



جامعة جيلالي ليابس - سيدي بلعباس

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم المالية والمحاسبة

مطبوعة بيداغوجية بعنوان:

تقييم المؤسسات

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص مالية المؤسسة

السداسي الثاني

إعداد د. حلام زواوية

الرتبة: أستاذة محاضرة أ

السنة الجامعية: 2023 - 2024

02	الفهرس
04-03	قائمة الأشكال والجداول
05	مقدمة عامة
06	المحاضرة رقم 01: الإطار المفاهيمي والتأصيلي للقيمة في المؤسسة
12	المحاضرة رقم 02: القيمة من وجهة النظر المالية
18	المحاضرة رقم 03: الإطار العام لتقييم المؤسسات
26	المحاضرة رقم 04: مراحل عملية تقييم المؤسسات
31	المحاضرة رقم 05: التشخيص الكلي للمؤسسة في سياق عملية التقييم
47	المحاضرة رقم 06: تقييم المؤسسة وفق مقارنة الذمة المالية
55	المحاضرة رقم 07: تصحيح وإعادة تقييم عناصر الميزانية
78	المحاضرة رقم 08: تقييم المؤسسة وفق مقارنة فائض القيمة
96	المحاضرة رقم 09: تقييم المؤسسة وفق مقارنة التدفق النقدي
106	المحاضرة رقم 10: الطرق المرتكزة على مقارنة العوائد أو الأرباح
122	المحاضر رقم 11: التقييم وفق طريقة المقارنة (مقارنة المضاعفات)
136	المحاضرة رقم 12: التقييم وفق مداخل التحليل الفني والأساسي
153	المحاضرة رقم 13: تقييم المؤسسة من خلال قيمة الأسهم المدرجة في السوق المالي
159	المحاضرة رقم 14: تقييم المؤسسة وفق مدخل الخيارات الحقيقية
172	خاتمة عامة
174	قائمة المراجع

قائمة الأشكال	
01	تطور المؤشرات المالية
02	مخطط دوافع تقييم المؤسسات
03	الاستحداث والرسملة
04	المضمون العام للتحليل الفني
05	النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد
06	الأعمدة البيانية
07	نموذج الشموع اليابانية
08	خريطة النقطة والشكل
09	مستويات الدعم والمقاومة
10	الإطار العام للتحليل الأساسي
11	منهج التحليل الأساسي
12	وضعية البائع والمشتري لكل من خيار الشراء وخيار البيع

قائمة الجداول	
01	اهتمامات الفكر الاقتصادي بالقيمة
02	إنتاج المعلومة المحاسبية وتأثيرها على القيمة
03	الميزانية الوظيفية
04	كيفية إعداد الميزانية الوظيفية
05	اهتمامات الفكر الاقتصادي بالقيمة
06	إنتاج المعلومة المحاسبية وتأثيرها على القيمة
07	طرق المقارنة وفقا لمقاربة المضاعفات

ظهرت الحاجة إلى تقييم المؤسسات بسبب العديد من الدوافع الاقتصادية والمالية، حيث أن إشكالية التقييم تعتبر من بين المسائل المهمة والتي ظهرت نتيجة لاهتمام المهنيين والأكاديميين على حد سواء، حيث انتقل هذا العلم تدريجياً من مجال المحاسبة إلى مجال المالية ثم الاستراتيجية، وهذا ما يفسر اختلاف المقاربات والطرق التي تنطوي عليها عمليات التقييم.

حيث أن تعدد عمليات الاندماج والاستحواذ أو الشراكة والدخول إلى السوق المالي، الخصوصية أو حتى التأميم والتنازل وتحديد حصص المساهمة وكذلك تقييم حصص الأرباح الموزعة، رفع رأس المال وتحديد أسعار الأسهم المصدرتة الجديدة، عمليات النمو الخارجي باختلاف أشكالها، كلها تعتبر من بين دوافع تقييم المؤسسات. حيث تعتمد هذه الأخيرة على العديد من الطرق والعلاقات والقوانين حسب طبيعة ونوع نشاط المؤسسة والهدف من تقييمها، حيث فسرت النظرية المالية اختلاف مقاربات التقييم من منظورين أولهما منظور الذمة المالية الذي يؤسس إلى تقييم عناصر الذمة المالية للمؤسسة من أصول محاسبيا، بالإضافة إلى منظور التدفقات والعوائد المستقبلية والمتوقع الحصول عليها وهو ما يستدعي عمليات التحيين والتنبؤ وفق تقنيات ونماذج معينة.

وعلى هذا الأساس توجد العديد من الرؤى لتقدير قيمة المؤسسة فمنها القيمة الرياضية المحاسبية، والقيمة الجوهرية، قيمة المردودية أو العائد أو فائض القيمة، قيمة رسملة التمويل الذاتي، القيمة السوقية، قيمة إعادة تكوين المؤسسة، قيمة التنازل، قيمة الاستعمال، قيمة التصفية والقيمة الكامنة.

حيث أن كل هذه التقديرات تفسر اختلاف طرق التقييم المعتمدة والتي تتركز ضمن مقاربات الذمة المالية كالأصل المحاسبي الصافي المصحح والأصل المحاسبي الصافي المعاد تصحيحه، القيمة الجوهرية، والأموال الدائمة الضرورية للاستغلال، وفائض القيمة. بالإضافة إلى مقاربات العائد والتدفقات ومقاربات رسملة الأرباح واستحداث العوائد، هذا بالإضافة إلى مقاربات تقييم المؤسسة استناداً على قيمة أسهمها في السوق المالي بالاعتماد على التحليل الفني والأساسي للأسواق، ومقاربات المقارنة أو المضاعفات للصفقات المشابهة، وكذلك مقاربات الخيارات الحقيقية في حالة كانت المؤسسة مدرجة في البورصة.

حيث جاءت هذه المطبوعة لتبين أهم مداخل التقييم وتبسط مقاربات وطرق تقدير القيمة بشكل مبسط ومفهوم للطلبة، إذ جاءت مستوفية لجميع محاور المقياس ومدعمة بمسائل وتمارين تدريبية لكل محور، كما تجدر الإشارة إلى أنه من الضروري للطلاب الدارس لمحتوى هذا المقياس أن يمتلك مجموعة من المعارف المسبقة المتعلقة بالتحليل المالي، الهندسة المالية والنظرية المالية.

المحاضرة رقم 01: الإطار المفاهيمي والتأصيلي للقيمة في المؤسسة

ترتكز المساهمة الأساسية لخلق القيمة في النظرية المالية على ضرورة تحديد مدخل استراتيجي قائم على الاتساق بين مفهومي القيمة بالنسبة للمساهم وتحقيق عوائد مالية تنجر عن الاستثمار في روس الأموال من أجل التعويض عن تحمل نسبة معينة من الخطر. وعليه تساهم مقارنة قياس القيمة في تقييم أداء المؤسسة من خلال الأخذ بعين الاعتبار لفوائد جميع الأطراف أصحاب المصلحة. حيث يعتبر تعظيم قيمة المؤسسة الهدف الأساسي لصياغة استراتيجية هذه الأخيرة ولهذا نجد القيمة المالية، القيمة الاقتصادية، القيمة المحاسبية، القيمة الجوهرية، القيمة التنافسية، خلق القيمة للمساهمين، خلق القيمة للزبون، خلق القيمة للموردين، خلق القيمة للعمال، خلق القيمة الاجتماعية وغيرها. حيث يدخل مصطلح "خلق القيمة" في اهتمام العديد من الشركات المساهمة الكبرى، والتي تكون بحاجة إلى التمويل الدائم وإلى المحافظة على التسعير الملائم في الأسواق المالية. وهو الأمر الذي لن يتحقق إلا من خلال الحفاظ على المساهمين الحاليين وجذب المزيد من المستثمرين الجدد. ومن منظور أشمل لابد من "خلق القيمة" التي تعبر عن مردودية رأس المال المستثمر والتي لابد أن تضمن استمراريتها.

كما تعتبر القيمة كمفهوم موضوع متشعب كونها نسبية في المكان والزمان، حيث تعود جذور القيمة إلى النظرية الوحدوية التي تهتم بكيفية توفير الموارد المتاحة داخل المؤسسة من أجل استعمالها المتعددة وذلك بالتركيز على مفهوم الندرة، فحسب Bourguignon عام 1998، هنالك ثلاثة مداخل للقيمة هي المدخل القياسي، المدخل الفلسفي والاجتماعي، والمدخل الاقتصادي، حيث يمثل المدخل الاقتصادي محور اهتمامنا، إذ قام الاقتصاديون لوقت طويل بتحديد قيمة السلعة والتي تعني "كمية النقود التي يكون الزبائن على استعداد لدفعها مقابل حصولهم على السلعة المقدمة لهم"¹، غير أن هنالك جدلا واسعا فيما إذا كانت النقود حقا هي لتعبير الكمي عن القيمة، ولهذا اتجه العديد من المفكرين إلى التفرقة بين سعر السلعة وقيمتها ومنفعتها، وبسبب صعوبة تحديد هذه المفاهيم كان لابد من الوقوف على المصطلحات التالية.

1-مدخل إلى القيمة:

من أجل التعرف على جذور القيمة في النظرية الاقتصادية، المحاسبة والنظرية المالية وعلاقتها بالتقييم المالي للمؤسسات، يجب التمييز بين القيمة الاقتصادية الاستراتيجية والقيمة المالية السوقية، لأن عملية نقل ملكية مؤسسة كلها أو جزءا منها يختلف عن تداول الأصول المالية أو المتاجرة بها. حيث يحتكم كلاهما إلى منظوري اتخاذ القرار الملائم والمخاطرة.

1-1-تطور مفهوم القيمة:

¹ يونس ابراهيم حيدر، الإدارة الاستراتيجية للمؤسسة، التحليل الاستراتيجي، أساليبه، نماذجه، وأدواته، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، 2005، ص 16.

في بدايات الفكر المالي لم يكن هناك اهتمام خاص بمفهوم القيمة، فقد كانت قيمة المؤسسة تقدر وفقا للمقاربة المحاسبية، ثم تم بعدها التوصل إلى ضرورة التفرقة بين المحاسبة والمالية فقيمة المؤسسة محاسبيا تركز على ماضيها وتكلفة اقتنائها أو حيازتها، في حين تتمثل القيمة المالية في إعطاء رؤى مستقبلية للمؤسسة من خلال تقدير التدفقات النقدية المتوقعة لها بناء على تقدير المخاطرة والمردودية المتوقعة عند هذا المستوى المحدد من المخاطرة.¹

وعليه فقيمة المؤسسة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والتي يتم تحيينها بمعدل المردودية المطلوب، وهي مقاربات مالية بالدرجة الأولى.

في بداية الخمسينات من القرن الماضي بدأ التركيز في النظري المالية على مفهوم "القيمة" من خلال دراسة أثر القرارات المالية على قيمة الشركة وتطور هذا الاهتمام بالقيمة أكثر في السبعينات من خلال نظرية الوكالة. حيث سمح الاندماج بين مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي والنظرية المالية إلى اندماج كافة الشركاء والمساهمين، وظهر ما يعرف بمفهوم "خلق القيمة". حيث كان (Fisher, I) سابقا لفكرة تقييم الأصل أو المشروع أو الشركة (1930) من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة بغرض التقييم الموضوعي للشركة. فقد أثر معيار القيمة الحالية على منظور اختيار الاستثمارات عندما جعل اهتمام الماليين مركزا على توقع التدفقات النقدية، وتقدير معدل الخصم الذي يجمع بين أثر الزمن والمخاطر.

كما تم فصل قرار الاستثمار الذي من المفترض أن يخلق القيمة عن قرار التمويل، كما تم فصله أيضا عن الشكل الذي من خلاله يتم توزيع القيمة بين المساهمين والمسيرين (قرارا توزيع الأرباح).²

وعليه سنقوم في العنصر الموالي تحديد علاقة القيمة بالعديد من المفاهيم التي من شأنها أن تؤثر عليها في الأخير.

1-1-1- القيمة والزمن والخطر:

إذا كانت تكلفة الأصل مؤكدة، فإن قيمته غير مؤكدة حيث أن عدم اليقين يؤثر على النشاط الاقتصادي، وغالبا ما يتم الافتراض ضمنيا أن التوقعات هي القيم المحققة، فمثلا إذا ما لم يتم تحقيق رقم الأعمال المتوقع فإن الجزء الأكبر من التكاليف التي تكون ثابتة تتحملها الشركة، مما يؤثر على نتائجها وعلى القيمة، وعليه فالمستقبل غير مؤكد لا يمكن فيه تحديد احتمال حدوث الأحداث المتوقعة بشكل كمي وعقلاني ومؤكد. هذا بالإضافة إلى أن الحاسبة توفر المعلومات حول التكاليف التي تتحملها الشركة ولكنها لا توفر المعلومات حول القيمة، فالآلة التي تحصل عليها الشركة لها تكلفة تظهر في جانب الأصول من الميزانية، ولكن

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، تقييم المؤسسات: دروس وتطبيقات محلولة، الدار الجزائرية، ط1، 2018، ص 13.

² عماني لمياء، بن علي سمية، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية: التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية، ط1، 2021، ص، ص64، 65.

الاعتراف بقيمتها في المستقبل يتوقف على التدفقات النقدية المتولدة عن استخدام هذه الأصل، وعليه توجد تكلفة واحدة ولكن أكثر من قيمة عبر الزمن تبعا للقيمة الاستعمالية لهذا الأصل.¹

1-1-2- القيمة والتكلفة:

يعتبر كل من السعر والتكلفة من المفاهيم الاقتصادية التي تعبر عن القيمة في لحظة زمنية معينة أو عند حدث اقتصادي معين، وبالتالي يمكن القول أن سعر الأصل أو تكلفته يمكن أن يعبران عن قيمته في ظل شروط معينة، لكن توجد عدة اختلافات تسمح بتمييز القيمة عن السعر والتكلفة.

حيث تتمثل التكلفة فيما تم التضحية به من أصول أو فيما تم تحمله من التزامات في سبيل الحصول على أصول أخرى، سواء كان ذلك لأغراض استخدامها في العملية الإنتاجية أو لأغراض إعادة بيعها.²

وبالتالي تمثل التكلفة من جهة أحد العوامل الهامة في تحديد القيمة، حيث لا يمكن بيع الأصل بأقل من تكلفته، ومن جهة أخرى يمكن أن تتساوى القيمة مع التكلفة لحظة الحصول على الأصل، وهناك نقطة اختلاف جوهرية بين المفهومين، فالتكلفة تتعلق بالماضي حيث تمثل الموارد المستنفذة للحصول على الأصل، في حين تتعلق القيمة بالحاضر وغالبًا بالمستقبل، فقيمة الأصل تعبر عن التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل، وبالتالي يمكن القول بأن التكلفة تعبر عن القيمة لحظة الحصول على الأصل.

1-1-3- القيمة والسعر:

تعتبر القيمة بصفة عامة عن نوعية وأهمية والحاجة للشيء، سواء من ناحية الاستعمال أو التبادل معبرًا عن ذلك بالسعر الذي يرضي المشتري دفعه والبائع الحصول عليه، أما السعر فيعبر عن معدل التبادل بين شيئين، بأكثر دقة هو معدل التبادل بين السلعة أو الخدمة والنقود، وبالتالي فإن السعر المدفوع في الواقع يعبر عن الأهمية النسبية للسلعة، وأنه مرتبط بظاهرة التبادل، في حين أننا لقيمة لا تتطلب ذلك،³ والسعر هو المبلغ المدفوع الذي يجب دفعه (حاليا) مقابل التصرف في السلعة أو الخدمة (لاحقا)، ويغطي مصطلح السعر العديد من المفاهيم في الحياة العملية: السعر مقابل السلعة، الأجر، الإيجار، التعريفات، الرواتب وغيرها،⁴ ويتحدد السعر بشكل موضوعي أكثر من القيمة التي تتضمن جانبًا أكبر من الذاتية، حيث يخضع السعر لمرتكزات السوق (العرض والطلب) فهو يعبر عن إجماع طرفين على الأقل واتفقهما على أن قيمة معينة تمثل السعر الملائم لتبادل سلعة أو خدمة.

