**تمهيد**

يحتاج المسيرون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات صائبة ورشيدة، إذ يعتبر الوصول إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة هي أهم عامل مساعد على ذلك، ومن ثم يصبح تبني نماذج التقييم، أمرا ضروريا لذلك. إن ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، الأمر الذي ينعكس عنه انخفاض في كفاءة المؤسسة.

لكن الأساليب التقليدية للتقييم تعد إجمالية ولا تساعد على تحديد نقاط الضعف والقوة، ويؤثر ذلك لا محالة على القرارات الاستثمارية هذا من جهة. ثم أن موجودات الميزانية المحاسبية لا تفسر سوى ثلثا واحدا من قيمة المؤسسة من جهة أخرى. مما دفع الباحثين إلى التفكير في طريقة تكمل سابقاتها وتفسر الجانب غير المادي المهمل في الميزانية المحاسبية التقليدية، والذي تمثله الأصول غير المادية .

إذ أن القيمة المضافة التي ينتجها الأصل غير المادي تتحدد بقيمة ما يقدمه للزبائن ، فكلما كان عمل الأصل غير المادي متميزا بأداء عال لدى الزبائن ومحققاً لرضاهم كلما كانت القيمة المضافة الناتجة منه عالية والعكس بالعكس.

لذا فان المؤسسات الذكية لا تبدد أموالها على الأعمال منخفضة القيمة المضافة التي لا تفيد زبائنها. وتركز استثمارها في الأعمال عالية القيمة المضافة. ولا يتسنى لها ذلك إلا عن طريق تقييم مساهمة كل أصل في تحقيق تلك القيمة. وبالتالي التمكن من تحديد قيمة المؤسسة من خلال مجموع قيم الأصول غير المادية.

بناء على ما سبق نحاول على مستوى هذا الفصل إبراز دور رأس المال غير المادي في خلق القيمة في المبحث الأول. أما الثاني فقد كان مخصصا حساب قيمة المؤسسة عن طريق رأس المال غير المادي، حيث تم حساب قيمة مؤسسة سوناطراك المادية وغير المادية حتى تتسنى لنا المقارنة بينهما. وفي ختام هذا الفصل نقدم لمحة عن التسيير الاستراتيجي لرأس المال غير المادي.

**المبحث الأول: رأس المال غير المادي و قيمة المؤسسة.**

أمام الأهمية الإستراتيجية والمالية المتزايدة للمصاريف المتعلقة بالنشاطات المعنوية، أصبح قياسها مهمًا وضروريًا ويلعب دورًا رئيسيًا في الاتصال المالي للمؤسسات.

فمن ناحية فإن الطابع الوهمي (الافتراضي) للعناصر غير المادية يجعل من مسألة تقييمها صعبة.إضافة إلى أن مفهوم القيمة لدى المسيرين له مسار خاص، ومكمل للاستنتاجات والأفكار المطروقة ضمن الجدل القائم في علم الاقتصاد حول مفهوم القيمة. ولكنه حسب ما كشف عنه الملتقى المنظم سنة 1998 لـ [[1]](#footnote-2)(\*)IAE إثر بعض الاستجوابات لبعض المسيرين حول مفهوم القيمة، كشف عن غياب مفهوم موحد للقيمة لديهم[[2]](#footnote-3).

في هذا الصدد نقدم في بداية هذا المبحث تحليل مختصر للقيمة عند الاقتصاديين لمختلف تيارات الفكر الاقتصادي، بهدف إيضاح كيف أسهمت النظرية الاقتصادية في تغذية الرؤية التسييرية في إعداد طرق تقييم المؤسسات. بعد ذلك نقدم إسهامات المسيرين في تعريفهم للقيمة.

**1.1. تحليل مفهوم القيمة**

**1.1.1. تحليل القيمة عند الاقتصاديين**

ماذا يعني لأي اقتصادي تقييم شيء ما؟ كل شيء له أو ليس له قيمة اقتصادية؟

هل السوق أم منفعة السلعة الاقتصادية أو المجهود المقدم لإنتاجه وتوزيعه ما يحدد قيمته؟

بالنسبة للاقتصاديين، منذ ظهور الفكر الكلاسيكي حتى النيوكلاسيكي، فإن سعر السلعة هو سبب تكوين قيمتها. وحيث أن كل تيار درس جانبًا معينًا لأسعار السوق كما اعتمد كل تيار على مفهومين أساسيين: قيمة الاستعمال وقيمة التبادل، منفعة التبادل. وقد اعتبرا هذان المفهومان أساس القيمة لسلعة ما.

**أ/ الكلاسيك**

حسب A. Smith و D. Ricardo فإن نظرية القيمة تهدف إلى قياس "موضوعي" إلى القيمة التي تم خلقها. إذ يرتكز تحليلهما على مفهومين أساسيين: السعر الطبيعي والعمل المدمج Travail incorporé.

* **السعر الطبيعي و العمل المدمج**

يقدم A.smith شرحا لتكوين السعر في السوق عن طريق القيمة الأصلية للسلعة و التي تعرض بسعرها الطبيعي.

ويبقى السعر الحالي لسلعة ما، هو ما نطلق عليه سعر السوق، أما السعر الطبيعي فهو حسب Smith هو السعر الذي تنجذب إليه أسعار كل السلع، وهذا يعني أنه لكل السلع الاقتصادية قيمة " عادية" تمثل أساس التفاوض في السوق بين العرض والطلب و من هنا فإن السعر العادي لسلعة ما، هو السعر الذي يغطي كل التكاليف.

أما D.Ricardo فقد اعتبر أن قيمة السلعة تحدد عن طريق تكاليف الإنتاج أي:

**تكاليف الإنتاج =القيمة.**

أما Marx فقد أدمج إلى تحليل القيمة مفاهيما جديدة كالعمل الضروري، العمل البسيط، العمل المركب، العمل المجسد، والعمل المطلق...الخ وبالرغم من ذلك فإنه لا يعارض Ricardo في تحليله للقيمة كونه يهتم بالطلب في نظريته.

لكنه يقدم شرحا لقيمة التبادل لسلعة، فحسب Marx فإن السلعة هي شيء له خصائص تسد حاجات الأفراد و منفعة هذا الشيء هي قيمة الاستعمال له و لا تتحقق هذه القيمة إلا بالاستعمال الفعلي أو الاستهلاك وهي في نفس الوقت-أي قيمة الاستعمال-دعامة لقيمة التبادل. حيث أن قيمة التبادل تعكس الجانب المادي حين اقتناء سلعة مقابل دفع نقود أو استبدالها بسلعة أخرى (المقايضة).

وفي مجمل القول، ما يهمنا هو أن Marx و Ricardoيركزان في تحليلها على الإنتاج، أي جانب العرض لتعريف قيمة السلعة [[3]](#footnote-4).

**ب/النيوكلاسيك**

يقدم النيوكلاسيك مفهوما مغايرا للقيمة فينطلقون في تحليلهم من التبادلات الاقتصادية و حاجيات المستهلكين.

فبناء على حجم احتياجاتهم يمكن التعرف على الإنتاج المحتمل، بالإضافة إلى ذلك فإنه في اقتصاد منافسة تامة، يتكيف المنتجون و الطلب الفردي، و من ثم ليس للعمل و الجهد المقدم دورا في تحديد القيمة بل تحدد بالنسبة للطلب المحتمل المبني على قيمة الاستعمال. ومن ثم يؤكد النيوكلاسيك على أن قيمة السلعة تعود إلى المستقبل و ليس إلى الماضي (تكاليف الإنتاج) فالقيمة تحدد إذن حسب السوق.

**2.1.1. تحليل القيمة عند المسيرين**

إن تحليل القيمة لدى المسيرين مختلف نوعا ما عن تحليل الاقتصاديين. حيث أن علوم التسيير لم تطور جدلا –من الناحية النظرية- شاملا ومعياريا يتعلق بمفهوم القيمة.

إذ أن القيمة بالنسبة للمساهمين (وجهة نظر مالية) مشروطة بخلق القيمة لأجل الزبائن (وجهة نظر إستراتيجية وتسويقية)، فهي متعلقة بقيمة الموارد وكيفية تخصيصها (وجهة نظر إستراتيجية)[[4]](#footnote-5). لكن حسب Brechet فإنه يمكن إيجاد نقطتين رئيسيتين تميزان مقاربة المسيرين حول القيمة[[5]](#footnote-6):

1. المساعدة على اتخاذ القرار قد تجعل المسيرين يفكرون في أساليب التقييم عن طريق التكميم والحساب، ذلك في إطار حل مشاكل التعظيم وكذا معرفة مستوى الأمثلية. وكدليل على ذلك نجد أسلوب محاسبة الموارد البشرية ونشأة المراجعة الاجتماعية. ويشير الكاتبان أيضا إلى أن انتهاج أسلوب الحساب أو التكميم يقود لا محالة إلى التفكير في تدنية التكاليف التي هي مصدر لخلق القيمة.

ونلاحظ في هذا الصدد أن منهجا مغايرا للتحليل السابق ضمن نظرية تكاليف الصفقات تناول جانب مقارنة تكاليف الإنتاج و تكاليف ما هو معروض في السوق. الأمر نفسه بالنسبة لنظرية الوكالة فهي كمية من ناحية دراسة تكاليف الفرصة البديلة. وكل هذه قراءات لمحاولة إيجاد طرق كمية لتحديد القيمة. وهناك بعض تقنيات التسيير كالمحاسبة والتحليل المالي وبعضا من فروع التسيير، كتسيير الموارد البشرية التي ركزت في تحليلاتها النظرية على إنشاء المؤسسة وسبب وجودها، أو بمعنى آخر تحلل المؤسسة انطلاقا من السوق أما كفاءاتها ومواردها الإنتاجية فهي المعنية بالقياس.

1. يجب تحليل القيمة بالنسبة للمنافسة. إذ أن التحليل المقارن يعد ضروريا، حيث لا يمكن للمؤسسة أن تواصل نشاطها إلا إذا كانت لها قيمة تمكنها من التعايش والتطور داخل محيط تنافسي. وبناء على ذلك ارتبط مفهوم القيمة بطريقة ضمنية بمفهوم الميزة التنافسية.

ومن جهة أخرى فإن التسيير الاستراتيجي من خلال نظريات الموارد، يؤكد أن المؤسسة ليس بإمكانها ضمان مستوى أداء جيد إلا إذا اعتمدت على موارد وكفاءات.يدعم هذا القول تحليل لسلاسل القيمة (الهياكل- السلوكات- الأداء) ومن ثم تتأثر القيمة بأداء المؤسسة في محيط تنافسي.

بناء على النقطتين السابقتين يمكن تقديم تفسير –بالاعتماد على التحليل السابق- للصعوبات التي تواجه علوم التسيير عند قياس أداء المؤسسات والذي لا يعتمد في تفسيره بالضرورة على نتائج ملموسة (محاسبيا).

حيث أنه بالنسبة للمسيرين، فإن قيمة المؤسسة تحدد داخلها وخارجها. إذ أن المحيط الداخلي لها والخارجي على علاقة وطيدة، لأنه بداخل المؤسسة توجد كفاءات وموارد سبق وأن كانت في المحيط وعلى الأخص السوق (مثلا سوق العمل) وكذلك توجد به المنافسة، هذا يعني أنه يحتوي على فرص وتهديدات. مما يحتم على المؤسسة التعرف على سلوك الأعوان، تتنبأ وتحدد حجات الزبائن وكذا دوران الموارد والكفاءات وهذا هو دور المسير.

