006 تثبت وجود علاقة ايجابية بين VAIC و M/B، وبين كفاءة رأس المال العامل والعائد على الأصول.

خلال الفترة 2008-2010 ارتفعت القيمة السوقية للسوق بنسبة 25٪، حيث بلغت حصتها في الناتج المحلي الإجمالي 24.1٪ مقابل 20.8٪ في نهاية عام 2009. ساعدت مجموعة من العوامل في هذا الأداء مثل التطور الإيجابي لنتائج الشركات السنوية ونصف السنوية، الإعلان عن مجموعة من التدابير الرئاسية لتحفيز الاقتصاد وتعزيز السوق المالية، تجديد الحوافز الضريبية الممنوحة لإدخال الشركات في سوق الأوراق المالية وإدخال ضريبة الأرباح الرأسمالية المحققة على الاستثمارات قصيرة الأجل. وهذا على الرغم من أزمة الرهن العقاري خلال 2007 التي أثرت على غالبية الأسواق المالية في العالم. بالرغم من ذلك تمكنت بورصة تونس من الحفاظ على وتيرة الأداء الجيد الذي حققته على مدى خمس سنوات منذ سنة 2003، واستمرت لسنة 2010.

في الفترة 2011-2013 ارتفعت القيمة السوقية للسوق بنسبة 2.3 ٪ سنة 2013. بسبب عدة عوامل، من ناحية، أدى تبني البنوك للقواعد التحوطية وإدارة المخاطر بشكل أكثر صرامة إلى تشديد السيولة البنكية. من ناحية أخرى، فإن الجهود التي بذلها جميع اللاعبين في السوق وبشكل أكثر تحديدا من قبل بورصة تونس لنشر ثقافة سوق الأوراق المالية أقنعت رجال الأعمال بمصلحة استخدام التمويل من قبل السوق المالية كمصدر بديل لتمويل الشركة. وهذا على الرغم من تأثير ثورة 14 جانفي على العديد من القطاعات الحساسة في الاقتصاد مثل التعدين، النفط والغاز والسياحة والنقل، وأدت الى استمرار انخفاض حجم التداول لمدة ثلاث سنوات متتالية.

وأخيرا، تبين من خلال تحليل المنحى الذي اتبعه مؤشر توناندكس Tunindex خلال الفترة 2014-2017، أن تطوره كان مرتبط بمدى تقدم المسار الديمقراطي في البلاد، الجانب الأمني و تأثيرات المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني والنتائج

المحاسبية للشركات. في سنة 2014 خلال شهري جانفي وفيفري سجل مؤشر توناندكس تطورا بنسبة %7,59 بفضل نجاح المسار الدستوري والحكومي. أما في شهري مارس وأفريل فقد تراجع المؤشر على التوالي بنسبة %2,60 و%2,26 بسبب عدم الاستقرار الأمني التي أثرت سلبا على ثقة المستثمرين وذلك رغم نشر المؤشرات الربع سنوية لنشاط الشركات المدرجة والتي كانت طيبة في مجملها وتزامن هذه الفترة مع توزيع الأرباح بخصوص السنة المحاسبية 2013. وهو نفس السبب الذي أدى الى تدهور نشاط البورصة خلال النصف الثاني من سنة 2015، في سنة 2016 مؤشر توناندكس شهد مرحلتين مرحلة انتعاش ومرحلة تذبذب في مردوديته بالتوازي مع تأثيرات المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني والنتائج المحاسبية للشركات. ارتبط النشاط الايجابي لسوق الأسهم في عام 2017 بتوقعات الأرباح الإيجابية للشركات المتداولة علناً، مما أدى إلى تحسن بنسبة %12 في نتائج النصف الأول من العام ونشر مؤشرات فصلية تؤكد ذلك.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> تقارير بورصة تونس للفترة 2008-2017.

## خلاصة الفصل الرابع

في هذا الفصل التطبيقي تم اختبار تأثير رأس المال الفكري على قيمة المؤسسة، من خلال دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة تونس خلال الفترة 2008-2017، عددها 16 مؤسسة من 6 قطاعات اقتصادية مختلفة. ونظرا لتعدد طرق قياس متغيرات الدراسة وصعوبة تطبيق أكثرها، فقد تم اعتماد منهجية VAIC لقياس رأس المال الفكري نظرا للمزايا التي توفرها كالاتماد على البيانات المحاسبية، إضافة الى أنها تسمح بالمقارنة الموضوعية بين عدة مؤسسات وقطاعات. كما تم الاعتماد على نسبة القيمة السوقية الى الدفترية لقياس قيمة المؤسسة الاقتصادية لفتح المزيد من التحقيق حول وجود فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمؤسسة، والتي تم تفسيرها عن طريق رأس المال الفكري. وقد أظهرت نتائج تحليل البيانات باستخدام معدلات الانحدار الخطي البسيط والمتعدد أنه بالرغم من أن النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري تفسر الفجوة بين القيمة السوقية الى الدفترية عن طريق رأس المال الفكري، إلا أنه في اطار المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة لم تتمكن الدراسة من تفسير نسبة 76.64 بالمئة من القيمة السوقية التي لم يتم ادراجها في القوائم المالية، عن طريق رأس المال الفكري مقاسا بمعامل القيم الفكرية المضافة أو أحد مكوناته. فالمستثمرون لا يدون أي رد فعل ايجابي تجاه المعلومات المالية المنشورة حول رأس المال البشري أو رأس المال الهيكلي أو رأس المال العامل، بل يعتبرونها تكاليف تثقل ميزانية المؤسسة. في المقابل يتفاعلون مع النتائج المالية للمؤسسة وهذا ما يفسر وجود علاقة ارتباط قوية بين VAIC ومكوناته ومؤشرات الأداء المالي.

يمكن تفسير هذه النتائج عن طريق عدة أسباب ترتبط بعضها بكفاءة السوق التونسي، في أماكن أخرى، حيث الأسواق المالية واسعة وعالية الكفاءة، يمكن الحصول على قيمة الأعمال التجارية من خلال القيمة السوقية للمؤسسة، إضافة الى أن عينة الدراسة لا تحتوي على مؤسسات عالية التكنولوجيا، واعتبارات أخرى مرتبطة بمنهجية القياس VAIC، كما أن اعتماد المؤسسات المدروسة على الملكية الحكومية يجعل المديرين لا يملكون حافزا كافيا لاستخدام رأس المال الفكري لتحسين كفاءة أعمالهم. من جهة أخرى، فإن المتفحص لسياق قياس متغيرات الدراسة يجد أن في الأسواق الناشئة مثل بورصة تونس لا يزال المستثمرين غير مدركين لأهمية رأس المال الفكري في تقييم المؤسسة. ودليل ذلك أن قيمة المؤسسات خلال فترة الدراسة 2008-2017 تأثرت بعوامل أخرى بعيدة عن الموارد غير الملموسة للمؤسسات مثل المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني، النتائج المحاسبية للمؤسسات، مدى وجود ثقافة التمويل عن طريق سوق رأس المال لدى رجال الأعمال، مدى تقدم المسار الديمقراطي والظروف الأمنية للبلاد. وعلى العكس من ذلك في السنوات التي سبقت فترة الدراسة حققت البورصة أداء جيدا ابتداء من سنة 2003 استمر الى سنة 2010 قبل ثورة جانفي 2011. وهذا جعل دراسة Fourati و Afes التي حققت في العلاقة بين المتغيرين خلال الفترة 2002-2006 تثبت وجود علاقة ايجابية بين VAIC و M/B، وبين كفاءة رأس المال العامل والعائد على الأصول.

الخاتمة

من خلال دراسة المفاهيم الأساسية المتعلقة بالدراسة حول رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة والعلاقة بينهما، تبين أن الأساس الفكري لرأس المال الفكري هو إدراك أهمية الموارد البشرية كرأس مال للمؤسسة، والمنظور المبني على الموارد الذي يعتبر رأس المال الفكري كمورد استراتيجي لها. على الرغم من أنه لا يمكن اعتبار هذه الأشكال الهجينة رأس مال بالمفهوم الاقتصادي، ويشار إليها كذلك لإبراز أهميتها في اقتصاد المعرفة. كنه هذا المفهوم هو الفكرة التي تتحول إلى عمل والعمل إلى دخل أو قيمة، وهذه القيمة نوعان قيمة اقتصادية وقيمة اجتماعية. ومن ناحية القياس، فإنه بالرغم من أهمية قياسه في صياغة وتقييم تنفيذ استراتيجيتها، المساعدة في قرار التنوع والتوسع، كما يمكن استخدامه كأساس للتعويضات ونقل القياسات إلى أصحاب المصلحة الخارجيين، إلا أنه يواجه عدة قيود محاسبية حالت دون ادراجه في ميزانية المؤسسة، أهمها صعوبة تقييم قيمة الأصول الفكرية وتحويلها إلى معاملات موضوعية خاصة على المدى الطويل، الافتقار إلى الملكية الموضوعية، بالإضافة إلى تركيز مجال المالية على رأس المال المادي باعتباره المتغير الوحيد الذي يجب تحسينه من أجل زيادة القيمة. وبناء عليه فقد اقترحت عدة منهجيات لتقييم رأس المال الفكري وتقريبه إلى الواقع بعيداً عن المنهج المحاسبي، كالحاسبة الذاتية واعتماد نماذج كمية ونوعية لفهم سلوك رأس المال الفكري وتقييمه كنظام من التفاعلات المعقدة بين الأصول غير الملموسة فيما بينها، ومع السياق الذي تتواجد فيه بدل النهج الخطي المالي/ المحاسبي، الذي لا يعتبر هذا التفاعل. كما تبين أن الهدف من إدارة رأس المال الفكري هو إدارة خلق القيمة من المعرفة وليس المعرفة في حد ذاتها، بالإضافة إلى ذلك عندما تستخدم أنشطة إدارة المعرفة لتطوير وصيانة رأس المال الفكري، فإنها تصبح مورداً للميزة التنافسية المستدامة.

من جهة أخرى، يعتبر تعظيم القيمة السوقية الهدف الأساسي للمؤسسة خاصة من وجهة نظر مالية، للاعتقاد بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن تتمحور حول ضرورة التوازن النسبي بين هدف الأرباح التشغيلية وهدف السيولة والقدرة على تسديد الالتزامات. من جهة أخرى، تعتبر القيمة هي نتيجة عملية القياس في اقتصاد السوق، فأداء المؤسسات الاقتصادية يقيم من خلال قدرتها على خلق القيمة لمساهميها ومقدار هذه القيمة، فهي أفضل المقاييس لأنها تأخذ بعين الاعتبار حساب المصالح طويلة الأجل لجميع أصحاب المصالح وليس المساهمين فقط بينما المقاييس البديلة كالأرباح ليست طويلة الأجل ولا واسعة النطاق. بالرغم من ذلك إلا أن القيمة السوقية تنتقد على أنها تعنى بتعظيم قيمة فئة واحدة فقط من أصحاب المصالح وهي قيمة المساهمين دون الاهتمام بالفئات الأخرى كالعمال والمستهلكين والموردين والبيئة والمجتمع الذي تتواجد فيه المؤسسة. لكن يجادل البعض بأن الأساليب والأفعال التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم تؤدي إلى تحقيق المنفعة لجميع أصحاب المصالح. وفي هذا الصدد، فإن ربط قيمة المؤسسة برأس المال الفكري وإبراز دوره في تعظيم القيمة، يجعل المؤسسة تعتبر الموارد البشرية والزبائن وباقي أصحاب المصالح أصولاً قيمة للمؤسسة على غرار المساهمين. وقد

أثبتت الدراسات أن رأس المال الفكري يؤثر على قيمة المؤسسة من خلال التعامل مع رأس المال الفكري كنظام من العناصر المتفاعلة فيما بينها وإدارة التفاعل بين هذه العناصر.

أما في الجانب التطبيقي، فقد تم اختبار تأثير رأس المال الفكري مقاسا بمعامل القيمة الفكرية المضافة على قيمة المؤسسة الاقتصادية الذي تم قياسها عن طريق نسبة القيمة السوقية الى الدفترية. وبالنظر الى الطبيعة غير الملموسة لمتغير رأس المال الفكري، وصعوبة قياسه وعزوف المؤسسات عن الإفصاح عنه وإدراجه في التقارير المالية، فإن هذا جعل كيفية هذا التأثير محل تحقيق ونظر في الكثير من البحوث على الرغم من أن العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة معروفة. وفي هذه الدراسة تم تبني منظورين للإجابة على هذه الاشكالية، المنظور الأول هو منظور خلق القيمة ومفاده أن رأس المال الفكري يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية. والمنظور المحاسبي التقليدي الذي مفاده أن رأس المال الفكري لا يؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية وإنما يساهم في تحسين مقاييس الأداء المالي، وبالتالي فإن مقدار التحسن في هذه المقاييس يعادل القيمة الناتجة لأصحاب المصالح.

