

## جدلية القيمة

## بين الفكر الاقتصادي والفكر المالي

أ. براينيس عبد القادر

مواعي بحرية

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم - الجزائر

(طالبة دكتوراه)

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر

## ملخص

إن مفهوم القيمة له أهمية بالغة في تأسيس الفكر الاقتصادي ، فالقيمة كمفهوم لاقت جدلا واسعا بشأن تحديد ماهيتها، أبعادها و ما هو المقصود بها، فهل هي مفهوم مطلق كباقي المفاهيم الأخرى في الفكر الاقتصادي، أم مفهوم نسبي لا يمكن الوصول إلى تحديده بشكل دقيق؛ ويعود مفهوم القيمة إلى زمن قديم جدا حيث تم الانتقال بإشكالية القيمة من الفكر الاقتصادي إلى الفكر المحاسبي و المالي. إن الهدف من هذه الورقة البحثية هو إبراز مدى أهمية القيمة في العديد من التخصصات، هذا بالإضافة إلى إبراز ضرورة توجه المؤسسات إلى نموذج التسيير بالقيمة المالية كمقاربة حديثة تركز على خلق القيمة أي تعظيم ثروة الملاك التي أصبحت بديلا للمفهوم الكلاسيكي في ثنانيا النظرية المالية المعاصرة.

الكلمات المفتاحية: القيمة، النظرية المالية ، التسيير بالقيمة.

## Abstract

The concept of value has its importance in the establishment of economic thoughts. Value as a concept had faced a lot of wide arguments to determine its definition, dimensions and what is meant by. Does it have its absolute understanding like others in economic thoughts? OR is it just an unreached and inaccurate proportional concept. The concept of value was related back to ancient times. It moves from economic thoughts to accounting and finance.

The aim of this paper is to highlight the importance of value in many disciplines. In addition, to highlighting the needs to guide institutions to management based value form as modern approach based on value creation which maximize the wealth of the owners which became the alternative of Classic profit concept in the folds of contemporary financial theory.

Keywords: value, financial theory, Value management.

## المقدمة

لقد تبلور علم الاقتصاد على فكر عميق وواسع سمي بالفكر الاقتصادي الذي كان أساس تشكيكه "القيمة"، هذا المصطلح الذي أسال حبر العديد من الباحثين والمفكرين في مختلف المجالات على مر العصور وحتى هذا العصر، فالقيمة كمصطلح ظهرت بظهور الحاجة إلى المبادلة، أي مبادلة السلع ببعضها، فبرزت بذلك إشكالية القيمة القائمة على أساس المبادلة، بحيث كان من الضروري معرفة الشيء الذي يجعل السلع متساوية عند تبادلها، فأثير بذلك جدل كبير وتشعبت الرؤى والتوجهات بشأن حل هذا اللغز.

وقد انتقل موضوع القيمة بين المدارس الفكرية الاقتصادية، إذ حاولت كل مدرسة معالجة هذا الموضوع بطريقة مختلفة بعد أن قطعت شوطا كبيرا على يد فلاسفة الإغريق وكذا فلاسفة القرون الوسطى؛ والجدير بالذكر، أن موضوع القيمة عرف بزوغ فجر جديد على يد آدم سميث مؤسس المدرسة الكلاسيكية، وأشرق على يد كارل ماركس، ليستقر على يد الحديين بقيادة ألفريد مارشال حيث اكتملت معالم نظرية القيمة بعد حل "لغز القيمة" لكن، هذا لا يعني أن القيمة كمفهوم توقفت عند هذا الحد، بل اتسعت رقعتها لتشمل مجالات أخرى كانت ذات صلة بالاقتصاد، فبعد معرفة أن العمل الاجتماعي هو الذي يجعل السلع متساوية عند مبادلتها، وبعد تحديد الفرق بين "القيمة" و "السعر" ظهرت الحاجة إلى النظر في مسألة تمييز ممتلكات أصحاب المؤسسات والمصانع، أي تحديد قيم أصول المؤسسات ليتطور الأمر إلى ضرورة تحديد قيمة المؤسسة نفسها وقد كانت النظرية المالية المستوحاة من النظرية النيوكلاسيكية جديرة بتسليط الضوء على مفهوم القيمة في شقه المالي.

وقد نالت القيمة حقلا واسعا من النقاش والجدل على صعيد الفكر المالي يمكن القول أنه كان بنفس القدر الذي حظيت به على صعيد الفكر الاقتصادي مع اختلاف طبعا فحوى النقاش. فالنظرية المالية عاجلت القيمة المتعلقة بموارد المؤسسة نفسها، أصولها المادية والمالية حيث أصبح مفهوم تعظيم ثروة الملاك بديلا مطلقا لمفهوم الربح، إذ يرتبط مفهوم تعظيم ثروة الملاك ارتباطا وثيقا بالقيمة الإجمالية للمؤسسة، فخلق الثروة للمساهمين لا يمكن أن يتحقق إلا إذا تم العمل على تعظيم قيمة السهم. في هذا السياق ظهر اتجاه حديث عرف بمدخل التسيير بالقيمة المالية الذي يركز على مقارنة خلق القيمة للمساهمين والتي تعني أن تكون العوائد المحققة أكبر من تكاليف رؤوس الأموال المستثمرة من طرف المساهمين.