**2.1. الفرق بين القيمة و السعر**

إن القيمة (نظريا) سواء حسبت بطريقة كلاسيكية (النفقات المالية الحرة) أو بطريقة حديثة (رأس المال غير المادي) أو بالمزج بينهما، تبقى كأساس لتحديد سعر التبادل فالقيمة تسهل التبادل في إطار قانون العرض و الطلب [[6]](#footnote-7).

جراء ذلك فإن القيمة و السعر هما مفهومان مختلفان، ومن ثم يتوجب علينا توضيح مكونات سعر المؤسسة و الحصة التي تشغلها القيمة المادية، القيمة غير المادية و قيم أخرى.

حيث تقدم فيما يأتي شكلا توضيحيا لمكونات سعر المؤسسة حسب محتوى المعايير الدولية المحاسبية:

**الشكل رقم (13)**: تقسيم قيمة تبادل (سعر) المؤسسة

**الأصول المادية**

**أصول غير مادية المقبولة حسب المعايير المحاسبية الدولية المحاسبية**

**أصول غير مادية أخرى**

**فائض قيمة التوظيفات**

**فائض قيمة التفاوضات**

القيمة المحاسبية حسب المعايير المحاسبية الدولية

القيمة غير المادية

معلمة للقيمة

قيم إضافية أخرى

**المصدر**: Observatoire de l’immatériel, Actifs Immatériels: quelle est la vraie valeur de votre entreprise ?, Réunion de la Chambre de Commerce et d’Industrie du Lot et Garonne le 5 Novembre 2007,P : 10

كما هو موضح من خلال الشكل فإن القيمة النظرية (القيمة المادية+القيمة غير المادية) لا توافق بالضرورة السعر أو قيمة التبادل.

و يبقى الهدف من هذا التفريق هو توضيح المفهومين، وخاصة التقليل من مخاطر زيادة أو تخفيض القيمة بالدرجة الأولى.

فإذا درس كل جزء بعناية (و هذا ما تمكن منه طريقة التقييم المالي للأصول غير المادية) فإن خطر الزيادة أو التخفيض قيمة المؤسسة يقل.

**المبحث الثاني: حساب قيمة المؤسسة عن طريق رأس المال غير المادي**

**1.2. حساب القيمة الملموسةvaleur matériel**

تعتمد الطرق الكثيرة للتقييم على أساس معين في ذلك؛ فنجد طرق ترتكز على مقاربة الذمة المالية، وثانية ترتكز على مقاربة التدفقات، وطرق أخرى ترتكز على مفهوم فائض القيمة.

فبالنسبة لتلك الطرق التي ترتكز على مقاربة الذمة المالية نجدها لا تحتاج دراية كبيرة بالمؤسسة، وكل ما يحيط بها ذلك أنها تعتمد على تصحيح قيم عناصر الميزانية فتعدلها وفق الأسعار الجارية.ووفق القيم الاستعمالية بالنسبة لتلك العناصر ذات الاستغلال الضروري في المؤسسة؛ لكن الإشكال يطرح عند تطبيق كل من مقاربتي التدفقات ومفهوم فائض القيمة؛ لاعتماد الأولى – مقاربة التدفقات - في تقييمها لمؤسسة ما على النتيجة المحاسبية وكذا نتائج عملية التشخيص، ضف إلى ذلك أن مختلف المعطيات التي تعتمد عليها هذه المقاربة – الربح المصحح،معدل الاستحداث، مدة الاستحداث، تكلفة رأس المال، الفترة المأخوذة لحساب المدة الباقية للمؤسسة – تفترض معرفة عميقة بالمؤسسة ومن ثم توقعات أكثر صدقا . وكذلك لاعتماد الثانية - مقاربة فائض القيمة على قياس المزايا المعنوية – سمعة المؤسسة، الدراية الفنية، الدراية التجارية، الربح المتوقع، ... التي هي بحوزة المؤسسة، حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المحاسبي المصحح. وطرق التقييم التي تندرج ضمن هذه المقاربة تعتمد في مجملها على عناصر كالقدرة الربحية للمؤسسة، الربح المصحح، معدل الاستحداث، مدة الاستحداث؛ وهي عناصر قد تكتسي مسألة البحث فيها، في قطاع الصناعة البترولية بصعوبات إضافية.

**1.1.2. بعض طرق تقييم المؤسسات**

يمكننا القول بأن هناك ثلاث مقاربات للتقييم، تتمثل في:

* مقاربة الذمة المالية؛
* مقاربة فائض القيمة؛
* مقاربة التدفقات.

**1.مقاربة الذمة المالية**

تضم مقاربة الذمة المالية مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية. فهذه الطرق تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها، وعند الحاجة الملاحق، فهي مقاربة تتصف بالسكون، على عكس المقاربات التقديرية أو التوقعية التي ترتكز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح، أو التدفق النقدي للمؤسسة[[7]](#footnote-8)

* **طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح**

تقوم هذه الطريقة على تقييم منفصل لمختلف عناصر أصول و التزامات المؤسسة، ليتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة[[8]](#footnote-9).

إذ يتم تحديد قيمة الذمة المالية للمؤسسة محاسبيا انطلاقا من وضعيتها الصافية، التي صياغتها التي تكون كالآتي:

**الأصول الصافية = الأصول – المصاريف الإعدادية) - الديون المستحقة(**

ولاعتبارات محاسبية، ضريبية، تاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية تكون بعيدة عن " القيم الحقيقية " مما يدعى لإعادة تقييمها وهو ما يسمى بالأصل المحاسبي الصافي المعاد تقييمه، فهي طريقة مماثلة لسابقتها إلا أن الاختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها.

إذن هناك ضرورة لإعادة التقييم والتي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية[[9]](#footnote-10).

فالهدف من عملية التقييم المطبقة هو الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة، وذلك من خلال محاولة تصحيح أثر التضخم.

يمكن أن نميز بين نوعين من القيم للذمة المالية، الأولى تهتم فقط بالاستغلال، والمقصود هو الأموال الضرورية للاستغلال، فهي لا تعطينا قيمة لصالح المساهمين، ولكن تعطينا معلومات مهمة عن مبلغ الأموال الضرورية للاستغلال، وهذه المعلومات هي غالبا ما تكون مجدية لطرق التقييم الأخرى فهي تمثل قياس لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، وهذه الأخيرة تعطينا قيمة لصالح المؤسسة، المقصود هو الأصل الصافي الحقيقي المصحح.

الفرضية القائمة هي L’Actif Net Corrigé فبالنسبة لهذه الأخيرة، أي الأصل الصافي المصحح استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية للمؤسسة تقيم على أساس قيمة الاستعمال أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيم بالقيمة السوقية )تخفض منها طبعا مصاريف البيع (مع استبعاد بعض العناصر المعنوية غير تكلفة الحيازة لبراءات اختراع استغلت القابلة لتقييم خاص كشهرة المحل لمؤسسة مبتلعة Absorbée

نضيف بالمقابل الآلات والمعدات المحاز عليها عن طريق قرض الإيجار(crédit-bail) إذن فطريقة الأصل الصافي المصحح تقوم بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقا للحقيقة الاقتصادية للميزانية . والفرق بين الأصل المصحح والخصم المستحق المصحح يعطينا الأصل الصافي المصحح. حيث يمكن صياغته على النحو الآتي :

**الأصل الصافي المصحح = الأصل المصحح - الخصم المستحق المصحح**

إلا أنه ونظرا للقصور المسجل في طريقة الأصل الصافي المصحح فقد أدى هذا إلى ظهور طرق أخرى تعمل على تغطيته وذلك بنظرة أكثر اقتصادية للذمة المالية للمؤسسة تتمثل هذه الأخيرة في طريقتي القيمة الجوهرية والأموال الدائمة الضرورية الاستغلال.

**القيمة الجوهرية La Valeur Substantielle**

لو أردنا التعرف على قيمة مؤسسة يجب أن نعرف "حقيقة قدرتها الربحية " وذلك بغض النظر عن طبيعة هيكلها المالي (الذي يخلق فائض خزينة، أو مديونية بمعدل مرتفع، فهنا نتكلم عن القيمة الجوهرية فهذه الأخيرة ترتكز على مبدأ استمرارية النشاط و تهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الشروط العادية . فهي تتميز عن الأصل الصافي المصحح في أن العناصر المكونة لها مستقلة عن نمط تمويلها وكذلك وضعها القانوني وأنها موجهة لتلبية احتياجات الاستغلال بالمؤسسة. فهي بذلك تعتبر المؤسسة كأداة إنتاج مكيفة مع احتياجات الاستغلال[[10]](#footnote-11). ولحساب القيمة الجوهرية لمؤسسة ما فإننا نجدها مختلفة بحسب نظرة المحلل المعتمدة.

إلا أنه يمكننا حساب القيمة الجوهرية الإجمالية لمؤسسة وفق العلاقة التالية :

**القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة + مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة ( بقيمتها الإستعمالية ) - العناصر خارج الاستغلال**

نلاحظ أن الطريقة السابقة قد قامت بحساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية أي أن الديون متضمنة، لكن المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين لبلجيكا قد أوجدت مفهومين آخرين للقيمة الجوهرية وهما : القيمة الجوهرية المخفضة والقيمة الجوهرية الصافية، حيث يكتبان بالعلاقة الآتية :

**القيمة الجوهرية المخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية– الديون بدون فوائد**

**القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية – مجموع الديون**

1. **مقاربة فائض القيمة**

تقوم هذه المقاربة على قياس المزايا المعنوية – سمعة المؤسسة ، كفاءة العمال، الربح الم توقع،… – التي بحوزة المؤسسة، حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح، عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية. فيمكن تقييم مؤسسة انطلاقا من فائض القيمة، وفق عدة طرق والتي تنقسم إلى صنفين : طرق مباشرة، وأخرى غير مباشرة.

* + **الطريقة المبسطة لريع فرق الحيازة [[11]](#footnote-12)**

الصيغة: (02) ........



إن شهرة المحل تدخل ضمن قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها Aو هي تعطي بعد ضربها بمعامل الرسملةan ربحا إضافيا مساو للفرق بين الربح الصافيB و توظيف الأصل الصافي المعاد تقييمه Aفي سوق رؤوس الأموال بمعدل i و منه فإن : Goodwill= an(B-iA)

حيث أن هذه الطريقة طبقت في العديد من المؤسسات و كان الاختلاف في طريقة حساب i وan.

فانبثقت عن العلاقة(02) عدة طرق تتفق معها من حيث المبدأ و لكن تختلف في طريقة حساب المعاملات، فنذكر على سبيل المثال:

* **طريقة العمليين (الطريقة المباشرة أو الألمانية)**

الصيغة: (03) ........



أساس هذه الطريقة هو الترجيح بين قيمة الأصول و قيمة المردود، والهدف هو رسملة فائض الربح بمعدل رسملة مضاعف لمعدل التوظيف المطبق على الأصل الصافي. و منه

Goodwill= 1/2\*1/i (B-iA)

* **الطريقة الأنجلوسكسونية أو الطريقة المباشرة**

تسمى هذه الطريقة أيضا بطريقة رسملة فائض الربح لمدة غير محدودة

الصيغة: (04) ........