وبالرغم من أن النتائج لم تؤيد فرضية أن رأس المال الفكري يفسر الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وأن الموارد الفكرية للمؤسسة تؤثر على مقاييس الأداء المالي فقط، إلا أن هذه الدراسة وفرت فهما لأهمية رأس المال الفكري في اقتصاد ناشئ مثل الاقتصاد التونسي. في ظل هذه الاقتصاديات لا تزال المؤسسات تولي اهتماما للموارد المادية على حساب الموارد الفكرية. فالمستثمرون يقيمون المؤسسات باعتبار أرباحها السنوية والنتائج المالية لأعمالها دون مراعاة القيمة الفكرية التي تملكها المؤسسة، خاصة أن المؤسسات المدروسة لا تعتمد على رأس المال الفكري بشكل كبير كالمؤسسات عالية التكنولوجيا. كما أن مستوى كفاءة تشغيل سوق رأس المال في هذه الاقتصادات يؤثر على العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة. في أماكن أخرى، حيث الأسواق المالية واسعة وعالية الكفاءة، يمكن الحصول على قيمة الأعمال التجارية من خلال القيمة السوقية للمؤسسة. بالإضافة الى ذلك فإن جزءا من تفسير هذه النتيجة يعود الى منهجية VAIC المستخدمة في الدراسة. وبغض النظر عن هذه الأسباب، فإننا نعتقد بأن السياق العام والظروف التي مرت بها تونس خلال فترة الدراسة مثل المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني، جهود السوق لرفع الوعي بثقافة التمويل عن طريق سوق رأس المال لدى رجال الأعمال، ومدى تقدم المسار الديمقراطي والظروف الأمنية للبلاد، كلها عوامل أثرت على تقييم المستثمرين للمؤسسات.

## أولاً: نتائج الدراسة

من خلال الدراسة النظرية لأدبيات رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة والعلاقة بينهما، وبناء على الدراسة التطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس، تم التوصل الى مجموعة من النتائج للدراسة سواء في شقها النظري أو التطبيقي. يمكن ايجاز أهم هذه النتائج في النقاط الآتية:

## - على المستوى النظري: خلصت الدراسة من خلال الفصول النظرية الى النتائج الآتية:

- لا يزال مفهوم رأس المال الفكري في الجينية، وبالرغم من ذلك فهو يتعدى كونه مجرد موضة ادارية الى اعتباره موردا استراتيجيا للمؤسسة، ومصدرا للميزة التنافسية؛
- لا يمكن اعتبار رأس المال الفكري رأس مال بالمفهوم الاقتصادي، سواء لأنه لا يشبه رأس المال بما فيه الكفاية، ولأن الرجوع إلى تحليل يستند إلى نظام ثابت ومغلق من عوامل محددة بدقة ومتكاملة للإنتاج لا يزيد فهمنا للإنتاج والميزة التنافسية في عصر ما بعد الصناعة، كما أن ظهور أشكال أخرى هجينة من رأس المال مثل رأس المال البشري ورأس المال الاجتماعي غيرت مفهوم رأس المال من كونه أصول ثابتة إلى اعتباره عملية ديناميكية. وبالتالي يمكن اعتبار رأس المال الفكري شكلا منفصلا تماما عن رأس المال وليس مجموعة فرعية منه، وهو ليس بديلا عن رأس المال ولكن الاستثمارات في كليهما ينبغي أن تسير جنبا إلى جنب. أما تعريف المعرفة والأفكار باعتبارها رأس مال فهو وسيلة مناسبة للإشارة إلى الأهمية المتزايدة لها في اقتصاد متغير؛
- يدمج الجيل الجديد من بحوث رأس المال الفكري القيمة الاجتماعية في مفهوم رأس المال الفكري من خلال ربط المعرفة التي تم إنشاؤها داخل المؤسسة مع تلك المنشأة خارجها. حيث يتم توسع تحليل رأس المال الفكري خارج المؤسسة إلى المستوى المحلي والوطني والإقليمي؛
- هناك بعض المفاهيم الخاطئة المرتبطة برأس المال الفكري، مثل أنه مرتبط بوادي السيليكون، أو التكنولوجيا العالية، أو الأنترنت، لكن في الواقع هو مهم بالنسبة للمؤسسات منخفضة التكنولوجيا والمؤسسات الغير ربحية والوكالات الحكومية قدر أهميته بالنسبة للمؤسسات مرتفعة التكنولوجيا، وهذا يقود إلى أهمية الأفكار الإدارية في المؤسسات إلى جانب الأفكار التكنولوجية، وكيفية تحويل هذه الأفكار إلى عمل والعمل إلى دخل؛
- يتكون رأس المال الفكري من العناصر الرئيسية الآتية: رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي، ورأس مال العلاقات. هذه العناصر تمثل الحمض النووي للمؤسسة. فكما تعمل البرامج الجينية على تطوير الكائنات الحية والاستجابة لبيئتها بطرق فريدة من نوعها، فإن عناصر رأس المال الفكري تعمل بشكل مماثل على برجة موظفي المؤسسة على اتباع أساليب عمل فريدة، والاستفادة من القدرات والاتصالات الخاصة لتأمين مختلف احتياجات المؤسسات، ومجموعة من الأنشطة الأخرى التي تمكن من المنافسة التنظيمية والبقاء على قيد الحياة؛

- لم تستطع المحاسبة -بمعاييرها الحالية- قياس رأس المال الفكري ودجمه في ميزانية المؤسسة بسبب بعض القيود المحاسبية مثل صعوبة تقييم قيمة الأصول الفكرية وتحويلها الى معاملات موضوعية خاصة على المدى الطويل، الافتقار الى الملكية الموضوعية، بالإضافة الى تركيز مجال المالية على رأس المال المادي باعتباره المتغير الوحيد الذي يجب تحسينه من أجل زيادة القيمة. وذلك على الرغم من أهمية قياسه في صياغة وتقييم تنفيذ استراتيجيتها، المساعدة في قرار التنوع والتوسع، كما يمكن استخدامه كأساس للتعويضات ونقل القياسات الى أصحاب المصلحة الخارجيين؛
- تبين أن الهدف من ادارة رأس المال الفكري هو ادارة خلق القيمة من المعرفة وليس المعرفة في حد ذاتها، حيث يتم الحصول على القيمة من المصدر الأول للمعرفة وهو رأس المال البشري وتحويلها إلى رأس مال هيكلية، ثم استخلاص القيمة من رأس المال الهيكلي عن طريق إدارة الملكية الفكرية وجعلها منتجة مثل استخدام براءات الاختراع إما كمنتج قابل للبيع أو في أعمال أخرى في مجال البحث والتطوير، مقارنة بحافظة براءات الاختراع الإجمالية، ثم القيمة من العلاقات مع مختلف أصحاب المصالح. بالإضافة الى ذلك عندما تستخدم أنشطة إدارة المعرفة لتطوير وصيانة رأس المال الفكري، فإنها تصبح مصدرا للميزة التنافسية المستدامة؛
- يعتبر تعظيم القيمة السوقية الهدف النهائي للمؤسسة خاصة من وجهة نظر مالية، للاعتقاد بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن تتمحور حول ضرورة التوازن النسبي بين هدف الأرباح التشغيلية وهدف السيولة والقدرة على تسديد الالتزامات. الا أن هذا الهدف ينتقد على أنه يعنى بتعظيم قيمة فئة واحدة فقط من أصحاب المصالح وهي قيمة المساهمين دون الاهتمام بالفئات الأخرى. وفي هذا الصدد، فان ربط قيمة المؤسسة برأس المال الفكري وابرار دوره في تعظيم القيمة، يجعل المؤسسة تعتبر الموارد البشرية والزبائن وباقي أصحاب المصالح أصولا قيمة للمؤسسة على غرار المساهمين؛
- انتقلت مراكز خلق الثروة من الأشخاص الذين يخصصون المال للمؤسسات (المستثمرين) الى الأشخاص الذين يخصصون هذه الأموال داخل المؤسسة (المديرين) وللأشخاص الذين يخصصون حياتهم للمؤسسة (الموظفين). أي أن رأس المال البشري هو القوة الدافعة لخلق القيمة في الاقتصاد الجديد؛
- أثبتت الدراسات أن رأس المال الفكري يؤثر على قيمة المؤسسة من خلال التعامل مع رأس المال الفكري كنظام من العناصر المتفاعلة فيما بينها وادارة التفاعل بين هذه العناصر. ومن خلال تتبع الروابط بين كل عنصر من عناصر رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة تبين أن ادارة كل من مهارات العاملين، ادارة الابتكار، وادارة الزبائن، بشكل استراتيجي، هي حلقات الوصل بين كل عنصر من عناصر رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة.

– على المستوى التطبيقي: من خلال الدراسة التطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس، وباستخدام أساليب احصائية مختلفة تم التوصل الى النتائج الآتية:

- توجد علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة احصائية بين معامل القيمة الفكرية المضافة ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية (رفض الفرضية H1)؛

- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين عناصر معامل القيمة الفكرية المضافة: كفاءة رأس المال البشري، كفاءة رأس المال الهيكلية، وكفاءة رأس المال العامل ونسبة القيمة السوقية الى الدفترية (رفض الفرضيات H1a، H1b، وH1c)؛

- توجد علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين معامل القيمة الفكرية المضافة والأداء المالي للمؤسسات المدروسة، من خلال العلاقة بين معامل القيمة الفكرية المضافة وهامش الربح الصافي من جهة، وبين معامل القيمة الفكرية المضافة والعائد على الأصول من جهة ثانية (قبول الفرضية H2)؛

- توجد علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال البشري والأداء المالي للمؤسسات، من خلال العلاقة الايجابية بين كفاءة رأس المال البشري والعائد على الأصول (قبول الفرضية H2a)؛

- توجد علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال الهيكلية والأداء المالي للمؤسسات المدروسة، من خلال العلاقة الايجابية بين كفاءة رأس المال الهيكلية وهامش الربح الصافي من جهة، وكفاءة رأس المال الهيكلية والعائد على الأصول من جهة أخرى (قبول الفرضية H2b)؛

- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة رأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس (رفض الفرضية H2c)؛

- بالرغم من أن النظرية الكبرى الأولى لرأس المال الفكري تفسر الفجوة بين القيمة السوقية الى الدفترية عن طريق رأس المال الفكري، الا أنه في اطار المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة لم تتمكن الدراسة من تفسير نسبة 76.64 بالمئة من القيمة السوقية التي لم يتم ادراجها في القوائم المالية، عن طريق رأس المال الفكري مقاسا بمعامل القيم الفكرية المضافة أو أحد مكوناته. فالمستثمرون لا يبدون أي رد فعل ايجابي تجاه المعلومات المالية المنشورة حول رأس المال البشري أو رأس المال الهيكلية أو رأس المال العامل، بل يعتبرونها تكاليف تثقل ميزانية المؤسسة. في المقابل يتفاعلون مع النتائج المالية للمؤسسات وهذا ما يفسر وجود علاقة ارتباط قوية بين VAIC ومكوناته ومؤشرات الأداء المالي؛

- يمكن تفسير هذه النتائج عن طريق عدة أسباب ترتبط بعضها بكفاءة السوق التونسي، في أماكن أخرى، حيث الأسواق المالية واسعة وعالية الكفاءة، يمكن الحصول على قيمة الأعمال التجارية من خلال القيمة السوقية للمؤسسات، اضافة الى أن عينة الدراسة لا تحتوي على مؤسسات عالية التكنولوجيا، واعتبارات أخرى مرتبطة بمنهجية القياس

VAIC، كما أن اعتماد المؤسسات المدروسة على الملكية الحكومية يجعل المديرين لا يملكون حافزا كافيا لاستخدام رأس المال الفكري لتحسين كفاءة أعمالهم؛

- يعتبر عدم الكشف والافصاح عن المعلومات حول رأس المال الفكري في المؤسسة في تقاريرها المالية أحد الأسباب التي جعلت المستثمرين لا يأخذونه بعين الاعتبار في قراراتهم الاستثمارية؛

- يتأثر اختبار العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة في ظل الاقتصاديات الناشئة، خاصة باستخدام منهجية VAIC في التقييم، بالسياق العام أو البيئة الخارجية للمؤسسات أكثر من الظروف الداخلية للمؤسسة. ففي حالة السوق التونسي تأثرت قيمة المؤسسات خلال فترة الدراسة 2008-2017 بعوامل أخرى بعيدة عن الموارد غير الملموسة للمؤسسات مثل المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الوطني، النتائج المالية للمؤسسات، مدى وجود ثقافة التمويل عن طريق سوق رأس المال لدى رجال الأعمال، ومدى تقدم المسار الديمقراطي والظروف الأمنية للبلاد.