وإذا كان السعر يتحدد من خلال تفاعل العرض والطلب في السوق نتيجة قرارات البيع والشراء، فإن القيمة تخضع إلى جانب ذلك لعوامل أخرى كالمنفعة، الندرة والتكاليف الضرورية للحصول على السلعة أو الخدمة،

¹ المرجع نفسه، ص 67.

² عبد العي مرعي محمد عباس بدوي، مقدمة في الأصول المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 27.

³ هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، ص، ص، 70-55، 2009، ص 56.

⁴ Gérard Debreu, Théorie de la valeur : Analyse axiomatique de l'équilibre économique, édition DUNOUD, Paris, 3ème édition, 2001, P32.

وتهدف القيمة إلى تحديد إطار مرجعي يشكل أساسًا للتفاوض بين البائع والمشتري، فإذا كان السعر هو واحد فإن القيمة مجال يضم على الأقل قيمتين: قيمة تتعلق بالبائع، وأخرى تتعلق بالمشتري، فالقيمة عبارة عن مجال وما السعر إلا إحدى القيم الموجودة ضمن هذا المجال، والتي تم الاتفاق عليها بين البائع والمشتري لحظة التبادل.

2-1-2-أهم النظريات المفسرة لمفهوم القيمة

لا توجد مظرية معلنة لمفهوم القيمة أو خلق القيمة ولكن توجد عدة مقاربات نظرية تحدثت ضمنها عن هذا النهج ويمكن اعتبارها ذات صلة قوية بالموضوع، منها نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، ونظرية تسعير الخيارات، حيث سمحت مناقشة الأفكار والنظريات المحللة لمفهوم القيمة عبر تطور الفكر المالي بنشأة نظرية ضمنية للقيمة من خلال مناقشة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة وظهرت مفاهيم أخرى مرتبطة بها كالحفاظ على القيمة، إعادة توزيع القيمة أو تحويلها وخلق القيمة.¹

1-2-1- مفهوم القيمة من منظور نظرية الإشارة:

تقوم نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات على فرضيتين أساسيتين تنص الأولى على أن المعلومات ليست متاحة للجميع، حيث يمكن أن يكون لدى المسيرين معلومات لا يمتلكها المستثمرون؛ والثانية هي أن تقاسم المعلومات لا يعني التجاوب معها بنفس الطريقة (من خلال التجارب العملية). حيث قام (Myers & Majluf, 1984) بدراسة أنواع الإشارات التي يمكن أن ينقلها المسيرون للأسواق المالية والمساهمون الخارجيون ويكون لها تأثير على القيمة السوقية. حيث تمثلت هذه الإشارات في الهيكل المالي للمؤسسة أو سياسة الاستدانة وتوزيعات الأرباح وهي إشارات عن الصحة المالية للمؤسسة والأداء المستقبلي لها ومنه تعبر عن قيمة المؤسسة. فحسب (Topsacalinan, P & Teulié, J, 2015) تهتم نظرية الإشارة بالطرف الذي تكون لديه معلومات متماثلة حيث أن إشارة توزيعات الأرباح مثلا عندما تكون نسبيا مرتفعة ومنتظمة فإنها تكون مكلفة بالنسبة للمؤسسة (سيولة كبيرة يتم توزيعها على المساهمين) وعليه لا يمكن للشركة التي تحقق أداء جيد بالفعل أن تحتفظ بهذه الإشارة على المدى الطويل، وهذا سوف ينعكس بطريقة سلبية على القيمة السوقية للمؤسسة عندما تضطر هذه الأخيرة إلى تخفيض الأرباح الموزع، بينما الشركات التي سوف ترتفع قيمتها السوقية فهي التي تستمر على المدى الطويل في إرسال الإشارة نفسها مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال الخاصة عند رفع رأس المال الناتج عن سياسة توزيع الأرباح.²

2-2-1- مفهوم القيمة من منظور نظرية الوكالة:

ضمن نظرية الوكالة حسب مؤيديها (Jensen & Meckling, 1976) تم التطرق إلى موضوع القيمة، وتحديدًا مسألة تعظيم القيمة السوقية، من خلال التعرض لموضوع الاندماج بين المالية ونظرية المنظمات والإمام بهيكل الملكية وأنظمة المكافآت من أجل فهم جيد للسياسة المالية للمؤسسة، حيث أن الهدف الأساسي هو تعظيم القيمة من خلا لتفسير العلاقات بين المسيرين والمساهمين وتأثيرها على قيمة الشركة فمثلا يعد مخطط الخيارات المالية على الأسهم (Stock-options plans) واحدا من أهم أدوات التحفيز المرتبطة بتعيين الأداء عبر

¹ عماني لمياء، بن علي سمية، الخيارات الحقيقية: خلق القيمة والمرونة، مجلة إضافات، العدد 04، جامعة غرداية، 2018، ص 06.

² Topsacalinan, P, Teulié, J, Finance, Edition Vuibert, 7ème édition, Paris, 2015, P 103.

التسعير، وهي خيارات شراء « Call Options » تمنح للمسيرين ولفئات أخرى من الموظفين وتعطيهم الحق في شراء عدد من أسهم الشركة بسعر محدد مسبقاً (وهو سعر التنفيذ) خلال فترة زمنية.¹

1-2-3- مفهوم القيمة من منظور نظرية الخيارات الحقيقية:

نظرية الخيارات الحقيقية هي نظرية مشتقة مباشرة من نظرية تسعير الخيارات المالية من قبل (Stewart Myers) الذي قام بصياغة وتكييف هذا المفهوم مع عالم الاستثمار الحقيقي ليكون ملائماً للتقييم، حيث تتكون المؤسسة من نوعين من الأصول هي الأصول الحقيقية القائمة والتي لها قيمة سوقية مستقلة عن الاستراتيجية الاستثمارية للمؤسسة؛ ومن الخيارات الحقيقية وهي الفرص الممكنة للاستثمار في هذه الأصول إذا كانت الظروف المستقبلية ملائمة. كما تم استخدام هذه الخيارات على مستوى المالية لتحسين تقييم المؤسسات الناتج عن تسعير أسهمها في السوق المالي، حيث أن لنظرية الخيارات الحقيقية إسهاماً بالغ الأهمية في تحليل القرارات المالية للمؤسسة على أساس القيمة.²

3- القيمة من وجهة النظر الاقتصادية:

يقصد الاقتصاديون بالقيمة مقدار ما تساويه كل سلعة مقارنة بالسلع الأخرى، أي النسب التي يتم على أساسها مبادلة السلع ببعضها البعض، ولهذا نجد نظرية القيمة نتجت أساساً من حاجة الإنسان إلى مبادلة ما لديه بما لدى الآخرين، وحاجة إنسانية ضرورية بسبب حاجة الفرد إلى سلع وخدمات في حياته اليومية يعجز بقدرته الذاتية عن إنتاجها فيلجأ على مبادلة ما لديه بما لدى غيره.

كما تحدث المفكرون عن القيمة منذ أن بدأ التفكير الفلسفي البشري، فقد توصل أرسطو إلى التفريق بين القيمة الاستعمالية للمادة وهي ما اصطُح عليه فيما بعد بالمنفعة، والقيمة التبادلية لها وهي ما يحدده لها السوق أي السعر، وهذا التفريق في حد ذاته يعتبر تقدماً مهماً في نظرية القيمة في ذلك الوقت.

وقد استمر التفريق بين القيمتين حتى وقتنا الحالي، فبقيت قيمة الاستعمال معبراً عنها بما عرفه في الاقتصاد باسم المنفعة والإشباع، وأضيفت لفكرة قيمة المبادلة محدداتاً قياسية هو عدد ساعات العمل المبذولة في إنتاج هذه السلعة كمعيار لمبادلتها بغيرها من السلع في السوق؛ أي أنّ سلعة تساوي في السوق عدد ما بذل في إنتاجها من ساعات عمل، ثم أضافت النظريات اللاحقة إلى عنصر العمل قيمة تكاليف الإنتاج كمحدد للقيمة أي سلعة فأصبحت التكاليف الإجمالية للإنتاج هي محدد القيمة التبادلية أو السعر للسلعة.³

إلا أنّ من تحدث عن القيمة وتأثيراتها في مختلف النظريات الاقتصادية كان " كارل ماركس " من خلال نظريته في فائض القيمة والتي تبناها على الأساس السابق، وهو أن قيمة السلعة تتحدد بعدد ساعات العمل

¹ Vernimmen, Finance d'entreprise, Edition Dalloz, 9ème édition, Paris, 2011, P 657.

² عماني لمياء، بن علي سمية، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، التركيب المالي وإعادة الهيكلة، مرجع سابق، ص، 74، 75.

³ خالد فراح، مطبوعة في التقييم المالي للمؤسسة: محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي،

2016، ص 15.

المبدولة في إنتاجها، واعتبر "ماركس" إضافة لذلك أنّ عنصر العمل أيضا هو سلعة مثل أي سلعة أخرى، وبالتالي تتحدد قيمته بعد ساعات العمل اللازم لإنتاج عامل يعمل 8 ساعات عمل مثلاً، وتشمل قيمة المواد الغذائية اللازمة للمحافظة على حياة واستمرار عمل هذا العامل¹.

وأضاف أن أصحاب الأعمال يقومون بتشغيل العمال لساعات أطول من عدد الساعات المدفوعة عنها الأجر، فهم يدفعون أجر 8 ساعات مثلاً ولكنهم دائماً يحاولون الحصول على إنتاج من العمال يفوق هذه الساعات، وبذلك هم يحصلون على فرق أرباح من بيع إنتاج العمال يفوق هذا الساعات، وبذلك يحصلون على فرق الأرباح من بيع إنتاج العمال سماه ماركس بالتراكم الرأسمالي الذي يجعل الرأسماليون يتراكمون أرباحهم بشكل متواصل².

ويبين الجدول الموالي اهتمامات الفكر الاقتصادي بالقيمة من البدايات الأولى للرأسمالية إلى مرحلة الرأسمالية المالية والتركيز على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

جدول رقم (01): اهتمامات الفكر الاقتصادي بالقيمة

الفكر الاقتصادي	الجذور الاقتصادية للقيمة	النظريات الموضوعية	النظرية الكلاسيكية للتكلفة المركبة
		للقيمة	النظرية الماركسية للتكلفة البسيطة
		النظريات الذاتية للقيمة	النظريات القديمة
			النظريات الحديثة للمنفعة الحديثة.
	أسس القيمة في النظرية المالية	الأصول المحاسبية للتقييم.	
		تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة (بداية تشكل النظرية الحديثة)	
		خلق القيمة بناء على القيمة المساهمية وقيمة التسعير في البورصة.	

Source: Hirigoyen, G, Vaby, J, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Marché et Organisation, JP Bréchet, Presses Académiques de l'Ouest, 1998, P 23.

كما أضافت المدرسة الحديثة في أواخر القرن التاسع عشر تحليلات مهمة لمفهوم قيمة الاستعمال فيما يعرف باسم المنفعة الحديثة لاستخدام السلع، وهي مبنية على أن السلعة عند استعمالها من قبل أي فرد لا بد أن تنشأ عنها و تتحدد هذه القيمة بما يحصل عليه منها من منفعة، وتختلف هذه المنفعة من فرد لآخر³.

¹ المرجع نفسه.

² عبد الله محمد عبد الرحمان، النظرية في علم الاجتماع (الكلاسيكية)، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 20.

³ المرجع نفسه، ص 35.

المحاضرة رقم 02: القيمة من وجهة النظر المالية

يظهر دائما أن للقيمة مفاهيم متعددة ومتشعبة، ولعل الأمر يعود إلى ارتباط مفهوم القيمة واستخداماته بالتطور في الفكر الاقتصادي الرأسمالي منذ مراحل الأولى، وفي هذا الإطار يزف نتطرق إلى بعض المفاهيم ذات الصلة حول القيمة الاقتصادية مقابل القيمة المالية، حيث يرتبط مفهوم القيمة الاقتصادية كمصطلح ذو صلة بخلق القيمة بالقدرة الأساسية للأصل (الفعلي أو المطلوب) على توفير التدفقات النقدية الصافية، والتي يمكن أن تنشأ من خلال الأرباح أو المدفوعات التعاقدية أو التصفية الجزئية أو الكلية في المستقبل. فالقيمة الاقتصادية هي في الأساس مفهوم قائم على المفاضلة أو المراجعة بين التدفق النقدي المتوقع في المستقبل، وعليه فالقيمة الاقتصادية هي مفهوم موجه أساسا نحو المستقبل، يتم تحديده من خلال تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المحتملة وتقييمها، بما في ذلك العائدات من التنازل عن الأصل نفسه. والقيمة الاقتصادية ورغم كل الصعوبات التي تنطوي عليها عملية تقييمها، تدخل في تقييم كافة القرارات المالية الاستراتيجية وقرارات التشغيل.¹

1- مفهوم الوظيفة المالية:

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الوظيفة المالية وأهمها تعريف wiston بأنها "تلك الوظيفة التي تتكون من ثلاث أجزاء رئيسية من وظائف المدير المالي وهي التخطيط، الرقابة وإدارة رأس المال ومعالجة المشاكل المنفردة"² مفاد هذا التعريف أن الوظيفة المالية هي الوظيفة الإدارية التي تختص بعملية التحليل، التخطيط والتنبؤ فضلا عن الرقابة وإدارة هيكل أصول المؤسسة من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات المتمثلة في القرارات التمويلية وقرارات الاستثمار بهدف تعظيم قيمة المؤسسة.

2-1 – أهداف الوظيفة المالية:

عموما يمكن تلخيص أهم الوظيفة الإدارة المالية فيما يلي:

1-2-1- تعظيم الربح:

ينصب اهتمامها على الاهتمام بالقرارات المتعلقة بالتمويل، الاستثمار وتوزيع الأرباح وتوجيهها لتتناسب مع هدف تعظيم الربح، فهي تؤثر على نجاعة القرارات، الحكم على الأداء، زيادة رضا المساهمين وكذا تمس مجالات التوسع والتوظيف؛

1-2-2- تعظيم الربحية:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أفضل معيار للحكم على القرارات المالية، يعبر عنه رياضيا بـ:

¹ عماني لمياء، بن علي سمية، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية، التركيب المالي وإعادة الهيكلة، مرجع سابق، ص 77.

² أحمد الصيرفي، إدارة المال: تحليل هيكله، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 91.

القيمة الحالية للمؤسسة = الربح المتوسط المتوقع الحصول عليه / معدل الربح الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه.