## الإشكالية

بعد هذا الطرح، يمكن صياغة إشكالية هذه الورقة البحثية في السؤال الموالي:

- كيف تم الانتقال بإشكالية القيمة من الفكر الاقتصادي إلى الفكر المالي من خلال مفهوم خلق القيمة؟
- يتفرع هذا السؤال الرئيسي إلى أسئلة فرعية تبلورت في النقاط الموالية:

- ما هو مفهوم عند أهم مدارس الفكر الاقتصادي ؟
- كيف عاجلت النظرية المالية موضوع القيمة؟
- ما هي التوجهات الحديثة لموضوع القيمة؟

### الأهداف

- لعل أن الهدف من هذه الورقة هو في أول المطاف الوقوف على أهمية القيمة كمفهوم كان محورا رئيسيا في تأسيس الفكر الاقتصادي، بالإضافة إلى أهداف أخرى أهمها مايلي:
- إبراز التشعبات التي على أساسها تبقى القيمة كمفهوم نسبي؛
  - إبراز قدرة نظرية القيمة على الفصل بين السعر والقيمة؛
  - التأكيد على أن النظرية المالية عنيت بموضوع القيمة منذ البداية؛
  - التأكيد على أن التسيير بالقيمة المالية لا بد أن يكون اعتقادا راسخا وليس مجرد منهج يتبع من طرف المؤسسات.

### الأهمية

تكمن أهمية هذه الورقة في تسليط الضوء على الأسس التي من خلالها تم الانتقال بالقيمة من الفكر الاقتصادي إلى الفكر المالي، الأمر الذي جعل النقاش حول موضوع القيمة يستمر إلى الوقت الراهن بأفاق جديدة تمثل رهانات النمو والاستمرار بالنسبة للمؤسسات في أسواق مالية معومة.

### المنهجية

لمعالجة ما اكتنفته هذه الورقة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على أساس الوصف المنظم للحقائق والخصائص المتعلقة بظاهرة أو مشكلة محددة بشكل عملي.

### الخطوة

- في محاولة الإجابة عن سؤال الإشكالية الرئيسي سيتم معالجة موضوع هذه الورقة من خلال التطرق لثلاث محاور رئيسية هي: - القيمة في الفكر الاقتصادي؛
- القيمة في الفكر المحاسبي؛
  - القيمة في الفكر المالي.

### 1. القيمة في الفكر الاقتصادي

لقد تعددت المدارس التي عاجلت موضوع القيمة، مشكلة بذلك حقلا لامتناهيا للدراسة عبر الزمن، وسيتم فيمايلي إيجاز مراحل تطور مفهوم القيمة عبر مختلف التيارات التي شكلت لب الفكر الاقتصادي:

### 1.1. القيمة في العصر القديم بين أفلاطون وأرسطو (القرن 14-15 ق.م)

لقد تطرق كل من أفلاطون وأرسطو إلى مفهوم القيمة في هذه الفترة، فقد عالج أفلاطون هذا المفهوم من خلال تفسيره لعملية التبادل بين الناس، وبالتالي، فالقيمة تكشف عن نفسها عند التبادل باعتباره علاقة اجتماعية بين الأفراد تتجسم ماديا في تبادل السلع، وهي تكشف عن نفسها في شكل معين هو قيمة المبادلة (كنسبة بين قيمتين)<sup>1</sup> ومع ذلك لم يستطع أفلاطون إدراك قيمة السلعة أو تحديدها<sup>2</sup>. أما أرسطو فقد عالج مفهوم القيمة بشكل مختلف، إذ أنه يرى أن للسلعة قيمة استعمالية وقيمة تبادلية، وجعل التبادل مشروط بالتساوي بين السلع، لكن أرسطو مثل أفلاطون لم يستطع إدراك ما هو الشيء الذي يجعل السلع متساوية<sup>3</sup>.

### 2.1. القيمة عند ابن خلدون (القرن 14-15 م.م)

لقد سبق ابن خلدون (1332-1406) وهو من معاصري عهد المجتمع الإقطاعي في معالجته لموضوع القيمة مفكري عصره ومن خلفوه، إذ أنه تعرض لهذا الموضوع في مقدمته<sup>4</sup> معتبرا أن كل رزق ثروة إنما يتكون نتيجة السعي والعمل، فالعمل إذن في نظر ابن خلدون هو مصدر القيمة، ويفهم من قوله أن المنفعة شرط للقيمة، أي أنه لكي تكون للسلعة قيمة يتعين أن تكون مطلوبة اجتماعيا<sup>5</sup>.

### 3.1. القيمة في المدرسة التجارية (القرن 17)

لقد علق التجاريون أمثال جان بودن (1530-1596) Jean BODIN أنتوان دي مونتكريتيان Antoine de MONTCHRETIEN (1576-1621) وليام بيتي William PETTY (1623-1687) توماس مان (1621) Thomas MUN وغيرهم، أهمية كبرى على الذهب و الفضة باعتبارهما عماد ثروة الأمة<sup>6</sup> ولذلك كانوا يرون أن قيمة البضاعة تظهر في مجال التداول وبهذا فقد تأخروا كثيرا في تفسير لمفهوم القيمة<sup>7</sup>.

### 4.1. القيمة في المدرسة الطبيعية (نهاية القرن 17 وبداية القرن 18)

لقد آمن الفيزيوقراطيون وعلى رأسهم فرنسوا كيناي (1694-1774) أن الثروات تخلق في مجال الإنتاج وهي مصدر القيمة<sup>8</sup>، وقد اعتبروا أن مصدر الثروة هو الناتج الصافي الذي تقدمه الزراعة فقط<sup>9</sup> بالتالي فإن القيمة تأتي من العمل في الزراعة فقط، وبهذا فقد تحللت نظرية كيناي بعض النواقص، إذ أهمل أن القيمة تخلق أيضا في مجال الصناعة وغيرها من السلع التي تنتج في المجال المادي .