#### ثانيا: اقتراحات الدراسة

- بناء على الدراسة النظرية والتطبيقية وفي حدود نتائج الدراسة، يمكن تقديم الاقتراحات الآتية سواء للمؤسسات التونسية أو الجزائرية أو العربية بشكل عام، خاصة تلك التي تعمل تحت نفس الظروف والشروط كما المؤسسات محل الدراسة.
- ضرورة تطوير الوعي بأهمية رأس المال الفكري في خلق القيمة في المؤسسة، وتوجيه التركيز استراتيجيا من الموارد المادية الى الموارد الفكرية، وهذا يقتضي التعامل مع وظائف الموارد البشرية، ووظيفة التسويق والعلاقات العامة، والبحث والتطوير كمراكز ربح وليست مراكز تكلفة، وتكثيف الاستثمار في هذه المجالات؛
- تطوير ممارسات رأس المال الفكري التي تركز على كيفية إعادة تصميم المؤسسات بشكل أفضل وبما يتناسب مع عملياتها الداخلية دون الحاجة إلى الاستمرار في الاستثمار في رأس المال الفكري إذا كان غير مجدي لها ومجدي لغيرها؛
- من الموصى به أن تحدد الشركات الأشخاص الرئيسيين وتدريبهم على تحقيق فعالية عالية في رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي. في الوقت نفسه، يجب أن تأخذ المؤسسات بعين الاعتبار إضافة منصب رئيس إدارة رأس المال الفكري على الخريطة التنظيمية؛
- تحويل الموارد الفكرية الى أساس للمكافآت والتعويضات داخل المؤسسة وربطها مباشرة بالنتائج المالية المحققة؛
- الاستفادة من العلاقة القوية بين كفاءة رأس المال الهيكلي والأداء المالي عن طريق التركيز على نشاطات البحث والتطوير والابتكار وادارة حافظة براءات الاختراع للمؤسسة؛
- ضرورة الكشف والافصاح عن المعلومات المالية حول رأس المال الفكري للمؤسسة في تقارير خاصة ذات طابع ذاتي (في اطار المحاسبة الذاتية) تصممها المؤسسة لهذا الغرض، أو كملحق في التقارير المالية، وهذا من شأنه لفت انتباه المستثمرين

هذه الأصول الخارجة عن الميزانية. خاصة تلك المعلومات المتعلقة بكفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس المال الهيكلي التي ثبت ارتباطها بالأداء المالي للمؤسسات؛

- تكثيف جهود الأسواق المالية لغرس ثقافة التمويل عن طريق البورصة لدى المستثمرين ورجال الأعمال، خاصة أن المقياس الأنسب للقيمة هو القيمة السوقية للسهم، ولا يمكن الحديث عن محددات هذه القيمة دون وجود عرض وطلب مناسبين في هذه الأسواق؛

- توفير الحوافز اللازمة من قبل الدولة لدفع المديرين الى ادارة الأصول غير الملموسة الموجودة خارج الميزانية عن طريق اصدار قوانين تلزم الكشف والافصاح عن هذه الأصول؛

- العمل على تطوير المعايير المحاسبية بحيث تستوعب الأصول غير الملموسة، أو تطوير محاسبة خاصة بهذا النوع من الأصول حتى تدرك المؤسسات أهمية هذه الموارد، لأن المؤسسات لا تتعامل مع شيء لا يمكنها ادراكه وقياسه.

### ثالثاً: محدودية تعميم النتائج

إننا نتخيل مع كل الإشكاليات التي تصاحب مفهوم رأس المال الفكري أن نتمكن من خلال الدراسات التجريبية من قياس تأثيره على قيمة المؤسسة بقيمة عددية مباشرة، وأن ندعم هذه العلاقة في كل بحث تجريبي نقوم به. مع العلم أن المصطلح في حد ذاته لا يزال في الجينية ولا تزال المؤسسات تعزف عن إدارة هذه الأصول والاستثمار فيها نظراً لعدم إيجاد المسارات التي تخلق قيمة من خلال رأس المال الفكري، إضافة إلى الإسهاب في إيجاد طرق لقياس القيمة الإجمالية لمخزون رأس المال الفكري لإدراجه في الميزانية العمومية للمؤسسة دون البحث في كيفية إدارته لخلق الثروة، أو ربطه بنتائج عامة مثل أعلى قيمة وأعلى ربحية بدل تجربته في المؤسسة بما يتناسب مع إمكانياتها ومواردها.

في حين تقدم هذه الدراسة رؤى مختلفة التي ينبغي أن تكون ذات أهمية للباحثين والمساهمين والتحقيقات المؤسسية ووضعي السياسات وغيرهم من أصحاب المصلحة المعنيين، فإن النتائج من هذه الدراسة تشير إلى سبل مواصلة التحقيق. خاصة في ظل وجود بعض الحدود على تعميم النتائج مثل الاقتصار على سوق مالي عربي واحد، عدم قياس متغير رأس مال العلاقات في النموذج المستخدم، واستخدام مؤشر واحد لقيمة المؤسسة هو القيمة السوقية الى الدفترية. أضف الى ذلك، الاكتفاء بعشر سنوات فقط، فالدراسة عبارة عن سلسلة زمنية وقد تكون أحد أسباب هذه النتائج، من الممكن أن رأس المال الفكري وقيمة المؤسسة مرتبطين ارتباطاً وثيقاً في السنوات الأولى من نشاط البورصة مقارنة بالأعوام التالية. كما أن التحليل في هذه الدراسة يعتمد على بيانات من داخل قطاعات الأعمال التي لا تعتمد على رأس المال الفكري، أو كثيفة التكنولوجيا.

من ناحية أخرى، بالرغم من أن منهجية مراجعة الأدبيات المعتمدة سمحت بمسح نتائج بعض الدراسات السابقة في الموضوع، إلا أن Bernard Marr وآخرون<sup>1</sup> يوصون بمبادئ محددة لمنهجية المراجعة المنهجية كتلك التي تستخدم في العلوم الطبية، من أجل مواجهة التحيز وإنتاج مراجعات أدبية شفافة وذات جودة عالية وذات صلة في بحوث الإدارة. وهذا يعني اعتماد عملية قابلة للتكرار وعلمية وشفافة، وبعبارة أخرى عملية مفصلة تقلل إلى أدنى حد من التحيز من خلال عمليات البحث الشاملة عن الدراسات المنشورة وغير المنشورة، ومن خلال توفير مراجعة حسابات قرارات وإجراءات واستنتاجات المراجعين.

في المستقبل، يمكن اختبار النموذج عن طريق استخدام اجراءات قياس مختلفة وأكثر فعالية لرأس المال الفكري وقيمة المؤسسة، كاستخدام المنهج المختلط الذي يسمح باستخدام تحليل الاحصائيات في جمع البيانات المتعلقة برأس المال البشري ورأس المال الهيكلي مثل براءات الاختراع ونفقات البحث والتطوير، بينما تستخدم الاستمارة في جمع بعض البيانات المتعلقة برأس المال الزبوني مثل رضا وولاء الزبائن. بالإضافة الى استخدام عدة مؤشرات لقياس قيمة المؤسسة. وعلاوة على ذلك، يمكن توسيع نطاق البحث ليشمل بلدان أخرى والمقارنة بين عدة أسواق عربية، من أجل اختبار الدور المعتدل للأسواق المالية ويمكن توسيعه ليشمل فترة زمنية أطول. ويمكن أيضا إجراء الدراسة على مجموعة من المؤسسات في قطاع التكنولوجيا. كل ما سبق هو نطاق للدراسات المستقبلية، توفر الدراسة الحالية بوابة لمزيد من الاستكشاف في هذا المجال خاصة بالنسبة للاقتصادات الناشئة مثل الاقتصاد التونسي والاقتصاد الجزائري حيث رأس المال الفكري، والقياس، والإدارة، والتقييم وإعداد التقارير كلها في مراحلها الوليدة، وحتى ثقافة التمويل عن طريق الأسواق المالية لا تزال ناشئة في هذه الأسواق. لذلك تضيف هذه الورقة إلى الأدبيات الموجودة وتثير الاهتمام لمزيد من البحث.

### رابعاً: الآثار العملية للدراسة

من المعتقد أن النتائج من الدراسة الحالية وفرت فهما لأهمية رأس المال الفكري في الاقتصاديات الناشئة بالتطبيق على الاقتصاد التونسي. كما توفر رؤية قيمة حول الارتباط بين رأس المال الفكري والتصورات التقليدية لأداء المؤسسات. علاوة على ذلك، فإن تفصيل إجمالي رأس المال الفكري الخاص بهذه المؤسسات إلى فئات وصفية أصغر باستخدام منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة، يسمح للمدراء بإدراك وتطوير إمكانات مؤسساتهم داخل هذه المجالات. بالإضافة الى ذلك، يعتبر مفهوم رأس المال الفكري مفهوماً ناشئاً حديثاً، وحتى الآن، لم يتم فهمه بشكل كامل من قبل معظم المؤسسات في العالم العربي. تمثل هذه الدراسة أساساً رئيسياً لرفع الوعي بهذا المفهوم داخل مجتمع الأعمال العربي.

<sup>1</sup> Bernard Marr et Al, Op. Cit., PP: 442, 443.

## خامسا: آفاق الدراسة

من خلال البحث في موضوع الدراسة ومحاولة معالجة الاشكالية المطروحة، صادف الباحث مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تثري الموضوع وتوسع جدول الأعمال البحثي الحالي في إطار الانضباط الرأسمالي الفكري نحو مجالات بديلة ذات أهمية. سيتم ذكر بعضها من خلال آفاق الدراسة الآتية:

- دراسة مدى وعي المديرين في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لدور رأس المال الفكري في خلق القيمة؛
- دور رأس المال الفكري في خلق القيمة، دراسة كلية باستخدام أسلوب VAIC؛
- دراسة مقارنة بين تأثير الأصول الفكرية والأصول المادية على قيمة المؤسسة؛
- دراسة استقصائية لآراء عينة من المحاسبين حول تقييم المؤسسة ومدى تأثره برأس المال الفكري؛
- رأس المال الفكري كمحدد لقيمة المؤسسة في المؤسسات كثيفة التكنولوجيا؛
- دور الكشف والافصاح عن المعلومات عن الأصول الفكرية في تحسين قيمة المؤسسة والأداء المالي؛
- دور رأس المال الفكري في خلق القيمة الاجتماعية في المؤسسة؛
- المقارنة المرجعية لرفع الوعي بأهمية رأس المال الفكري في المؤسسة.