تعطى قيمة فرق الحيازة (رسملة على فترة غير منتهية) فائض الربح المحقق من طرف المؤسسة، وهذا ما يعادل الفرق بين الربح و ما ينتج عن التوظيف بمعدل لرؤوس الأموال المعادلة لقيمة الأصول المؤسسة.

i: معدل الفائدة على المدى المتوسط

tm: معدل الاستحداث. ومنه Goodwill= 1/ tm (B-iA)

**3. مقاربة التدفقات**

كما لاحظنا سابقا بأن مقاربة الذمة المالية تعتمد أساسا في تحديده القيمة مؤسسة على الميزانية فهي عبارة عن "مخزون " وبذلك تتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة. ومن ثم يكون هناك أحيانا تقدير أدنى للمؤسسة. في حين أن مقاربة التدفقات التي سنتطرق لدراستها تعتمد على مخرجات النظام المحاسبي – خصوصا جدول حسابات النتائج -بالإضافة إلى نتائج عملية التشخيص التي تفيدنا في معرفة الطاقات الكامنة للمؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق عوائد مستقبلية.

إن قيمة العائد تظهر أكثر ديناميكية من قيمة الذمة المالية حيث تسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من أرباح تعرف بالمردودية التي تهم خصوصا المستثمرين . فقيمة العائد مشتقة من التدفقات التي تتعلق بالاستغلال للمؤسسة خلال فترة ماضية أو مستقبلية.

فالمبدأ الذي تعتمده هذه المقاربة هو أن الأصول عبارة عن مجموعة خدمات مختزنة ينتظر تحققها مستقبلا، فبقدر ما يتوقع أن تحققه هذه الأصول من خدمات تتحدد قيمتها حاليا) أي تاريخ عملية التقييم(.

وعلى اعتبار أن هذه المقاربة تعتمد أساسا على النتيجة المحاسبية فإنه يتوجب على المقيم إجراء العديد من التصحيحات عليها، ذلك أن النتيجة المحاسبية الصافية هي- في الحقيقة -بعيدة عن النتيجة الحقيقية للمؤسسة. وذلك بفعل تأثير بعض التشويهات للقواعد المحاسبية وخصوصا الجبائية، ... حتى يتم تحويل النتيجة المحاسبية إلى نتيجة اقتصادية تعبر أكثر عن الواقع وتتعلق بدورة الاستغلال.

كما يمكن أن تضم مقاربة التدفقات الطرق الآتية :

* + **الطرق المرتكزة على مقاربة الربح**

حيث يمكن أن نجد ضمن هذا المنظور القيم الآتية :

* قيمة المردودية؛
* قيمة تدفقات الخزينة؛
* نسبة سعر السهم / الربح.

**1. قيمة المردودية[[12]](#footnote-13)**

تعتبر المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تسمح لنا بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة وتوضح بالعلاقة الآتية:

(01) ...........



حيثD : الحصص غير الموزعة (للسنة الأخيرة أو متوسط السنوات الماضية أو تقدير متوسطها للسنوات المقبلة ... الخ)

: r المردود لواحد من الحالات الآتية:

* المردود المتوسط للأسهم لنفس القطاع.
* المردود المتوسط للأسهم المسعرة في البورصة.
* مساوي لمعدل الرسملة للحصص المعيارية .

**2. التقييم عن طريق تدفقات الخزينة المستحدثة**

تعتمد طريقة التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة في تحديدها لقي مة مؤسسة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها. حيث أن تدفق الخزينة حسبها يساوي إلى :

**تدفق الخزينة) = النتائج – الضريبة على الاستغلال) + (المخصصات – استرجاع الإهتلاكات ومؤونات الاستغلال ) – ( الاستثمارات وارتفاع احتياج رأس المال العامل** (

نقوم باستحداث متوسط تدفق الخزينة للثلاث أو الخمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث يختلف عن ذلك المستعمل في طريقة المردودية، لأن المعدل يمكن أن يتغير من تركيبة إلى أخرى لأنه لا نستحدث نفس المركبات[[13]](#footnote-14).

**3. التقييم بواسطة نسبة سعر السهم / الربح**

تلعب هذه العلاقة دورا هاما في عملية تقييم المؤسسات، حيث تستخدم التسمية الأنجلوسكسونية، (Price Earning Ratio: PER) وهو يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته. وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية:

**V = ( P /E) . B**

حيث أن: : V يمثل قيمة المؤسسة

P/E:معامل نسبة سعر السهم / الربح المأخوذ من البورصة

:B يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة.

* + **الطرق المرتكزة على مقاربة التدفق النقدي**

يعد مفهوم التدفق النقديCash Flow مفهوما أنجلوساكسونيا ويتجلى هذا من خلال تسميته حيث يمثل الفر ق بين التدفقات النقدية المحصلة والتدفقات النقدية الخارجة خلال فترة زمنية معينة.

من بين هذه الطرق نجد:

* طريقة التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح؛
* طريقة التقييم على أساس التدفق النقدي الحر.

**1. طريقة التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح[[14]](#footnote-15):**

طريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة هي تلك الطريقة التي تقيم المؤسسة انطلاقا من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة، والتي نقوم باستحداثها آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار، فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق تقديرات. وعموما نجد مدته تتراوح بين 5 و 10 سنوات، وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة باقية، حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي:

**V= Σ DCFi / (1+t) i + VT( 1+t) n** i= 1,2,3,…..n

حيث أن

DCFi :التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة.i

: t معدل الاستحداث

: n عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير

VT:القيمة الباقية للمؤسسة.

**2. طريقة التقييم على أساس التدفق النقدي الحر**:

إن حساب قيمة المؤسسة بالاستناد على التدفقات النقدية المستقبلية عملية تهم المساهمين بالدرجة الأولى. على هذا الأساس يمكن اتخاذ قرار بشأن شراء الأسهم في السوق المالي.

و لكن من الخطأ الاعتقاد بأن هذه الطرق لا يمكن تطبيقها إلا على المؤسسات المسعرة في البورصة. وحتى يتم التمكن من الحصول على نتائج منطقية وفقا لهذه الطريقة، يمكن الاعتماد على تقريبات و تبسيطات للحساب بما يتوافق و نظرية الاستثمار الداخلي: وقد تتعلق هذه التعديلات باحتياجات رأس المال العامل الوسيطة و بكيفية حساب معدل الاستحداث و كذا التدفق النقدي[[15]](#footnote-16).

إذ نتولى شرح خطوات هذه الطريقة فيما يأتي من خلال تطبيقها على مؤسسة سوناطراك.

**2.1.2. محاولة تقدير القيمة المادية لمؤسسة سوناطراك**

بناء على ما سبق فانه هناك طرق عديدة للتقييم المؤسسات، و من ثم نحاول في هذا الجزء تقدير القيمة المادية لمؤسسة سوناطراك، بالاعتماد على طريقة التدفقات النقدية الحرة ( free cash flow) و التي سبق و أن أشرنا إليها، مع العلم أنه قد تم تطبيق الطريقة بالاعتماد على الميزانية المحاسبية للمؤسسة لسنة [[16]](#footnote-17)(\*)2007 و كذا الميزانية المالية. وبغية القيام بعملية التقدير نتبع الخطوات الموالية:

**أ/ حساب التدفق النقدي الحر لسنة 2007**

في النظرية الكلاسيكية يحسب التدفق المالي الحر دون الاعتماد على النواتج و الأعباء المالية، كونه يعبر عن خلق للقيمة ناتج عن نشاط المؤسسة بطريقة واضحة[[17]](#footnote-18).حيث نكون بحاجة إلى توفر المعطيات الموالية لحساب التدفق النقدي الحر لسنة "X"

**التدفق النقدي الحر لسنة "X = قيمة المؤونات المكونة للسنة "X"+ قيمة الاهتلاكات في السنة "X"+ القيمة الباقية للاستثمارات المتنازل عنها + النتيجة الصافية - قيمة الاستثمارات - التغير في احتياجات رأس المال العامل - المؤونات ( المسترجعة ) غير المبررة + إعادة المعالجة الجبائية "**

و بالعودة إلى المعطيات المتوفرة لدينا المتعلقة بالمؤسسة المستقبلة لسنة 2007 فانه أمكن لنا تحديد التدفق المالي الحر 2007 كما هو مبين في الجدول الموالي:

**الجدول رقم (17):** حساب التدفق المالي الحر لسنة 2007 لمؤسسة سوناطراك (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| 98 | المؤونات المكونة |
| 253 | الاهتلاك السنوي |
| 643 | النتيجة الصافية |
| 194 | قيمة الاستثمارات |
| 70,1 | تغير رأس المال العامل |
| 16 | المؤونات غير المبررة |
| 90 | المعالجة الجبائية |
| **803,7** | **التدفق المالي الحر لسنة 2007** |

**المصدر**: إعداد الباحثة

**ب/ تحديد قيمة التدفقات المستقبلية**

تعتبر هذه الطريقة (طريقة التدفقات المالية الحرة) من الطرق الاكتوارية و التي تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة المستقبلية و من ثم فان حساب التدفقات المستقبلية يتم عن طريق التنبؤ أو بالاعتماد على المخطط الاستراتيجي (المخطط الاستراتيجي) لدى المؤسسات الكبرى، كما في حالة المؤسسة قيد دراستنا (سوناطراك).

نشير في هذا الصدد إلى عدم تمكنا من الاطلاع على المخطط الاستراتيجي للمؤسسة، و بذلك اكتفينا بتقدير المعالم التي نحتاج إليها لتحديد قيمة التدفقات المستقبلية من أجل إتمام عملية التقييم، فكانت الضرورة تقتضي توفر: معدل الاستحداث.

* **حساب معدل الاستحداث**

تهدف عملية الاستحداث إلى قياس القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية. فلابد أن نأخذ بعين الاعتبار معيارين أساسين: المدة الزمنية و معدل الفائدة.