### 5.1. القيمة في المدرسة الكلاسيكية (القرن 18-19)

#### أ. القيمة عند آدم سميث

لقد تطرق آدم سميث (1723-1790) لنظرية القيمة في كتابه ثروة الأمم سنة 1776 وحدد للسلعة معنيين<sup>10</sup> :

- **المعنى الأول:** المادة المفيدة، فلكي تكون للبضاعة قيمة لا بد أن تكون نافعة اجتماعيا (إشباع حاجة ما).

- **المعنى الثاني:** أن يكون لها صفة إمكانية الحصول على مواد أخرى بحيث تتمكن من امتلاك هذه المادة.

هذا معناه أن للبضاعة قيمتين، قيمة استعمالية وقيمة تبادلية، وقد واجه سميت في ذلك لغزا كبيرا كان بمثابة الشرارة الأولى التي شكلت حقل الجدل حول مفهوم القيمة، حيث لاحظ سميت أنه كثيرا ما تختلف قيمة الاستعمال عن قيمة المبادلة، إذ أن السلعة التي تتمتع بقيمة كبيرة في الاستعمال قد لا تتمتع إلا بقيمة زهيدة في المبادلة، والعكس صحيح، غير أن سميت لم يقف لتمحيص العلاقة بين المنفعة والقيمة.

هذا ما جعل سميت يجيد عن التفسير الصحيح للقيمة وقاده ذلك إلى الوقوع في التناقض والتمس تفسير القيمة في عوامل أخرى كامنة في السلعة مثل كمية العمل ونفقة الإنتاج<sup>11</sup> كما اعتبر آدم سميت أن القيمة والسعر الطبيعي (سعر السوق) للسلعة هما شيء واحد باعتبار أن سعر البضاعة تحدده المنافسة أو سعر النفقات، إذ يترجم سعر النفقات بالأجور، الربح، والبيع<sup>12</sup>.

#### ب. القيمة عند دافيد ريكاردو

لقد عرف دافيد ريكاردو قيمة السلعة بأنها " العمل الضروري المصروف في إنتاجها وليس العمل الذي يمكن شراؤه بهذه البضاعة"<sup>13</sup> كما تعرض ريكاردو إلى شيء جد هام في نظرية القيمة، وهو ضرورة التفرقة بين القيمة والسعر إذ يشمل السعر: -أجر العمل المباشر الذي بذل في الحاضر؛

- أجر العمل غير المباشر (المخزن) الذي بذل في الماضي،

- فائض القيمة وهو يشمل فائض الربح.

وبهذا يكون ريكاردو قد فصل بين نظرية القيمة ونظرية سعر السوق، باعتبار أن قوة الطلب تؤثر في السعر فتجعله ينحرف عن القيمة<sup>14</sup>

#### 6.1. القيمة في المدرسة الماركسية (نهاية القرن 20)

لقد بدأ كارل ماركس (1818-1883) معالجته لمسألة القيمة بنقد موضوع ومنهج الاقتصاد السياسي

الكلاسيكي<sup>15</sup>، إذ وبعد تحليل عميق يرى ماركس أنه من الضروري التفرقة بين<sup>16</sup>:

- العمل وقوة العمل

- العمل الملموس والعمل المجرد

- القيمة الاستعمالية والقيمة

وبهذا، يكون ماركس قد فسر القيمة من شقيها الكمي والكيفي، فمن الناحية الكيفية تتميز السلع بخاصية مشتركة تجعلها قابلة للتبادل بينها رغم اختلاف قيم استعمالها.

أما من الناحية الكمية تمثل كل سلعة جزءاً من العمل الاجتماعي المجرد، فمقدار القيمة يقاس بكمية العمل اللازم اجتماعياً لإنتاج السلعة، وهو يؤكد ذلك بقوله "تظهر قيمة التبادل أولاً كعلاقة كمية وكدرجة يتم فيها تبادل قيم استعمال أنواع مختلفة بين بعضها البعض"<sup>17</sup>

وقد راح كارل ماركس إلى أبعد من ذلك عندما بين أن فائض القيمة أو ما يسميه بالقيمة الزائدة<sup>18</sup> هي نتاج قوة العمل وليس عملية العمل، وهذا ما عجزت المدرسة الكلاسيكية عن الوصول إليه بسبب الخطأ في المطابقة بين العمل وقوة العمل وعدم اكتشاف قوة العمل باعتبارها بضاعة تشكل صفقة بين العامل ورب العمل<sup>19</sup>.

### 7.1. القيمة في المدرسة النيوكلاسيكية (نهاية القرن 19 وحتى منتصف القرن 20)

لقد تبلور الفكر النيوكلاسيكي على يد كتاب الجيل الأول من الحديد، أهمهم ستانلي جيوفنز في إنجليترا، وكارل منجر في النمسا، وليون فالراس بفرنسا، وازداد هذا الفكر اكتمالاً على يد كتاب الجيل الثاني، أشهرهم ألفريد مارشال<sup>20</sup>، إذ حاول هذا الأخير تفسير القيمة عن طريق الجمع بين الاتجاه الكلاسيكي والاتجاه الحديث لمفهوم القيمة.