# قائمة المصادر والمراجع

## 1. قائمة المراجع باللغة العربية

### 1.1. الكتب

- 1) أحمد علي الحاج محمد، اقتصاد المعرفة واتجاهات تطويره، دار المسيرة، عمان، 2014.
- 2) أحمد مندور، أحمد رمضان، اقتصاديات الموارد الطبيعية والبشرية، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
- 3) أسامة خيرى، التميز التنظيمي، دار الراجة للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- 4) أشواق بن قدورة، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار الراجة، عمان، 2013.
- 5) بيتر دراكر، ترجمة: ابراهيم بن علي الملحم، تحديات الادارة في القرن الواحد والعشرين، مكتبة الملك فهد، الرياض، 2004.
- 6) توماس أ. ستيوارت، ترجمة: علا أحمد إصلاح، ثروة المعرفة، رأس المال الفكري ومؤسسة القرن الحادي والعشرين، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2004.
- 7) ثامر ياسر البكري، التسويق والمسؤولية الاجتماعية، دار وائل، عمان، 2001.
- 8) جاك فيليب، رون ستون، ترجمة: اصدارات بميك، الاستثمار البشري: أدوات وخطوات قياس العائد، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، القاهرة، 2003.
- 9) جعفر حسن جاسم، مقدمة في الاقتصاد الرقمي، دار البداية، عمان، 2010.
- 10) جليل كاظم مدلول العارضي، أرشيد عبد الأمير جاسم الشمري، استراتيجيات الادارة المالية، دار صفاء، عمان، 2012.
- 11) جليل كاظم مدلول العارضي، الادارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء، عمان، 2013.
- 12) جمال سالمي، الاقتصاد الدولي وعولمة اقتصاد المعرفة: من كينز الى فوري، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2010.
- 13) جون أي فلاهري، ترجمة: مروان أبو جيب، بيتر دراكر مطور الفكر الإداري، مكتبة العبيكان، الرياض، 2004.
- 14) خليل محمد الشماع، مبادئ الإدارة مع التركيز على إدارة الأعمال، الطبعة الخامسة، دار المسيرة، عمان، 2007.
- 15) راوية حسن، مدخل استراتيجي لتخطيط وتنمية الموارد البشرية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 16) سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، إدارة رأس المال الفكري في منظمات الأعمال، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 17) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، 1997.
- 18) سونيك غوبتا، دونالد ليهمان، ترجمة: أمين الأيوبي، ادارة العملاء كاستثمارات طويلة الأمد: القيمة الاستراتيجية للعملاء على المدى الطويل، الدار العربية للعلوم- ناشرون، بيروت، 2006.

- 19) شارلز هل، جارث جونز، ترجمة: رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد المتعال، الإدارة الإستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، الرياض، 2006.
- 20) طارق عبد الحسين العكيلي، اقتصاديات الموارد البشرية، دار الوراق، عمان، 2006.
- 21) طارق عبد العال حماد، التقييم: تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 22) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج والخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011.
- 23) عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، الادارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، ط 3، دار وائل، عمان، 2007.
- 24) عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد المعرفي، الدار الجامعية، القاهرة، 2001.
- 25) عبد الوهاب سويس، المنظمة: المتغيرات، الأبعاد، التصميم، دار النجاح للكتاب، الجزائر، 2009.
- 26) عبد علي كاظم المعموري، تاريخ الأفكار الاقتصادية، دار حامد، عمان، 2012.
- 27) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الادارة المالية: النظرية والتطبيق، ط5، دار المسيرة، عمان، 2014.
- 28) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 29) علاء فرحان طالب، أميرة الجنابي، ادارة المعرفة: ادارة معرفة الزبون، دار صفاء، عمان، 2009.
- 30) علاء فرحان طالب، زينب مكى محمود البناء، استراتيجية المحيط الأزرق والميزة التنافسية المستدامة، دار الحامد، عمان، 2012.
- 31) علي عباس، الادارة المالية، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 32) عمر أحمد همشري، ادارة المعرفة: الطريق إلى التميز والريادة، دار صفاء، عمان، 2012.
- 33) فاطمة الزهراء رقايقية، قضايا اقتصادية معاصرة، دار زهران، عمان، 2012.
- 34) فايز تيم، مبادئ الادارة المالية، ط2، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 35) فليح حسن خلف، النظم الاقتصادية: الرأسمالية، الاشتراكية، الإسلام، عالم الكتب الحديث، اربد، 2008.
- 36) فيصل محمود الشواورة، مبادئ الادارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2013.
- 37) كريا الدوري، أحمد علي صالح، الفكر الاستراتيجي وانعكاساته على نجاح منظمات الأعمال: قراءات وبحوث، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 38) كريس أشتون، ترجمة: علا أحمد إصلاح، تقييم الأداء الاستراتيجي: أداء العاملين وإرضاء العملاء، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، القاهرة، 2001.
- 39) محب خلة توفيق، التطور واقتصاديات الموارد، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 40) محمد أمين مخيمر، موسى أبو طه، بناء اقتصاديات المعرفة: استراتيجيات تنمية متقدمة، دار الكتاب الجامعي، العين، 2009.

- 41) محمد سعيد عبد الهادي، الادارة المالية، دار الحامد، عمان، 2008.
- 42) محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 43) محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 44) محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية الحديثة، دار وائل، عمان، 2013.
- 45) محمود عبد الرازق، الاقتصاد المعرفي والتصدير، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2011.
- 46) محي الدين القطب، الخيار الاستراتيجي وأثره في تحقيق الميزة التنافسية، دار الحامد، عمان، 2011.
- 47) مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 48) موريس أنجرس، ترجمة: بوزيد صحراوي وآخرون، منهجية البحث العلمي في العلوم الانسانية: تدريبات عملية، دار القصة للنشر، الجزائر، 2004.
- 49) نعمة عباس الخفاجي، طاهر محسن الغالبي، نظرية المنظمة: مدخل التصميم، دار البازوري، عمان، 2009.
- 50) نونند القادري عيسى، الاستثمار في الإعلام وتحديات المسؤولية الاجتماعية: النموذج اللبناني، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2013.

## 2.1. المجالات والأطروحات

- 51) لمياء عماني، عائشة سلمى كيجلي، خلق القيمة واقتصاد الأصول غير المادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 12، 2017.
- 52) مديحة بخوش، أثر الاستثمار في رأس المال المعرفي في تحقيق القيمة: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت بتيسة، الجزائر، مجلة البحوث والدراسات الانسانية، المجلد 7، العدد 16، 2018.
- 53) مليكة مدفوني، أثر الاستثمار في رأس المال البشري على ربحية مؤسسة مناجم الفوسفات باستخدام منهجية معامل القيمة الفكرية المضافة، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 27، جوان 2017.
- 54) منظمة الصحة العالمية، قيمة أفضل وصحة أفضل: نحو استخدام استراتيجية وخطة لتحقيق القيمة مقابل المال في منظمة الصحة العالمية، جمعية الصحة العالمية السبعون البند 11-2 من جدول الأعمال المؤقت، 16 ماي 2017.
- 55) مولاي مصطفى سارة، دور رأس المال الفكري في تعزيز الميزة التنافسية المستدامة وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 5، أفريل 2016.
- 56) مؤيد علي الفضل، العلاقة بين رأس المال الفكري وخلق القيمة: دراسة ميدانية على الصناعة المصرفية في دول الخليج العربي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11، العدد 3، 2009.
- 57) هاشمي عباسية، دور تسيير الموارد البشرية في خلق القيمة، مجلة البحوث والدراسات، العدد 9، يناير 2010.

- 58) الهلالي الشريبي الهلالي، إدارة رأس المال الفكري وقياسه وتنميته كجزء من إدارة المعرفة في مؤسسات التعليم العالي، مجلة بحوث التربية النوعية، جامعة المنصورة، عدد 22، يوليو 2011.
- 59) وائل محمد صبحي ادريس، طاهر محسن منصور الغالي، توجيه الأداء الاستراتيجي: الرصف والمحاذاة، سلسلة ادارة الأداء الإستراتيجي، رقم 3، دار وائل، عمان، 2009.
- 60) وسام ملاك، تطور الفكر الاقتصادي: من المركنتيلية إلى الكلاسيكية، الجزء الأول، دار المنهل، بيروت، 2013.
- 61) عبد الغنى محمود عبد الله حسن، المحاسبة عن رأس المال الفكري وأثرها على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير في التكاليف والمحاسبة الادارية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2010.

## 2. قائمة المراجع باللغة الأجنبية

### 1.2. الكتب

- 62) Alejo José G.Sison, **Corporate Governance and Ethics: An Aristotelian Perspective**, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2008.
- 63) Arnaud Groff, **100 Question pour Comprendre et Agir Manager L'Innovation**, Afnor, France, 2009.
- 64) David Chandler, William B. Werther, **Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders, Globalization, and Sustainable Value Creation**, 3rd edition, SAGE Publications, Inc., 2014.
- 65) David Gruther, Guler Aras, **Corporate Social Responsibility**, Ventus Publishing APS., USA, 2008.
- 66) Jean-Baptiste, Jean-Claude, **Évaluation d'Entreprise: Que Vaut une Entreprise ?**, Quatrième edition, Groupe Eyrolles, Paris, 2010.
- 67) Karl M. Wiig, **Knowledge Management: An Emerging Discipline Rooted in a Long History**, In *Despres et Chauvel (eds), Knowledge horizons, Boston: BH, 2000*.
- 68) Masudul Alam Choudhury, **Islamic Economic Thought in Comparative Perspectives: Towards an Islamic Theory of Value**, Chapter in: *The Principles of Islamic Political Economy: A Methodological Enquiry*, Palgrave Macmillan, UK, 1992.
- 69) Mondher Cherif, Stéphane Dubreulle, **Création de Valeur et Capital- Investissement**, Pearson Education France, France, 2009.
- 70) Monique Lacroix, Stefano Zambon, **Capital Intellectuel et Création de Valeur: une Lecture Conceptuelle des Pratiques Française et Italienne**, Tome 8, Cairne, 2002.
- 71) Nermien Al-Ali, **Comprehensive Intellectual Capital Management: Step-by-Step**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003.

- 72) Paul M. Collier, **Accounting for Managers: Interpreting Accounting Information for Decision-Making**, John Wiley & sons Ltd., Chichester, 2003.
- 73) Rahman Belal, **Corporate Social Responsibility Reporting in Developing Countries**, Ashgate Publishing Limited, Hampshire, 2008.
- 74) Tibor Hejj, **The Economy of Sharing**, Chapter 11 in: Zsolnai László, **Issues in Business Ethics: Spirituality and Ethics in Management**, Springer-Verlag, 2005.
- 75) Tim Koller, Marc Goedhart and al (McKinsey & Company), **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Fifth edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2010.

## 2.2. المجالات

- 76) Abdel-Aziz Ahmad Sharabati et Al., **Intellectual capital and business performance in the pharmaceutical sector of Jordan**, Management Decision, Vol. 48, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2010.
- 77) Abolfazl Bani et Al., **Study of the Correlation of Economic Value Added, Aet income, and Operational Earnings with the Stock Market Value of Companies Accepted to Tehran Stock Exchange**, Applied mathematics in Engineering, Management and Technology, Vol. 2, No. 5, 2014.
- 78) Ahmed A.S. Seleim, Omar E.M. Khalil, **Knowledge Management and Organizational Performance in the Egyptian Software Firms**, International Journal of Knowledge Management, Vol. 3, No. 4, 2007, PP: 37-66.
- 79) Ahmed A.S. Seleim, Omar E.M. Khalil, **Understanding the knowledge Management-Intellectual Capital Relationship: a Two-way Analysis**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 12, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2011.
- 80) Alison Dean, Martin Kretschmer, **Can Ideas Be Capital? Factors of Production in the Postindustrial Economy: A Review and Critique**, The Academy of Management Review, Vol. 32, No. 2, Academy of Management, 2007.
- 81) Ante Pulic, Marko Kolakovic, **Value Creation Efficiency in the New Economy**, Global Business and Economics Review, Vol. 5, No. 1, Inderscience Enterprises Ltd., 2005.
- 82) Bernard Marr et Al., **Intellectual Capital – Defining Key Performance Indicators for Organizational Knowledge Assets**, Business Process Management Journal, Vol. 10, No. 5, Emerald Group Publishing Limited, 2004.

- 83) Bernard Marr et Al., **Why do firms measure their intellectual capital?**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4, No. 4, MCB UP Limited, 2003.
- 84) Bernard Marr, Chris Adams, **The Balanced Scorecard and Intangible Assets: Similar ideas, Unaligned Concepts**, Measuring Business Excellence, Vol. 8, N. 3, Emerald Group Publishing Limited, 2004.
- 85) Birger Wernerfelt, **A Resource-Based View of the Firm**, Strategic Management Journal, Vol. 5, No. 2., Apr. - Jun., 1984.
- 86) Biserka Komnenic, Dragana Pokrajcic, **Intellectual Capital and Corporate Performance of MNCs in Serbia**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2012.
- 87) Céline Lagrost et Al, **Intellectual Property Valuation: How to Approach the Selection of an Appropriate Valuation Method**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2010.
- 88) Chun-Yao Tseng, Yeong-Jia James Goo, **Intellectual Capital and Corporate Value in an Emerging Economy: Empirical Study of Taiwanese Manufacturers**, R&D Management Journal, Vol. 35, No. 2, Blackwell Publishing Ltd, 2005.
- 89) Daniel Adriaenssen et Al., **Systemic Value Creation in knowledge Organizations: Aspects of a Theory**, Problems and Perspectives in Management , Vol., 15, No. 1, 2017.
- 90) Daniel Zéghal, Anis Maaloul, **Analysing Value Added as an Indicator of Intellectual Capital and its Consequences on Company Performance**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2010.
- 91) Daniela Carlucci et Al., **The knowledge Value Chain: How Intellectual Capital Impacts on Business Performance**, Int. J. Technology Management, Vol. 27, No. 6/7, 2004
- 92) Dave Ulrich, **Intellectual Capital = Competence x Commitment**, Sloan Management Review, Vol. 39, No. 2, Cambridge, Winter 1998.
- 93) David Gruther, Guler Aras, **Corporate Social Responsibility**, Ventus Publishing APS., USA, 2008.
- 94) Dean Call, **Knowledge Management – Not Rocket Science**, Journal of Knowledge Management, Vol. 9, N. 2, Emerald Group Publishing Limited, 2005.
- 95) Dewi Fariha Abdullah, Saudah Sofian, **The Relationship between Intellectual Capital and Corporate Performance**, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 40, Elsevier Ltd., 2012.
- 96) Dimitrios Maditinos et Al., **The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 12, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2011.