1-2-3-تعظيم العائد الاجتماعي:

يجب أن لا يكون الهدف الوحيد للمؤسسة هو تحقيق مصالح المساهمين والملاك وإنما يجب أن تتحمل المسؤولية في تحقيق الرفاهية للعاملين لديها، العملاء والمجتمع ككل فضلا عن الاهتمام بالقضايا البيئية (المسؤولية الاجتماعية):

1-3-أهمية الوظيفة المالية:

تعتمد الوظيفة المالية في تحقيق أهدافها على جملة من الوظائف نستعرضها فيما يلي:¹

1-3-1-التحليل المالي: هو عملية تحويل الكم الهائل من البيانات إلى معلومات تعتمد عليها الإدارة المالية في تشخيص الوضع المالي للمؤسسة بتاريخ معين لاتخاذ القرارات المالية المناسبة ووضع الخطط المستقبلية واقتراح سياسات مالية من أجل تغيير الأوضاع؛

1-3-2-التنبؤ المالي: يقصد به التعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية للمؤسسة والتعرف على أفضل أوجه الدفع، وما ستكون عليه الربحية في المستقبل؛

1-3-3-التخطيط المالي: يقصد به وضع الخطط اللازمة لتحقيق الأهداف العامة للمؤسسة كأهداف المالية، رسم السياسات المالية صياغة البرامج المالية، وضع الميزانيات التقديرية؛

1-3-4-صناعة القرار المالي: تتعلق الجوانب الرئيسية لاتخاذ القرار بإدارة هيكل التمويل والاستثمار أو إدارة هيكل الأصول المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، فبالنسبة لإدارة هيكل التمويل تعمل الإدارة المالية على تحديد أفضل مزيج من مصادر التمويل الداخلية و الخارجية بما يحقق أقل تكلفة للمؤسسة، بالنسبة لإدارة هيكل أصول المؤسسة فيقوم المدير المالي باتخاذ القرارات الإستثمارية في ظل دراسة العائد والمخاطرة، كذا إدارة رأس المال العامل أو ما يعرف بإدارة الموجودات المتداولة بالنسبة لقرارات توزيع الأرباح على المساهمين يتعين على الإدارة أن تختار إما توزيع الأرباح أو يتم إحجازها لإعادة إستثمارها وكذا كيفية توزيع الأرباح؛

1-3-5-التعامل مع الأسواق المالية: يتم من خلال الإدارة المالية صياغة وتنفيذ السياسات الخاصة بالتعامل مع أسواق النقد ورأس المال حيث يتم الحصول على الأموال والمتاجرة في الأسهم والسندات؛

1-3-6-إدارة المخاطر: تعتبر إدارة المخاطر المالية مسؤولة عن تحديد أنواع المخاطر التي يجب التعامل معها مثل مخاطر تقلبات سعر الصرف وأسعار الفائدة، كما تعمل على تغطية هذه المخاطر بأفضل الوسائل.

2- مفهوم القيمة في الفكر المالي:

¹ نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 78.

ربط الفكر المالي القيمة بمفهوم المؤسسة من خلال محاولة التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة، وفي ظل وجود نظرية مالية أو فكر مالي باعتباره مجالاً واسعاً وأكاديمياً منفصلاً عن الاقتصاد، وبروز تطوره عبر مراحل عكس تطور البحث في هذا المجال، والذي لمس في بداية القرن العشرين (20) على الخمسينات من هذه الفترة.¹ وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة في: «المبلغ النقدي العادل الذي خلص إلى خبير متخصص، حيث يحظى ذلك المبلغ بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائمين وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط».²

1-2- تحليل مفهوم القيمة في الفكر المالي:

يهتم الفكر المالي في دراسة القيمة بتلك القيمة المرتبطة بالمؤسسة، وذلك على عكس نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي التي كانت تدور حول قيمة السلعة. وباعتبار أنّ المؤسسة مكونة من مجموعة من عوامل الإنتاج من بينها السلع بمفهومها الواسع سواء كانت استثمارات أو غير ذلك أو الأصول بمفهوم أشمل، وعليه تحاول النظرية المالية (الفكر المالي) التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بنظرية قيمة المؤسسة التي تستمد مرجعيتها في الأساس من الفكر الاقتصادي في الجانب النظري، كما نجدها تستعير جانباً من أدوات القياس في الفكر المحاسبي.³

حيث أن القيمة المالية تنتج عن تقييم السوق وتشكل اهتمام المستثمر المالي حيث ينظر إلى أسهم الشركة على أنها مكون من مكونات المحافظ المالية، يسعى لتعظيم قيمتها السوقية،⁴ غير أن الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى عليه المؤسسة ظهور تعظيم قيمة المؤسسة كبديل للهدف السابقة، فالقيمة قبل أن تكون هدفاً للمؤسسة كانت موضوع دراسة في النظرية المالية، ويرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي "جون بار وليامس – John Burr Williams"، وذلك سنة 1938، حيث بين بأن قيمة الأصل (مادي أو مالي) تتحدد إنطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرتها التي يطرحها هذا الأصل، وتعود أصول هذه الفكرة إلى أعمال الاقتصادي "إرفينغ فيشر – Irving Fisher" الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة المالية التي تعتبر ركيزة نظرية الاستثمار، وما ينبغي الإشارة إليه، هو أنّ أحد لم يسبق "جون بار وليامس – John Burr Williams" في تطوير المفهوم بشكله الكامل، وخاصة عند تحديد القيمة الجوهرية (الحقيقية) "Intrinsèque" للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج استحداث توزيعات الأرباح، والذي أدخلت عليه تحسينات من طرف "م.ج. قودرن-M.J.Gordon" و"إ.شapiro-E.Shapiro" سنة 1956 حيث أصبحت قيمة السهم

¹ هوارى سوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة الجزائر، 2008، ص 27-17.

² المرجع نفسه، ص 37.

³ إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة القاهرة، 1995، ص ص 7-10.

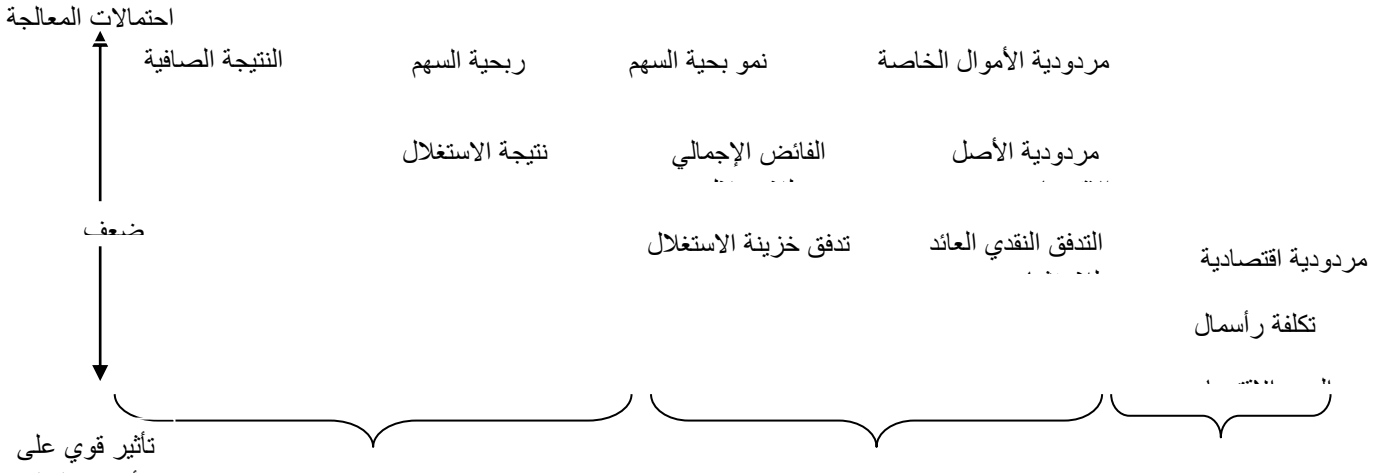
⁴ Hirigoyen, G, Vaby, J, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Marché et Organisation, JP Bréchet, Presses Académiques de l'Ouest, 1998, P 16.

بمقتضاها تساوي مجموع توزيعات الأرباح المستحقة مضافاً عليها معدل نمو الأرباح¹ وعليه يمكن القول أن نظرية قيمة المؤسسة ظهرت كما هي عليه الآن مع ظهور النظرية المالية الحديثة، بالتحديد مع بداية دراسات "مودجليلني وميلر" سنة 1958، أما مفهوم القيمة في المالية التي تمثل إطار لقيمة المؤسسة من خلال القياس، فقد ظهر مع أعمال وليامس سنة 1938.

2-2- مؤشرات خلق القيمة: تهدف أي مؤسسة مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق ترام الذي يقاس بمؤشرات خلق القيمة².

عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985، اتصفت هذه المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي فهي ترتبط بالعوائد والأرباح، واستمرت هذه النظرية إل غاية سنة 1995 أين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، « ذلك أنّ المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي تصور واضح حول إمكانيات المؤسسة، ومدى قدرتها في تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية، فضلاً عن عدم جدوى المؤشرات المحاسبية في فترات التضخم والوهم النقدي، وحتى سنة 1995 تيقظت النظرية المالية إلى المؤشرات المحاسبية ذات الصلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو الأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت البعد المحاسبي دون الإهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء، وقياس القيمة³ ولا ننسى أهمية المؤشرات الاقتصادية بالإضافة إلى المؤشرات السوقية (البورصية)، لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة.

الشكل رقم (01): تطور المؤشرات المالية



Source : pierre vernimmen, *finance d'entreprise*, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p 668.

¹ خالد فراح، مرجع سابق، ص 10.

² هوارى سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص 55.

³ خالد فراح، مرجع سابق، ص 11.

يمكن تصنيفها إلى مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مؤشرات ذات طبيعة مالية، مؤشرات ذات طبيعة تركيب ومؤشرات ذات طبيعة بورصية، وفيما يلي شرح لهذه المؤشرات¹:

- مؤشرات ذات طبيعة محاسبية: حتى منتصف الثمانينات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات النتيجة الصافية "Rnet"، ربحية السهم الواحد "BPA"، نتيجة الاستغلال "Eexe"، والفائض الإجمالي للاستغلال. أما الجيل الثاني ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الأموال، وهي العائد على الأموال الخاصة، العائد على الأموال المستخدمة، وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات، كما أنّها مؤشرات للأداء الاقتصادي².

2-3-1- مؤشرات ذات طبيعة مالية:

يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية وهو القيمة الحالية الصافية، «وهي تعتبر أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حي تعكس القيمة الحالية الصافية عن مدى خلق (إنشاء) أو تدمير القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك سعياً دائماً لتحديد التدفقات المالية، ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين، إذن خلق القيمة من قبل الممولين، إذن خلق القيمة يساوي الفرق بين الأصل الاقتصادي والقيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي، هذه الأخيرة التي تمثل قيمة الأموال المستثمرة في المؤسسة»³.

2-3-2- القيمة الاقتصادية "EVA": تعبر القيمة الاقتصادية المضافة على "الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة، وتكلفة الموارد التي استخدمها"⁴.

وتحسب بالعلاقة التالية:⁵

الربح الاقتصادي = الرأس المال المستثمر × (معدل على رأس المال المستثمر – معدل تكلفة رأس المال

- القيمة البورصية أو القيمة السوقية المضافة "MVA": وتحسب بالقانون التالي:

خلق القيمة = الرسملة البورصية – القيمة المحاسبية للأموال الخاصة⁶

2-3-3- العائد الكلي للمساهم "TSR":

¹ Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p 668

² Ibid., P640.

³ Idem.

⁴ هوارى سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص 61.

⁵ المرجع نفسه، ص 62.

⁶ Pierre Vernimmen, op.Cit, P.673

يحسب "TSR" مثل معدل مردودية المساهم، حيث يشتري السهم في بداية المدة، ثم يلمس توزيعات، والتي يفترض غالبًا أن يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم جديدة، بالإضافة أن المساهم يقدر محفظته للأوراق المالية في نهاية المدة، على أساس أن سعر السهم يحسب بالعلاقة التالية:¹

إنّ قيمة المؤسسة في الفكر المالي تختلف باختلاف طريقة القيم لهذا الغرض نميز بين ثلاثة أنواع لقيمة المؤسسة " القيمة المحاسبية"، " قيمة العائد/ المردودية"، " القيمة الاقتصادية"، ويكاد مصطلح القيمة يجاور المؤسسة أغلب الأبحاث والمقالات المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان دلالة أهمية الأول واقتارانه بالثاني وربما أيضًا دلالة على أهمية الثاني واقتارانه بالأول.

وتهدف النظرية المالية الحديثة إلى تعظيم قيمة المؤسسة من أجل استفادة الأطراف المتفاعلة في التنظيم وبالدرجة الأولى المساهمين.

ونظرا لأهمية الموضوع تمت مجهودات في مطلع التسعينات من قبل مجلس "Steven stewart" و"CO" بتحديد مؤشرات التسيير المدرجة في "EVA" والتي تعرف بالقيمة الاقتصادية المضافة وهو ذاته قياس لأداء عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي ذو إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.²

¹ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: حالة بورصة الكويت (2006-2008)، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008، ص 10.

² خالد فراح، مرجع سابق، ص، ص، 13، 14.

المحاضرة رقم 03: الإطار العام لتقييم المؤسسات

يتفق علماء الاقتصاد والمالية على تعريف التقييم بأنه عملية يراد منها إعطاء قيمة للعناصر المراد تقييمها، حيث تعبر هذه القيمة عن السعر التوازني الذي يقبل على أساسه المشتري الشراء والبائع أن يتنازل عن الأصول، فالتقييم عملية تقنية تستعمل غدة مناهج وأدوات ووسائل لتحديد مجال تكون ضمنه القيمة المراد الوصول إليها، وعليه فتقييم المؤسسة يتطلب إعطاء قيمتين إحداهما دنيا والأخرى قصوى، حيث يكون المجال بين هاتين القيمتين مجال التقييم الذي يمثل قاعدة للتفاوض بين البائع والمشتري.

حيث تعددت الطرق المستخدمة لتقييم المؤسسة واختلفت مناهجها مناهجها باختلاف خصوصية كل مؤسسة والهدف المنشود من عملية التقييم، حيث أن التعريف الاقتصادي لعملية التقييم سواء شمل المؤسسة ككل أو جزءا منها يهتم بتحديد السعر المحتمل الذي من خلاله يمكن إجراء معاملة مالية في الظروف العادية للسوق. حيث "يقصد بتقييم المؤسسة إعطاء قيمة لعناصر ذمتها المادية وغير المادية التي تمتلكها، حيث نستعمل لتحقيق ذلك منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال للقيم، يتم التفاوض حوله فيما بعد لتحديد السعر النهائي للمؤسسة والسهم".¹

حيث يوجد مدخلان لتحديد قيمة المؤسسة، كما يلي:

-المدخل الأول وينطلق من تجميع عناصر الذمة المالية للمؤسسة، كونها تستمد قيمتها من عناصرها وموجوداتها الفعلية.

-أما المدخل الثاني يرى أنه لن يكون لتجميع الموجودات قيمة في حد ذاتها ما لم يكشف عن أفق لتوليد تدفقات نقدية، حيث تكمن قيمة المؤسسة في رسملة تلك التدفقات.²

1-سياق عملية التقييم المالي للمؤسسة:

المقصود من السياق الذي تحدث فيه عملية التقييم المالي للمؤسسات هو تحديد إطار هذه العملية المهمة وغير الروتينية على مستوى المؤسسة، بداية بتحديد أهم دوافع العملية، أهميتها أو الجهات أو الأطر المستفيدة منها، وكذلك مراحل عملية التقييم والاعتماد على الأدوات غير المالية المساعدة، ثم الصعوبات أو القيوم التي تعترضها.