لقد حدد ألفريد مارشال قيمة السلعة عن طريق تفسيره لتشكيل الأسعار، حيث اعتبر أن العامل الأساسي المحدد للسعر هو الطلب على البضائع، وأن الطلب بدوره يتحدد بالمنفعة الحدية، وذلك في الفترة القصيرة الأجل من الإنتاج، ويكون ألفريد مارشال، قد أخذ هنا بنظرية المنفعة الحدية؛ وإذا كانت الفترة متوسطة الأجل حيث يمكن إدخال عناصر جديدة إلى الإنتاج، فيعتبر ألفريد أن تكاليف الإنتاج هي التي تحدد السعر ويتوازن العرض والطلب، وبهذا يكون قد أخذ في هذه الحالة بنظرية نفقات الإنتاج<sup>21</sup>.

### 2. القيمة في الفكر المحاسبي

لقد عالج الفكر المحاسبي مفهوم القيمة من خلال أدوات القياس المحاسبي التي يتم اعتمادها لحساب تكلفة الأصول وفق مدخل زمني، إذ يمكن التمييز في هذا الصدد بين طرق التقييم التالية<sup>22</sup>:

#### 1.2. التقييم على أساس التكلفة التاريخية

إن التكلفة التاريخية مصطلح يعبر عن الثمن الذي دفع للحصول على السلعة سابقاً بالإضافة إلى سائر التكاليف التي أنفقت عليه حتى بدء استخدامه والانتفاع به، ويرى البعض أن هذه القيمة تحدد بطريقة موضوعية بمعنى أن لا دخل للتقدير الشخصي في تحديدها فكل ما أنفق للحصول على الأصل تم فعلاً وتوفر له مستندات يمكن التأكد منها، وبالتالي لا يختلف في تحديدها أحد ولا تحتاج إلى خبير.

## 2.2. طريقة القيمة الجارية

وتقوم هذه الطريقة على إعادة تقييم الأموال والأصول في الوقت الحاضر، وهنا يتطلب الأمر إما وجود سوق لهذه السلعة أو الأصل بحالته التي هو عليها، أو وجود خبير مقيم لإعادة التقييم في ضوء ما حدث من تغيير في القوة الشرائية للنقود وأحوال الأسواق، وتوجد عدة طرق فرعية لتحديد هذه القيمة الجارية من أهمها القيمة البيعية، القيمة الاستبدالية، وطريقة الأرقام القياسية.

## 3.2. طريقة القيمة الحالية

تقوم هذه الطريقة على الربط بين قيمة الأصل وصافي المنافع المتوقع الحصول عليها منه في المستقبل وذلك طبقا لما يلي:

- يتم تقدير المنافع المتوقعة من الأصل في صورة الإيرادات التي يمكن الحصول عليها من استخدام الأصل طوال باقي عمره الإنتاجي.

- يتم تقدير المصروفات اللازمة للحصول على هذه الإيرادات.

- يتم تقدير القيمة الحالية لصافي الإيرادات باستخدام معدل الفائدة السائد على القروض في المجتمع.

بالإضافة إلى ذلك فقد استخدم مفهوم القيمة العادلة كطريقة لتقدير قيمة أصول المؤسسة في القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين بشكل كبير، وظل معمولا به حتى 25 سنة مضت، حيث تم الرجوع عنها بسبب إساءة استخدامها في التلاعب بالأرقام المحاسبية عند إعداد التقارير المالية<sup>23</sup>.

وقد عاد الاهتمام بحاسبة القيمة العادلة من جديد في بداية الثمانينات من القرن الماضي إلى عوامل عدة، أهمها انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد مما أدى إلى الزيادة في الأسعار، وظهور التضخم الذي انعكس على القيم الاستبدالية للأصول.

## 3. القيمة في الفكر المالي

لقد كان أول ظهور للمفهوم الأساسي للقيمة في النظرية المالية على يد الباحث وليامس Williams سنة 1938، فهو الذي حدد قيمة الأصل سواء أكان ماليا أم ماديا بالقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية التي سيولدها هذا الأصل<sup>24</sup> ولقد تمكن وليامس بعد تحديده للمفهوم الأساسي للقيمة والذي يشكل البعد الجوهرية لها، تمكن من تطوير النموذج الذي تم بناؤه في ظل فرضية استحداث التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل في المستقبل<sup>25</sup>؛ وقد قام كل من B.GRAHAM و D.DODD و اللذين كانا قد انتقدا WILLIAMS من قبل سنة 1934 بنشر مقال لهما بينا فيه أن القيمة الجوهرية للسهم يمكن تحديدها من خلال الأرباح (و/أو) الأرباح الموزعة<sup>26</sup>.

وعليه، فإن نظرية القيمة وجدت في مجال المالية من خلال أعمال كل من WILLIMS,<sup>27</sup> FISHER , GORDON وغيرهم حيث أمكن استخلاص مايلي<sup>28</sup>:

- يتم استحداث تدفقات العوائد المستقبلية من خلال معدل مردودية مفروض بحيث تسمح هذه التدفقات بقياس قيمة المؤسسة؛

- القيمة السوقية للمؤسسة تحل محل القيمة المحاسبية للأصول ورؤوس الأموال الخاصة؛

- توزيع الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسة.