- 97) Franck Bancel, Mittoo UR, **The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 26, No. 4, 1 Dec 2014 .
- 98) G. Bharathi Kamath, **Intellectual Capital and Corporate Performance in Indian Pharmaceutical Industry**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 9, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2008.
- 99) Gary C. Biddle et Al., **Does EVA<sup>®</sup> beat earnings? Evidence on Associations With Stock Returns and Firm Values**, Journal Of Accounting And Economics, V. 24, No. 3, 1997.
- 100) GE Swartz, N-P Swartz, **An empirical Examination of the Value Relevance of Intellectual Capital Using the Ohlson (1995) Valuation Model**, Meditari Accountancy Research, Vol. 14, No. 2, 2006 .
- 101) Gerhard Kristandl, Nick Bontis, **Constructing a Definition for Intangibles Using The Resource Based View of The Firm**, Management Decision journal, Vol. 45, Iss. 9, 2007.
- 102) Gholam hossein Mehralian et Al., **Intellectual Capital and Corporate Performance in Iranian Pharmaceutical Industry**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13, No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2012.
- 103) GiannaZappi, **Corporate Responsibility in the Italian Banking Industry: Creating Value through Listening to Stakeholders**, Journal of Corporate Governance, Vol. 7, No. 4, 2007.
- 104) Giovanna Mariani et Al, **Academic Spinoffs as a Value Driver for Intellectual Capital: The Case of the University of Pisa**, Journal of Intellectual Capital, Emerald Publishing Limited, 2017.
- 105) Giustina Secundo et Al, **Intellectual Capital Management in the Fourth Stage of IC Research: a Critical Case Study in University Settings**, Journal of Intellectual Capital, Emerald Publishing Limited, 2017.
- 106) Gregory Laing et Al., **Applying the VAIC<sup>TM</sup> Model to Australian Hotels**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 3, Emerald Group Publishing Limited, 2010.
- 107) Hamid R. Seddighi, **A Model of a Firm's Innovation and Growth in a Knowledge-Based Economy**, Springer Science Business Media, New York, 2012.
- 108) Harvard Business Review Analytic Services, **The Return on Knowledge Strategy**, Pulse Survey, Harvard Business School Publishing, 2018.
- 109) Hedia Fourati, Habib Afes, **Intellectual Capital Investment, Stakeholders' Value, Firm Market Value and Financial Performance: The Case of Tunisia Stock Exchange**, Journal of Information & Knowledge Management, Vol. 12, No. 2, World Scientific Publishing Co., 2013.
- 110) Ilídio Lopes, Maria do Rosário Martins, **The New Business Models in the Knowledge Economy: The Strategic Way to Value Creation**, The Electronic Journal of Knowledge Management, Vol. 4, N. 2, 2006.

- 111) Ion Anghel, **Intellectual Capital and Intangible Assets Analysis and Valuation**, Theoretical and Applied Economics, No. 3, 2008.
- 112) Irene M. Herremans, Robert G. Isaac, **Leading the Strategic Development of Intellectual Capital**, The Leadership & Organization Development Journal, Vol. 25, No. 2, Emerald Group Publishing Limited, 2004.
- 113) James R. Brady, **Personnel Management Bookshelf**, Book review (Peter F. Drucker, The Effective Executive, Harper and Row, New York, 1967), Human Resource Management, Vol. 6, N. 1.
- 114) Jimmy Torrez and al, **Corporate Valuation: a Literature Review**, Inter Metro Business Journal, Vol. 2 No. 2, 2006.
- 115) John C. Dumay, **Grand Theories as Barriers to Using IC Concepts**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 13 No. 1, Emerald Group Publishing Limited, 2012.
- 116) John C. Dumay, **Intellectual Capital Measurement: a Critical Approach**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 10, N. 2, 2009.
- 117) John Peloza, Jingzhi Shang, **How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review**, Journal of the Academy of Marketing Science, Vol. 39, 2011.
- 118) John W. Boudreau, Peter M. Ramstad, **Measuring Intellectual Capital: Learning From Financial History**, Human Resource Management, Vol. 36, No. 3, John Wiley & Sons, Inc., 1997.
- 119) Jui-Chi Wang, **Investigating Market Value and Intellectual Capital for S&P 500**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 9, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2008.
- 120) Karl M. Wiig, **Knowledge Management: Where Did It Come From and Where Will It Go?**, Journal of Expert Systems with Applications, Vol. 13, No. 1, Knowledge Research Institute, Inc., 1997.
- 121) Karl Martin Wiig, **Integrating Intellectual Capital and Knowledge Management**, Long Range Planning, Vol. 30, No. 3, Elsevier Science Ltd., June 1997.
- 122) Laury Bollen et Al., **Linking Intellectual Capital and Intellectual Property to Company Performance**, Management Decision, Vol. 43, No. 9, Emerald Group Publishing Limited, 2005.
- 123) Leire Alcaniz et Al., **Theoretical Perspectives on Intellectual Capital: a Backward Look and a Proposal for Going Forward**, June 2010.
- 124) Loet Leydesdorff, **The Knowledge-Based Economy and the Triple Helix Model**, Annual Review of Information Science and Technology, Vol. 44, Iss. 1, January 2010.
- 125) Louise Harris, **A Theory of Intellectual Capital**, Advances in Developing Human Resources, Vol. 2, No. 1, 2000.

- 126) Maaretta Torro, **Global Intellectual Capital Brokering: Facilitating the Emergence of Innovations Through Network Mediation**, VTT Technical Research Centre of Finland, Espoo, 2007.
- 127) Maria do Rosário Cabrita, **Intellectual Capital: a Phenomenon of Interrelationships**, International Journal of Business and Systems Research, Vol. 3, No. 2, Inderscience Enterprises Ltd, 2009, PP: 247.
- 128) Alfred Marshall, **Principles of Economics**, vol. 1, Macmillan, New York, 1890 .
- 129) Mary E Barth et Al., **The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, No. 1-3, 2001.
- 130) Michael C. Jensen, **Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, 2001, P: 8-21.
- 131) Michail Nerantzidis et Al., **Intellectual Capital Myths: Comments on Literature Review, Corporate Ownership & Control**, Vol.10, Iss. 3, Virtus Interpress, 2013.
- 132) Michela Cortini, Paula Benevene, **Interaction between structural and human capital in Italian NPO: leadership, organizational culture and human resource management**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11, No. 2, 2011.
- 133) Miguel Angel Axtle Ortiz, **Intellectual Capital (Intangible Assets) Valuation Considering The Context**, Journal of Business & Economics Research, Vol. 4, No. 9, September 2006.
- 134) Miguel Angel Axtle Ortiz, **Intellectual Capital (Intangible Assets) Valuation Considering The Context**, Journal of Business & Economics Research, Vol. 4, No. 9, September 2006.
- 135) Nature, **Promises and threats of the knowledge-based economy**, Macmillan Magazines Ltd., 7 Vol. 397, No. 6714, January 1999.
- 136) Nick Bontis et Al., **The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available To Measure and Manage Intangible Resources**, European Management Journal, Vol. 17, No. 4.
- 137) Nick Bontis, **Assessing Knowledge Assets: a review of the models used to measure intellectual capital**, International Journal of Management Reviews, Vol. 3, No. 1, Blackwell Publishers Ltd, Oxford, 2001.
- 138) Olga Ferraro, Stefania Veltri, **The Value Relevance of Intellectual Capital on the Firm's Market Value: an Empirical Survey on the Italian Listed Firms**, International Journal of Knowledge-Based Development, Vol. 2, No. 1, Inderscience Enterprises Ltd., 2011.
- 139) Paula Benevene, Michela Cortini, **Interaction Between Structural Capital and Human Capital in Italian NPOs: Leadership, Organizational Culture and Human Resource Management**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 11 Iss. 2, 2010.

- 140) Per Nikolaj Bukh, Ulf Johanson, **Research and knowledge Interaction: Guidelines for Intellectual Capital Reporting**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4, No 4, 2003 .
- 141) Peter Drucker, **New Productivity Challenge**, Harvard Business Review, November–December 1991.
- 142) Pina Puntillo, **Intellectual Capital and business performance: Evidence from Italian banking industry**, Vol. 12, No. 4, 2009.
- 143) R. Edward Freeman et Al., **Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited**, Organization Science, Vol. 15, No. 3, 2004, P: 365.
- 144) R. Edward Freeman, **Managing for Stakeholders: Trade-offs or Value Creation**, Journal of Business Ethics , Vol. 96, No. 1, 2010.
- 145) Renu Burr and Antonia Girardi, **Intellectual Capital: More Than the Interaction of Competence x Commitment**, Australian Journal of Management, Vol. 27, Special Issue, 2002.
- 146) Richard G.Harris, **The knowledge-based economy: intellectual origins and new economic perspectives**, International Journal of Management Reviews, Vol. 3, N. 1, 2001.
- 147) Robert M. Bowen et Al., **Stakeholders' implicit claims and accounting method choice**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 20, 1995.
- 148) Samuel Kai Wah Chu et Al., **An Empirical Study of the Impact of Intellectual Capital on Business Performance**, Journal of Information & Knowledge Management, Vol. 10, No. 1, World Scientific Publishing Co., 2011.
- 149) Samuel Kai Wah Chu et Al., **An Empirical Study of the Impact of Intellectual Capital on Business Performance**, Journal of Information & Knowledge Management, Vol. 10, No. 1, 2011.
- 150) Stefania Veltri, **Empirical evidence of relationships between Intellectual Capital performance and firm value**, International Business Review, No. 2, Double Issue, 2008 .
- 151) Sudi Sudarsanam et Al., **Real Options and the Impact of Intellectual Capital on Corporate Value**, Journal of Intellectual Capital, Vol. 7, No. 3, 2006.
- 152) Surendra Gera, Kurt Mang, **The Knowledge-Based Economy: Shifts in Industrial Output**, Canadian Public Policy, Vol. 24, No. 2, Jun., 1998.
- 153) Syed Najibullah, **An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and Firms' Market Value and Financial Performance in Context of Commercial Banks of Bangladesh**, An Internship Report Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Bachelor of Business Administration, Independent University, Bangladesh, December 2005.
- 154) Taegoo Terry Kim et Al., **Intellectual Capital and Business Performance: What Structural Relationships do they have in Upper-**

- Upscale Hotels?**, International Journal of Tourism Research, Vol. 14, No. 4, John Wiley & Sons, Ltd. , 2012.
- 155) Thomas Stewart, Reviewed by: Clare Ruckdeschel, **Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations**, Book Review, Performance Improvement Journal, September 1998.
- 156) Valarie A. Zeithaml, **Consumer Perceptions of Price, Quality, and Value: A Means-End Model and Synthesis of Evidence**, Journal of Marketing, Vol. 52, No. 3, Jul., 1988.
- 157) Vol. 11 No. 2, Emerald Group Publishing Limited, 2010.
- 158) William H. A. Johnson, **Leveraging intellectual capital through product and process management of human capital**, Journal of intellectual Capital, Vol. 3, N. 4, MCB UP Limited, 2002 .
- 159) William H.A. Johnson, **An integrative taxonomy of intellectual capital: measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm**, International Journal of Technology Management, Vol. 18, Nos. 5/6/7/8, 1999.
- 160) William S. Chang, Jasper J Hsieh, **Intellectual Capital and Value Creation- Is Innovation Capital a Missing Link?**, International Journal of Business and Management, Vol. 6, No. 2, February 2011, Canadian Center of Science and Education Publishing.
- 161) Ya-Hui Ling, **The Influence of Intellectual Capital on Organizational Performance—Knowledge Management as Moderator**, Asia Pacific Journal of Management, Vol. 30, 2013.