1-1-المفهوم النظري لتقييم المؤسسات:

ساهمت النظرية المالية في ظهور نظرية خاصة بقيمة المؤسسة، حيث تعد هذه النظرية من بين أهم النظريات المدروسة في النظرية المالية، نتيجة ارتباطها الكبير بمختلف النظريات الأخرى، إذ لا تكاد تخلو النظرية

¹ De la chapelle, F, L'évaluation des entreprises, édition ECONOMICA, Paris, 2007, P 25.

² El Hebbazi K, Evaluation d'entreprise, Ingénierie financière : Cours, HEM, Business School, 2013/2013, sur www.hem.ac.ma.fr

المالية من إدخال مفهوم قيمة المؤسسة، بل نجد أكبر من ذلك، حيث أنّ الهدف الذي تقوم عليه النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، سواء كان الهدف تعظيم القيمة لفائدة المساهمين (تعظيم ثروة الملاك) أو هدف معاصر متمثل في تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة.

حيث يوجد ارتباط بين مختلف النظريات المالية ونظرية قيمة المؤسسة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وقد يقل أو يزيد حجم الارتباط بين نظرية وأخرى، إلا أنّ الثابت هو أنّ نظرية قيمة المؤسسة تمثل محور النظرية المالية الحديثة.¹

حيث "يعتبر التقييم المالي آلية لقياس قيمة المؤسسة تقوم بها جهة أو خبير مختص تقدم نتائجها على شكل أرقام معبر عنها بوحدات نقدية، وتحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها وتعطي تمثيلاً لحقيقة المؤسسة".²

كما تتميز القيمة بكونها حقيقة غير موضوعية أي قد تتسم بالذاتية، ويتضح ذلك عندما يقدم أكثر من خبير أو جهة نتائج تقييم متباينة لنفس المؤسسة خلال نفس المدة الزمنية، والواقع أن الاختلاف في التقييم ناتج عن تنوع مقاربات وطرق قياس القيمة، الأمر الذي يتيح عدة بدائل أمام خبراء التقييم، وناتجة ذلك عن الغرض من وراء التقييم الذي يمكن من التفاوض بين البائع والمشتري.

إلا أنّه مع تطور النظرية المالية أصبح لتقييم المؤسسات أدوات خاصة بها، فمختلف أدوات قياس القيمة (تقييم المؤسسة)، ومن ثم مكوناتها كانت محل نظرية نحاول دراستها تدعى "بنظرية تقييم المؤسسة"، إذ تقع هذه النظرية بين النظرية المحاسبية والنظرية المالية، إلا أنّها مع تطورها تميل أكثر إلى هذه الأخيرة، ولعل أهم فاصل بين النظريتين في هذا المجال يكمن في أن الطرق المعتمدة على منظور الذمة المالية وحتى المرتكزة على العائد تجد أصولها في الفكر المحاسبي، بينما الطرق المعتمدة على مقارنة العائد (التدفقات) وبعض الطرق الحديثة كالخيارات الحديثة فنجد أصولها وتطورها في النظرية المالية.³

حيث يتطلب تطبيق التقييم عددا كبيرا من الافتراضات التي تعود إلى تميز القيمة بالذاتية ومن خلال ذلك تتضح لنا أهمية معرفة افتراضات طرق التقييم قبل مقاربات التقييم، حيث أن النظرية المالية قد تطورت إلى حد كبير على أساس افتراضات مبسطة بما في ذلك افتراض وجود أسواق كفاءة تسمح بتكوين الأسعار بحرية، ولكي تتصف بذلك يجب أن تتحقق في السوق العديد من الشروط، أولها الكفاءة بمعنى أن جميع المتعاملين يدركون وبنفس الطريقة حالة العرض والطلب والشروط الحقيقية للصفقات، ثم التجانس فلا يمكن ذلك إلا إذا كانت السلع المتبادلة قابلة للمقارنة أو الاستبدال؛ بالإضافة على ضرورة تحويل السيولة وتداول السلع

¹ هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 33.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ذهيبية بن عبد الرحمان، التسيير المالي: الإدارة المالية، الجزء الأول، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، عمان، 2019، ص 522.

³ خالد فرّاح، مرجع سابق، ص 29.

- إعادة تقييم الميزانية للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف الداخلية (المسيرين، الملاك) والخارجية للمؤسسة (البنوك، إدارة الضرائب...):

- تصفية المؤسسة عند إفلاسها لغرض الوقوف على قيمة أصولها، وتسديد مستحقات الدائنين.

- الرفع من رأسمال المؤسسة لأجل تحديد سعر إصدار جديد، وذلك لكي لا يتم غبن الملاك القديماء أو الجدد فيتم نقل الثروة من طرف آخر. ففي حالات متكررة نجد أن قيمة الأسهم في تاريخ سابق قد تم تقييمها وفق التكلفة التاريخية، إذ تكون أقل من التكلفة الحقيقية، وما دام أن القيمة الحقيقية ستختلف عنها يفترض أن يتم التقييم لتحديد السعر الذي ينبغي أن يدفع من طرف المساهمين الجدد:

- التقييم الجبائي؛

- إقامة الشراكة بين المؤسسات المختلفة، عندما يتم إنشاء مؤسسات تشتغل في مشاريع مشتركة بين أكثر من مؤسسة، ويظهر شكل التقييم عند تقييم أصول قائمة من طرف مؤسسة على الأقل، إذ يساعد في معرفة حصة كل شريك؛

وعلى العموم فإنّ الدوافع الرئيسية لتقييم المؤسسات يمكن إيجازها فيما يلي⁽¹⁾:

- خصوصية المؤسسات؛

- تحويل المؤسسات؛

- عمليات الشراكة؛

- تصفية المؤسسات؛

- شراء وبيع السندات في إطار تسيير المحفظة؛

- الرفع من رأس مال المؤسسة؛

- الاندماج والاستحواذ بين الشركات؛

- التخلي عن نشاط المؤسسة.

3-1-أهمية المعلومة المحاسبية والمالية في عملية التقييم

بغض النظر عن المدخل المعتمد عليه في عملية التقييم، تبقى قاعدة البيانات الأساسية لكل المداخل هي المحاسبة، سواء كان التقييم مرتكزا على معطيات الماضي التراكمية من خلال صافي الموجودات أو كان متجها

¹ المرجع نفسه، ص 44.

نحو المستقبل من خلال التنبؤ بالتدفقات النقدية، فعملية التنبؤ أساسا قائمة في جزء منها على محاكاة النتائج المحققة مع دعمها بالأفاق الاستراتيجية، أو كان التقييم باتجاه المقارنة من خلال المضاعفات فإن إنتاج المعلومة ثم القيام بعملية ترجمتها إلى قيمة كمية خاصة عند التنبؤ والأخذ بعين الاعتبار لدرجة المخاطر المرتبطة بالمردودية، ثم أثر هذه المعلومة سواء عن التقييم وفق مقاربات التقييم المختلفة، أو عند التقييم المستمر من خلال التسعير في السوق المالي ومتابعة رد فعل الأسواق استجابة للمعلومات المحاسبية.

وعليه فإن لتأثير قاعدة البيانات المحاسبية على عملية التقييم دورا كبيرا على نتائج هذه التقييم، وعليه لا بد من التحقق من جودة المعلومات المحاسبية والمالية والرقابة على مخرجاتها من أجل التحكم في إنتاج المعلومة وتوزيعها الذي غالبا من طرف المسيرين وضمن وصوبها للمحللين الماليين ومجلس الإدارة وهيئات التدقيق المالي والمحاسبي، وكذلك أسواق المال والعمال.

جدول رقم (02): إنتاج المعلومة المحاسبية وتأثيرها على القيمة

إنتاج المعلومة المحاسبية	ترجمة المعلومة المحاسبية	أثر المعلومة المحاسبية
المسيرون	آليات الرقابة	السوق المالي/ المساهمون

Source: Charreaux, G, Gouvernement d'entreprise et comptabilité, Encyclopédie de la comptabilité, Economica, 2000, P 734.

وعليه فإن الهدف من المعلومة المالية هو الحصول على أفضل قيمة تتحول إلى سعر للمؤسسة المتنازل عنها بناء على الأفاق المرسومة لتطورها، وعليه فإن مستخدمي القوائم المالية أو الذين تستهدفهم المؤسسة أساسا من عملية إيصال المعلومة تشمل كل من المستثمرين والفاعلين في السوق، حيث تسعى المؤسسة إلى تحفيزهم وكسب يفتهم لدمجهم في سيورة خلق القيمة. وعليه تؤثر القيمة المالية والمحاسبية على عملية التقييم وعلى القيمة السوقية للمؤسسة. حيث أن الحاجة المستمرة لمعالجة المعلومات من أجل إعطاء ثورة اقتصادية حقيقية عن النتائج التشغيلية للمؤسسة يحتاج إلى وجود إطار توافقي يكون دليلا منهجيا موحدًا بين جميع الأوساط المالية للمؤسسة¹.

2-الجهات والأطر المستفيدة من عملية التقييم:

إن التقييم المالي للمؤسسة عملية بالغة الأهمية حيث أنها لا تخدم جهة واحدة وهدفا محددًا منفصلا، بل هي تنتج معلومات يمكن استثمارها في أكثر من مجال، حيث توجد العديد من الجهات المستفيدة من عملية التقييم، وقبل ذلك نتطرق إلى المجموعات المصنفة لأغراض التقييم كما يلي:

1-2- التقييم لأغراض التفاوض:

¹ نصيب رجم، عماني المياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص، ص 43، 46.

يقتضي ذلك العمليات التي يكون فيها طرفان على الأقل، ومن بين ما يميز هذا النوع من العمليات هو الظرفية، يحدث مرة أو مرات قليلة في حياة المؤسسة)، كما تعتبر عملياته مكلفة نسبياً بالمقارنة مع المجموعة الثانية، يأتي هذا التقييم لغرض إتمام الصفقة، ففي حالة مؤسسة قررت التنازل عن المؤسسة أو جزء من أصولها سيكون هذا النوع من التقييم بعد هذا القرار (من وجهة نظر المؤسسة) لغرض حساب قيمة المؤسسة لمعرفة الحد الأدنى الواجب التنازل به وعرضه للمشتريين المحتملين، حيث يقيّمون هم أيضاً المؤسسة، وإذا ما كان مجال القيمة متقارب يتم إبرام الصفقة، ويكون المقيم في هذا الإطار خارجي (خبير).

2-2-التقييم لغرض اتخاذ القرار:

2-2-1-من وجهة نظر المساهم (تسيير المحفظة الاستثمارية): وذلك بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة، يتميز بالدورية، يومي، أسبوعين سدا سي، ...، في العادة يكون بشكل يومي باعتبار تجدد تدفق المعلومات، كما يكون ذو كلفة أقل من السابق، ويقوم به عموماً مقيم خارجي عن المستثمر (محلل مالي).

2-2-2-من وجهة نظر مسير المؤسسة (التقييم لأغراض التسيير): إذ يستعمل التقييم في هذا المجال لغرض ترشيد قرارات المؤسسة التي تعتبر أهم فعل تسييري، ويمكن أن يصنف ذلك فيما يعرف في أدبيات التسيير بالتسيير بالقيمة إذ يصبح التقييم كأداة لتقويم القرارات واتخاذها من منظور يمكن للبديل تقديمها للمؤسسة (المساهمة في رفع القيمة)، ويظهر ذلك جلياً بالنسبة للقرارات المالية والإستراتيجية، بالأخص قرارات التوسع الخارجي. وما يميز هذا النوع من التقييم أنه دوري يسبق أي عملية اتخاذ قرار وتزداد دوريته إذا كان محل نظام (نظام التسيير بالقيمة) كما نجد أن المقيم يكون ضمن هيكل المؤسسة. وقد يلجأ أحياناً إلى خبراء خارجيين ومكاتب الإشارة للمساعدة في نظام التسيير المرتبط بالقيمة، إذ بعد ذلك يكون التقييم مستمراً حي يمثل آلية يتم على ضوءها تسيير المؤسسة، مما يستدعي وجود نظام للتقييم يتطلب مقيمين داخليين على رأسهم المدير المالي للمؤسسة.

2-2-3-التقييم لأغراض أخرى: إذ يمكن أن يقوم بالتقييم أي طرف له علاقة بالمؤسسة رأى ضرورة في ذلك (البنوك، الضرائب، الزبائن... الخ) للقيام بالإجراءات اتجاه المؤسسة.

وبناء على ما سبق فإن نظرية التقييم تقوم على مجموعة من المبادئ والتي تمثل قواعد تستند عليه طرق التقييم، على الخبير المقيم أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهماً ومفيداً عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير، فعملية التقييم هي عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح، إذا ما كانت تعتمد على نظرية واضحة، وعملية التقييم هذه لها عدة دوافع تحيط بجميع عمليات تقييم المؤسسة (الأسهم والأصول).¹

3-الصعوبات التي تواجه عملية التقييم:

¹ خالد فراح، مرجع سابق، ص 36.

إضافة إلى الجهد والوقت والتكلفة هناك العديد من الصعوبات التي تواجه عملية التقييم يمكن اختصارها فيما يلي:

-تعدد الطرق والمقاربات المستخدمة في التقييم وبالتالي صعوبة اختيار الطريقة الملائمة.

-صعوبة اختيار إحدى القيم ضمن مجموعة من القيم من خلال صعوبة تحديد المعاملات الترجيحية في حالة الأخذ بالمتوسطات.

-مشاكل متعلقة بالإفصاح عن المعلومات.

-اختلاف النتائج وهذا راجع إلى تعدد المقاربات والمفاهيم المتعلقة بالتقييم.

-عدم وجود سوق ثانوي لتقييم بعض الأصول خاصة في البلدان النامية.

-نقص الخبراء والمختصين في مجال التقييم.

هذا بالإضافة إلى العديد من الصعوبات والاختلالات التي قد تترافق ومهمة التقييم، غير أنه في المحاور

القادمة سنخصص جزءاً الأهم الانتقادات الموجهة والصعوبات الموجهة لكل طريقة من طرق التقييم.