لتقدير معدل الاستحداث نطبق العلاقة الموالية [[18]](#footnote-19)

**معدل الاستحداث = ( تكلفة الديون × وزن الديون ) + (تكلفة الأموال الخاصة ×وزن الأموال الخاصة)**

حيث أن:

* **تكلفة الديون = معدل الفائدة المتوسط × ( 1-معدل الضريبة على أرباح الشركات)**

كما أننا لم نتمكن من الحصول على أية معلومات تتعلق بقيمة معدل الفائدة على القروض المتوسط، ولكن قدرناها – بطريقة ارتجالية بمساعدة أحد المسيرين- بـ 7%، معدل الضريبة على أرباح الشركات= 25%

ومنه فإن **تكلفة الديون =** 0.07\* (1- 0.25)**= 0.0525**

* **وزن الديون= قيمة الديون/ قيمة الأصول**

**=** 1706.156/4658.728 **= 0.366**

* **تكلفة الأموال الخاصة = معدل المردود+ معدل النمو**[[19]](#footnote-20)

أيضا لم نتمكن من الحصول على أية معلومات تتعلق بقيمة معدل المردود الداخلي، فقدرنا معدل المردود الداخلي الأدنى– بطريقة ارتجالية بمساعدة أحد المسيرين- بـ 6%

* **تقدير معدل نمو التدفقات**

إن حجم نشاط أي مؤسسة يختلف من سنة إلى أخرى فهو يتأثر بـ[[20]](#footnote-21):

* + المحيط الاقتصادي ( على المستوى الوطني و الدولي )
  + القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة
  + المحيط الداخلي للمؤسسة

لتقدير قيمة معدل نمو التدفقات بالمؤسسة المستقبلة، قمنا بحساب معدل النمو السنوي المتوسط للنتيجة الصافية للمؤسسة بين سنتي 2006-2007. فقدر ب:

معدل نمو التدفقات = (النتيجة الصافية 2007- النتيجة الصافية 2006)/ النتيجة الصافية 2007

= (643-635)/643= 0.012

⇐ **تكلفة الأموال الخاصة =** 0.06+0.012 = **0.072**

* **وزن الأموال الخاصة = قيمة الأموال الخاصة / قيمة الأصول**

**=** 2309.753/4658.728 **= 0.4957**

⇐  **معدل الاستحداث[[21]](#footnote-22)(\*) = (0.0525\* 0.366)+( 0.072\* 0.4957) ≃ 0.05**

بعد حساب معدل الاستحداث، يمكن الانتقال إلى الخطوة الموالية:

في الحالة العامة نحصل على تدفق السنة 1+x كما يلي[[22]](#footnote-23):

**التدفق المالي الحر للسنة 1+t = تدفق المالي الحر للسنة t × ( 1/ ( 1 + معدل الاستحداث) )**

بعد ذلك نقوم بحساب التدفق المالي للسنة 2+t انطلاقا من السنة 1+t و هكذا في نهاية المطاف نحسب التراكم تلك التدفقات و القيمة النهائية تعبر عن قيمة المؤسسة .

و بالعودة إلى معطيات المؤسسة المستقبلية فان قيمة المؤسسة تكون كما في الجدول الآتي:

**الجدول رقم (18)**: حساب قيمة مؤسسة سوناطراك وفقا لطريقة التدفقات النقدية الحرة

(الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **تراكم نهاية السنة** | **تدفق السنة المقبلة** | **1/(1+معدل الاستحداث)x** | **التدفق السنوي** | **السنة** |
| **803,742** | **765,47** | **0,952** | **803,742** | **2007** |
| **1569,21** | **729,02** | **0,952** | **765,47** | **2008** |
| **2298,23** | **694,30** | **0,952** | **729,02** | **2009** |
| **2992,53** | **661,24** | **0,952** | **694,30** | **2010** |
| **3653,77** | **629,75** | **0,952** | **661,24** | **2011** |
| **4283,52** | **599,76** | **0,952** | **629,75** | **2012** |
| **4883,29** | **571,20** | **0,952** | **599,76** | **2013** |
| **5454,49** | **544,00** | **0,952** | **571,20** | **2014** |
| **5998,50** | **518,10** | **0,952** | **544,00** | **2015** |
| **6516,60** | **493,43** | **0,952** | **518,10** | **2016** |

المصدر: إعداد الباحثة

وعليه فإن قيمة مؤسسة سوناطراك بالاعتماد على طريقة التدفق النقدي الحر تقدر بـ: **6516,60** مليار دينار جزائري.

**2.2. حساب القيمة غير الملموسة**

**1.2.2. دور رأس المال غير المادي في خلق قيمة المؤسسة**

من أجل تحقيق الاستفادة القصوى من رأس المال غير المادي ، لا بد من تسيير الأصول غير الملموسة بفعالية، ولابد من إدراك اختلاف قيمة هذه الأصول، إذ تدعو الحاجة إلى تنمية واستثمار بعضها، مما يعني أن التسيير الفعال لرأس المال غير المادي يمثل الوجه الجديد لاقتصاد المعرفة، لدوره الكبير في خلق قيمة المؤسسة والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال منها [[23]](#footnote-24):

* تخفيض التكلفة، وتحسين الإنتاجية، و اكتساب موقع تنافسي ممتاز، كأن تهدف المؤسسة للاستحواذ على حصة سوقية عالية، أو قيادة الابتكار التكنولوجي، أو تحقيق علامة تجارية؛
* تراكم الأرباح كنتيجة لتسويق المنتجات والخدمات، وزيادة ولاء العميل الداخلي والخارجي.

كما تقوم المؤسسة ببعض المبادرات والممارسات التسييرية، التي تهدف إلى تحقيق القيمة وفق أشكال مهمة لأنشطتها الإستراتيجية من خلال رأس مالها غير المادي، إذ عندما تدرك المؤسسة امتلاكها لرأس مال غير مادي يصبح لزاما عليها أن تفكر في كيفية تحويله إلى شيء ذو قيمة بالنسبة إليها[[24]](#footnote-25)، وتتوقف قدرة المؤسسة على النجاح في عملية التحويل على نوعية القيمة التي ترغب في تحقيقها نتيجة استثمارها غير المادي، ومن أهم أنواع القيم التي تهدف المؤسسات إلى تحقيقها حماية المنتجات والخدمات المحققة من ابتكارات المؤسسة، مع محاولة الاستحواذ على ابتكارات المنافسين، وخلق معايير في أسواق أو منتجات جديدة، مع تحديد أسس التحالفات الجديدة ، وخلق حواجز لدخول منافسين جدد.

**2.2.2. محاولة تقدير قيمة المؤسسة بالاعتماد على التقييم المالي لرأس المال غير المادي**

ثبل الشروع في استعراض الطريثة نثدم أولا بعض الدراسات السابقة لبعض من المؤسسات:

**أ/الدراسات السابقة**

* + **شركة palramper chiny mylce الهندية:**

هى من أكبر شركات السكر فى الهند وإضافة إلى السكر فهي تقوم بإنتاج وبيع دبس السكر والكحوليات . قامت هذه الشركة بإعداد تقرير عن رأس المال غير المادي لإعطاء منظور أكبر لحملة الأسهم عن الشركة وعن المقومات الأساسية للشركة وقد تم تعريف مكونات رأس المال غير المادي للشركة على إنه يتكون من خمس عناصر وهى المصداقية ، والكفاءة ، ورأس المال البشرى ورأس المال الهيكلي ورأس المال الناتج عن العلاقة بالمستهلك (رأس المال التسويقي) ولهذا الأخير أهمية إستراتيجية لتلك المنشأة – حيث أكدت الشركة أن السمعة والعلامة التجارية هما أهم مقومات النجاح للشركة.

وقد قدمت الشركة التقرير عن رأس المال غير المادي في 11 صفحة سنة 1996 – 97 ، ثم 24 صفحة فى 97 – 98 ، ثم فى 48 صفحة فى عام 99 – 2000 ، ثم 40 صفحة فى 2000 – 2001 مما يعطي فكرة عن تطور مفهوم رأس المال غير المادي و زيادة الاهتمام به من قبل إدارات الشركات و المساهمين على حد سواء باعتبار أن إدارات الشركات الكبرى تستطيع أن توضح تطور أداءها السنوي قياسا برأس المال غير المادي.

* + **شركة PLS الاستشارية الدانمركية**

هي شركة استشارية دانمركية تعمل على الإفصاح عن رأس المال غير المادي منذ عام 1980 ، تقوم هذه الشركة بقياس رأس المال غير المادي بهدف دعم وعمل إستراتيجية تهتم بإعمار ومواصفات العاملين بالمنظمة ، وذلك لأن هذه الشركة تعتمد على هؤلاء الخبراء اعتمادا كبيراً في حل مشاكل العملاء .

ويجب على الشركات عمل حسابات خاصة برأس المال غير المادي بهدف خلق أهداف كافية لدعم الفهم المتكامل لاتجاه المنظمة نحو أهدافها ، وذلك حتى لا يكون هناك تشتت مابين فكر الإدارة وفكر العاملين . ومن هنا تم التركيز على الحسابات الخاصة برأس المال غير المادي داخل شركة PLS ، والتي تركز على المعلومات الإحصائية الموضوعية عن التعليم ، العمر ، الخبرة للموارد البشرية كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم ( 1 )

حسابات رأس المال الفكري الخاصة بشركة PLS

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| التبويب | معلومات إحصائية | النسب الرئيسية | الأهداف المحققة |
| 1. الموارد البشرية | * عدد المستشارين * عدد الموظفين الآخرين * الاستشارين القدامى * تكاليف التعليم | * معدل دوران الموظفين | * زيادة القيمة للموظف |
| 1. العملاء | * معدل دوران العميل على حسب كل نوع * النمو فى عملية معدل دوران العميل * - نصيب أكبر حساب من معدل الدوران |  |  |
| 1. التكنولوجيا | * الاستثمار في التكنولوجيا * تكاليف تشغيل التكنولوجيا | تكاليف التكنولوجيا بنسبة من معدل الدوران |  |
| 1. العمليات | * تكاليف البحوث والتطوير |  |  |

المصدر: The Danish Trade and industry Development council, Intellectual capital accounts: reporting and managing intellectual capital, Copenhagen memorandum, May 1997.

ويمكن استعراض الآثار الناتجة عن استخدام حسابات رأس المال غير المادي داخل هذه المنظمة من خلال أثرين : الأول وهو يخص العنصر الخارجى للمنظمة حيث أن تلك الحسابات تساعد المنظمة في استخدام نوع جديد من العملاء وهم من يهتمون برأس المال غير المادي ويسعون للتقرير به ، أما الأثر الثاني فهو العنصر الداخلي وذلك لأن هذه الحسابات تساعد الشركة على زيادة الرقابة والمتابعة وعلى زيادة ربط إستراتيجية المنظمة داخل جميع المستويات الإدارية المختلفة وزيادة تفهمها من قبل العاملين .

* + **شركة Consultus السويدية**

هي شركة استشارية سويدية تعمل باستخدام مفهوم رأس المال غير المادي منذ الثمانينات من القرن الماضي، وتعمل هذه الشركة على تحديد أسباب نجاح ونمو بعض الشركات عن شركات أخرى برغم تساوى النوعين من الناحية التمويلية والمالية ، ومن منظور هذه الشركة فإن رأس المال غير المادي يساعد في التنبؤ بالأحداث المستقبلية للمنشأة . وقد قامت الشركة بتوضيح شكل يهدف إلى الوصول إلى ما نسميه بالميزانية الكاملة Complete Balance Sheet حيث وبها جانبين الأول يحتوي على الأصول، أما الثاني فيضم الالتزامات وحقوق الملكية. وقد تم عرض هذه الميزانية كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول رقم (2):تقسيم شركة Consultus لمكونات رأس المال غير المادي

|  |  |
| --- | --- |
| الأصول الدفترية | الالتزامات |
| رأس المال المالي |
| الشهرة السالبة أو الموجبة | رأس المال التسويقي |
| رأس المال البشرى |
| رأس المال الهيكلي |
| رأس المال الاجتماعي |

المصدر :Danish Trade and Industry Development Council , Intellectual Capital Accounts: Reporting And Managing Intellectual Capital, Copenhagen Memorandum, May1997 , P.91.

ويلاحظ من ذلك الجدول أنه لم يخل بالشكل العام للميزانية ، ولكنه أعاد هيكلة الميزانية بحيث أكد أن هناك أصول لها علاقة بالأصول غير الملموسة ويقابلها في الناحية الأخرى رأس مال تسويقي ، وهو يرتكز على رضا المستهلك ، ورأس مال بشرى وهو يمثل كفاءة العاملين ورضاهم ، ورأس المال الهيكلي والشق الكمي في المؤسسة ويتمثل في كفاءة نظم الإنتاج الداخلية ، أما الأخير فهو رأس المال الاجتماعي وهو يعبر عن الوجهة البيئية للمنظمة وعلاقتها بالمنفعة العامة .