### 3.2. الملتقيات والمؤتمرات والندوات

- 162) Daniel Andriessen, **On the Metaphorical Nature of Intellectual Capital: a Textual Analysis**, Paper for The 4th International Critical Management Studies Conference, Judge Institute of Management, University of Cambridge, July 4-6, 2005 .
- 163) Feraydoon Rahnamay Roodposhti, Elahe Rajaei, **Intellectual Capital and Economic Value Added**, Third Annual General Business Conference Proceedings, Sam Houston State University, College of Business Administration, Huntsville, Texas, USA, April 15-16, 2011.
- 164) José María Viedma Marti, **Wealth Creation in the Knowledge Economy: Reflections on the Crisis of Spain and Portugal**, the 4th European Conference on Intellectual Capital, Arcada University of Applied Sciences Helsinki, Finland, 23-24 April 2012 .
- 165) Ka Yin Yu et Al., **An Empirical Study of the Impact of Intellectual Capital Performance on Business Performance**, The 7th International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management &

Organisational Learning, The Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong, 2010.

4.2. الملفات الإلكترونية ومواقع الأنترنت

- 166) Alain Beraud Théma, **Jean-Baptiste Say et la Théorie Quantitative de la Monnaie**, pp: 1, 6, Disponible sur le lien : <http://mapage.noos.fr/alain.beraud/say.pdf>, Consulter le : 27 /04/2017, 16: 05.
- 167) **Bloomberg 2018 Innovation Index**, Available on: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-22/south-korea-tops-global-innovation-ranking-again-as-u-s-falls>, In: 3/01/ 2019, At: 21:21.
- 168) Dean Le Baron and Lawrence S. Speidel, **Why Are the Parts Worth More Than the Sum? " Chop Shop" A Corporate Valuation Model**, Conference Series, 1987, vol. 31, pp: 78-80, Downloaded from: <http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf31/conf31d.pdf>, In 31/05/2017, At: 14:30.
- 169) **Boutique Afnor**, Disponible sur: <https://www.boutique.afnor.org/norme/nf-en-1325-1/vocabulaire-du-management-de-la-valeur-de-l-analyse-de-la-valeur-et-de-l-analyse-fonctionnelle-partie-1-analyse-de-la-valeu/article/684874/fa036638#info>, Consulter le: 18/ 06/ 2017, à: 8: 30.
- 170) DVFA Expert Group "Corporate Transactions and Valuation" ( Society of Investment Professionals in Germany), **Corporate Valuation: Best Practice Recommendations Corporate Valuation**, December 2012. Downloaded from: [http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/DVFA\\_Best\\_Practice\\_Recommendations\\_Corporate\\_Valuation.pdf](http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/DVFA_Best_Practice_Recommendations_Corporate_Valuation.pdf), In: 17/7/2017, At: 14: 35.
- 171) Jean-Pierre Danthine, Xiangrong Jin, **Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing**, 2006, PP: 1- 26, Swiss Finance Institute Research Paper No. 06-18. Available at: <https://ssrn.com/abstract=932046>
- 172) Kiri Nesbitt, **Designing a knowledge Management System**, 8 February 2002, P: 5. Available at: <http://academic.edu:2081/products/faulknerlibrary/00018382.htm>, Accessed In: 22 september 2018.
- 173) Le site officiel de la bourse des valeurs mobilières de tunis (BVMT): <http://www.bvmt.com.tn/>
- 174) Pablo Fernandez, **Cash Flow Is a Fact: Net Income Is Just an Opinion**, chapitre 02, 17 November 2015, P: 01, In: Valuation and Common Sense, 5th edition, Available at: <http://ssrn.com/abstract=330540>, Consulted the: 28/05/2017, At: 11:52.

- 175) Pablo Fernandez, **Company valuation methods**, chapter 01 , 23 Nov 2013, pp: 2, 3, In: Valuation and Common Sense, 5th edition, Available at: <http://ssrn.com/abstract=274973>, Consulted the: 28/05/2017 at: 10: 47.
- 176) Pablo Fernandez, **Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories**, chapter 06, 17 November 2015, P: 01, In: Valuation and Common Sense, 5th edition, Available at: <http://ssrn.com/abstract=256987>, Consulted the: 28/05/2017 at: 11:52.
- 177) **PRISM website** – Policy-Making, Reporting and measurement development and Management. The European Commission. Available on: <http://www.euintangibles.net/>, At: 26/ 09/ 2018.
- 178) Rédaction, **Les Bourses Arabes Progressent**, Article disponible sur : <https://www.financialafrik.com/2018/11/05/les-bourses-arabes-progressent/>, In: 3/01/ 2019, At: 21:31.
- 179) Sean R Saar, **How a Company is Valued: An Overview of Valuation Methods and Their Application**, Skoda Minotti: CPAs, Business and Financial Advisors. Available at: [https://leaglobal.com/thought\\_leadership/How%20a%20Company%20is%20Valued%20%20An%20Overview%20of%20Valuation%20Methods%20and%20Their%20Application.pdf](https://leaglobal.com/thought_leadership/How%20a%20Company%20is%20Valued%20%20An%20Overview%20of%20Valuation%20Methods%20and%20Their%20Application.pdf), In: 24/9/2017, At: 7: 19.
- 180) The European Union, **The MERITUM Project Final Report**, 30th April 2001, PP: 1-99. Available at: [http://www.pnbukh.com/files/pdf\\_filer/FINAL\\_REPORT\\_MERITUM](http://www.pnbukh.com/files/pdf_filer/FINAL_REPORT_MERITUM), Downloaded in: 26/ 09/ 2018, At: 11: 50.

الملاحق

## الملحق: البيانات المالية المستخدمة في حساب رأس المال الفكري والقيمة والأداء المالي في للمؤسسات المدرجة في بورصة تونس

المؤسسة	السنوات	الأصول	الخصوم	الأصول المتداولة	الخصومة المتداولة	رقم الأعمال	الربح التشغيلي	النتيجة الصافية	مصاريف العاملين	الإهلاكات وخسائر القيمة	رأس المال العامل	القيمة السوقية	القيمة الدفترية
<b>قطاع خدمات المستهلك</b>													
شركة المغازة العامة MAGAZIN GENERAL	2008	207 172 614,62	202 603 770,09	98 308 237,78	195 891 021,27	350 242 233,71	-2 309 146,42	-2 307 523,34	27 108 174,37	8 473 989,92	-97 582 783	98 530 000	4 568 845
	2009	237 741 414	196 748 121	112 971 545,00	154 062 939,00	401 129083	629 185,00	-1 587 546	28 699 991,00	16 539 906,00	-41 091 394	296 216 250	40 993 293
	2010	314 264 757	268 820 089	161 786 625,00	528067417	196 302 634,00	3 160 114,00	1 292 52	36 003 546,00	21 420 588,00	-34 516 009	323 036 450	45 444 668
	2011	348 188 442	326 239 519	173 892 656,00	516575894	229 054 006,00	17 814 215,00	-23034584	45 299 323,00	28 347 359,00	-55 161 350	312 290 000	21 948 923
	2012	353 042 863	332 670 832	162 967 249,00	663047320	226 996 060,00	5 606 289,00	-31 201 86	50 593 677,00	27 787 978,00	-64 028 811	396 103 125	20 372 031
	2013	433 737 205	418 101 886	220 040 714,00	738 659 959	289 129 525,00	-2 111 906,00	-4579639	55 784 535,00	35 171 044,00	-69 088 811	334 563 625	15 635 319
	2014	490 054 851	484 332 823	276 569 448	856 320 640	344 466 612	6 548 667	-4 010 970	60 473 434	40 138 438,00	-67 897 164	365 907 438	5 722 028
	2015	532 258 845	528 620 886	295 300 353	936 755 460	383 727 005	6 986 902	-5 663 404	63 301 600	48 199 810,00	-88 426 652	262 691 000	3 637 959
	2016	567 299 606	562 915 538	320 615 285	993 333 037	416 353 428	30 810 387	5 811 593	69 088 671	32 695 571,00	-95 738 143	5 498 671	4 384 068
	2017	600 850 030	592 878 642	348 086 418	952 704 783	422 813 346	33 064 023	10 430 156	75 651 734	33 527 747,00	-74 726 928	453 509 375	7 971 388
شركة مونوبري MONOPRIX	2008	199 278 687	141 980 794	69 173 273	322 763 311	112 726 031	21 263 947	15 748 619	19 140 108	9 767 020,00	-43 552 758	213 191 545	57 297 893
	2009	237 938 638	175 563 419	75 992 236	385 906 887	124 868 912	20 941 651	15 286 265	23 166 496	13 377 866,00	-48 876 676	428 971 712	62 375 219
	2010	246 145 781	182 946 863	72 743 191	421 513 964	123 770 637	18 364 598	11 480 521	26 477 256	18 023 858,00	-51 027 446	397 538 440	63 198 918
	2011	250 635 606	187 357 632	78 587 767	383 179 144	125 174 396	12 527 878	3 292 915	31 056 518	15 625 857,00	-46 586 629	396 613 932	63 277 974
	2012	274 604 539	203 732 443	95 786 576	424 300 302	156 085 999	17 663 763	12 003 852	32 873 136	16 885 846,00	-60 299 423	465 952 032	70 872 096
	2013	316 990 325	234 356 778	120 302 292	463 239 578	179 079 340	19 175 732	10 106 698	36 974 231	16 769 892,00	-58 777 048	387 738 655	82 633 547
	2014	355 760 433	253 201 388	139 617 209	510 630 650	183 008 783	9 139 334	2 049 512	41 350 780	17 984 859,00	-43 391 574	366 105 168	102 559 045
	2015	356 335 249	268 642 017	154 561 339	534 971 169	209 450 786	5 698 527	3 601 654	46 098 715	22 091 183,00	-54 889 447	283 565 082	87 693 232
	2016	370 055 145	287 167 014	177 519 912	545 520 382	229 122 090	901 854	1 838 482	52 667 108	23 862 629,00	-51 602 178	195 100 764	82 888 131
	2017	401 576 194	320 703 820	195 086 662	561 012 829	236 062 858	3 047 384	-1 215 795	56 361 221	25 698 433,00	-40 976 196	227 650 841	80 872 374
الشركة التونسية لأسواق الجملة SOTUMAG	2008	18 131 376	2 242 093	10 950 035	7 211 262	1 966 452	1 452 464	1 323 376	2 510 271	615 605,00	8 983 583	16 560 000	15 889 283
	2009	18 242 486	3 007 916	8 436 026	7 177 915	2 735 262	284 077	363 919	2 856 147	843 925,00	5 700 764	14 040 000	15 234 570
	2010	17 838 851	2 584 100	6 165 492	7 618 528	2 307 703	298 015	277 955	2 912 908	1 035 073,00	3 857 789	15 000 000	15 254 751
	2011	17 321 608	1 993 865	6 432 163	7 716 174	1 708 416	307 222	337 370	4 367 742	1 059 273,00	4 723 747	13 200 000	15 327 743
	2012	19 897 995	2 412 332	9 653 100	8 216 290	2 122 068	1 009 276	847 088	4 765 813	1 152 633,00	7 531 032	21 360 000	17 485 663
	2013	20 834 916	2 877 634	9 946 495	8804904	2 604 058	1 429 783	1305408	5 007 938	972 992,00	7 342 437	20 280 000	17 957 282
	2014	21 754 870	3 172 478	9 384 071	9213415	2 891 219	1 678 058	1709248	5 118 935	894 210,00	6 492 852	21 120 000	18 582 392
	2015	22654607	3973475	9 942 374	9743963	3 423 564	1 436 869	1411726	5 305 932	1 201 803,00	6 518 810	24 360 000	18 681 132
	2016	23958578	4043613	11 572 689	10967222	3 732 308	2 992 301	2537958	5 527 551	1 151 414,00	7 840 381	432 000 000	19 914 965
	2017	25 848 896	4 181 049	8 626 460	12 041 246	3 866 940	3 197 410	3 070 143	6 108 943	1 265 616	4 759 520	25 740 000	21 667 847
<b>قطاع الصحة</b>													
شركة أدوية ADWIYA	2008	29 815 223	11 819 935	21 853 738	41 338 580	11 123 538	6 133 783	4 447 254	4 786 993	1 571 047	10 730 200	68 200 000	17 995 288
	2009	40 986 053	21 623 714	31 414 427	50 238 106	21 310 903	6 529 066	5 434 215	5 436 986	1 418 130	10 103 524	92 840 000	19 362 339
	2010	40 706 206	19 798 467	28 972 860	53 014 828	18 123 752	6 673 248	4 515 400	6 502 308	2 201 901	10 849 108	69 300 000	20 907 739
	2011	42 248 548	22 359 237	29 901 474	55 113 340	19 075 373	2 718 356	1 181 572	8 206 176	5 135 427	10 826 101	77 880 000	19 889 311
	2012	54 862 934	29 823 562	42 299 487	67 129 731	26 934 077	9 280 553	5 150 060	8 830 334	2 043 274	15 365 410	104 280 000	25 039 372
	2013	62 137 332	32 407 348	47 612 951	80 510 440	30 234 553	11 510 558	6 670 612	10 597 984	2 346 139	17 378 398	91 872 000	29 729 984
	2014	62 605 292	29 561 612	42 035 128	86 030 886	23 231 913	8 771 272	6 613 697	11 210 777	2 927 525	18 803 215	129 571 200	33 043 680
	2015	77 907 658	41 953 403	50 748 860	89 022 620	31 632 551	9 975 439	6 485 971	4 859 328	12 107 452	19 116 309	109 480 000	35 954 255
	2016	85 735 875	51 552 715	54 749 253	84 646 777	43 139 062	6 321 887	2 734 405	12 343 626	5 107 669	11 610 191	121 235 400	34 183 160
	2017	90 571 902	51 539 283	55 493 530	95 337 301	44 286 845	10 201 910	4 914 454	13 700 648	4 849 070	11 206 685	110 167 200	39 032 619