أسئلة نظرية عامة حول القيمة وتقييم المؤسسات:

- 1- كيف تطور مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي؟
- 2- ما هي إسهامات النظرية المالية في تحديد الإطار النظري للقيمة؟
- 3- ما هي العلاقة بين مفهوم القيمة، الزمن، الخطر؟
- 4- ما هي أهم النظريات المحددة لقيمة المؤسسة؟
- 5- كيف تؤثر عملية اتخاذ القرارات باختلاف أنواعها على قيمة المؤسسة؟
- 6- ما هي نقاط التقاطع بين القيمة المساهمية وتقييم المؤسسة؟
- 7- كيف يمكن تعظيم ربحية المؤسسة وفق منظور خلق القيمة؟
- 8- ما هي إسهامات الفكر المالي في تحديد الإطار المحاسبي لقيمة المؤسسة؟
- 9- ما هي مؤشرات خلق القيمة؟
- 10- اذكر دوافع تقييم المؤسسات؟
- 11- ما هو أثر إنتاج المعلومة المحاسبية على جودة التقييم؟
- 12- يتواجه الخبير خلال عملية التقييم العديد من الصعوبات، اذكر أهمها؟

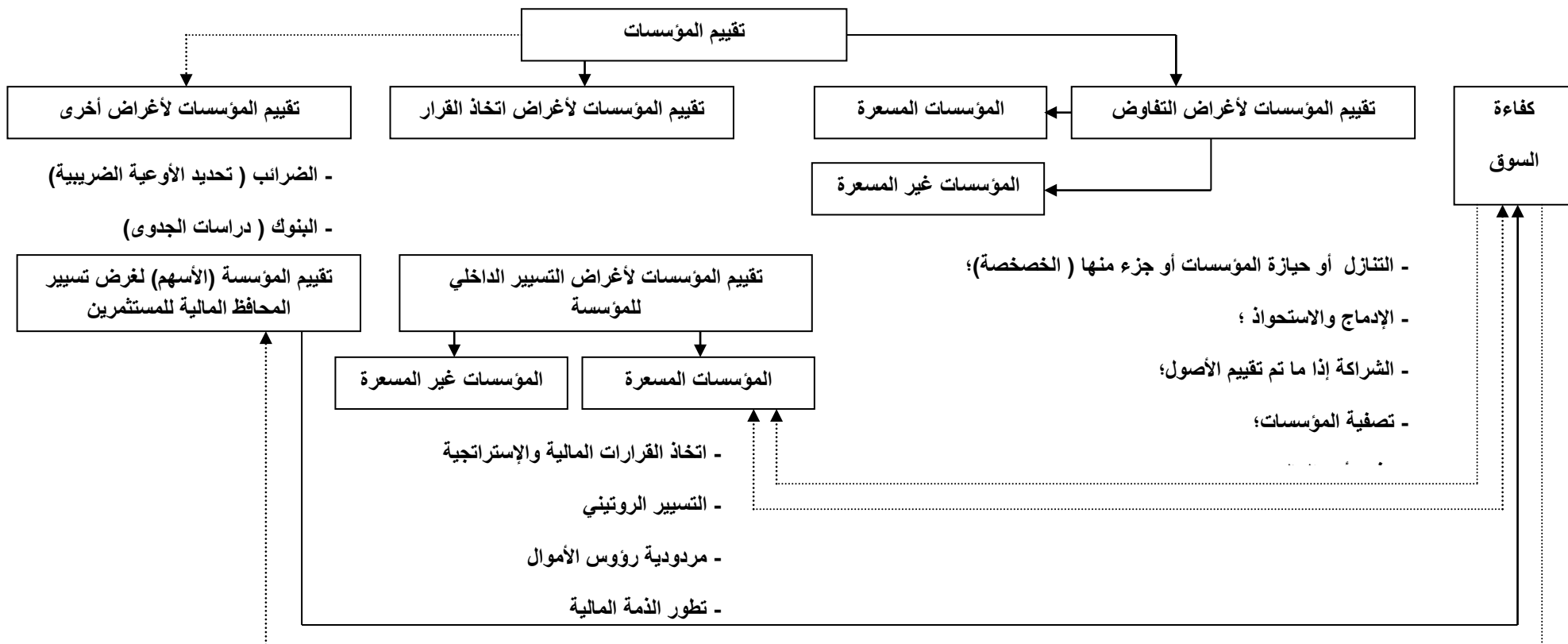
المحاضرة رقم 04: مراحل عملية تقييم المؤسسات

يعتبر تقييم المؤسسات وسيلة مالية، ومحاسبية تستخدم من أجل تحديد الوضع المالي للمؤسسة في السوق المحلي، حيث تعتبر عملية التقييم تلك الطرق التي يستخدمها المحللون الماليون ومحاسبون الإداريون في معرفة قيمة المؤسسة وترتبط بتحديد قيمة الأصول والالتزامات، وأي قيود مالية أخرى مترتبة على المؤسسة. حيث يهدف تقييم المؤسسات إلى تحديد الموقف المالي لها، ومعرفة مدى قدرتها على الاستمرار في السوق ضمن مجال عملها، وأيضا يساهم في الوصول إلى نتائج توفر وصفا مناسباً للوضعية العامة للمؤسسة. كل هذا يمر بمراحل متعددة تبدأ بعملية التشخيص الوظيفي ثم المالي والاستراتيجي من أجل تحديد رؤية كلية للمؤسسة وكشف نقاط القوة والضعف في المؤسسة والعمل على استغلال هذه النتائج في صالح المؤسسة في إطار التشخيص الكلي للمؤسسة. بعدها يضع الخبير مخطط الأعمال الذي يعتبر وثيقة استراتيجية تترجم مختلف الجوانب المستقبلية للمؤسسة في شكل وثائق محاسبية تقديرية هي ميزانية (أصول- خصوم)، جدول حسابات النتائج، وجدول ملحقة. حيث ينطلق مخطط الأعمال من نتائج التشخيص الكلي، حيث يعتبر من الضروري الاعتماد على التشخيص قصد بناء توقعات النتائج أو التدفقات المستقبلية، والكشف عن القدرات الكامنة للمؤسسة، وبالنظر لأهمية التشخيص في مسار عملية التقييم بشكل عام وباعتبارها مرحلة هامة تسبق التقييم الفعلي للمؤسسة بغض النظر عن طبيعة الطرق المستعملة.

1-مراحل عملية التقييم الأساسية:

تتكون مراحل التقييم من مرحلة تحديد مهمة الخبير، ثم جمع المعلومات والبيانات عن المؤسسة من مختلف مصادرها، والتي تكون متاحة داخل المؤسسة أو التي يمكن التقصي عنها وجلبها من مصادر أخرى، ثم القيام بتشخيص شامل للمؤسسة، حيث يتم اختيار طرق التقييم الملائمة حسب طبيعة كل مؤسسة والهدف من عملية التقييم، ثم البدء في عملية التقييم حسب المقاربة المختارة، ومنه التوصل إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة، وبالتالي فعلى الخبير المقيم أن يحضر مخططاً للأعمال التي تمكنه تتبع كل عملية التقييم وذلك باعتبارها نظاماً متكاملاً، ترافقه مجموعة من الدوافع كما يبينها الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): مخطط دوافع تقييم المؤسسات



المصدر: هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 45.

من خلال الشكل أعلاه تتلخص مراحل تقييم المؤسسات كما يلي:¹

1-1- تحديد المهمة: التي بمقتضاها يتعرف الخبير على الهدف والدافع من وراء العملية والتعرف على وضعية طالب التقييم من بين أطراف المؤسسة، مشتري أو بائع في ظل إجراءات التفاوض، بالإضافة للوقوف على حجم المؤسسة ووضعتها، قطاعها...، إذ تعتبر هذه المرحلة أول مرحلة وأهمها من حيث أنها تضع المقيم على المسار الصحيح، كما أن التحديد الجيد للقصد من العملية سيققل من الجهد والوقت والتكاليف.

1-2- التقصي وجمع المعلومات والبيانات من مصادرها المختلفة الداخلية بالمؤسسة والخارجية المفيدة لعملية التقييم؛ والتي يراها الخبير ضرورية في إعداد ملف التقييم، من خلال الوثائق وعن طريق الزيارة الميدانية، وأي معلومة تساعد في الكشف عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة من خلال عملية التشخيص؛

1-3- استعمال أدوات التشخيص للوقوف على الوضعية الحقيقية للمؤسسة؛ إذ يمكن هذا التشخيص بالإحاطة بجوانب المؤسسة، وذلك من خلال القيام بتشخيص داخلي يمس مختلف الوظائف (الإنتاجية، الموارد البشرية، التجارية، المالية والمحاسبية... الخ)، وآخر خارجي يبحث عن معرفة موقع المؤسسة في السوق والتوقعات المرتبطة بذلك، وتتميز هذه المرحلة بحساسيتها البالغة، فعدم كفايتها والتدقيق فيها قد يرهن نتائج عملية التقييم، ويجعلها محل خطأ وسوء تقدير، كما قد ينجر عنها قرارات شراء غير نافعة من طرف المستثمر (طالب التقييم)، بسبب عدم الوقوف أو تجاهل الوضعية الحقيقية للمؤسسة، خاصة ما يرتبط بعدم الدراية الكافية بحقيقة القدرة التنافسية، التطور المتوقع للطلب على المنتجات الحالية، قدرة المؤسسة على إحلال المنتجات البديلة.

وما ينبغي أن نشير إليه، أنّ هذه المرحلة من التشخيص لقصد أخذ صورة كافية عن المؤسسة، تعتبر محلة منفصلة ضرورية تسبق عملية التقييم، وتكون محل تعويض للمقيّم من طرف المعني بعملية التقييم في كل الحالات، كما يتم الاتفاق عليها سلفاً.

وبموجب ذلك يقدم هذا التشخيص في شكل تقرير يرفع للمعني يحوي نقاط القوة والضعف، مما يسمح له باتخاذ قرار تكملة عمل الخبير المقيم من عدمه، كنتيجة لاتخاذ قرار الشراء أو أي دافع آخر من عدمه، بالنظر لما خلصت عليه نتائج التشخيص؛

- الإحاطة الشاملة بمختلف طرق ومناظير تقييم المؤسسة، بالنظر لتكوينه في مجال المحاسبة أو المالية، وبالنظر للخبرة المكتسبة في المجال المهني تتكون للخبير المقيم معرفة جيدة بطرق التقييم، إلا أنه مع كثرة هذه الطرق ينبغي أن يكون لديه قاعدة معطيات يتم الرجوع لها كل ما دعت الضرورة لذلك، الأمر الذي

¹ هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص، ص 49-51

يساعده في النهاية على رصد الطرق (أو الطريقة) الموافقة للتقييم الجاري للمؤسسة، ويتسنى له ذلك من خلال المراجع والكتب المتخصصة في هذا المجال أو الرجوع إلى بعض المواقع الخاصة للمنظمات المهنية ذات الصلة بالموضوع.

2- المراحل المكتملة لعمل الخبير: وتتمثل في:¹

- اختيار طريقة التقييم أو طرق التقييم المناسبة؛ وفقا للظروف والمحددات التي تحيط بعملية التقييم الموافقة للإفتراضات التي تقوم عليها طرق التقييم؛

- بناء التقديرات الموافقة للطرق المرتكزة على التدفقات والعوائد المستقبلية؛ بالنسبة للمؤسسات التي وافقت ظروف ومحددات تقييمها افتراضات هذا النوع من الطرق، ويتم ذلك من خلال الاستعانة بجزء من مخرجات عملية التشخيص السابقة، والقيام بتشخيص مالي وإستراتيجي، وعلى هذا الأساس يقوم الخبير المقيم ببناء التقديرات من خلال استعمال أدوات التشخيص المالي والإستراتيجي، والتي تكون سهلة وسريعة الاستعمال باعتبار أن جزءاً من خطواتها تم تغطيته في التشخيص السابق، خاصة ما تعلق بالجوانب الإستراتيجية المرتبطة أساساً بمحيط المؤسسة وسوقها بالتحديد، إذ نجد أن الخبير المقيم قد جمع المعلومات واستطاع الوقوف على الفرص والتهديدات، كما نجد أن عملية التشخيص الوظيفي التي استعملت في خطوات التشخيص السابقة قد مست الجانب المالي، الأمر الذي يساعد في النهاية الخبير المقيم في مده بالمعلومات والتعميق فيها ويسمى بـ: "التشخيص المالي والإستراتيجي".

- الخروج بقيمة المؤسسة أو مجال القيم؛ التي يحتويها من خلال تطبيق النموذج المتوصل إليه المناسب لظروف المؤسسة المقيمة (محددات التقييم) الهدف (الدافع) من التقييم، وضعية المؤسسة (تحقيق خسائر أو أرباح)، حجمها (صغيرة، متوسطة، أم كبيرة)، قطاعها (التصنيف الكلاسيكي: خدمي، صناعي)، مسعرة في البوصة أم لا، الوضعية الكلية للاقتصاد (متطور، نامي، أو ناشئ...)، وأي محدد آخر يكون محل قبول عام، إذ أنه كلما زاد عدد المحددات المرتبطة بعملية التقييم كلما كان عدد الطرق الموافق لها أقل.

- إعداد الخبير المقيم لتقرير حول عملية التقييم الموكلة له، حيث يرشح فيه رأيه حول قيمة المؤسسة، من خلال ذكر النقاط التالية، والتي تجسد الخطوات السابقة:

* ظروف التي جرت فيها عملية التقييم؛

* الأعمال التي قام بها الخبير المقيم منذ بداية أول مرحلة حتى نهايتها؛

¹ خالد فراح، مرجع سابق، ص 38.

- * الحدود التي حالت دون إجراء بعض الأعمال والتي تكون بطلب من طالب التقييم (اختبارية) أو تكون نتيجة تعذر توفر خبير تقني ذي دراية ومعرفة بمسألة معينة مفروضة؛
- * ذكر الطرق التي تم استبعادها (غير صالحة) والطرق التي تم الأخذ بها (استعملت) مع المبررات، (الظروف الوضعية، نوع وحجم المؤسسة، النشاط... الخ)؛
- * إعطاء التبريرات المتعلقة باختيار مكونات الصيغ الرياضية التي تشكل طرق التقييم المعتمدة عند استعمالها (معامل المضاعف، معدل الاستحداث، علاوة الخطر، طبيعة العوائد)؛
- * تقديم حوصلة لكيفية حساب القيم بمختلف الطرق المعتمدة مع إرفاقها بملاحق تشمل تفصيل لحسابات تلك القيم؛
- * وفي خلاصة التقرير، تبيان مجال القيم أو النقاط المبنية في معلم لتوضيح نتائج مختلف القيم الناتجة عن الطرق المستعملة، وعليه فلا ينبغي إعطاء قيمة ثابتة واحدة.

المحاضرة رقم 05: التشخيص الكلي للمؤسسة في سياق عملية التقييم

قبل عملية تقييم المؤسسة يحتاج الخبير إلى دراسة تمهيدية تتمثل في تشخيص المؤسسة وذلك بتحليل الوضعية المالية ومعرفة مكوناتها الأساسية ومن ثم استنباط نقاط القوة والضعف وكل المتغيرات التي تصف هذه الوضعية. إن عملية التشخيص هذه تنجز إلى مرحلتين أساسيتين عملية فحص داخلي للوضعية المالية والتي على أثرها يتعرف المحلل المالي على كل الجوانب المحيطة بالمشكل المطروح، وعملية تحليلية خارجية تتمثل في تحليل مكونات محيط المؤسسة ودراسة علاقة كل عنصر بها ومن ثم مقارنة وضعيتها بعناصر المحيط.

حيث يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل للبيئة المالية الداخلية للمؤسسة والتي تهدف إلى التعرف على نقاط القوة والضعف، بغية تصور الحلول الممكنة لتجاوز تلك الأخيرة والحفاظ على نقاط القوة، حيث يستخدم المحلل المالي مجموعة من الأدوات التحليلية التي تتمحور حول الخزينة والنتيجة والتمويل والاستثمار وتسيير المخاطر. هذا بالإضافة إلى التشخيص الاستراتيجي الذي يهتم بالبيئة الخارجية ويدرس علاقاتها بمختلف مكونات المحيط، حيث يهتم بتحديد موقعها مقارنة بمواقع المنافسين والسوق والعملاء والموردين والمؤسسات المالية، كل هذا في إطار التشخيص الكلي الذي تسمح نتائجه في الأخير باتخاذ العديد من القرارات المناسبة لأهداف المؤسسة والتي يعتمد عليها خبراء التقييم.

1- مفهوم التشخيص:

يعرف التشخيص على أنه عملية كشف مواطن الضعف ومواطن القوة داخل المؤسسة لتصحيح الأولى وتقويم الثانية، واستغلال الثانية بشكل أفضل.¹

أما التشخيص المالي فهو عملية تحليل للوضع المالي باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف استخراج نقاط القوة ونقاط الضعف ذات الطبيعة المالية.²

حيث تعتبر المعطيات المالية التي تقدمها كل من المحاسبة العامة والمحاسبة التحليلية قاعدة أساسية للتحليل، ذلك بصفتها مصدر المعلومات الرئيس للمحلل المالي، كما تحتاج عملية التشخيص إلى معطيات حول المحيط المالي للمؤسسة والتي من المفروض أن يوفرها نظام المعلومات المالي، وهي معطيات متعلقة بالبنوك، العملاء، الموردون، المنافسين وحالة الاقتصاد ككل.

