

## المحور الثاني<sup>1</sup>: خلق القيمة المساهمية

### 1- مفهوم خلق القيمة :

يدخل مفهوم " خلق القيمة" في جوهر اهتمامات الشركات المساهمة الكبرى بشكل خاص، فهذه الاخيرة بحاجة إلى التمويل الدائم وبحاجة أيضا إلى المحافظة على التسعير الجيد في الأسواق المالية. ويتحقق ذلك من خلال جذب المساهمين المستثمرين الجدد والإبقاء على المساهمين القدامى. و " خلق القيمة " – من منظور واسع - يعني ان تحقق الشركة مردودية على رأس المال المستثمر تفوق تكلفته، ومن وجهة نظر المساهم تعني أن تتمكن الشركة من توليد قيمة إضافية للمساهمين بعد مكافأة الدائنين وسداد الفوائد ومكافأة المساهمين بدفع توزيعات الأرباح. ولا يمكن ان يتحقق ذلك إلا إذا تحققت مردودية اقتصادية على رأس المال المستثمر تفوق معدل تكلفته المرجحة. بالنسبة للمساهمين الناشطين في الأسواق المالية، هناك خلق للقيمة مادامت المكافأة المدفوعة لهم على رؤوس أموالهم المستثمرة تفوق معدل العائد من الفرصة البديلة للاستثمار خارج الشركة ، هذه الفرصة البديلة غالبا يتم تقييمها من خلال نموذج تقييم الأصول المالية. خلق القيمة هو انعكاس للقرارات المالية التي يتخذها المسكرون في الشركة : قرار الاستثمار ، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، وبالتالي فخلق القيمة هو الهدف الأساسي للإستراتيجية المالية.

**التعريف الاقتصادي لخلق القيمة** يعني أن تتمكن الشركات من تحقيق فائض من استثمار رأس المال الذي تحصل عليه من المستثمرين وتوليد تدفقات نقدية مستقبلية تسمح بتحقيق معدلات عائد تتجاوز تكلفة رأس المال.

### 2- ركائز واستراتيجيات خلق القيمة في الشركات :

هناك ثلاث ركائز أساسية تدعم عملية خلق القيمة في الشركات هي : حوكمة الشركات، الركائز الإستراتيجية، والركائز المالية .

ومن خلال التعرف على الركائز يمكن تحديد الاستراتيجيات المناسبة لخلق القيمة، وتوجد أربع أنواع من الاستراتيجيات . ثلاث منها تعد أساسية بينما واحدة يمكن اعتبارها مثارا جدل وعدم توافق . لدينا الاستراتيجيات التنافسية والاستراتيجيات التنظيمية والاستراتيجيات المالية، وهي أهم الاستراتيجيات التي يمكن من خلالها خلق قيمة يمكن وصفها بالقيمة التنافسية أو القيمة التنظيمية أو القيمة المالية، ولكنها في الأخير يجب أن تترجم كلها في قيمة مالية وأن تنعكس إيجابا على القيمة السوقية للأسهم. كذلك توجد استراتيجيات المحافظ أو التنويع، هذه الاخيرة ، ومن الناحية النظرية ، يمكن القول أنها تثير الكثير من التساؤلات.

### 2-1 – ركائز خلق القيمة:

الركائز هي كل ما من شأنه أن يساهم في خلق القيمة من عوامل مؤثرة وسياسات وأدوات:  
**2-1-1- الحوكمة ركيزة لخلق القيمة:** يعد منظور الحوكمة كركيزة لخلق القيمة حديثا نسبيا، وقد تزايد الاهتمام به في سياق متطلبات حماية حقوق الأطراف ذات المصلحة

<sup>1</sup> - المحور مستمد بشكل كلي من : عماني لمياء وبن علي سمية، (2021)، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية : التركيب المالي وإعادة الهيكلة ، الطبعة الأولى ، الدار الجزائرية، الجزائر