وتساعد عناصر الميزانية الكاملة في دعم التنبؤ بالقدرة الربحية المؤسسة. وقد أصبحت مخرجات النظام المحاسبي من ضمن مخرجات النظام المحاسبي للشركة مما زاد من نشر اسم الشركة في هذا المجال.

* + **نموذج شركة Skandia (منهج سلسلة القيمة)**

يعتبر النموذج الذي طورته شركة Skandia هو الأكثر استخداما لتقييم رأس المال المؤسسة, إذ يمثل هذا النموذج إطارا معنويا لرأس المال غير المادي كمكمل لرأس المال المادي (المالي) من خلال تقديم صورة شاملة لكل من رأس المال غير المادي والمالي.

وتشير هذه الطريقة إلى أن رأس المال الفكري يتضمن الآتي:

1. رأس المال البشري Human Capital
2. رأس المال السوقيMarket Capital

ج. رأس مال العمليات Process Capital

د. رأس مال التجديد والتطويرRenew & Development Capital

وتتم عملية قياس رأس المال غير المادي بواسطة العوائد المالية المتوقعة والتي يمكن نسبتها إلى هذه الأصول غير الملموسة أو غير المادية, ويمثل رأس المال غير المادي الإمكانات الكامنة للنمو المستقبلي.

فتعبر سلسلة القيمة عن المكونات المختلفة لقيمة السوق على أساس المعادلة الآتية:

قيمة السوق = رأس المال المالي + رأس المال غير المادي.

وبموجب هذه المعادلة تتحدد قيمة رأس المال غير المادي من خلال ما تمتلكه الشركة من رأس مال هيكلي وبشري ووفق المعادلة الآتية:

رأس المال غير المادي = رأس المال البشري + رأس المال الهيكلي.

إذ يمثل رأس المال البشري المعرفة المتراكمة والمهارة والابتكار والقيم والثقافة والحكمة والحدس وأدارك الأفراد لأهداف الشركة. ويعتبر رأس المال البشري ملكية خاصة بالإفراد ولا يمكن للشركة أن تمتلكه.

في حين يمثل رأس المال الهيكلي أصول المعرفة التي تبقى لدى المؤسسة دون اعتبار العمال, فتشمل رأس المال التنظيمي ورأس المال السوقي, وهو يمثل ملك للشركة ويمكنها المتاجرة به ويحسب وفق المعادلة الآتية:

رأس المال الهيكلي= رأس المال السوقي + رأس المال التنظيمي.

ويمثل رأس المال السوقي القيمة الناجمة عن علاقات المؤسسة مع زبائنها ويعد من الأصول الفكرية للشركة.

في حين يمثل رأس المال التنظيمي قدرات المؤسسة في شكل برمجيات وقاعدة بيانات وبراءات اختراع وعلامات تجارية. ويتكون رأس المال التنظيمي من رأس مال العملية الذي يتمثل بالأنشطة والبنية التحتية المتعلقة بخلق ونشر ونقل المعرفة بين الأفراد لرفع إنتاجيتهم. ومن رأس مال التجديد والتطوير الذي يشمل قدرات المؤسسة واستثماراتها الحقيقية اللازمة للنمو المستقبلي مثل الأبحاث والتطوير.

ومما تقدم يلاحظ أن رأس المال البشري هو المحور الذي ترتكز عليه عملية خلق القيمة وذلك من خلال استخدام خبراته ومعارفه في تنفيذ العمليات والأنشطة بكفاءة تضمن رضا الزبائن وباستخدام عقلاني للموارد. وبهذه الحالة يعزز العلاقة مع الزبائن فيزيد من قيمة رأس المال التسويقي وكذلك فإن الأبحاث والابتكارات التي يقوم بها العمال تعمل على تطوير المنتجات والخدمات المقدمة بالشكل الذي يضمن النمو المستدام وتحقيق النجاح المستقبلي وبذلك يدعم القدرة التنافسية للمؤسسة.

ويتجسد نجاح رأس المال البشري في خلق القيمة من خلال رأس مال العمليات والتسويقي ورأس مال التجديد وبالنتيجة تعمل تلك رؤوس الأموال جميعا على تحقيق عوائد مالية للمؤسسة.

**ب/ طريقة التقييم المالي لرأس المال غير المادي**

إن هدف طريقة التقييم المالي لرأس المال غير المادي هو الوصول إلى نتائج تكمل باقي الطرق الأخرى لتقييم المؤسسات، وليس إلغائها أو انتقادها. فمن المستحسن الاعتماد على الطرق المادية وكذا الطرق غير المادية إذا أردنا الوصول إلى تثمين للمؤسسة أكثر تمثيلا لواقعها.

ويمكن تلخيص هذا القول في الشكل التالي:

**الشكل رقم (14): مقارنة بين طريقة تقييم غن طريق التدفقات النقدية وعن طريق التقييم المالي لرأس المال غير المادي**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| تراكم نهاية السنة | تدفق السنة المقبلة | التدفق السنوي | السنة |
| 804 | 765,47 | 803,742 | 2007 |
| 569,21 | 729,02 | 765,47 | 2008 |
| 2298,23 | 694,30 | 729,02 | 2009 |
| 2992,53 | 661,24 | 694,30 | 2010 |
| 3653,77 | 629,75 | 661,24 | 2011 |
| 4283,52 | 599,76 | 629,75 | 2012 |
| 4883,29 | 571,20 | 599,76 | 2013 |
| 5454,49 | 544,00 | 571,20 | 2014 |
| 5998,50 | 518,10 | 544,00 | 2015 |
| 6516,60 | 493,43 | 518,10 | 2016 |

**التقييم عن طريق التثييم المالي لرأس المال غير المادي**

**قيمة المؤسسة**

**قيمة المؤسسة**

**المخطط الاستراتيجي**

**التقييم عن طريق التدفقات النقدية الحرة**

**قيمة المؤسسة = قيمة الموجودات المادية+ السائلة+ المعنوية**

**أو قيمة المؤسسة = التدفقات النقدية الحرة**

**الأموال الخاصة**

**الأصول الدائمة**

**الديون**

**الأصول غير المادية**

**الأصول المتداولة**

**فرق الحيازة**

**الخصوم**

**الأصول**

**الميزانية**

**المصدر:** Alan Fustec et Bernard Marois, Op.cit, P : 67

في الفصل السابق أشرنا إلى مبادئ طريقة قيمة مردود رأس المال غير المادي، المقترحة من طرف Fustec وMarois و فيما يأتي نحاول تطبيق خطوات الطريقة لحساب قيمة المؤسسة فكانت مرتبة كالأتي:

**أ/ حساب قيمة الإنشاء –الاستبدال للمؤسسة V-CRE**

ضمن هذه الخطوة يتم حساب قيمة الاستبدال لمختلف الأصول غير المادية بالمؤسسة، و ذلك بالإجابة عن التساؤلات الموالية:[[25]](#footnote-26)

كم كلف أو سيكلف المؤسسة :

* خدمة ، زبائن حاليين
* توظيف العمال
* تصميم و استغلال التنظيم ـ إجراءات العمل ، سياسة الأمن و التوعية
* تكوين رأس مال مصرفي
* تطوير نظام المعلومات
* تحديد التكاليف المتعلقة بالعلامة التجارية
* التعامل مع الموردين و الشركاء

يمكن تقدير هذه القيم من تحديد قيمة مبدئية للمؤسسة[[26]](#footnote-27)

**قيمة المؤسسة = الأصول الصافية المعاد تقييمها + قيمة الاستبدال للمؤسسة**

حيث أن الأصول الصافية المعاد تقييمها تعبر عن القيمة الحقيقية للأصول المادية. أما قيمة الاستبدال فيتم الوصول إليها انطلاقا من جمع قيم الاستبدال الأصول غير المادية التي تحدد انطلاقا من تقديرات الموازنات التقديرية ( وفقا لمبدأ: الأصول غير المادية الحالية توافق رأس المال البشري سابقا )[[27]](#footnote-28) :

* قيمة استبدال رأس المال البشري = أعباء العمل لمسؤول التوظيف عند قيامه بتوظيف كل العمال × اجر العامل + مصاريف الإعلان عن التوظيف + تكلفة التكوين ما بعد التوظيف+ تكلفة الأداء للعامل عند التوظيف
* قيمة استبدال رأس المال المعرفي = أعباء العمل الضرورية لإعادة إنشاء رأس المال المعرفي (الابتكارات ،براءة الاختراع ، المخططات ، الإجراءات العملية ، نتائج البحث و التطوير) × الأجر المتوسط (الأعباء الضمنية)
* قيمة استبدال رأس المال الزبائن = أعباء العمل لأجل خدمة زبون اليوم + تكاليف التسويق
* قيمة استبدال الموردين = تكلفة التعامل مع الموردين الحاليين
* قيمة استبدال نظام المعلومات = تكلفة إعادة تطوير أو صيانة المركبات المادية و برامج نظام المعلومات
* قيمة استبدال رأس المال العلامة = التكلفة التاريخية أو تكلفة الاستبدال و بذلك تكون قيمة استبدال المؤسسة هي مجموع القيم السابقة
* قيمة استبدال رأس المال التنظيمي= تكلفة إعداد برامج التنظيمية وتصميمها

و فيما يلي نقدم كيفية حساب قيمة استبدال مختلف الأصول غير المادية بالمؤسسة المستقبلة مع الإشارة أننا لم نتمكن من الاطلاع على كيفية حسابها، والمهم هنا هو التمكن من حساب قيمة استبدال أصول المؤسسة:

**قيمة استبدال رأس المال البشري لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| 5 | أعباء العمل لمسؤول التوظيف |
| 149,08 | اجر العامل |
| 20 | مصاريف الإعلان عن التوظيف |
| 203,2 | تكلفة التكوين ما بعد التوظيف |
| 83 | تكلفة الأداء للعامل عند التوظيف |
| **1051,6** | **قيمة استبدال رأس المال البشري** |

**قيمة استبدال رأس المال المعرفي لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| 432,7 | أعباء العمل الضرورية لإعادة إنشاء رأس المال المعرفي |
| 426,9 | الأعباء الضمنية |
| **859,6** | **قيمة استبدال رأس المال المعرفي** |

**قيمة استبدال رأس المال الزبائن لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **476,3** | أعباء العمل لأجل خدمة زبون |
| **108,2** | تكاليف التسويق |
| **584,5** | **قيمة استبدال رأس المال الزبائن** |

**قيمة استبدال الموردين لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **290,3** | **تكلفة التعامل مع الموردين الحاليين** |

**قيمة استبدال نظام المعلومات لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **513.1** | **تكلفة إعادة تطوير برامج نظام المعلومات** |

**قيمة استبدال رأس المال العلامة** **لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **494.6** | **التكلفة التاريخية للعلامة** |

**قيمة استبدال رأس المال التنظيمي لسوناطراك** (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **494.6** | **تكلفة تصميم نماذج تنظيمية** |

ومنه

**الجدول رقم (21)**:إجمالي قيم استبدال الأصول غير المادية لسوناطراك

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| % | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | |
| 13,9% | 584,5 | قيمة استبدال رأس مال الزبائن |
| 24,9% | 1051,6 | قيمة استبدال رأس المال البشري |
| 12,2% | 513,1 | قيمة استبدال نظام المعلومات |
| 10,1% | 426,2 | قيمة استبدال رأس المال التنظيمي |
| 20,4% | 859,6 | قيمة استبدال رأس المال المعرفي |
| 6,9% | 290,3 | قيمة استبدال رأس مال الموردين |
| 11,7% | 494,6 | قيمة استبدال رأس مال العلامة |
| **100%** | **4219,9** | **قيمة استبدال الأصول غير المادية** |

المصدر: إعداد الباحثة

نلاحظ أنه ليس بالضرورة أن تكون قيمة المؤسسة تساوي بالضبط قيمة الاستبدال المحصل عليها فقد تكون أقل أو أكثر، فإذا كانت قيمة الاستبدال للأصول أعلى من تكلفتها ( ففي هذه الحالة يكون فائض القيمة غير المادي موجب goodwill immatériel و في حالة العكس فيكون سالب badwill immatériel. لكن هذه الطريقة ليست كافية لتأكيد و بناء تحليلات انطلاقا من القيمة المتحصل عليها. و دعما لهذه الطريقة نقوم بحساب قيمة مردود أصول المؤسسة.