2- أهداف التشخيص في إطار عملية التقييم:

يهدف التشخيص لأغراض تقييم المؤسسات إلى تحليل الوضعية الكلية للمؤسسة وهذا عن طريق:¹

¹ K.hamdi, Comment diagnostique et redresses une entreprise, édition RISSALA, Alger, 1995, P12.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 34.

- تحليل العوامل الاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة والقطاع الذي تنتهي إليه؛

- معرفة نقاط القوة والضعف، خصوصاً التي ستؤثر على مستقبل المؤسسة وقدرتها على الاستثمار؛

- معرفة مقدرة المؤسسة في مدى تحكمها في اقتناص الفرص وتجنب التهديدات الناجمة عن محيطها للاستفادة منها في نمو وتحقيق الأرباح، والوقوف على إمكانياتها في خلق التدفقات والعوائد المستقبلية التي تسمح بإعداد التنبؤات لاستعمالها في طرق التقييم الموافقة لذلك؛

وعموماً يحاول التشخيص في إطار عمليات التقييم تحليل الوضعية الحالية والمستقبلية للمؤسسة من خلال الوقوف على نقاط القوة والضعف الداخلية والفرص والتهديدات المتعلقة بالمحيط قصد تكوين وجمع معلومات ومعرفة الإمكانيات الحالية والمستقبلية لأخذها في حساب قيمة المؤسسة؛

3- الخطوات الأساسية للتشخيص في إطار عملية التقييم:

تبدأ عملية التشخيص المالي بمرحلتين أوليتين بحيث تقوم بعملية:²

أولاً: بتحليل النشاط والإحاطة بمختلف جوانبه كدراسة السوق، المنتج، مراحل التصنيع، شبكات التوزيع، المستخدمين ثم تبني الخيار المحاسبي المعمول به داخل المؤسسة؛

ثانياً: الشروع في تنفيذ المخطط بتحليل الهوامش كالأرصدة الوسيطة للتسيير، أثر المقص وأثر النقطة الميتة ثم الانطلاق في المشاريع الاستثمارية كحساب الاحتياج في رأس المال العامل والأصول الثابتة التي يجب أن تمول من تدفقات الخزينة ودراسة المخاطر المالية، سعر الصرف، معدل الفائدة وأن تحقق مردودية كافية بتحليل المردودية الاقتصادية والمردودية المالية (أثر الرافعة المالية)، مقارنة المردودية الاقتصادية بمعدل المردودية المتوقع من المساهمين ومالكي رأس المال (القيمة، مخطر العسر المالي).

4- مكونات التشخيص الكلي:

يتكون التشخيص الكلي من التشخيص الوظيفي، التشخيص الاستراتيجي والمالي وكذلك تشخيص الهوية للمؤسسة، حيث يمكن أن نوجز هذه الأنواع من التشخيص فيما يلي:³

- التشخيص الوظيفي: يقوم بفحص وظيفة أو عدة وظائف للمؤسسة (على سبيل المثال الوظيفة التقنية، الوظيفة التجارية، وغيرها) وهدفه إخراج واستخلاص الانحراف في الوظائف المختلفة، وأيضاً إخراج نقاط القوة ونقاط الضعف.

¹ J. Brilman, C. Maire, Manuel d'évaluation des entreprises, édition d'organisation, Paris, 1993, P36.

² Vernimmen, P., Finance d'entreprise, 17^{ème} édition, DALLOZ, Paris, 2019, P186.

³ خالد فراح، مرجع سابق، ص 64.

- التشخيص الإستراتيجي: يعمل على تحليل قدرات المؤسسة لمواجهة المؤسسة في البيئة الخارجية، ويسمح بتقييم أنشطة المؤسسة ووضعيتها، كما يسمح بإرساء إستراتيجية مستقبلية للمؤسسة.

- التشخيص المالي: يحدد هذا الفحص تواجد أو غياب شيئين إثنين أساسيين، وهما التوازن المالي والمردودية.

- تشخيص الهوية: يحاول هذا التحليل إبراز عناصر التسيير مثل نوع السلعة، التنظيم للمعلومات، الاتصال، الثقافة.

بالنسبة لتشخيص الهوية والتشخيص الوظيفي، قد وقفنا على جانب منهما بشكل ضمني من خلال استعراض مرحلة جمع الوثائق والمعلومات، واللذان لا يمكن فصلهما عن التشخيص المالي والإستراتيجي، هذا الأخير الذي يطلق عليه أحيانا بالتشخيص الاقتصادي، والذي يهتم بالأسباب المؤدية إلى حسن أداء المؤسسة أو سوءه في مواجهة المنافسة، التي تنعكس في مدى القدرة على تحقيق موارد مستقبلية، والتي تهم المسيرين، وكذا المستثمرين المحتملين للمؤسسة.

ونتيجة لما ذكرناه سابقا، يتضح أن جمع المعلومات وعملية التشخيص من المراحل الهامة ضمن مسار العمل (مراحل إعادة التقييم)، إذ لا يمكن لعملية التقييم أن تعرف نجاحًا ما لم يضع ويسطر الخبير مخطط العمل ويسير وفقه، باعتباره يمثل منهجية واضحة مبنية على تسلسل منطقي.

5- طرق التشخيص المالي:

يهدف التشخيص المالي إلى تحديد ومعرفة جوانب القوة والضعف في الجانب المالي للمؤسسة، وذلك ضمانا لتحسين الوضع المالي في المستقبل لذلك هناك عدة طرق لتفعيل التشخيص المالي أهمها ما يلي:¹

5-1- التشخيص التطوري: يقوم التشخيص المالي التطوري على دراسة الوضعية المالية للمؤسسة لعدة دورات مالية متتالية، حيث يتم تحليل الوضعيات المالية السابقة من أجل تشخيص الوضع الحالي وتقدير الوضعية المالية المستقبلية، لإجراء هذه الدراسة لابد من امتلاك المؤسسة لنظام معلومات محاسبي ومالي متطور وفعال حتى يتمكن المحلل المالي من رسم التطور المستقبلي للوضعية المالية. فهو يرتكز على العناصر التالية:

- تطور النشاط: أي متابعة التغيرات عبر الزمن، اعتمادا على التغير في رقم الأعمال أو القيمة المضافة أو النتائج المحاسبية... الخ، ومن ثم الحكم على نمو النشاط فيما إذا كان يتطابق مع أهداف

¹ Beatrice GUILLOT, Analyse financière: les outils du diagnostic financière, 8^{eme} édition, édition Gualino éditeur, France, 2007, p 38.

المؤسسة ومعطيات السوق وبناء على حالات النمو (مرتفع، مستقر، منخفض) يستطيع المحلل المالي مراقبة التطور في هيكل التكاليف والذي من المفترض أن يتناسب طردياً مع تطور النشاط؛

- **تطور أصول المؤسسة:** تعبر الأصول عن مجموع الإمكانيات المادية، المعنوية والمالية المستخدمة في ممارسة أنشطة المؤسسات، ومن ثم فمراقبة تطور هذه الإمكانيات يعد ضروري لتشخيص النمو الداخلي والخارجي، كما يعد مؤشراً استراتيجياً هاماً يعبر عن الوجهة الإستراتيجية للمؤسسة إن كانت تتجه نحو النمو، البقاء أو الانسحاب من السوق؛

- **تطور هيكل دورة العمليات التشغيلية:** يتكون هيكل دورة العمليات التشغيلية من العملاء، الموردون، المخزونات والتي تشكل في مجموعها الاحتياجات المالية لدورة العمليات التشغيلية، والتي ينبغي مراقبة تطورها عبر الزمن ومقارنة نموها بنمو النشاط (الارتفاع في رقم الأعمال) من أجل الحكم على مستوى الاحتياجات المالية.

- **تطور الهيكل المالي:** يتشكل الهيكل المالي من مصادر تمويل المؤسسة والمتمثلة أساساً في الأموال الخاصة ومصادر الإستدانة، وبناءً على العناصر السابقة الذكر يمكن للمحلل المالي مراقبة مستويات الاستدانة والتمويل الذاتي ومساهمات الشركاء وتحديد قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها وقدرتها على السداد ومدى استقلاليتها المالية، وتأثير الاستدانة على المردودية.

- **تطور المردودية:** تعتبر المردودية الأساس الرئيس الذي يقوم عليه الهدف الاقتصادي للمؤسسة كما تعتبر ضمان للبقاء، النمو والاستمرارية، وتعد أحد أهم المؤشرات التي تستخدم في الحكم على أداء المؤسسة من جميع النواحي، وعليه فمراقبة تطور معدلات المردودية يمثل قاعدة أساسية للتشخيص المالي التطوري، وذلك عن طريق نسب المردودية وآلية أثر الرافعة المالية.

2-5- التشخيص المقارن:

إذا كان التشخيص التطوري يعتمد على تحليل الوضع المالي ومراقبته عبر الزمن، فإن التشخيص المقارن يركز على تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة مقارنة مع مؤسسات مماثلة في النشاط وعليه فالأساس التي يعتمد عليه التشخيص المقارن هو الحكم على وضع المؤسسة بناءً على معطيات المؤسسات الرائدة في نفس القطاع، وذلك باستخدام مجموعة من الأرصد والأدوات والمؤشرات المالية.

يهدف المحلل المالي من خلال التشخيص المقارن إلى مراقبة الأداء المالي للمؤسسة بناءً على التغير في المحيط، خصوصاً في حالات المحيط غير المستقر.

3-5- التشخيص المعياري:

يمكن اعتبار التشخيص المعياري امتداداً للتشخيص المقارن، إلا أنه وبذلل مقارنة وضع المؤسسة بمجموعة مؤسسات تنتمي لنفس القطاع، فإننا نلجأ إلى استخدام معدلات معيارية يتم اختيارها بناءً على

دراسة شاملة ومستمرة لقطاع معين من طرف مؤسسات ومكاتب دراسات مختصة، وتوضيح محتوى هذه الطريقة نقدم مجموعة من المعايير كمثال معتمد في بعض النشاطات:

- معدل الهيكل المالي (الديون/ الأموال الخاصة) للمؤسسات البنكية يقدر ب 08 بالمائة؛
- نسبة رقم الأعمال إلى المتر المربع بالنسبة لكبريات الأسواق والمعارض؛
- الديون المتوسطة وطويلة الأجل يجب ألا تتعدى ثلاث أضعاف القدرة على تمويل الذاتي.

6- تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة في إطار عملية التقييم:

إنّ عملية التشخيص المالي من أبرز المهام التي يتولاها المسير المالي في المؤسسة، حيث يساهم في اتخاذ القرارات الصائبة المنعكسة بالإيجاب على المؤسسة.

ويعرف التشخيص المالي في إطار عملية التقييم على أنه: " عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، وذلك من أجل استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية": أي أنه: " عملية تحويل كم هائل من البيانات والأرقام المالية التاريخية المدونة في القوائم المالية إلى كم أقل من معلومات وأكثر فائدة لعملية اتخاذ القرارات".

1-6- أدوات التشخيص المالي:

يهدف المشخص المالي إلى تحديد نقاط القوة ونقاط الضعف للوضعية المالية للمؤسسة، ذلك ضمانا لتحسين الوضع في المستقبل وضمانا لاستمرار التسيير الفعال، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات المتكاملة فيما بينها.

- تحليل الهيكل المالي:

الهدف من هذا التحليل هو ضمان تمويل الاحتياجات المالية دون التأثير على قيود التوازن المالي والمردودية والملاءة المالية... الخ، وذلك اعتمادا على المنظور المالي المرتكز على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق، أو المنظور الوظيفي المرتكز على المفهوم الوظيفي للمؤسسة والفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل.

- تقييم النشاط والنتائج:

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية، ذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير وهي أرصدة توضيح المراحل التي تتشكل من خلالها كل من الربح والخسارة، ومن خلالها يمكن تحديد الأسباب التي أدت إلى النتيجة المحققة، ومن ثم يمكن تصور الحلول والإجراءات التي تبقي على الوضع أو تحسينه حسب كل حالة.

- تقييم المردودية:

هي وسيلة تمكن المحلل المالي من مقارنة النتائج المحققة مع الوسائل التي ساهمت في تحقيقها، وهي المؤشر الأكثر موضوعية في تقييم الأداء، ويمكن من خلالها إتخاذ قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وغيرها.

- تحليل التدفقات المالية:

يمثل التحليل الأكثر تطورا مقارنة بالتحليل الوظيفي والتحليل الذمي، حيث يمكن باستخدام جداول التدفقات المالية تحليل التوازن المالي والوقوف على أسباب العجز أو الفائض في الخزينة، وتحديد الدورة المسؤولة عن هذا العجز أو ذلك الفائض، كما يحتوي هذا التحليل على مجموعة من المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي والتي لها دور في اتخاذ بعض القرارات الإستراتيجية، والمساعدة في تقييم الإستراتيجية المتبناة من طرف المؤسسة.

كل هذه الوسائل وغيرها تمثل منظومة متكاملة تستخدم في المرحلة التي تسبق مرحلة اتخاذ القرار، إذ تمثل الأرضية الأساسية التي تجعل المسير يتخذ قراره استنادا إلى أسس دقيقة وموضوعية. هناك من يرى أن أدوات التشخيص المالي تكمن في تحليل الهيكل المالي المقصود به هنا هو أموال المؤسسة سواء كانت خاصة (جماعية) أو ديون، ويتم تحديده بالربحية، السيولة، المردودية معدل النمو، حجم المؤسسة، هيكل الأصول¹ وهذا بهدف ضمان تمويل الاحتياجات دون التأثير على التوازن المالي والمردودية والملاءة المالية، بالاعتماد على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق أو على المنظور الوظيفي بالفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل. تقييم النشاط والنتائج (تقييم المردودية) بحيث يتم تعريف المردودية بأنها النسبة بين النتيجة المحققة والوسائل المستعملة لتحقيق هذه النتيجة، ولذلك فهي القدرة على الوفرة النقدية (تحقيق الأرباح) من طرف المؤسسة، وأخيرا التدفقات المالية.²

2-6- مراحل التشخيص المالي لأغراض التقييم:

شهد التشخيص المالي العديد من المقاربات عبر الزمن، حيث انتقل من المقاربة الكلاسيكية الساكنة إلى المقاربة الديناميكية، تتضمن المقاربة الكلاسيكية الساكنة كلا من التحليل سيولة - استحقاق والذي ظهر بعده التحليل الوظيفي، أما المقاربة الديناميكية فتتمثل في التحليل المعتمد على التدفقات والحركات المالية.

6-2-1- التحليل المالي وفق مقاربة سيولة - استحقاق (المقاربة الذمية):

يتمثل الهدف من هذا التحليل في تشخيص خطر الإفلاس المالي، وبمعنى أدق خطر اللاسيولة illiquidité وعدم القدرة على التسديد insolvabilité على المدى القصير.

¹ Jonthan Berk, Peter Demazro, Finance d'entreprise, édition française dirigée par Gunther Capelle-Blanca, Nicolas Coudere Pearson éducation, France, 2008, P 63.

² ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية الجزائر، 2008، ص 14.