والمساهمين بشكل خاص نتيجة تكرر الفضائح المالية والمحاسبية والإضرار بمصالح تلك الأطراف، ولن يكون من المستبعد أن تجعل " المالية " من " الإدارة " رافعة للقيمة. المقصود بحوكمة الشركات هو انماط التعديل وأدوات الرقابة والتحفيز المتبعة لتقليل تكاليف الوكالة، وبالتالي لتوجيه جهود المسيرين والأجراء وكل الأطراف ذات المصلحة نحو هدف واحد هو خلق القيمة، كي لا ينحرف أداء المسيرين عن تحقيق أهداف الملاك ( سوف يكون من الفعالية في ظل نظام الحوكمة الأمثل ممارسة التوليفة المناسبة من الرقابة والتحفيز ، بربط التحفيز بالأداء ، وربط هذا الأخير بخلق القيمة ، حيث لا يتم تثمين الجهد والوسيلة، إنما تثمين النتيجة).

**2-1-2- الركائز الاستراتيجية لخلق القيمة :** وتتمثل في الميزة التنافسية ، وعمليات النمو الداخلي والخارجي ، ونمو في رقم الأعمال .

- **الميزة التنافسية :** يرتبط وجود خلق القيمة بالميزة التنافسية لكل شركة، وفي تحديد الميزة التنافسية يتم التركيز على جاذبية القطاع وعلى موقع الشركة التنافسي في القطاع.
- **عمليات النمو الداخلي والخارجي (قرار الاستثمار الداخلي ، عمليات الاندماج وقرارات الشراء.....)**
- **النمو في رقم الأعمال.**

**2-1-3- الركائز المالية لخلق القيمة:** هي مختلف العوامل والسياسات والعمليات التي تؤثر على المكون المالي للقيمة ، من خلال تحليل أثر السياسة المالية على القيمة. وتشمل هذه الركائز عمليات الرفع المالي وعمليات إعادة شراء الأسهم (إعادة الهيكلة المالية)، إضافة إلى الإدارة الجيدة للمخاطر المالية ، والتوظيف المالي للفوائض عبر أسواق المال المحلية والعالمية. على هذا المستوى يكون العمل مركزا على تقليل تكلفة رأس المال مع الحفاظ على المرونة المالية الكافية لدعم استراتيجية الشركة من خلال الاستخدام الحذر للديون وإدارة جيدة للمخاطر ورأس المال المختلط ورأس المال الفعلي وغيرها من المنتجات المالية المبتكرة في مجال التمويل.

- **عملية إعادة شراء الأسهم:** سوف نكون هنا بصدد مناقشة الأرباح غير النقدية ، حيث يمكن دفع عوائد رأس المال ( أو مكافأة رأس المال) في شكل أسهم بدل الأرباح النقدية، ويتعين على مجلس إدارة الشركة أن يتقدم بعرض لإصدار أسهم جديدة لهذا الغرض وأن يلقي هذا المقترح الموافقة حتى لا يتم إجبار المساهمين على استلام مكافآتهم في شكل أرباح غير نقدية . تبدأ العملية بالإعلان عن العوائد المالية للأسهم (التعبير عنها بشكل نقدي)، ثم يتم تقييم كل سهم جديد بغرض تقرير نسبة كل مساهم من الأرباح غير النقدية، وذلك استنادا إلى القيمة السوقية للأسهم المتداولة.

تكمن الغاية من إعادة شراء الشركة لأسهمها في تعظيم القيمة السوقية للأسهم من خلال تخفيض رأس المال لزيادة مردودية السهم وربحيته (حصة السهم الواحد من النتيجة الصافية تساوي حاصل قسمة النتيجة الصافية على عدد الأسهم ) أو من خلال زيادة الطلب على تلك الأسهم (تحفيز الطلب).