**ب/حساب قيمة مردود أصول المؤسسة V-REND**

في حقيقة الأمر لا توجد طريقة موحدة يمكن تطبيقها بالنسبة لكل المؤسسات، و لكن نتبع الطريقة بالإجابة على السؤال الموالي[[28]](#footnote-29):

كم يقدم رأس مال زبائن اليوم من مردودية في المستقبل؟ ما هي القيمة الممكن أن تحصل عليها المؤسسة عن طريق رأسمال الزبائن؟

لحساب قيمة مردود رأس المال غير المادي تعتمد على معدل استحداث للتدفقات المستقبلية، و نفرض أنه بالنسبة للزبائن يتضمن مخاطرة القدرة على التسديد و كذا وزن الزبائن الأكثر مساهمة في رقم الأعمال. و انطلاقا مما سبق نقدم خطوات حساب قيمة مردود أصول مؤسسة سوناطراك:

* **حساب قيمة مردود الزبائن لمؤسسة سوناطراك**

حسب ما توفر لدينا من معطيات ، فان لمؤسسة سوناطراك معدل وفاء الزبائن يقدر بـ 90% و هو ممتاز ، التدفق النقدي لسنة 2007 : 803,7مليار دج، أما عن الحساب فهو مدرج ضمن الجدول الموالي :

**الجدول رقم(20):** حساب قيمة مردود الزبائن لمؤسسة سوناطراك (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة | |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء | |
| 311,4 | 346,0 | 384,4 | 427,1 | 474,6 | 527,3 | 585,9 | 651,0 | 723,4 | 803,7 | **التدفق النقدي لرأس مال الزبائن** | |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران | |
| 404,8 | 449,8 | 499,8 | 555,3 | 617,0 | 685,5 | 703,1 | 716,1 | 803,7 |  | التدفق الخام | |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح | |
| 233,5 | 259,5 | 288,3 | 320,4 | 356,0 | 395,5 | 439,4 | 488,3 | 542,5 | 602,8 | الدفق النقدي بعد الضريبة | |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث | |
| 167,3 | 195,1 | 227,7 | 265,6 | 309,9 | 361,5 | 421,8 | 492,1 | 574,1 |  | التدفق النقدي المستحدث | |
| 3692,7 | 3433,2 | 3144,9 | 2824,5 | 2468,6 | 2073,1 | 1633,6 | 1145,3 | 602,8 |  | تراكم التدفق النقدي | |
| 3015,1 | 2847,8 | 2652,7 | 2425,0 | 2159,4 | 1849,5 | 1488,0 | 1066,2 | 574,1 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث | |
| **3015,1** | **قيمة رأس مال الزبائن** | | **2952,6** | **الأصول الصافية المعاد تقييمها لسوناطراك** | | | |  |  |  |  |
| **5967,7** | | | **قيمة سوناطراك** | | | | |  |  |  |  |

**المصدر**: إعداد الباحثة

حيث أننا نجهل الطريقة التي تم بموجبها حساب معدل دوران الزبائن، فقد تم الحصول عليه جراء المحادثة مع مسيرين ماليين بمديرية المالية و المحاسبة للمؤسسة. نلفت الانتباه أيضا إلى أننا احتفظنا بنفس قيمة معدل الدوران لحساب قيمة مردود باقي الأصول غير المادية.

أما عن طريقة الحساب في كالآتي: التدفق النقدي لرأس مال الزبائن لسنة t+1 = التدفق النقدي لرأس مال الزبائن لسنة t\* معدل الوفاء.

التدفق الخام للسنة t= معدل الدوران للسنة t \* التدفق النقدي لرأس مال الزبائن للسنة t

التدفق النقدي المستحدث للسنة t= التدفق الخام للسنة t-1 / (1 + معدل الاستحداث)n ، حيث n يمثل عدد السنوات. فثلا: التدفق النقدي المستحدث لسنة 2012=التدفق الخام للسنة 2011 / (1 + 1.05)5

انطلاقا من نتائج الجدول يبدو أن رأس مال الزبائن يقدر بـ حوالي[[29]](#footnote-30)(\*)3015,1 مليار دج ، بينما أن قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها تقدر بـ : 2952,6 ، و منه فان التقييم الأولي للمؤسسة:

قيمة سوناطراك = 3015,1 + 2952,6 = 5967,7 مليار دج

* **حساب قيمة مردود الأصول الجامعة لمؤسسة سوناطراك**

إن حساب قيمة مردود الأصول الجامعة معقد نوعا ما، إذ تتكون الأصول الجامعة من : الأصول المادية ، العمال ، نظام المعلومات ، ....و لكن كيف نتعرف على أهمية أو وزن كل أصل في خلق القيمة ؟

لحل هذه المشكلة نلجأ إلى قيمة الاستبدال ( الطريقة الأولى ) لتحديد الأهمية النسبية لكل أصل. و بالعودة إلى المعطيات المتوفرة فإن قيمة استبدال الأصول الجامعة و أهميتها النسبية تكون ممثلة في الجدول الأتي:

**الجدول رقم (21)**: تقدير الأهمية النسبية للأصول الجامعة بسوناطراك (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| وزن كل أصل جامع في قيمة المردود | قيمة استبدال الأصول غير المادية |  |  | |
| 8,8% | 351,5 | الأصول الثابتة | |
| 26,4% | 1051,60 | العمال | |
| 12,9% | 513,10 | نظام المعلومات | |
| 10,7% | 426,20 | التنظيم | |
| 21,6% | 859,60 | المعرفة | |
| 7,3% | 290,30 | الموردون | |
| 12,4% | 494,60 | العلامة | |
| 100,0% |  |  |  | |

**المصدر**: إعداد الباحثة

مع العلم أن الأصول الثابتة اعتبرت ضمن الأصول الجامعة، أما الأصول الدائمة فلا يتم أخذها بعين الاعتبار تفاديا لازدواجية الحساب، فهي متضمنة في باقي الأصول غير المادية.

فحسب الجدول أعلاه فانه على سبيل المثال تقدر نسبة مساهمة العمال في قيمة استبدال المؤسسة بـ 26,4 % و هذا ما يوافق وزن الأصل.

و بالإمكان لتلك الأوزان أن تخضع لعملية تعديل ، حتى تكون أقرب ما يكون لواقع المؤسسة ، فقد تركز المؤسسة على الاستثمار في جانب معين أكثر من الجوانب الأخرى ، و لكن الأوزان لا تعكس ذلك فيمكن إزاحتها قليلا حتى تعبر عن الواقع.

في حالة المؤسسة المستقبلة ، ثم تعديلها بعد التحدث إلى مجموعة من المسيرين الماليين بالمؤسسة وكذا بالاعتماد على النتائج المحصل عليها عند القيام بحساب وزن كل أصل غير مادي (التقييم النوعي: المبحث الأول من الفصل السابق)، ( بالرغم من تعذر الحصول على أي معلومات تتعلق بالمخطط الاستراتيجي أو أهداف المؤسسة ) فكانت النسب المعدلة كما في الجدول الموالي:

**الجدول رقم (22)**: تعديل الأهمية النسبية للأصول الجامعة بسوناطراك

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **الوزن المعدل لكل أصل  جامع في قيمة المردود** |  |  | وزن كل أصل  جامع في قيمة المردود |
| **11,65%** | الأصول الثابتة | | 8,8% |
| **24,75%** | العمال | | 26,4% |
| **13,19%** | نظام المعلومات | | 12,9% |
| **10,66%** | التنظيم | | 10,7% |
| **21,13%** | المعرفة | | 21,6% |
| **7,22%** | الموردون | | 7,3% |
| **11,43%** | العلامة | | 12,4% |
| **100,00%** |  |  | 100,0% |

**المصدر**: إعداد الباحثة

بعد ذلك نقوم بحساب قيمة التدفقات المالية الخاصة بكل أصل، ذلك بضرب قيمة التدفق النقدي (الزبائن) الأول × وزن كل أصل. فنحصل على الجدول الموالي:

**الجدول رقم (23):** حساب قيمة التدفقات المالية الخاصة بكل أصل جامع

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **قيمة استبدال الأصول  غير المادية بعد التعديل** | **الوزن المعدل لكل أصل  جامع في قيمة المردود** | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | وزن كل أصل  جامع في قيمة المردود | قيمة استبدال الأصول  غير المادية قبل التعديل |
| **93,60** | **11,65%** | الأصول الثابتة | | 8,8% | **351,5** |
| **198,93** | **24,75%** | العمال | | 26,4% | 1051,60 |
| **105,97** | **13,19%** | نظام المعلومات | | 12,9% | 513,10 |
| **85,64** | **10,66%** | التنظيم | | 10,7% | 426,20 |
| **169,79** | **21,13%** | المعرفة | | 21,6% | 859,60 |
| **57,99** | **7,22%** | الموردون | | 7,3% | 290,30 |
| **91,83** | **11,43%** | العلامة | | 12,4% | 494,60 |
|  | **100,00%** |  |  | 100,0% |  |

**المصدر**: إعداد الباحثة

بعد حساب التدفقات ، نقوم بحساب قيمة المردود لكل أصل جامع على حدة كما هو موضح فيما يأتي:

**الجدول رقم (24)**: تعديل الأهمية النسبية للأصول الجامعة بسوناطراك

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **الوزن المعدل لكل أصل  جامع في قيمة المردود** |  |  | وزن كل أصل  جامع في قيمة المردود |
| **11,65%** | الأصول الثابتة | | 8,8% |
| **24,75%** | العمال | | 26,4% |
| **13,19%** | نظام المعلومات | | 12,9% |
| **10,66%** | التنظيم | | 10,7% |
| **21,13%** | المعرفة | | 21,6% |
| **7,22%** | الموردون | | 7,3% |
| **11,43%** | العلامة | | 12,4% |
| **100,00%** |  |  | 100,0% |

**المصدر**: إعداد الباحثة

بعد ذلك نقوم بحساب قيمة التدفقات المالية الخاصة بكل أصل، ذلك بضرب قيمة التدفق النقدي (الزبائن) الأول × وزن كل أصل. فنحصل على الجدول الموالي:

**الجدول رقم (25):** حساب قيمة التدفقات المالية الخاصة بكل أصل جامع

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **قيمة استبدال الأصول  غير المادية بعد التعديل** | **الوزن المعدل لكل أصل  جامع في قيمة المردود** | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | وزن كل أصل  جامع في قيمة المردود | قيمة استبدال الأصول  غير المادية قبل التعديل |
| **93,60** | **11,65%** | الأصول الثابتة | | 8,8% | **351,5** |
| **198,93** | **24,75%** | العمال | | 26,4% | 1051,60 |
| **105,97** | **13,19%** | نظام المعلومات | | 12,9% | 513,10 |
| **85,64** | **10,66%** | التنظيم | | 10,7% | 426,20 |
| **169,79** | **21,13%** | المعرفة | | 21,6% | 859,60 |
| **57,99** | **7,22%** | الموردون | | 7,3% | 290,30 |
| **91,83** | **11,43%** | العلامة | | 12,4% | 494,60 |
|  | **100,00%** |  |  | 100,0% |  |

**المصدر**: إعداد الباحثة

بعد حساب التدفقات ، نقوم بحساب قيمة المردود لكل أصل جامع على حدة كما هو موضح فيما يأتي:

* **الجدول رقم (26): حساب قيمة المردود لرأس المال البشري بسوناطراك:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء |
| 77,1 | 85,6 | 95,1 | 105,7 | 117,5 | 130,5 | 145,0 | 161,1 | 179,0 | 198,93 | التدفق النقدي لرأس المال البشري |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران |
| 100,2 | 111,3 | 123,7 | 137,4 | 152,7 | 169,7 | 174,0 | 177,2 | 198,9 |  | التدفق الخام |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح |
| 57,8 | 64,2 | 71,4 | 79,3 | 88,1 | 97,9 | 108,8 | 120,8 | 134,3 | 149,2 | الدفق النقدي بعد الضريبة |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث |
| 41,4 | 48,3 | 56,3 | 65,7 | 76,7 | 89,5 | 104,4 | 121,8 | 142,1 |  | التدفق النقدي المستحدث |
| 913,9 | 849,7 | 778,4 | 699,1 | 611,0 | 513,1 | 404,3 | 283,5 | 149,2 |  | تراكم التدفق النقدي |
| 746,2 | 704,8 | 656,5 | 600,2 | 534,5 | 457,8 | 368,3 | 263,9 | 142,1 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث |
| **746,2** | **قيمة رأس المال البشري** | |  |  | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | | | |  |

* **الجدول رقم (27): حساب قيمة المردود لنظام المعلومات بسوناطراك:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة | |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء | |
| 41,1 | 45,6 | 50,7 | 56,3 | 62,6 | 69,5 | 77,3 | 85,8 | 95,4 | 105,97 | التدفق النقدي لنظام المعلومات | |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران | |
| 53,4 | 59,3 | 65,9 | 73,2 | 81,3 | 90,4 | 92,7 | 94,4 | 105,97 |  | التدفق الخام | |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح | |
| 30,8 | 34,2 | 38,0 | 42,2 | 46,9 | 52,1 | 57,9 | 64,4 | 71,5 | 79,5 | الدفق النقدي بعد الضريبة | |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث | |
| 22,1 | 25,7 | 30,0 | 35,0 | 40,9 | 47,7 | 55,6 | 64,9 | 75,7 |  | التدفق النقدي المستحدث | |
| 486,9 | 452,7 | 414,6 | 372,4 | 325,5 | 273,3 | 215,4 | 151,0 | 79,5 |  | تراكم التدفق النقدي | |
| 397,5 | 375,5 | 349,8 | 319,7 | 284,7 | 243,9 | 196,2 | 140,6 | 75,7 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث | |
| **397,5** | **قيمة نظام المعلومات** | |  | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | | | | |  |  |

* **الجدول رقم (28): حساب قيمة المردود لرأس المال التنظيمي بسوناطراك:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة | |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء | |
| 33,2 | 36,9 | 41,0 | 45,5 | 50,6 | 56,2 | 62,4 | 69,4 | 77,1 | 85,64 | التدفق النقدي لرأس المال التنظيمي | |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران | |
| 43,1 | 47,9 | 53,2 | 59,2 | 65,7 | 73,0 | 74,9 | 76,3 | 85,6 |  | التدفق الخام | |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح | |
| 24,9 | 27,6 | 30,7 | 34,1 | 37,9 | 42,1 | 46,8 | 52,0 | 57,8 | 64,2 | الدفق النقدي بعد الضريبة | |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث | |
| 17,8 | 20,8 | 24,3 | 28,3 | 33,0 | 38,5 | 44,9 | 52,4 | 61,2 |  | التدفق النقدي المستحدث | |
| 393,5 | 365,8 | 335,1 | 301,0 | 263,0 | 220,9 | 174,1 | 122,0 | 64,2 |  | تراكم التدفق النقدي | |
| 321,3 | 303,4 | 282,6 | 258,4 | 230,1 | 197,1 | 158,5 | 113,6 | 61,2 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث | |
| **321,3** | **قيمة رأس المال التنظيمي** | |  |  | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | | | |  |  |

* **الجدول رقم (29): حساب قيمة المردود لرأس المال المعرفي بسوناطراك:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة | |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء | |
| 65,8 | 73,1 | 81,2 | 90,2 | 100,3 | 111,4 | 123,8 | 137,5 | 152,8 | 169,79 | التدفق النقدي لرأس المال المعرفي | |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران | |
| 85,5 | 95,0 | 105,6 | 117,3 | 130,3 | 144,8 | 148,5 | 151,3 | 169,8 |  | التدفق الخام | |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح | |
| 49,3 | 54,8 | 60,9 | 67,7 | 75,2 | 83,5 | 92,8 | 103,1 | 114,6 | 127,3 | الدفق النقدي بعد الضريبة | |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث | |
| 35,3 | 41,2 | 48,1 | 56,1 | 65,5 | 76,4 | 89,1 | 104,0 | 121,3 |  | التدفق النقدي المستحدث | |
| 780,1 | 725,3 | 664,4 | 596,7 | 521,5 | 437,9 | 345,1 | 242,0 | 127,3 |  | تراكم التدفق النقدي | |
| 636,9 | 601,6 | 560,4 | 512,3 | 456,2 | 390,7 | 314,3 | 225,2 | 121,3 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث | |
| **636,9** | **قيمة رأس المال المعرفي** | |  |  | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | | | |  |  |

* **الجدول رقم (30): حساب قيمة المردود لرأس مال الموردين بسوناطراك:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة | |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء | |
| 22,5 | 25,0 | 27,7 | 30,8 | 34,2 | 38,0 | 42,3 | 47,0 | 52,2 | 57,99 | التدفق النقدي لرأس مال الموردين | |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران | |
| 29,2 | 32,5 | 36,1 | 40,1 | 44,5 | 49,5 | 50,7 | 51,7 | 58,0 |  | التدفق الخام | |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح | |
| 16,8 | 18,7 | 20,8 | 23,1 | 25,7 | 28,5 | 31,7 | 35,2 | 39,1 | 43,5 | الدفق النقدي بعد الضريبة | |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث | |
| 12,1 | 14,1 | 16,4 | 19,2 | 22,4 | 26,1 | 30,4 | 35,5 | 41,4 |  | التدفق النقدي المستحدث | |
| 266,4 | 247,7 | 226,9 | 203,8 | 178,1 | 149,6 | 117,9 | 82,6 | 43,5 |  | تراكم التدفق النقدي | |
| 217,5 | 205,5 | 191,4 | 175,0 | 155,8 | 133,4 | 107,4 | 76,9 | 41,4 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث | |
| **217,5** | **قيمة رأس مال الموردين** | |  |  | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | | | |  |  |

* **الجدول رقم (31): حساب قيمة المردود لرأس مال العلامة بسوناطراك :**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنة | |
| 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |  | معدل الوفاء | |
| 35,6 | 39,5 | 43,9 | 48,8 | 54,2 | 60,2 | 66,9 | 74,4 | 82,6 | 91,83 | التدفق النقدي لرأس مال العلامة | |
| 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |  | معدل الدوران | |
| 46,2 | 51,4 | 57,1 | 63,4 | 70,5 | 78,3 | 80,3 | 81,8 | 91,8 |  | التدفق الخام | |
| 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | الضريبة على الأرباح | |
| 26,7 | 29,6 | 32,9 | 36,6 | 40,7 | 45,2 | 50,2 | 55,8 | 62,0 | 68,9 | الدفق النقدي بعد الضريبة | |
| 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | معدل الاستحداث | |
| 19,1 | 22,3 | 26,0 | 30,3 | 35,4 | 41,3 | 48,2 | 56,2 | 65,6 |  | التدفق النقدي المستحدث | |
| 421,9 | 392,2 | 359,3 | 322,7 | 282,0 | 236,8 | 186,6 | 130,9 | 68,9 |  | تراكم التدفق النقدي | |
| 344,5 | 325,4 | 303,1 | 277,1 | 246,7 | 211,3 | 170,0 | 121,8 | 65,6 |  | تراكم التدفق النقدي المستحدث | |
| **344,5** | **قيمة رأس مال العلامة** | |  |  | (الوحدة: مليار دينار جزائري ) | | | | |  |  |

**ج/ التقييم الكلي للمؤسسة**

خلال المرحلة السابقة تم التمكن من حساب قيمة المردود لكل أصل على حده، فبجمعها نكون قد تحصلنا على قيمة المردود لأصول المؤسسة ، و من ثم قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية :

**الأصول الصافية المعاد تقييمها – الأصول الثابتة + قيمة المردود للأصول الجامعة = قيمة المؤسسة**

ففي حالة سوناطراك فإن: (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **2664,0** | **قيمة المردود لكل الأصول الجامعة** |
| **351,5** | **قيمة الأصول الثابتة** |
| **2952,6** | **الأصول الصافية المعاد تقييمها لسوناطراك** |
| **5265,1** | **قيمة سوناطراك حسب المردود لكل الأصول الجامعة** |

فنحصل بذلك بعد المرحلة أ/ب على: (الوحدة: مليار دينار جزائري )

|  |  |
| --- | --- |
| **5265,1** | **قيمة سوناطراك حسب المردود لكل الأصول الجامعة** |
| **5967,7** | **قيمة سوناطراك حسب المردود لكل أصول المصدر** |
| **5616,4** | **قيمة المردود لسوناطراك** |
| **6516,60** | **القيمة الملموسة لسوناطراك** |
| **14%** | **نسبة الفرق بين الطريقتين** |

و بذلك نكون قد أتممنا التقييم عن طريق الأصول غير المادية ، و من ثم أمكن لنا إجراء المقارنة بين الطريقتين : التقييم المادي و التقييم عن طريق الأصول غير المادية.

**الشكل رقم (15): تحليل الفرق بين التقييم عن طريق رأس المال غير المادي التقييم عن طريق التدفقات المالية الحرة لسوناطراك**

**قيمة المؤسسة (سوناطراك):**

**5616,4**

**قيمة المؤسسة (سوناطراك):**

**6516,60**

**30,99**

**فرق 14 % بين التقييمين،**

**ومنه فإن المخطط الاستراتيجي ناجع**

**المصدر: إعداد الباحثة**

فالفرق بينهما يمثل نسبة 14 % و من هنا يمكن استنتاج أن المخطط الاستراتيجي نسبيا فعال ، كون أن أصول المؤسسة تحقق محتوى المخطط بنسبة 86 %.