فلتقدير درجة العسر المالي وخطر الإفلاس تهتم هذه المقاربة بتقييم عناصر الأصول والخصوم، ومقاربة أجال استحقاق عناصر الخصوم مع أجل تحقق (تسديد) عناصر الأصول وتحولها إلى سيولة. تعرف الميزانية على أنها مرآة عاكسة للوضع المالي للمؤسسة في وقت معين فتبين ما لدى المؤسسة من موجودات وما عليها من مطالبات من قبل الملاك أو من قبل الغير ولهذا تسمى أيضا قائمة المركز المالي، وتتمثل في جدول يظهر في جانبه الأيمن مجموع الاستخدامات وتسمى الأصول أي ممتلكات وموجودات المؤسسة وفي جانبه الأيسر مجموعة الموارد وتسمى الخصوم، حيث تحافظ الميزانية دائما على توازنها لأن مصادر الأموال تساوي أوجه استخدامها.¹ في الواقع، الميزانية عبارة عن أسلوب للتعبير وتجميع الأموال الاقتصادية، حسب أنواعها بشكل نقدي في تاريخ معين ومصادر تكوينه. فهي عبارة عن قائمة مالية تصدر غالبا في نهاية السنة المالية، ومن خلالها يتم التعرف على الذمة المالية للمؤسسة، حيث تتعدد أساليب التسيير المالي وأهمها رأس المال العامل.

- مبادئ ترتيب ومعالجة عناصر الميزانية وفق هذا التحليل:
- مبادئ ترتيب عناصر الميزانية: ترتب عناصر الميزانية وفق معايير درجة السيولة بالنسبة لعناصر الأصول ومعايير درجة الاستحقاق بالنسبة لعناصر الخصوم.
- الأصول: تنقسم إلى أصول غير جارية وأصول جارية؛

- قاعدة التوازن المالي الأدنى:

محتوى هذه القاعدة أنه يستوجب إبقاء الموارد المستخدمة في تمويل الأصول لمدة لا تقل عن مدة إبقاء الاستثمارات لتفادي الإضطرابات التي قد تحدث الميزانية لأقل من سنة ولتحقيق هذا الهدف يجب أن يكون رأس المال العامل موجب أي أكبر من (0) الصفر.

- منظور أعلى الميزانية:

يعبر رأس المال العامل على العلاقة الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية مع الأصول غير الجارية ويمكن حصر ثلاث حالات رأس المال العامل.

الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

في هذه الحالة يعبر عن فائض الأموال طويلة الأجل (الباقى) بعد تمويل كل الأصول الثابتة غير الجارية، المؤسسة إستطاعة تمويل أصولها غير الجارية بواسطة مواردها المالية الدائمة وحققت فائض يتمثل في رأس المال العام وذلك على النحو التالي:

¹ بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، منشورات كليك، الجزائر، 2015، ص 43.

الأصول غير الجارية	الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية
زيادة	////////////////////
الأصول الجارية	الخصوم الجارية

الحالة الثانية: رأس المال العامل سالب

في هذه الحالة الأموال طويلة الأجل غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية غير جارية (جزء فقط) مما يستدعي البحث عن موارد أخرى لتغطية العجز في التمويل

الأصول غير الجارية	الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية
////////////////////	نقص
الأصول الجارية	الخصوم الجارية

الحالة الثالثة: رأس المال العامل معدوم

هي حالة نادرة أي التوافق التام في الهيكل الموارد والاستخدامات وتمثل الوضع الأمثل ليسر المالي.

الأصول غير الجارية	الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية
الأصول الجارية	الخصوم الجارية

-منظور أسفل الميزانية

يعبر رأس المال العامل عن الفرق بين الأصول الجارية والخصوم الجارية حيث يمثل قدرة المؤسسة على الاستجابة للاستحقاقات قصيرة الأجل عن طريق أصولها قصيرة الأجل وهي الأكثر قابلية للتحويل إلى سيولة (أموال سائلة) أي تسديد القروض قصيرة الأجل وهناك ثلاث حالات.

الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

الأصول الجارية أكبر من الخصوم الجارية أي ان المؤسسة تستطيع مجابهة ديون قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية ويبقى فائض مالي يمثل هامش أمان وهو ر.م.ع حيث تحقيق السيولة له دور هام في التوازن المالي للمؤسسة.

الحالة الثانية: رأس المال العامل سالب

الأصول الجارية أقل من الخصوم الجارية أي أن المؤسسة لا تستطيع مجابهة ديون قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية وبمعنى عجز في التمويل.

الحالة الثالثة: رأس المال العامل معدوم التساوي

الأصول الجارية تتعادل والخصوم الجارية أي أن المؤسسة تستطيع مجابهة ديون قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية ودون أن يبقى فائض مالي وهي تمثل الوضع الأمثل لكنها حالة نادرة.

6-2-2-2- الترخيص المالي وفق منظور النسب:

عموماً يسمح التحليل المالي عن طريق النسب بمتابعة نمو وتطور المؤشرات المالية للمؤسسة، وقد أصبح هذا النوع من التحليل من الأمور المهمة والمألوفة والواسعة الانتشار، إلى درجة أنه أصبح لا يتصور أن يتم تحليل بيانات أية مؤسسة دون استخدام النسب المالية، لذلك بات تطوير النسب وتركيزها في منظور متكامل يغطي كافة أوجه النشاط في المؤسسة من القضايا التي تشغل بال المهتمين والمحللين الماليين. حيث أن النسب المالية كثيرة ومتشعبة، لذا جرى تقسيمها إلى عدة مجموعات تبعاً لأهداف التحليل، فتنقسم المجموعات بحيث نجدها نسب تصنف حسب المجال الذي تنشق منه، ونسب ذات صلة بالواقع ونسب حسب المجال الذي تختص به، وهي كما يلي:

6-2-2-1 - نسب السيولة: يكمن هدف نسب السيولة في تحليل مقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية عند إستحقاقها، وهي تبين مدى سرعة تحويل الأصول الجارية إلى سيولة جاهزة، وتتكون من:¹

- نسبة التداول: السيولة العامة: السيولة الجارية:

نسبة التداول = الأصول الجارية / الخصوم الجارية

مفادها مدى الوفاء بالخصوم الجارية، قياس التوازن المالي، تحقيق التناسق بين الاستخدامات القصيرة والمصادر المالية قصيرة الأجل (فورا)، لكن إرتفاعها يدل على أن المشروع لا يستخدم موارده المالية المتاحة إستخداماً أمثلاً فيجب أن تتجاوز هذه النسبة الواحد الصحيح 01 والقيمة المقبولة هي 02.

6-2-2-2- نسب التشغيل: (الإنتاجية، النشاط)

تقيس هذه النسبة مدى كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية، كإدارة المخزون والذمم المدينة، الأصول الثابتة وذلك بإجراء مقارنة بين مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الموجودات، علاقة بين الأصول الجارية وغير الجارية، تسييرها الجيد يرفع من المبيعات مما يزيد من الربحية والسيولة (قياس كفاءة وفعالية الإدارة في استخدام ما لديها من استثمارات في خلق وتوليد المبيعات)، كما تساعد على كشف مواطن الضعف، وهي تساعد من له إهتمام بكفاءة الأداء والربحية على المدى الطويل.

معدل دوران مجموع الأصول = صافي المبيعات / مجموع الأصول

يتأثر هذا المعدل كثيراً بحجم المؤسسة وطبيعة الصناعة، فالمؤسسات الضخمة تقوم بالاستثمار المكثف في الأصول غير الجارية، بعكس المؤسسات الصغيرة التي تفصل بعض عملياتها وتعهد بها إلى مصانع أخرى متخصصة، مما يقلل من الاستثمار في الأصول غير الجارية، وتعكس هذه النسبة كفاءة

¹ الزبيدي حمزة محمود، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2000، ص 65.

الإدارة من خلال استخدامها لمصادر المؤسسة الاستثمارية لغرض توليد المبيعات، وذلك من خلال معرفة عدد مرات استخدام الأصول (الاستثمار) في خلق المبيعات.¹

إذا كانت منخفضة فهذا يدل على المؤسسة لا تنتج مبيعات بحجم الكافي مقارنة مع حجم الاستثمار في إجمالي الأصول، فيجب زيادة المبيعات. إذا كانت مرتفعة دل ذلك على فعالية استخدام الأصول أو هناك نقص في الاستثمار في الموجودات فيجب رفع الأصول لرفع المبيعات.

معدل دوران الأصول غير جارية = صافي المبيعات / أصول غير جارية

تقيس كفاءة استعمال الأصول غير الجارية فكلما كانت مرتفعة دل ذلك على استعمال الجيد

6-2-2-3-نسبة الملاءة: الاستقلال المالي، هيكل رأس المال

نسبة الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

تقيس هذه النسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة، مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الدائمة، بحيث يجب أن تكون أكبر من 0.5 أما حسب البنوك الفرنسية يجب أن تساوي أو تفوق 50 بالمائة لتستفيد المؤسسة من قروض.² أو يتم حسابها بقسمة الأموال الخاصة على مجموع الخصوم على أن تساوي أو تفوق الثلث 3/1 للحكم بمدى إستقلالية المؤسسة.

6-2-2-4-نسب المديونية:(الهيكل التمويلي)

نسب المديونية هي عبارة عن نسب تقيس الاستقرار المالي للمؤسسات وهي من المؤشرات المهمة في معرفة مدى اعتماد المؤسسة على مصادر أموال من الغير الديون التي قد تكون طويلة ومتوسطة أو قصيرة الأجل. وهن تحسب بالعلاقتين التاليتين:

نسبة المديونية الطويلة = ديون طويلة الأجل / مجموع الخصوم

أو نسبة المديونية القصيرة = ديون قصيرة الأجل / مجموع الخصوم

6-2-2-5-نسب المردودية:(الربحية)

هي نسب الربحية تمثل المردودية المتأتية من استخدام عنصر من العناصر المحركة للنشاط في المؤسسة، كما أنها تقيس مدى فعالية المؤسسة في استخدام الموارد المتاحة للمؤسسة، ويمكن ذكر أهم النسب المستخدمة في هذا الإطار كما يلي:

¹ محمد صالح الحناوي، رسيمة قريصاص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 69.

² الزبيدي حمزة محمود، مرجع سبق ذكره، ص 60.

6-2-2-6-نسبة المردودية الاقتصادية:

تشير المردودية الاقتصادية إلى كفاءة استخدام الأصول الثابتة في المؤسسة بمقارنة النتائج المحققة بالأموال المستثمرة ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:
المردودية الاقتصادية = النتيجة الصافية / مجموع الأصول.
يجب أن تكون أكبر من الصفر، تعبر عن كم وحدة تدرها النتيجة الخام من الأموال الدائمة (الأصول الاقتصادية).

6-2-2-7-نسبة المردودية المالية:

يتم من خلالها مقارنة رؤوس الأموال الموظفة من طرف المؤسسة بالنتائج التي تحققها أو بمعنى آخر مدى كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأموال الخاصة، وتعطى بالعلاقة التالية:
نسبة الأموال الخاصة = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.
يجب أن تكون أكبر من الصفر، تعبر عن كم وحدة تدرها النتيجة الصافية من الأموال الخاصة.

6-2-2-8-مؤشر الرفع المالية:

الرفع المالية = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية

يجب أن تكون أكبر من الصفر، تعبر عن أن الاستدانة مشجعة لرفع مردودية الأموال المستثمرة.

6-3-التشخيص وفق المنظور الوظيفي:

يعتبر التحليل الوظيفي طريقة من طرق التشخيص المالي تقوم على أساس تصنيف العمليات التي تقوم بها المؤسسة حسب الوظائف، وحسب هذا التحليل، فإن المؤسسة عبارة عن وحدة اقتصادية ومالية تضمن تحقيق وظائف التمويل، الاستثمار والاستغلال⁽¹⁾.

وتعرف الميزانية الوظيفية بأنها: " ميزانية تقوم على أساس إحصاء للموارد والاستخدامات في المؤسسة وفق مساهمتها في مختلف الدورات الاقتصادية، حيث تعتبر خزينة المؤسسة في لحظة ما عن صافي الموارد والاستخدامات المتراكمة، ويقصد بالدورات الاقتصادية بدورة الاستثمار، دورة التمويل، ودورة الاستغلال⁽²⁾.

ويعيد التحليل الوظيفي بناء الميزانية المالية بإعادة ترتيب بنودها إلى كتل حسب مستوى ديمومتها، وعقد علاقة تواصلية بين الموارد الدائمة، والاستخدامات الدائمة، حيث تقوم بإظهار ما يلي⁽³⁾:

¹ مليكة زغيب، ميلود بوشنقى، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص ص 63-64

² لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المالي المحاسبي، دراسة حالة، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص ص 91-92

³ المرجع نفسه، ص 93.

- كتلين من الأصول: الاستخدامات الثابتة (أعلى الميزانية) والاستخدامات المتداولة (أسفل الميزانية).
- كتلتين من الخصوم: الموارد الثابتة (أعلى الميزانية) والموارد المتداولة (أسفل الميزانية).
- الخزينة (موجبة أو سالبة): كنتيجة لمقارنة الكتل الأربعة الأخرى للميزانية. وتأخذ الميزانية الشكل التالي:

جدول رقم (03): الميزانية الوظيفية

دورة التمويل	الموارد الثابتة	الاستخدامات الثابتة	دورة الاستثمار
دورة الاستغلال	الخصوم المتداولة للاستغلال	الأصول المتداولة للاستغلال	دورة الاستغلال
	الخصوم المتداولة خارج للاستغلال	الأصول المتداولة خارج للاستغلال	
	الخزينة سالبة	الخزينة موجبة	

Source :Alain Mavion, Analyse financière concept et méthodes, DUNOD, 3édition, Paris, 2004, P38.

ويقدم الجدول التالي كيفية إعداد الميزانية الوظيفية انطلاقاً من الميزانية المالية:

جدول رقم (04): كيفية إعداد الميزانية الوظيفية

الموارد الثابتة	الاستخدامات الثابتة
رؤوس الأموال الخاصة الخصوم غير الجارية	التثبيتات غير المادية التثبيتات المادية التثبيتات المالية
الخصوم المتداولة للاستغلال	الأصول المتداولة للاستغلال
التسبيقات المستلمة الموردون الديون الجبائية والاجتماعية المنتجات معاينة مسبقا	المخزونات (القيمة الصافية) الزبائن (القيمة الصافية) التسبيقات والمدفوعات على الحسابات الأعباء المعاينة مسبقا الضرائب
الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	الأصول المتداولة خارج الاستغلال
الديون المدينة الأخرى	المدينون الآخرون
خزينة الخصوم	خزينة الأصول

أموال الخزينة - الخصوم	الأصول الموظفة وغيرها من الأصول الجارية أموال الخزينة
------------------------	--

المصدر: لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المالي المحاسبي، دراسة حالة، مكدرة ماجستير، غ.م، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 94.

6-3-1- التشخيص المالي بواسطة التوازنات المالية: يسمح التوازن المالي بقياس الملاءة والخطر المالي المتعلق بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث نجد أن هناك عدة مؤشرات يستند إليها المحلل المالي لإبراز مدى توازن المؤسسة من أهمها: رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل، والخزينة الصافية، ويقوم هذا التحليل على البيانات المستخرجة من الميزانية المالية والميزانية الوظيفية.

* **الرأس المال العامل:** رأس المال العامل هو هامش السيولة الذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، فتحقق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات، وضمن استمرار توازن هيكلها المالي¹، ويمكن فهم رأس المال العامل وفقاً لمقاربتين:

الأولى: هي مقارنة للميزانية المالية والتي تقودنا إلى حساب رأس المال العامل الصافي؛

الثانية: هي مقارنة حديثة للميزانية الوظيفية، والتي تقودنا إلى حساب الرأس المال العامل الوظيفي.