● **إدارة المخاطر المالية :** يمكن لإدارة المخاطر أن تعزز القيمة الحقيقية للشركة بعدة مجالات، كأن تقلل من تقلب الأصول والتدفقات النقدية، مما يؤدي إلى تعزيز السيولة الاستراتيجية، وانخفاض تكلفة الديون، والرفع من القدرة على الاستدانة، ودعم الشفافية . إدارة المخاطر تعني الحد من تقلب التدفقات النقدية، وبالتالي الحد من تقلب قيمة الشركة والحد من احتمال الوقوع تحت مخاطر التعثر ، وتشمل إدارة مخاطر كل من : معدلات الفائدة ، معدلات الصرف ، وأسعار المواد الأولية ، حيث تطور الشركة استراتيجيات للتحسين من تلك المخاطر باستخدام المشتقات المالية والأدوات المالية المبتكرة كالعقود الآجلة والخيارات المبادلات.

● **التوظيف المالي :** تهدف أي استراتيجية مالية لخلق القيمة إلى تحقيق هدفين متكاملين هما زيادة أرباح الأسهم وتعظيم القيمة السوقية عند إعادة البيع (من منظور معدل العائد الإجمالي للسهم (TSR) ، وتتخصص المجموعات المالية في إدارة الصناديق التي تجيد ممارسة هذا الأسلوب من خلال التوظيف والاستثمار في الأسواق المالية. ونجد صناديق التحوط (صناديق المضاربة ) وصناديق الاستثمار الأخرى وصناديق التقاعد ، التي ومن خلال كمية الأسهم التي تمتلكها في رأس مال الشركات الكبيرة متعددة الجنسيات وحجم المعاملات المالية البيئية، تكتسب القوة المالية التي تسمح لها بتحقيق ارتفاع في سعر الأسهم فقط لتجنب الخسارة في صندوق مضاربة معين. وهذا الارتفاع يتجاوز الزيادة في الإنتاج والنمو في الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية. وقد يكون التوظيف المالي أحيانا جزءا من إدارة المخاطر ، كأن تقوم الشركات بالمضاربة في الأسواق المالية الآجلة بهدف التغطية على المخاطر في الأسواق الحاضرة ، وضمنيا يمكن لهذه العمليات أن تنتج فوائض قيمة وأرباح صافية تدعم عملية خلق القيمة.

## 2-2 - استراتيجيات خلق القيمة:

تحول ديناميكية عملية خلق القيمة في الشركة العوامل والركائز والمحددات إلى استراتيجيات تخلق القيمة، وسوف تصنف تلك الاستراتيجيات في واحدة من المجموعات التالية :

2-2-1- الاستراتيجيات التنافسية: تهدف الى زيادة مردودية الاصول التشغيلية.

2-2-2- الاستراتيجيات التنظيمية (الاقتصادية): تهدف الى تخفيض أو تقليص رؤوس الأموال المستخدمة والتخلي عن رأس المال سيء الاستخدام ( فكرة الاقتصاد في رأس المال والميزانية المخففة).

2-2-3- الاستراتيجيات المالية (ثروة المساهمين) : تهدف إلى تحقيق أمثلية الهيكل المالي لتخفيض تكلفة رأس المال.

2-2-4- استراتيجيات المحفظة ( التنويع / التركيز الصناعي أو المالي) : تهدف إلى أفضل تخصيص للموارد، ولئن قامت في البداية على التنويع فقط انتقلت لاحقا إلى الوضع العكسي من خلال إعادة تهيئة وهيكل المحفظة من خلال التصفية والبيع.

تركز الاستراتيجيات التنافسية في الشركة – والتي تخلق قيمة تنافسية - على الهوامش ( رقم الاعمال والتكاليف، الأسعار ، الحصص السوقية ، الجودة والتجديد والابتكار ... )؛ بينما تركز الاستراتيجيات التنظيمية – التي تخلق بدورها قيمة تنظيمية – على فعالية الأصول (معدلات الدوران ، تخريج الأنشطة ، الاستخدام دون التملك ، التصميم التنظيمي ببعده استراتيجي)؛ في الوقت الذي تركز فيه الاستراتيجيات المالية على المردودية المالية (الرافعة ، الاستقلالية المالية ، الهيكل المالي ....)؛ أما الاستراتيجيات الخاصة بالمحافظة فتركز على إدارة ثنائية العائد والخطر.