قطاع مواد الاستهلاك														
28 830 265	74 640 000	19 474 625	4 534 232,89	5 506 390,54	7 342 316	9 424 815,98	62 889 386	20 814 996,03	40 289 620,73	32 437 675,03	61 267 940,17	2008	البطارية التونسية لمد ASSAD	
34 914 647	125 600 000	19 371 216	2 307 546,75	6 226 809,33	9 279 640,17	11 874 500,71	66 503 265	29 732 276,89	49 103 492,81	40 705 041,59	75 619 689,06	2009		
39 396 609	123 750 000	27 723 437	4 128 531,13	7 897 201,01	8 737 617,90	9 726 714,54	77 430 816	29 630 373,30	57 353 810,44	44 794 518,72	84 191 127,67	2010		
42 394 888	121 900 000	28 923 720	4 355 984,00	10 498 725,72	7 468 335,37	9 800 728,11	88 249 718,38	40 340 400,26	69 264 120,02	54 248 427,59	96 643 315,25	2011		
46 085 439	103 800 000	26 406 400	6 003 892	12 315 171	7 745 352	10 494 515	92 732 307	51 062 000	77 468 400	64 826 739	110 912 178	2012		
48 761 438	84 000 000	31 795 117	6 485 958	14 407 490	7 416 630	12 417 438	83 461 640	47 930 463	79 725 580	66 090 102	114 851 540	2013		
48 025 793	96 000 000	51 322 778	7 720 626	16 043 512	4 183 557	10 413 273	95 191 095	40 446 684	91 769 462	80 784 008	128 809 801	2014		
41 160 218	63 600 000	47 130 179	6 803 626	15 894 588	-2 267 062	3 831 820	88 948 407	46 188 019	93 318 198	84 513 199	125 673 417	2015		
44 562 037	72 480 000	48 011 384	8 815 614	16 561 159	2 782 017	6 590 789	97 458 597	40 415 705	88 427 089	74 658 149	119 220 186	2016		
53 397 684	108 000 000	58 147 331	9 999 594	19 604 398	9 296 116	14 581 859	120 160 216	40 728 662	98 875 993	74 144 455	127 542 139	2017		
323 868 084	596 960 000	126 461 211	41 209 874	39 080 623	49 040 210	76 555 508	460 252 652	150 948 837	277 410 048	253 167 474	577 035 558	2008		شركة صنع المشروبات بتونس SFBT
383 996 350	691 600 000	206 936 646	39 433 439	40 584 422	75 726 159	95 182 529	509 820 477	145 640 372	352 577 018	270 536 939	654 533 289	2009		
413 764 386	761 890 000	203 883 304	43 418 346	41 436 973	76 535 181	93 792 720	554 798 140	154 958 198	358 841 502	273 304 221	687 068 607	2010		
446 751 585	858 000 000	199 069 030	42 573 146	73 338 341	78 912 587	106 096 567	640 306 357	162 373 314	361 442 344	278 835 675	725 587 260	2011		
505 780 645	965 200 000	200 525 482	44 365 470	83 417 723	108 864 625	135 824 741	763 104 892	161 588 981	362 114 463	273 306 837	779 087 482	2012		
562 075 625	1 060 800 000	211 720 266	56 135 763	92 204 936	119 915 808	156 133 700	832 805 733	202 588 451	414 308 717	306 010 309	868 085 934	2013		
623 568 065	2 025 000 000	245 381 077	54 542 877	97 366 143	134 774 464	163 661 883	870 866 354	239 938 601	485 319 678	351 321 585	974 889 650	2014		
699 485 251	2 388 750 000	301 696 299	61 746 069	99 719 671	157 787 421	171 308 305	866 556 254	281 383 596	583 079 895	402 188 208	1 101 673 459	2015		
755 365 717	2 280 000 000	334 067 335	71 312 658	109 578 247	142 739 994	185 699 374	913 755 477	293 114 920	627 182 255	430 296 211	1 185 661 928	2016		
843 076 725	2 613 600 000	415 077 525	76 921 521	118 668 547	179799080	211 264 836	996 866 803	337 840 053	752 917 578	497 609 417	1 340 686 142	2017		
20 237 541	188 720 000	15 163 945	3 077 950	1 661 734	4 870 083	5 669 361	64 855 888	24 251 837	39 415 782	37 304 347	57 541 888	2008	الشركة التونسية للتجهيز STEQ	
21 098 324	17 780 000	13 951 349	1 669 269	1 915 938	3 248 744	5 279 932	78 374 978	29 894 243	43 845 592	40 917 044	62 015 368	2009		
21 537 099	16 450 000	10 346 426	1 573 511	2 067 967	3 115 738	5 181 013	87 463 667	34 898 654	45 245 080	60 452 215	81 989 314	2010		
20 043 929	12 194 000	8 362 792	6 486 521	5 758 084	-1 071 637	184 282	77 529 789	40 505 722	48 868 514	66 303 957	86 347 886	2011		
15 261 680	15 218 000	-5 832 349	3 148 004	2 574 331	-6369009	-1 304 380	92 958 977	63 072 973	57 240 624	77 950 784	93 212 464	2012		
15 161 579	14 420 000	-6 592 238	5 332 817	5 927 105	-348 330	2 967 307	91 304 257	59 817 046	53 224 808	71 519 617	86 681 196	2013		
16 044 276	14 574 000	-8 160 538	3 735 358	3 050 731	1 354 850	3 880 873	44 245 660	28 513 592	20 353 054	32 264 317	48 308 593	2014		
16 384 120	17 066 000	-10 195 785	1 535 388	3 433 925	607 927	3 335 652	44 596 837	29 446 863	19 251 078	33 534 938	49 919 058	2015		
15 529 185	15 330 000	-13 036 609	1 127 106	3 905 333	-862 336	2 718 061	43 756 515	38 978 677	25 942 068	41 366 458	56 895 643	2016		
15 117 354	10 668 000	-20 749 956	1 646 543	4 112 813	-415 855	3 178 073	43 729 149	45 224 463	24 474 507	46 940 279	62 057 633	2017		
18 505 098	29 925 000	-1 531 177	5 682 166	4 775 887	-3 785 167	-2 266 641	64 383 435	26 201 764	24 670 587	43 616 044	62 121 142	2008		البن صناعة TUNISIE LAIT
19 130 102	32 500 000	430 121	5 231 526	4 257 513	-1 870 281	602 319	73 420 947	30 447 798	30 877 919	46 750 280	65 880 382	2009		
24 900 669	48 000 000	4 781 200	10 913 692	3 943 482	-1 670 034	343 862	70 429 331	29 918 177	34 699 377	44 620 061	69 520 730	2010		
21 471 733	46 500 000	1 730 715	5 840 808	4 480 802	-3 394 402	-187 546	89 468 125	39 212 952	40 943 667	56 746 854	78 218 587	2011		
21 464 247	43 700 000	-1 953 569	5 242 297	5 031 780	53 933	3 059 375	96 901 614	41 755 757	39 802 188	55 620 631	77 084 878	2012		
22 172 711	35 400 000	-6 430 507	4 921 316	5 747 902	766911	4 850 022	108 595 981	53 302 119	46 871 612	63 911 352	86 084 063	2013		
18 771 369	41 000 000	-17 100 169	4 421 572	6 125 668	-3 342 270	1 890 664	106 773 893	59 408 512	42 308 343	71 108 564	89 879 933	2014		
14 891 127	38 000 000	-17 386 590	5 283 528	6 357 304	-3 824 224	950 081	91 273 112	63 752 996	46 366 406	77 157 980	92 049 107	2015		
7 929 065	330 885 000	-25 667 725	5 585 517	6 775 221	-6 905 215	-624 116	78 519 816	64 180 309	38 512 584	74 891 807	82 820 872	2016		
-2 127 317	35 800 000	-36 528 881	5 743 455	7 352 944	-9 984 308	-4 285 769	77 969 170	70 833 404	34 304 523	78 622 965	76 495 648	2017		