### 1.3. القيمة من منظور النظرية المالية و الاسهامات التي جاءت بها

مما لا شك فيه أن النظرية المالية مستوحاة من النظرية النيوكلاسيكية للمؤسسة، والتي كانت ترى دائما أن هدف المؤسسة الاقتصادية هو تعظيم الربح، إلا أن مفهوم الربح أو العائد الذي جاءت به النظرية النيوكلاسيكية لم يعد موجودا في النظرية المالية والتي تبنت مفهوم ثروة الملاك ، الثروة التي يمكن تأويلها بقيمة أسهم المؤسسة. وبالتالي، فإن النظرية المالية أدرجت ومنذ البداية مفهوم القيمة ضمن الهدف الذي تسعى إليه المؤسسة ألا وهو تعظيم ثروة الملاك من خلال قدرتها على خلق القيمة؛ ويمكن في هذا الصدد معالجة مفهوم القيمة في النظرية المالية من خلال التقسيم الموالي<sup>29</sup>:

#### أ. القيمة في النظرية المالية الكلاسيكية

إن المالية كتخصص ظهر في بداية القرن العشرين بحيث انفصل تماما عن الاقتصاد، وأصبح محتواه الأساسي والوصفي يشمل ويغطي الأدوات المالية، الهيئات والمؤسسات والإجراءات المستعملة على مستوى الأسواق المالية. ولفترة دامت حوالي 19 سنة تميزت المالية بعدم توفر نظرية مالية بحثية يمكن الاعتماد عليها لفهم تطور محيط المؤسسة، إذ انحصر مفهوم القيمة في هذه المرحلة في القياس، أي قياس قيم أصول المؤسسة (تمت الإشارة إليه في المحور الثاني من هذه الورقة).

#### ب. النظرية المالية من 1920 إلى بداية 1950

مع بداية سنوات العشرينات أخذت المالية منحأ آخر، إذ أن الابتكارات التكنولوجية وظهور الصناعات الجديدة أدت إلى تزايد الحاجة إلى رؤوس الأموال مما أدى إلى أهمية تعزيز مصادر التمويل والسيولة وذلك بالتركيز على الأبعاد المالية للبقاء بما في ذلك المحافظة على السيولة، قرارات الإفلاس وإعادة التأهيل.

وقد خصصت المرحلة المنحصرة ما بين الاربعينات وبداية الخمسينات للمقاربة التقليدية التي تركز على وجهة نظر الشركاء الخارجيين للمؤسسة سواء كانوا مقرضين أو مستثمرين من خلال مفهوم تعظيم القيمة السوقية لسعر السهم، وهو ما أسهم في بزوغ النظرية المالية شبه التقليدية الهادفة إلى تعظيم قيمة المؤسسة في البورصة<sup>30</sup>.



## ج . النظرية المالية المعاصرة 1950 – 1960

يرى الباحث الشهير P.CONSO<sup>31</sup> أن النظرية المالية المعاصرة تعد نموذجاً خارجياً للمؤسسة خاضعاً لقوانين سوق الأصول وذلك بالفصل بين رأس المال الاقتصادي ورأس المال المالي<sup>32</sup>. لقد اتسمت الفترة الممتدة بين 1950 حتى 1958 بالاهتمام بطرق وأساليب اختيار الاستثمارات، وقد تميزت هذه المرحلة أيضاً بخلق نماذج للتقييم وظهور علاقات بين التقييم المالي وتحليل الأوراق المالية؛ وقد كان من الضروري الانتقال إلى مرحلة جديدة مختلفة تماماً، إذ تحقق ذلك سنة 1958 من خلال دراسة نشرها كل من مودigliاني Modigliani وميلر Miller<sup>33</sup> وقد تبلور هدف هذه الدراسة حول عنصرين أساسيين:

- بناء نظرية أثر هيكل التمويل على قيمة المؤسسة في حالة عدم اليقين؛
  - إظهار كيفية إمكانية استخدام هذه النظرية في حل الإشكالات المتعلقة بتكلفة رأس المال، وفي نفس الوقت تطوير نظرية الاستثمار دائماً في ظل عدم اليقين.
- وبحلول سنوات الستينات توالى الدراسات والأبحاث التي عاجلت بإسهاب المسائل المرتبطة بقيمة المؤسسة و السعي وراء تعظيمها، فقد تمكن كل من شارب<sup>34</sup> SHARPE سنة 1964 ولنتنر<sup>35</sup> LINTNER سنة 1965 من تشكيل نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF إذ تتمحور مساهمة هاذين الباحثين حول مستويين هما:
- تعتبر المؤسسة كمحفظة من الأصول؛

- التأكيد على أن عملية تقييم المردودية المنتظرة للاستثمارات يجب أن تتم على أساس معايير السوق المالية.

وبحلول سنوات السبعينات تمكن الباحثين بلاك BLACK وسكولز SCHOLES<sup>36</sup> من تحقيق تقدم على مستوى الاستراتيجية المالية وذلك بعرض طرق جديدة لفهمها، إذ اشتهر الباحثين بالمساهمة التي قدمها حول نموذج تقييم خيارات الأسهم، فالأسهم على غرار باقي الأوراق المالية تمثل خيارات شراء لأصول المؤسسة، وكانت هذه الفكرة هي الأساس في الخوض في العديد من الدراسات والتي من بينها أثر السياسة المالية وسياسة توزيع الأرباح على النزاعات المتعلقة بتوزيع قيمة المؤسسة بين المساهمين والمسيرين.

وتميزت سنوات منتصف السبعينات بظهور نظرية الوكالة على يد كل من جنسن JENSEN وميكلينج MICKLING من خلال المقال<sup>37</sup> الذي تم نشره سنة 1976 ، إذ يعتبر الباحثين أن المؤسسة هي مجموعة من العقود مبرمة بين أفراد تختلف أهدافهم وتتنازع في مناخ من عدم تماثل المعلومات، وفي ظل هذا التعارض بين المصالح المغطى بمظلة تعظيم قيمة المؤسسة، فإن المسير ينتهج سلوكاً انتهازياً من خلال محاولته لتحقيق مداخيل غير مالية<sup>38</sup>

ميررا ذلك بعدم حصوله على الأرباح إلا في حدود مساهمته في رأسمال وأنه يتحمل الفشل وهذا ما من شأنه التأثير على قيمة المؤسسة<sup>39</sup>.