### 3- العلاقة بين فائض القيمة وخلق القيمة:

العديد من الباحثين قاموا بتحليل العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة وفائض القيمة في الشركة. باعتبار ان للقيمة مصدرين أساسيين : أحدهما مالي ناتج عن السياسة المالية ؛ و الآخر صناعي ناتج عن السياستين التجارية والانتاجية في الشركة، ويمكن تطبيق مفهوم فائض القيمة (Goodwill) – باعتباره مدخلا من مداخل تقييم الشركة يركز على الأصول غير المادية وعلى الميزة التنافسية التي تمنحها الشركة – للاستدلال على القيمة وقياسها.

### 4- مؤشرات قياس خلق القيمة (القياس المالي لخلق القيمة):

سيتم عرض لأهم المؤشرات المعتمدة في قياس خلق القيمة أو الاستدلال على وجود خلق أو هدر للقيمة، بحيث تم الاعتماد على التقسيم الكلاسيكي الذي يصنف تلك المؤشرات بين مؤشرات ذات طبيعة محاسبية وأخرى تعتمد على الأسواق المالية. ومهما تعددت طرق ومداخل القياس لخلق القيمة فإن الأمر يتطلب غالبا تحديد المقصود بدقة بـ "العائد على رأس المال المستثمر" و "تكلفة رأس المال" وكيفية تقدير هذه القيم من الناحية العملية.

كما يوجد تقسيمات اخرى لمؤشرات ومقاييس خلق القيمة – المدخل المالي ( مدخل التدفقات ) – الذي تم التطرق اليه في المحور التمهيدي.

المردودية الاقتصادية والمردودية المالية ، اللتان تقيسان معدل العائد على استثمار الأصل الاقتصادي (الاموال المستثمرة) والاموال الخاصة على التالي .	المردودية	
رغم أن مضاعف السعر – الربحية ( PER ) يأخذ بمعطيات الأسواق المالية، إلا أنه يربط قيمة السهم P بربحيته (BPA) أو حصته من الأرباح المحققة أو المتوقعة وفق القواعد المحاسبية المعمول بها، فهو في الأخير يتأثر بالمعالجة المحاسبية، ومدى مصداقيتها ، ومدى الملحقة بها.	ربحية السهم ومضاعف السعر – الربحية	المدخل المحاسبي
ربط المردودية بالتسعير المالي	العائد الاجمالي للمساهمين	
تحديد وقياس قدرة الشركة على خلق القيمة الصافية ( )	القيمة الاقتصادية	

المعيار الأدق تحليلاً وتفسيراً وتمثيلاً للقيمة )	المضافة	المدخل الاقتصادي
مؤشر يقيس القيمة للمساهم خلال سنة (أو أي فترة أخرى) بالاعتماد على نفس مفهوم وجوهر القيمة الاقتصادية المضافة.	القيمة المساهمية المضافة	
يسمى " رافعة القيمة" : يقيس نسبة المردودية المالية المحققة إلى المردودية المالية المطلوبة من طرف المستثمرين الماليين.	مؤشر القيمة	مدخل الاسواق المالية
تقيس القيمة السوقية للأموال الخاصة (الرسملة البورصية) الى القيمة المحاسبية للأموال الخاصة(القيمة الدفترية).	نسبة Marris	
يبين العلاقة بين نسبتين هما: مؤشر القيمة ونسبة M .	خط القيمة	
تسمى مصفوفة الربحية ، الفرق بين المردودية المحققة والمردودية المطلوبة (يتم الاعتماد على الهامش بدل النسبة)	نسبة Q Tobin ومصفوفة Marakon Associates	
هي القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة ، والتي يتم تحيينها بمعدل التكلفة الوسطية المرجحة.	القيمة السوقية المضافة	