**3.2. التسيير الاستراتيجي لرأس المال غير المادي**

يجب النظر إلى الإدارة والتسيير الفعال لرأس المال غير المادي كخيار استراتيجي تفرضه طبيعة الضغوط التنافسية المتزايدة، ذلك كون أن مسيري المؤسسات يقفون أمام تحديات ترتكز أساسا على الفهم الجيد للأصول غير الملموسة ومقدرتهم على توجيهها وإدارتها بنجاح.

وكي تتم الاستفادة القصوى من رأس المال غير المادي، فإنه لابد من إدارة الأصول غير المادية بفعالية، وإدراك اختلاف وتباين قيمة هذه الأصول بالنسبة للمؤسسة، لذلك يتطلب تسييرها الاستراتيجي أولا إدراك طبيعة الاختلافات النسبية بينها، فبعضها يحتاج إلى تنمية والاستثمار فيها، وبعضها يحتاج إلى توقف الاستثمار فيها، أما البعض الأخر فقد لا يكون ذو قيمة على الإطلاق.

فمن هذا المنطلق فإن إدراك المؤسسات لمصدر نجاحها وسر بقائها يكمن في مدى استثمارها الصحيح لطاقاتها المعنوية، بالشكل الذي يعزز ويعمل على صيانتها ويضمن المحافظة عليها. الأمر الذي أدى إلى حتمية وجود إدارة وتسيير فعال لرأس المال غير المادي. فالقدرات الفكرية العالية أصبحت من أهم عوامل التفوق والتميز التنافسي في الاقتصاد العالمي المبني على المعرفة، فكل الإبداعات تبدأ بأفكار خلاقة، كما أن عملية بناء قاعدة فكرية تمثل التزاما كبيرا للإدارة العليا، فهي تتطلب وقتا وموارد مادية ومالية، بل قد يتطلب الأمر إعادة تنظيم وهندسة جديدة لمختلف الأنشطة والعمليات[[30]](#footnote-31).

وتظهر أهمية الاستثمار في الأصول غير المادية من خلال:

* تنمية القدرات الإبداعية وتحسين الإنتاجية وزيادة الربحية.
* تحسين العلاقات مع الزبائن والموردين وتقديم خدمات ومنتجات مميزة.

كما يتفق كثير من الباحثين على أن الأبعاد الرئيسية لرأس المال غير المادي تتمثل في[[31]](#footnote-32):

* **استقطاب رأس المال غير المادي:** يركز هذا البعد على البحث عن الخبرات المتقدمة، وجذب المهارات التقنية العالية بالاعتماد على نظام معلومات يسهل مهمة الجذب والاستقطاب.
* **صناعة رأس المال غير المادي:** يشمل هذا البعد على تعزيز قدرات العناصر المعنوية، وتقليل معارضتها مع خلق الانسجام الضروري بينها.
* **تنشيط رأس المال غير المادي:** من خلال استخدام آليات لجعل الأصول غير المادية ممزوجة، حتى تتكافل للرفع من أداء المؤسسة.
* **المحافظة على رأس المال غير المادي:** بالاستثمار في التكوين والتطوير المستمر، والتحفيز المادي والمعنوي والحرص على تصميم محكم لنظام المعلومات.
* **الاهتمام بالزبائن:** ويهتم بتوثيق متطلبات الزبائن، وتفعيل نظام معلومات لتقديم خدمة الزبون ومنح مزايا إضافية له، والسعي للاحتفاظ بالزبائن القدماء.

**1.3.2. إدارة رأس المال غير المادي**

إن الإدارة والتسيير الفعال لرأس المال غير المادي كخيار استراتيجي مكون من أربعة خطوات أساسية[[32]](#footnote-33):

* **الخطوة الأولى:** تتركز أساسا في التعرف على دور الأصول غير المادية ومدى الاعتماد عليها في المنظمة، ومساهمتها في إعطاء فائض قيمة، حيث كلما ازدادت أهميتها كلما حققت إدارتها عائدا ومردودا أكبر، والعكس من ذلك إذا لم تهتم المؤسسة بهذا الجانب كان السبيل إلى تحقيق مردود أكبر هو تحسين إدارة الأصول المادية أو المالية.
* **الخطوة الثانية:** مطابقة الإيرادات التي تم الوصول إليها بالأصول غير المادية المنتجة لها، ومحاولة إيجاد رأس المال غير المادي المنتج للمزايا التي اكتشفها في الخطوة السابقة.
* **الخطوة الثالثة:** وضع إستراتجية للاستثمار في الأصول غير المادية واستغلالها، خاصة التي تعمل على رفع أداء المؤسسة، بمعنى وضع خطط للاستخدام الأمثل للأصول غير المادية والاستثمار فيها لزيادة قيمتها.
* **الخطوة الرابعة:** تمثل هذه الخطوة في زيادة إنتاجية الأصول غير المادية، فلابد أولا من البحث عن مقاييس جديدة غير تقليدية لقياس إنتاجية هذه الأصول. فإنتاجيتها ترتكز على أن الأصول غير المادية لا يمكن إدارتها بنفس الطريقة السابقة التي كانت تدار بها الأعمال والوظائف القائمة على العمل اليدوي[[33]](#footnote-34).

**خلاصة**

إن مخرجات نظام المعلومات المحاسبي لا تحقق وحدها أهداف المقيم في التوصل إلى قيمة حقيقية للمؤسسة، ذلك أن البيانات الواردة في الوثائق المحاسبية هي مجرد بيانات تاريخية تخضع للتلاعب المحاسبي في كثير من الأحيان، زد على ذلك أن الوثائق المحاسبية نجدها لا توفر سوى البيانات المحاسبية. أما تلك البيانات والمعلومات الأخرى التي من خلالها يمكن الحكم على الوضع الاقتصادي للمؤسسة، كدرجة المنافسة والمخاطرة المحتملة فلا وجود لها صمن تلك الوثائق.

لذا تتضح ضرورة القيام بتقييم عائدات الأصول غير المادية– غير المسجلة في الدفاتر المحاسبية – والتي يترتب عنها تحقيق أرباح غير عادية للمؤسسة.

ويبقى هدف طريقة التقييم المالي للأصول غير المادية، هو الوصول إلى نتائج تكمل باقي الطرق الأخرى لتقييم المؤسسات، وليس إلغائها أو انتقادها. فمن المستحسن الاعتماد على الطرق المادية وكذا الطرق غير المادية إذا أردنا الوصول إلى قيمة أكثر تمثيلا لواقع المؤسسة. إذ أن أساس هذه الطريقة هو اعتبار أن رأس المال غير المادي يمثل الإمكانات الكامنة للنمو المستقبلي.

1. (\*) L'institut d'administration des entreprises de Lille [↑](#footnote-ref-2)
2. Bréchet Jean Paul, Le thème de la valeur en sciences de gestion. Représentations et paradoxes in Valeur, marché et organisation, Actes des XIVèmes Journées nationales des IAE, Nantes, avril 1998, pp.27-52. [↑](#footnote-ref-3)
3. Louzzani Yassine, Op.cit, P:81 [↑](#footnote-ref-4)
4. Cohen Elie, Epistémologie de la gestion, Encyclopédie de gestion, Tome1, édition, 1997, pp 1158-1179. [↑](#footnote-ref-5)
5. Brechet Jean Paul, Op.cit, P 32. [↑](#footnote-ref-6)
6. Jean Brilman et Claude Maire, Manuel d’évaluation des entreprises, édition d’organisation, 1993, P : 19 [↑](#footnote-ref-7)
7. Tchemeni Emmanuel, l’évaluation des entreprises, édition Economica, Paris, 1993, P: 8. [↑](#footnote-ref-8)
8. Vernimmen Pierre, « finance d’entreprise », 3eme édition, édition Dalloz, Paris, 1998, P :659. [↑](#footnote-ref-9)
9. Brilmain Jean, et Maire Claude, Manuel d’évaluation des entreprises l’édition d’Organisation, Paris, 1990, P : 135. [↑](#footnote-ref-10)
10. Bellalah Mondher, Gestion Financier : diagnostic, évaluation, et choix d’investissement, édition Economica, Paris, 1998, P : 84. [↑](#footnote-ref-11)
11. IBID, P : 121. [↑](#footnote-ref-12)
12. Jean Brilman et Claude Maire, Op.cit, P : 115. [↑](#footnote-ref-13)
13. IBID, P: 115. [↑](#footnote-ref-14)
14. Tom Copeland et autres, la stratégie de la valeur: L'évaluation d'entreprise en pratique, édition d'organisation, Paris, 2002, PP: 311-334. [↑](#footnote-ref-15)
15. Jean Brilman et Claude Maire, Op.cit, P : 125. [↑](#footnote-ref-16)
16. (\*) أنظر الملحق رقم (03) [↑](#footnote-ref-17)
17. Jean Claude et Jeane Baptiste Tournier, L’évaluation d’entreprise, édition d’organisation, Paris, 1998, P : 134. [↑](#footnote-ref-18)
18. Alan Fustec et Bernard Marois, Op.cit, P : 65. [↑](#footnote-ref-19)
19. Jean Brilman et Claude Maire, Op.cit, P : 163. [↑](#footnote-ref-20)
20. IBID, P : 50. [↑](#footnote-ref-21)
21. (\*) تم الاعتماد على هذه النسبة في باقي الحسابات اللاحقة. [↑](#footnote-ref-22)
22. Jean Claude et Jeane Baptiste Tournier, Op.cit,P : 140. [↑](#footnote-ref-23)
23. سملالي يحضيه، مرجع سبق ذكره، ص 134-135. [↑](#footnote-ref-24)
24. Gérard Charreaux, Image de l'investissement, édition Viubert, Paris 2001, P:265-266. [↑](#footnote-ref-25)
25. Alan Fustec et Bernard Marois, Op.cit, P: 76. [↑](#footnote-ref-26)
26. IBID, P: 76. [↑](#footnote-ref-27)
27. IBID, P: 76-77. [↑](#footnote-ref-28)
28. IBID, P: 78. [↑](#footnote-ref-29)
29. (\*) ليست النتيجة دقيقة باعتبار أننا اعتمدنا على تقديرات للتدفقات المالية. [↑](#footnote-ref-30)
30. سعد الغتري، أثر رأس المال الفكري في أداء المنظمة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد 28/2001، ص 158. [↑](#footnote-ref-31)
31. خالد محمد طلال بني حمدان: تحليل معطيات العلاقة الارتباطية بين نظام معلومات الموارد البشرية ورأس المال الفكري، المؤتمر العلمي الأول لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية حول: " اقتصاد الأعمال في ظل عالم متغير"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية الأهلية، 2003، ص 12. [↑](#footnote-ref-32)
32. توماس ستيوارت: ثروة المعرفة رأس المال الفكري، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، 2004، ص 127. [↑](#footnote-ref-33)
33. نجم عبود نجم: إدارة المعرفة ، المفاهيم والاستراتيجيات والعمليات، الوراق للنشر، 2005، ص 384. [↑](#footnote-ref-34)