حققت سنوات الثمانينات تطورا بشأن القيمة إذ بين مييرز Myers وماجلوف Majluf من خلال المقال الذي تم نشره سنة 1984<sup>40</sup> أنه على الرغم من عدم تماثل المعلومات الموجود بين المسيرين ومقدمي رؤوس الأموال والمستثمرين، فإن الهيكل التمويلي وتوزيع الأرباح تعتبر من أهم محددات قيمة المؤسسة، وهي بمثابة إشارات تحمل معاني ومعلومات تفيد في توجيه اتخاذ القرار لمختلف الأعوان.

### 2.3. التسيير بالقيمة المالية مقارنة حديثة

تتجه المقاربات الحديثة للتحليل الاستراتيجي إلى نماذج التسيير بالقيمة المالية *Management par la valeur* *MVF financière* التي تركز على خلق القيمة الذي يعني خلق للربوع أين تكون العوائد أكبر من تكاليف رؤوس الأموال المستثمرة<sup>41</sup>، وهذا معناه أن مقارنة خلق القيمة تسعى إلى تعظيم ثروة الملاك ومن تم تعظيم قيمة المؤسسة، فالتسيير بالقيمة المالية إذن هو إطار عمل تسيير المؤسسة من أجل خلق قيمة أكبر للمساهمين على المدى الطويل بشكل يحقق الرضا على مستوى كل من سوق المنتجات وسوق رأس المال<sup>42</sup>.

#### أ. أساس التسيير بالقيمة

يعتبر التسيير بالقيمة كمقاربة حديثة تركز على مفهوم خلق القيمة من خلال السعي وراء تعظيم ثروة الملاك، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، فالقصد من التسيير بالقيمة هو زيادة حقوق المساهمين الذي أصبح بديلا لمفهوم الربح في ثنانيا النظرية المالية المعاصرة.

الجدير بالذكر أن نموذج التسيير بالقيمة قد ساهم في سعي المؤسسات إلى البحث عن الحجم الأنسب وهذا ما أدى إلى القيام بعمليات دمج-امتلاك *fusion-acquisition* على نطاق واسع وذلك بغرض خلق القيمة.

#### ب. علاقة خلق القيمة بالأداء المالي والاقتصادي للمؤسسة

يرتبط خلق القيمة في شقه المالي ارتباطا وثيقا بالعوائد التي ينتظرها المساهمين ولذلك فهي مفهوم غير مطلق ولا يمكن تحديده بدقة، وبالرغم من ذلك فقد ذهب الكثير من الباحثين في مجال المالية وبالارتكاز على النظرية المالية المعاصرة إلى محاولة شرح هذا المفهوم؛ فبالنسبة لبابلو فرنانديز<sup>43</sup> FERNANDIZ تكون المؤسسة قادرة على خلق القيمة لمساهميها عندما تتجاوز قيمة العائد تكلفة السهم (قيمة العائد على حقوق المساهمين المنتظر أو الذي يفترض تحقيقه)؛ وينتج خلق القيمة عن الفرق بين نتيجة الاستغلال بعد الضريبة وتكلفة الأصول والتي تمثل تكلفة رأس المال حيث يتم حساب هذه الأخيرة وفقا لأسعار الفائدة وعلاوة خطر القطاع<sup>44</sup>.

هذا معناه أن المؤسسة تكون قادرة على خلق القيمة عندما يكون عائد رأس المال المستثمر أكبر من الاموال الخاصة، فخلق القيمة يعكس الأداء الجوهري ويركز على الربح الاقتصادي أو ما يسمى بالقيمة المضافة الاقتصادية EVA والتي تعتبر أحد أهم مؤشرات قياس خلق القيمة داخل المؤسسة في النظرية المالية المعاصرة. ولهذا أصبح لزاما على المؤسسات الاقتصادية السعي وراء هدف خلق القيمة وذلك بالتركيز على انشغالين جوهريين هما<sup>45</sup>:

- تحسين الربح الاقتصادي المتحصل عليه بنفس القدر أو أكثر من خلال سياسة جديدة تركز على الميزانية (أحسن استغلال للأصول الثابتة وتدنية حاجيات رأس المال العامل) والتخلي عن السياسة التقليدية التي تركز على جدول حسابات النتائج (رفع المبيعات وتدنية التكاليف)؛
  - النمو، إذ أن خلق القيمة يدفع إلى السعي وراء النمو، لكن ليس النمو بأي ثمن، ولكن النمو الخالق للقيمة أي الذي سيحقق عائدا، إذ أن إعادة معالجة الاستثمارات الاستراتيجية من شأنه تسهيل هذه العملية.
- وقد كانت مساهمة ألفريد رابورت A.RAPPAPORT في غاية الأهمية، بحيث تمكن هذا الباحث من إعادة تعريف النهج الاستراتيجي أين تشكل مقاربات القيمة للمساهم والميزة التنافسية ترابطا وتكاملا كبيرين، وهذا معناه أن الميزة التنافسية المحسدة في إنتاجية عنصر العمل ورأس المال هي مصدر خلق القيمة<sup>46</sup> وهو الأمر الذي يتفق تماما مع المنطق الذي فسره به آدم سميت مفهوم القيمة، إذ يتضح هنا أن القيمة كمفهوم انتقلت من الفكر الاقتصادي إلى الفكر المالي محافظة على نفس المنطق والركائز.