قطاع الصناعة														
17 023 103	12 746 500	21 820 064	310 486	683 993	2 339 179	3 962 272	17 272 508	12 700 408	34 520 472	21 832 317	38 855 420	2008	السكنى ESSOUKNA	
19 585 916	16 384 063	22 151 122	263 373	911 357	3 172 856	4 237 662	17 346 738	9 766 916	31 918 038	16 915 210	36 501 126	2009		
21 833 548	18 668 813	23 627 296	172 436	872 452	3 164 956	3 639 259	14 376 416	16 209 782	39 837 078	22 727 075	44 560 623	2010		
24 605 586	24 771 500	25 164 350	236 534	962 024	3 840 497	5 102 473	20 014 994	8 764 276	33 928 626	14 196 211	38 801 797	2011		
28 658 814	38 203 425	31 680 112	450 277	1 167 097	4 973 625	5 266 472	22 205 910	8 669 463	40 349 575	18 465 365	47 124 179	2012		
32 024 521	30 627 675	41 566 686	397 981	1 118 058	4 763 394	6 640 196	21 526 352	13 722 260	55 288 946	32 040 371	64 064 892	2013		
34 092 881	31 565 625	49 496 548	-50018	1 319 062	3186684	5 445 979	16 196 792	17 456 586	66 953 134	43370077	77 462 958	2014		
34 944 078	19 696 950	49 857 483	-202 146	1 272 577	1 993 678	4 172 902	10 005 831	25 746 391	75 603 874	51 632 924	86 577 002	2015		
35 232 421	455 600 000	57 497 374	194 304	1 482 367	1 594 497	5 003 834	18 056 251	16 373 978	73 871 352	49 572 336	84 804 757	2016		
35 967 083	18 636 345	42 536 956	812 280	1 504 648	2 064 324	5 027 426	20 956 163	19 026 719	61 563 675	36 904 265	72 871 348	2017		
19 758 650	18 813 600	9 545 154	2 040 600	3 515 123	3 482	784 923	27 416 319	19 858 936	29 404 090	24 624 514	44 383 164	2008		الشركة الصناعية للأجهزة والآلات الكهربائية SIAME
18 980 684	47 314 800	13 309 477	2 273 199	3 394 969	-724 015	-180 773	24 850 762	10 594 127	23 903 604	14 993 661	33 974 345	2009		
20 811 991	75 535 200	15 662 043	2 097 292	3 202 926	1 704 413	2 322 367	29 490 113	13 904 067	29 566 110	18 041 074	38 853 065	2010		
20 758 740	63 320 400	13 543 723	3 474 232	3 665 184	1 158 021	1 785 541	26 151 741	15 845 379	29 389 102	18 832 478	39 591 218	2011		
21 583 567	55 598 400	14 042 830	3 636 895	4 334 451	1 356 026	1 445 725	30 208 140	18 850 489	32 893 319	21 983 920	43 567 487	2012		
22 273 922	39 733 200	13 879 220	3 630 195	5 132 033	1 712 409	2 395 074	31 934 397	19 641 620	33 520 840	21 678 292	43 952 214	2013		
23 762 065	32 151 600	14 917 316	1 816 954	5 635 204	1 872 858	3 522 790	27 895 496	22 117 407	37 034 723	23 374 910	47 136 975	2014		
24 968 888	31 870 800	15 789 590	1 947 996	6 138 879	2 130 080	3 551 746	27 898 942	22 102 119	37 891 709	24 070 995	49 039 883	2015		
25 103 217	48 950 000	16 275 721	1 299 100	6 347 475	1 633 526	2 386 894	23 514 568	24 246 882	40 522 603	27 063 588	52 166 805	2016		
27 121 642	33 836 400	17 387 771	1 784 417	6 917 348	1 701 418	4 732 526	29 486 996	32 897 378	50 285 149	35 806 480	62 928 122	2017		
45 017 676	17 087 500	74 033 209	1 098 935	3 639 613	5 951 612,70	13 434 359	55 924 965,41	67 455 527	141 488 737	112 379 182	157 396 858	2008	الشركة العقارية والمساكنات SIMPAP	
50 755 205	26 180 000	74 799 453	1 470 363	4 283 588	6 926 231,62	13 457 331	61 183 015,07	67 050 314	141 849 767	107 379 761	158 134 966	2009		
56 765 738	37 424 000	89 631 508	726 758	4 246 983	7 516 607,86	12 497 727	54 710 967,30	65 528 785	155 160 293	117 348 851	174 114 589	2010		
63 443 977	46 232 000	94 268 967	1 056 259	4 708 177	8 931 112,54	14 000 241	63 712 715,74	54 366 684	148 635 651	104 985 816	168 429 794	2011		
71 771 554	61 002 000	100 666 593	1 140 754	5 716 251	9 359 625,30	15 830 523	65 851 335,01	69 072 090	169 738 683	122 410 947	194 182 501	2012		
85 047 373	55 800 000	143 768 745	1 013 876	5 127 896	15 412 911,10	26 199 852	86 687 378,90	60 075 537	203 844 282	147 728 808	232 776 181	2013		
89 693 911	60 350 000	160 284 233	751 992	6 181 808	5 258 558	15 399 880	54 998 727	57 509 397	217 793 630	163 425 121	253 119 032	2014		
96 646 498	36 300 000	172 439 182	-301 857	6 058 091	6 030 806	16 077 743	40 956 440	73 580 706	246 019 888	190 283 160	286 929 658	2015		
98 496 864	31 824 000	183 199 946	500 369	6 590 612	4 092 948	15 456 543	54 446 767	68 826 232	252 026 178	197 042 779	295 539 643	2016		
96 355 594	47 080 000	146 892 308	1 987 379	6 426 903	1 335 647	12 571 990	53 697 967	76 685 433	223 577 741	160 744 597	257 100 191	2017		
43 175 618	54 747 000	3 729 810	5 072 717	7 139 563	4 837 113	7 947 582	52 560 186	57 374 904	61 104 714	63 727 118	106 902 736	2008		الشركة المصرية للخزف SOMOCER
46 439 133	45 599 400	8 684 829	6 686 357	8 637 877	3 020 783	7 470 642	63 170 785	63 513 991	72 198 820	74 979 816	121 418 949	2009		
59 664 394	49 965 300	18 732 923	5 172 638	8 824 176	3 827 449	9 095 853	73 794 689	68 804 451	87 537 374	79 964 107	139 628 501	2010		
61 243 314	97 383 825	-27 080	6 196 469	10 850 670	1 039 045	6 797 284	75 704 184	77 257 888	77 230 808	99 900 918	161 144 232	2011		
63 108 984	68 183 500	-19 957 676	5 563 109	12 248 226	4 325 136	11 280 564	84 380 475	90 761 791	70 804 115	115 857 597	178 966 581	2012		
63 837 515	77 846 076	-3 138 923	9 000 380	15 565 203	3 380 044	13 809 086	89 296 341	92 765 057	89 626 134	126 875 809	190 713 324	2013		
89 693 911	60 350 000	160 284 233	751 992	6 181 808	5 694 888	15 399 880	93 475 066	57 509 397	217 793 630	163 425 121	253 119 032	2014		
96 646 498	36 300 000	172 439 182	-301 857	6 058 091	6 958 822	16 077 743	94 648 784	73 580 706	246 019 888	190 283 160	286 929 658	2015		
98 496 864	31 824 000	183 199 946	500 369	6 590 612	-7 518 597	15 456 543	94 456 363	68 826 232	252 026 178	197 042 779	295 539 643	2016		
78 002 404	45 128 160	-3 265 810	8 582 584	23 189 474	3 762 387	19 399 924	116 379 658	169 091 940	165 826 130	208 894 632	286 897 036	2017		

23 566 362	26 275 600	5 395 016	3 493 851	3 015 917	2 403 871	3 715 481	23 396 836	14 881 849	20 276 865	19 803 311	43 369 673	2008	الشركة التونسية للتبوير SOTUVER
24 320 396	125 061 750	4 898 460	3 133 440	3 199 112	6 123 245	6 974 826	26 215 313	12 572 210	17 470 670	16 546 919	40 867 315	2009	
27 162 434	99 796 750	5 323 010	3 799 508	3 571 837	5 881 713	7 283 349	24 349 553	10 934 458	16 257 468	14 876 795	42 039 229	2010	
29 610 743	121 272 000	8 058 048	4 261 768	5 013 920	6 081 254	6 748 082	26 224 825	12 947 757	21 005 805	18 712 383	48 323 126	2011	
36 892 688	148 939 009	2 126 086	4 340 234	4 701 010	4 868 521	6 066 102	28 415 163	24 108 899	26 234 985	37 326 909	74 219 597	2012	
43 195 240	132 122 910	2 298 768	7 681 082	5 192 182	5 571 591	7 648 851	40 538 123	35 493 549	37 792 317	46 482 885	89 678 125	2013	
42 759 370	115 119 206	6 811 081	7 615 402	6 228 715	4 343 523	6 577 062	44 629 506	28 851 879	35 662 960	42 415 872	85 175 242	2014	
44 119 346	68 908 002	-1 652 190	6 508 353	6 623 259	6 043 467	9 194 993	50 498 632	46 372 408	44 720 218	56 888 439	101 007 785	2015	
44 906 764	88 127 241	4 159 225	6 997 271	7 068 430	6 230 187	9 101 606	53 376 133	44 378 583	48 537 808	61 792 849	106 699 613	2016	
55 892 369	140 693 985	17 957 026	8 784 226	8 177 301	10 034 507	14 871 385	66 691 314	39 139 344	57 096 370	56 949 396	112 841 765	2017	
قطاع المواد الأساسية													
37 065 249	160 753 738	24 435 683	2 236 984	2 277 012	10 814 267	12 809 038	50 400 997	14 228 442	38 664 125	28 132 745	65 197 994	2008	أريليكيد تونس AIR LIQUIDE TSIE
39 304 767	229 167 470	21 951 918	2 453 894	2 711 387	10 798 756	12 836 783	54 377 594	12 249 700	34 201 618	25 998 575	65 303 342	2009	
43 566 799	287 500 761	19 696 448	2 768 974	2 324 203	11 121 465	13 800 203	57 955 196	18 351 230	38 047 678	32 015 651	75 582 450	2010	
38 215 519	430 951 644	15 370 724	2 011 642	2 576 866	5 636 664	9 982 482	53 833 682	27 425 111	42 795 835	44 008 430	82 224 149	2011	
44 365 991	399 723 120	21 099 545	2 091 264	3 503 228	11 259 921	12 353 224	63 397 573	24 295 524	45 395 069	41 518 007	85 883 998	2012	
48 122 568	327 021 914	22 424 853	4 306 364	4 138 011	9 660 915	13 607 673	73 733 376	25 064 301	47 489 154	40 287 171	88 409 739	2013	
49 238 833	308 372 170	25 975 059	4 988 818	4 921 823	8 424 588	12 280 000	73 859 951	22 987 685	48 962 744	37 123 571	86 362 404	2014	
47 758 622	203 928 615	28 217 000	7 001 988	5 279 254	5 869 127	8 679 146	70 004 952	21 577 301	49 794 301	35 866 636	83 625 258	2015	
47 049 334	193 501 168	27 468 607	6 342 498	5 704 792	6 550 687	10 197 072	73 653 744	24 360 374	51 828 981	38 960 585	86 009 919	2016	
50 209 321	129 854 916	32 865 030	813 381	6 146 185	9 207 445	12 702 805	80 460 782	21 259 382	54 124 412	35 647 051	85 856 372	2017	
70 915 899	148 800 000	49 481 888	2 414 268	3 648 527	14 110 268	15 479 075	73 787 901	15 035 103	64 516 991	17 479 167	88 395 066	2008	تونس لمجيبات الأليميوم TPR
76 805 780	201 600 000	51 174 282	2 198 692	3 938 319	14 056 615	16 399 282	69 376 349	7 740 405	58 914 687	10 294 778	87 100 558	2009	
83 028 073	212 750 000	53 616 394	2 860 860	4 597 114	14 995 883	18 169 456	87 201 894	19 804 791	73 421 185	22 799 322	105 827 395	2010	
88 435 948	251 160 000	54 455 264	3 392 874	4 402 853	14 840 859	18 058 862	85 581 76	23 744 852	78 200 116	27 599 971	116 035 919	2011	
91 921 925	220 000 000	54 083 253	4 261 013	7 540 434	13 359 112	14 274 888	92 689 697	35 867 841	89 951 094	40 234 686	132 156 611	2012	
99 009 616	194 400 000	57 367 697	5 030 905	11 893 583	14 892 040	20 125 290	117 783 565	47 572 480	104 940 177	60 293 903	159 303 519	2013	
98 881 787	193 500 000	59 852 126	5 512 303	14 172 897	10 596 051	14 912 056	117 852 371	72 232 281	132 084 407	88 123 197	187 004 984	2014	
96 482 799	141 300 000	61 149 636	5 558 225	14 687 513	9 348 465	14 608 335	113 244 009	73 991 389	135 141 025	90 120 764	186 603 563	2015	
96 059 896	141 500 000	60 534 955	6 462 078	15 976 168	9 317 167	15 622 208	127 496 879	71 464 779	131 999 734	89 578 259	185 638 155	2016	
102 977 017	185 000 000	71 072 286	6 404 534	16 583 553	15 028 339	20 596 848	154 401 745	78 844 823	149 917 109	105 821 833	208 798 850	2017	
قطاع البترول والغاز													
26 727 585	31 736 848	4 335 330	2 918 212,35	2 489 178,62	74 223,50	1 130 341,27	6 983 161,29	5 381 112,94	9 716 442,53	5 693 817,66	32 421 402,54	2008	شركة النقل بواسطة الأتاريب SOTRAPIL
26 974 415	35 008 688	6 182 988	2 093 038,92	2 842 852,20	1 373 107	1 818 108,18	7 740 316	3 305 942,42	9 488 930,31	3 643 647,13	30 618 062,45	2009	
27 176 833	37 626 160	8 713 430	3 525 208	2 759 213	1 499 000	2 453 253	9 247 144	8 072 425	16 785 855	8 131 015	35 307 848	2010	
27 645 822	44 955 082	10 224 829	2 049 478	3 492 741	3 432 751	4 302 236	10 486 998	10 468 157	20 692 986	10 526 747	38 172 569	2011	
29 967 858	53 936 282	14 476 469	2 462 160	3 793 863	2 545 703	3 134 926	10 487 755	29 644 33	17 440 902	3 556 996	33 524 854	2012	
31 844 639	32 811 499	17 432 988	2 233 508	4 037 033	3 510 918	4 072 650	10 897 008	4 019 347	21 452 335	4 760 660	36 605 299	2013	
32 957 694	33 467 354	19 268 849	2 516 178	4 081 354	3 192 749	3 703 145	11 164 610	4 298 749	23 567 598	5 521 209	38 478 903	2014	
34 697 424	43 783 749	23 113 098	2 498 427	4 203 732	3 876 942	4 540 115	11 858 593	5 862 272	28 975 370	7 387 076	42 084 500	2015	
35 509 425	35 041 406	25 692 876	2 331 959	4 629 020	3 475 886	4 458 330	11 868 228	5 420 243	31 113 119	7 287 906	42 797 331	2016	
38 737 878	42 566 560	30 752 984	2 171 645	4 982 618	6 218 419	7 573 673	15 101 361	5 798 815	36 551 799	8 066 772	46 804 650	2017	