### الخلاصة

في نهاية هذه الورقة يمكن القول أن القيمة قد حظيت باهتمام كبير بالنظر إلى المدارس والنظريات والدراسات التي استرسلت كثيرا في معالجة هذا الموضوع لتضفي عليه ثراء علميا مميذا.

إن الفصل بين الاقتصاد والمالية لم يعني أبدا عندما تعلق الأمر بمسألة القيمة أن الفكر المالي لم يستمد المفاهيم الأساسية للقيمة من الفكر الاقتصادي، بل على العكس من ذلك، فإن الاقتصاد ساعد بشكل كبير في تحديد معالم القيمة الأساسية ليتم الانتقال بها إلى المالية، فالفكر الاقتصادي حل لغز القيمة، وليس هذا فقط فقد فرق بين السعر والقيمة فجعل من عملية التقييم المالي والتمين عملية لها أسسها المفاهيمية.

ويجب التنويه إلى أن أصل مفهوم القيمة من خلال مختلف المساهمات التي جاءت بها النظرية المالية (نظرية الخيارات، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة...) قد استفاد من رؤية غير متجانسة لمختلف الباحثين، وذلك على أساس النظرة

الشخصية وكذا تخصص كل واحد منهم، وهذا ما جعل المنظرين الأكاديميين يجمعون على أن القيمة مفهوم نسبي وليس مطلق.

إن التراث المعرفي الذي قدمته هذه المساهمات أدى إلى إحياء النقاش المتعلق بالقيمة في أواخر القرن العشرين خاصة من خلال المقاربات المرتكزة على خلق القيمة، وكذا من خلال توزيعها على مختلف شركاء المؤسسة، حيث يتفق جل الباحثين في المالية على مشروعية خلق القيمة وتعظيمها كهدف أساسي للمؤسسة. مما تقدم يمكن أن تخلص هذه الورقة البحثية إلى جملة النتائج التالية:

– القيمة مفهوم نسبي وليس مطلق بحيث لا يمكن حصر هذا المفهوم في تعريف شامل، فهي تتأرجح بين المفهوم الذاتي والمفهوم الموضوعي، كما يمكن أن تكون قيمة المبادلة أو قيمة التكاليف أو قيمة المنفعة؛

– الفصل بين الاقتصاد والمالية ساعد على التركيز على تعظيم ثروة الملاك بدلا من تعظيم الربح، إذ أن هذا الأخير يعتبر مفهوما ضيقا، على عكس تعظيم ثروة الملاك التي يراد به تعظيم حقوق المساهمين ومن تم تعظيم قيمة المؤسسة؛

– تركز النظرية المالية المعاصرة على النظرية النيوكلاسيكية، وهذا ما ساعد على الانتقال بنظرية القيمة من الفكر الاقتصادي إلى الفكر المالي بتوجهات مالية محضة انطلاقا من توجهات اقتصادية أهمها تعظيم الربح أو ما كان يسمى بفائض القيمة؛

– الفصل بين الإدارة والملكية أدى إلى ضرورة السعي وراء تعظيم قيمة المؤسسة الإجمالية؛ فنظرية القيمة في الفكر الاقتصادي عاجت قيمة السلع العادية، لكن الفكر المالي عالج قيمة المؤسسة والتي ليست سلعة عادية بل كيانا معقدا استدعى قيام ايديولوجية متكاملة هي ايديولوجية التسيير بالقيمة المالية.

### الهوامش

<sup>1</sup> - م.ح. دويدار، (2007)، مبادئ الاقتصاد السياسي، "الاقتصاد النقدي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، ص: 121.

<sup>2</sup> - م.ح. طوالبه، (1988)، سلسلة التحليل الاقتصادي " آفاق في نظرية القيمة الاقتصادية " وثيقة عمل، معهد العلوم الاقتصادية، وهران، ص ص: 05-06.

<sup>3</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص: 07.

<sup>4</sup> - ع.ر. خلدون، (1858)، مقدكة ابن خلدون، الجزء الأول من كتاب: العبر وديوان المبتدا و الخبر، المجلد الاول، 1377، بتحقيق المستشرق الفرنسي أ.م. كاترمير، طبعة باريس، مكتبة لبنان.

<sup>5</sup> - م.ح. دويدار، (2002)، مبادئ الاقتصاد السياسي، "الأساسيات"، الجزء الأول، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ص: 166.

<sup>6</sup> - R.E. FRANCOIS, (1997), W.I.PETTY (1623\_1687), fondateur de l'économie politique, Economica, Paris.

- 7- س.ع. النجار، (1973)، تاريخ الفكر الاقتصادي، "من التجار إلى تحاية التقليديين"، دار النهضة العربية، بيروت، ص: 29.
- 8 - G.I.DOSTALER, (2012), François Quesnay Fondateur de la physiocratie, *Alternatives économiques Poche n° 057*
- 9 - ج.و. نايهنز، (1997)، النظرية الاقتصادية، "الإسهامات الكلاسيكية"، الطبعة الأولى، ترجمة أحمد صقر، المكتبة الأكاديمية، مصر، ص: 80.
- 10- A.D.SMITH, (1776), Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations, livre 1, Traduction française de Germain Garnier, 1881 à partir de l'édition revue par Adolphe Blanqui en 1843, p: 33.
- 11 - س.ع. النجار، مرجع سابق، ص: 180.
- 12 - م.ح. طوالبه، مرجع سابق، ص: 27.
- 13 - D.A. RICARDO, (1847), Des principes de l'économie politique et de l'impôt, traduit par Salano CONSTANCIO et Alcide FONTEYRAUD, a partir de la 3eme édition anglaise de 1821, collection des principaux économistes, Paris, Tome 13, Vol 1 , P:10-11.
- 14 - س.ع. النجار، مرجع سابق، ص: 215.
- 15- K.A. MARX, (1867), Le capital, livre 1, Londres, 25 juillet pp: 8-21.
- 16 - م.ح. دويدار، مرجع سابق، 2002، ص: 256.
- 17 - ع.ل. بن أشنهو، (2000)، مدخل إلى الاقتصاد السياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 74.
- 18 - ف.ي. فولكوف و ت.ا. فولكوف، (1988)، ما هي القيمة الزائدة، ترجمة إلياس شاهين، دار التقدم، موسكو، ص: 61 (بتصرف).
- 19 - د.ل. عارف، (1978-1979)، الاقتصاد السياسي، مديرية الكتب والمطبوعات، منشورات جامعة حلب، سوريا، ص: 258.
- 20 - م.ح. دويدار، مرجع سابق، 2002، ص ص: 162-261.
- 21 - س.ع. طوالبه، مرجع سابق، ص: 58.
- 22 - م.ع. عبد الحليم، الأسس العلمية للتعقيم والتميز في الفكر والتطبيق الاقتصادي والمحاسبي، مؤتمر تنشيط السوق العقاري المصري، تنظيم كل من جامعة الأزهر والجمعية المصرية لمثني الأملاك العقارية، في الفترة من 25-27 يونيو 2002م.
- 23 - ت.م. رفاعه، (2010)، أثر تعليمات مصرف سوريا المركزي في التزام المصارف الخاصة بمتطلبات القياس والإفصاح بالقيمة العادلة للأدوات المالية وفق للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 26، العدد الأول، ص: 625.
- 24 - G.H.P. GIFFARD, (1939), **The theory of investment value by J.B. Williams**, the economics journal, vol 49, N° 193, p: 121.
- 25 - M.O.ELKABBOURI, (2010), Stratégie et valeur de l'entreprise « Contribution a l'identification des outils de mesure et des leviers de création de valeur », Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de SETAT, HASSAN PREMIER, MAROC, PP : 24-25.
- 26 - C.H.BOUCHER, (2006), Le model de la Fed et la prévisibilité des rentabilités, ESG, Université Paris Nord, CEPN, P: 02.

- 27- لقد تعرض فيشر لتحديد قيمة الأصل عندما تعرض لتحليل القيمة الحالية وذلك من خلال أعماله التي قام بها سنة 1907، و التي تضمنت مقارنة لمعدلات الفائدة بالأسعار (معدل خصم)، هذا من جهة، وتدفعات الخزينة بمبالغ نقدية.
- 28- M.O. ELKABBOURI, Op.cit, P: 26.
- 29- ع. غ. دادن، (2006)، قراءة في الاداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، ص: 41.
- 30- نفس المرجع أعلاه، ص: 42.
- 31- نفس المرجع اعلاه، ص: 42.
- 32- رأس المال المالي هو رأس المال الوهمي أو الرمزي والذي يستثمر في الأصول المالية والمدبر للربح المالي في شكل عوائد الأسهم، الفوائد على القروض.... إلخ، وبالتالي فرأس المال المالي يكتسب الطبيعة الربعية فهو يعيش على توظيف رأس المال وليس على استثماره.
- 33- MODIGLIANI and MILLER, (1958), The cost of capital "corporation finance and the theory of investment", American economic review, N° 3, Vol XLVIII.
- 34- SHARPE, (1964), Capital asset price " A theory of market equilibrium under condition of risk", Journal of finance, Vol XIX, N° 3.
- 35- J.LINTNER, (1965), The evaluation of risk asset and the selection of risk investments in stock portfolios and capital budgets, Review of economic and statistics, Vol 47, N° 1.
- 36- BLACK and SCHOLES, (1973), The price of options and corporate liabilities, Journal of political economy, Vol 81, N° 3, pp: 637-654.
- 37- JENSEN and MICKLING, (1976), Theory of the firm "Managerial behavior, agency cost and ownership" Journal of financial economics, Vol 3, N° 4, pp: 305-360.
- 38- المداخيل غير المالية مثل: تأنيث المكتب بأثاث فاخر، شراء سيارة، توظيف عمال جدد لتخفيف العبء والاستفادة من الراحة بقدر كاف.... إلخ
- 39- F. JENSSEN, (1998), L' influence de l'interpénétration du dirigeant de son entreprise sur l'endettement des PME sur leur relation avec les banques, Institut des recherches sur les PME, N°98\07, p : 05 dans :
- العايب ياسين، (2011/2010)، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية "دراسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر" أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، ص ص: 44- 45.
- 40- MYERS and MAJLUF, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have, Journal of financial economics, Vol 13, N° 02, pp: 184-221.
- 41- C.H.HOARAU et R.O. TELLER, (2001), Création de valeur et management de l'entreprise, édition Vuibert, Paris,, P : 52.
- 42- A.N. AMEELS, (2002), Value based management "control processes to create value through integration" a literature review, management school associated with Ghent University with Katholieke University Leuven, P: 06.
- 43- P.A.FERNANDEZ and A.L.VILLANUERA, (2004), Shareholder value creation in Europe" EUROSTOXX50:1997-2003", Business school, IESE, university of Navarra, working paper, N° 547, p:02.
- 44- M.O. HAMDAN, (2009), Création de valeur et évaluation des entreprises, le Quotidien d'Oran, N° 4422, p : 07.
- 45- Idem, p: 07.
- 46- A.L. RAPPAPORT, (1986), Creating shareholder value "a guide of managers and investors", the free press, a division of SIMON and SCHUSTER, New York.