* **الرأس المال العامل الصافي:** يمثل رأس المال العامل الصافي هامش أمان مستعمل من طرف المؤسسة لمواجهة حوادث دورة الاستغلال التي تمس السيولة، انخفاض دورات المخزون تحت تأثير الوضع الاقتصادي الراهن غير ملائم، ودمم الزبائن غير قابلة للتحصيل.

ويتم حساب الرأس المال العامل الصافي انطلاقاً من الميزانية المالية المحاسبية، حيث نجد عبارة عن الفرق بين الأصول الجارية، أو هو عبارة عن الأموال الدائمة (الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية) المستخدمة في تمويل الأصول الثابتة الصافية.

رأسمال العامل الصافي "FRNG" = الأموال الدائمة – الأصول الثابتة الصافية (غير جارية)

رأسمال العامل الصافي "FRNG" = الأصول الجارية – الخصوم الجارية

وبصفة عامة هناك ثلاث حالات مختلفة لرأس المال العامل هي:

* **رأس المال العامل الصافي موجب:** أي FRNG أكبر من 0 يشير إلى أن المؤسسة متوازنة ماليًا على المدى الطويل، وحسب هذا المؤشر فإن المؤسسة تتمكن من تمويل احتياجاتها الطويلة المدى باستخدام

¹ سعادة اليمين، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة سطيف، 2009، ص 59.

مواردها الطويلة المدى، وحققت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية، وهذا يشير إلى توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.

* رأس المال العامل الصافي معدوم؛ أي FRNG يساوي 0؛ في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، أما الأصول المتداولة فتغطي عن طريق القروض القصيرة الأجل، فهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، وترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

* رأس المال العامل الصافي سالب؛ أي FRNG أقل من 0؛ في هذه الحالة نجد أنّ المؤسسة تعجز عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة، وبالتالي فهي بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

مسألة شاملة حول التقييم في إطار التشخيص الكلي للمؤسسة

يقوم خبير في التقييم المالي للمؤسسات، بعملية التقييم لفائدة السيد A، من أجل حيازة مؤسسة اقتصادية، حيث قام الخبير بجمع كل الوثائق المتعلقة بالوضع المالي للمؤسسة (محاسبية، مالية، تقارير)، حيث جاءت ميزانيتها كما يلي:

1- الميزانية بتاريخ 2023/12/31:

أولاً: الأصول:

الأصول	القيمة الإجمالية	الاهتلاكات وخسائر القيمة	القيمة المحاسبية الصافية
<u>الأصول غير الجارية</u>			
التثبيتات المعنوية	500000	120000	380000
التثبيتات العينية	2500000	400000	2100000
التثبيتات المالية	450000	60000	390000
مجموع الأصول غير الجارية	3450000	580000	2870000
<u>الأصول الجارية</u>			
المخزونات والمنتجات قيد الصنع	650000	80000	570000
الزبائن والحسابات الملحقة	400000	50000	350000
المدينون الآخرون	180000	-	180000
القيم المنقولة للتوظيف	150000	-	150000
أموال الخزينة	340000	-	340000
مجموع الأصول الجارية	1720000	130000	1590000
مجموع الأصول	5170000	710000	4460000

ثانياً: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2015
<u>الأموال الخاصة</u>	
رأس المال جماعي	3000000
نتيجة السنة المالية	150000
مجموع الأموال الخاصة	3150000
<u>الخصوم غير الجارية</u>	
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	300000
مجموع الخصوم غير الجارية	300000
<u>الخصوم الجارية</u>	
موردو المخزونات والخدمات	600000
الضرائب الدائنة	250000
مساهمات بنكية جارية	160000
مجموع الخصوم الجارية	1010000
مجموع الخصوم	4460000

بعد أن اطلع الخبير على الوثائق الملحقة والمعلومات المحاسبية اكتشفت المعلومات الإضافية التالية:

- من بين المدينون الآخرون مبلغ 80000 دج كأعباء معاينة مسبقاً و متعلقة بنشاط خارج الاستغلال؛
- من بين الموردين والحسابات الملحقة : موردو المخزونات بقيمة 420000 دج
- يتضمن حساب الضرائب مبلغ 50000 دج كضرائب على النتائج.

المطلوب:

- 1- كيف يقوم الخبير المالي باستخراج الميزانية الوظيفية؟
- 2- قم بتحليل الميزانية الوظيفية بواسطة الرأسمال العامل الصافي "FRNG" وحدد وضعية المؤسسة؟
- 3- حدد إذا كانت المؤسسة باستطاعتها خلق/ تدمير القيمة من أصولها غير الجارية؟
- 4- حاولت المؤسسة استثمار أرباحها المقدرة بـ 150000 دج وكان معدل العائد على الرأسمال المستثمر 6%، بينما معدل تكلفة رأسمال 2%، حدد الربح الاقتصادي لهذا الاستثمار؟
- 5- حدد إذا كانت المؤسسة تستطيع تحويل رأسمالها المقدر بـ 3150000 دج إلى أسهم علمًا أنّ الرسملة البورصية بلغت: 8230000 دج؟
- 6- قدم تقرير على وضعية المؤسسة؟

المحاضرة رقم 06: تقييم المؤسسة وفق مقارنة الذمة المالية

مقدمة:

ترتكز مقارنة الذمة المالية في تقييمها للمؤسسة على صافي المركز المالي للمؤسسة، بمعنى صافي الأصول فهي مقارنة بسيطة من حيث المبدأ، يتم التعبير فيها عن قيمة المؤسسة بين إجمالي عناصر الأصول المسجلة بالميزانية وإجمالي قيمة الديون من جهة الخصوم، فحسب هذا المبدأ تتلخص قيمة المؤسسة فيما تملك، ولأن عملية التقييم تتصف بالسكون، وحتى تكون هذه الأخيرة أكثر واقعية وموضوعية فإنه يتم أخذ عناصر الأصول والخصوم بالقيم الحقيقية المصححة وليس بالقيم المحاسبية أو الدفترية المسجلة بالميزانية المحاسبية.

حيث يوجد معيارين أساسيين لتقييم الذمة المالية للمؤسسة، هما الأصل المحاسبي الصافي ANC، والأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC، كما يوجد أيضا معياران آخران لقياس قيمة الذمة المالية للمؤسسة هما القيمة الجوهرية الإجمالية VSB، والأموال الدائمة الضرورية للاستغلال CPNE، حيث أن هذين الأخيرين عكس الأصل المحاسبي الصافي، والأصل المحاسبي الصافي المصحح لا يعتبران قيما للتبادل. حيث تعبر القيمة الجوهرية على مصطلح "اقتصادي" لأنها تعبر عن قيمة الوسائل قبل أن تستغلها المؤسسة، كما تعبر الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال على مصطلح "مالي" لأنها تقيس القيمة الإجمالية للتمويل طويل الأجل الضروري لنشاط المؤسسة¹.

حيث قبل اعتماد المعايير المحاسبية المالية IAS-IFRS، واعتماد النظام المحاسبي المالي SCF بالجزائر، كانت تقييم المؤسسات بالاعتماد على القيمة الدفترية التاريخية للموجودات، حيث لم يكن التعبير حقيقة عن قيمة المؤسسة بهذه الطريقة، حيث كانت دائما تتأثر بمعدلات التضخم وتظهر فجوة كبيرة بين القيمة المحاسبية وقيم السوق.

حيث حسب المعيار المحاسبي IFRS رقم 13 فإن القيمة العادلة هي "السعر المتحصل عليه من جراء بيع الأصل أو الذي يتم دفعه مقابل تحويل الخصوم وهذا خلال عملية مبادلة عادية بين المتعاملين الاقتصاديين في السوق في تاريخ التقييم". غير أنه من الجدير بالذكر أن عملية التقييم على أساس التكلفة لا تزال قائمة خاصة في بعض عناصر الأصول كالمباني، ولهذا يمكن القول أنه على الرغم من تبني معايير النظام المحاسبي المالي فإنه لا تزال بعض النقائص في عملية تقييم المؤسسات وفق مقارنة الذمة المالية.

¹ Abdelkader Gliz, L'évaluation de l'entreprise : Application au contexte de l'économie Algérienne, cas preatique et sujets d'examens corrigés, BERTI Editions, Alger, 2020, P 115.

1-الأصل المحاسبي الصافي:

يعبر الأصل المحاسبي الصافي عن الفرق بين مجموع الأصول والديون الإجمالية. وعليه يساوي الأصل المحاسبي مجموع الأموال الخاصة، ويتكون من رأس المال الاجتماعي، بالإضافة إلى كل العلاوات كعلاوة الإصدار بالنسبة للأسهم، علاوة الاندماج، علاوة الشراء، بالإضافة إلى الاحتياطات وحساب الترحيل من جديد، وبالإضافة إلى نتيجة النشاط وفرق التقييم.¹

حيث « يمثل التقييم عن طريق الذمة المالية المقاربة المفضلة لكثير من بائعي المؤسسات المنشأة لمدة طويلة، أين تتراكم خلالها الذمة المالية، وتأخذ المردودية أُنذاك أحد الاتجاهين إما الاستقرار أو الانخفاض، هذه الذمة يتم تقييمها عن طريق الأصل الصافي»²

$$ANC = \text{مجموع الأصول} - \text{مجموع الديون}$$

ويحسب أيضا وفق العلاقة التالية:

$$ANC = \text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{النتيجة الصافية}$$

وأیضا يعبر عنه:

$$ANC = \text{رأس المال} - \text{الأصول الوهمية}$$

تمثل العناصر الوهمية تلك التي اختفى بعضها كلياً بالنسبة للمؤسسات التي أخذت بعين الاعتبار (IAS/IFRS)، ونحن في الجزائر أيضاً وبدخول النظام المحاسبي المالي الجديد حيز التطبيق، فإنّ هذه القيم تختفي من الميزانية، ولأنها مصاريف وهمية تم استبعادها مباشرة فتقيّم المؤسسة من دون جرد هذا العنصر، وهذا في الحقيقية عنصر إيجابي أتى به النظام المحاسبي المالي الجديد خدمة للتقييم. وتتمثل أهم الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة فيما يلي:

- الأصل المحاسبي الصافي هو قيمة محاسبية تاريخية لا تعكس القيمة الحقيقية لأصل المؤسسة.
- لا تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار تدني قيمة النقود بفعل التضخم وتدهور العملة.
- عدم التطابق بين الاهتلاك وتدني قيم الأصول بفعل التقادم.
- كما تفترض هذه لطريقة أن عناصر الأصول قابلة للتحويل النقدي بسرعة وسهولة.
- لا تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار كل العناصر غير المادية للمؤسسة كالعلاقات التقنية الداخلية، التوثيق، علامة المؤسسة، ولاء الزبائن، كفاءة العمال.

¹ علاوة الشراء، الإصدار والاندماج تابعة لعنصر العلاوات المتعلقة برأس المال الاجتماعي، انظر المادة رقم 312-2 من القرار المؤرخ بتاريخ 26 جويلية 2008.

² Kienast Philippe, l'évaluations des entreprises in Ecyc l'opédie du Management, 1^{ère} édition, Vubert, Paris, 1992, P 734

-هذه الطريقة تعتبر غير ملائمة للمؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، حيث تعتمد نشاطاتها على العنصر البشري، وعلى تقديم الخدمات للعملاء.

2-الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

منذ الاعتماد على النظام المالي المحاسبي، تغيرت طرق وأساليب محاسبية عناصر الأصول والخصوم بما يتوافق مع المعايير العالمية IAS/IFRS. حيث أن الأصول تقيم مبدئياً بتكلفة حيازتها، كما تقيم الخصوم "القيمة العادلة للمقابل الصافي المتحصل عليه بعد طرح التكاليف"¹ حيث توجد طريقتان للتقييم وفق هذا المبدأ، الأولى أن الأصول تقيم بالاعتماد على تكلفة حيازتها مع طرح قيمة الاهتلاكات المتراكمة وخسائر القيمة أما الخصوم فتقيم بالتكلفة المهتلكة أو بالقيمة العادلة أما الطريقة الثانية فهي التقييم بالقيمة العادلة أو وفقاً لقيمة السوق لكل عناصر الأصول والخصوم.

$$ANCC = \sum AC - (D)$$

حيث أن: ANCC: هو الأصل المحاسبي الصافي

AC: هي الأصول المصححة

D: تعبر عن الديون

«ويمكن أن نميِّز نوعين من القيم للذمة المالية تهتم فقط بالاستغلال، والمقصود هنا الأموال الضرورية للاستغلال فهي لا تعطينا قيمة لصالح المساهمين، ولكن تعطينا معلومات مهمة عن مبلغ الأموال الضرورية للاستغلال، وهذه المعلومات غالباً تكون مجدية لطرق التقييم الأخرى (قياس "GOOD WILL" للتقييم مثلاً)، أما الثانية فهي تمثل قياس لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، وهذه الأخيرة تعطينا قيمة لصالح المؤسسة، والمقصود هو الأصل الصافي المصحح "ANCC" (الحقيقي)»².

فبالنسبة لهذه الأخيرة؛ أي الأصل الصافي المصحح، الفرضية القائمة هي: استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية للمؤسسة تقيَّم على أساس قيمة الاستعمال، أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيَّم بالقيمة السوقية، «مخفِّضين منها مصاريف البيع، مستبعدين بعض العناصر المعنوية غير قابلة لتقييم خاص كشهرة المحل المؤسسة، تكلفة حيازة براءات الاختراع، كما نضيف بالمقابل الآلات والمعدات المتحصل عليها عن طريق قرض الإيجار»³.

¹ المادة 1-126 من القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008.

² Langlois.G , Mollet. M, Gestion financière ; Epreuve 4, Edition Dalloz, Paris, 2006, P347.

³ Mauguierre Honri, l'évaluation des entreprise mon cotées, édition Dunod, Paris, 1990, P 19.

فطريقة الأصل المحاسبي المصحح (ANCC) تقوم بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم، وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقاً للحقيقة الاقتصادية للميزانية، والفرق بين الأصل المصحح، والخصم المستحق المصحح يعطينا الأصل الصافي المصحح.

ويحسب الأصل المحاسبي المصحح (ANCC) إنطلاقاً من ميزانية واحدة ويساوي أيضاً:¹

$$ANCC = \text{مجموع الأصول المصححة} - \text{مجموع الخصوم المستحقة المصححة}$$

«يجب أن نشير أن التقييم عن طريق الأصل الصافي المصحح "ANCC" هو ثقيل جداً، فهو لا يتم عن طريق خبراء خارجين عن المؤسسة، وعلى أساس قاعدة وحيدة هي الحسابات فقط، بل يتطلب تحريات طويلة وعميقة لمختلف عناصر الأصول والخصوم المعنية مع تدخلات أصحاب الاختصاص في ميادين مختلفة كالعقاري، العلامات، التقنيات، العقود القانونية وفي النهاية العملية ضروري الأخذ بعين الاعتبار الضرائب المتعلقة بفائض القيمة المحتمل»².

3-الأصل المحاسبي الصافي المصحح والمعاد تقييمه:

كما يمكن الحصول على الأصل الصافي المعاد تقييمه في مرحلة ثانية والذي يعبر عن مجموع الأصل المحاسبي الصافي يضاف أو يطرح منه نتيجة إعادة التقييم كنسبة من فائض أو نقص القيمة. حيث يمكن القول أن الأصل المحاسبي الصافي المعاد تقييمه قد أخذ بعين الاعتبار كل التغيرات التي يمكن أن تتعرض لها القيمة الدفترية للأصول والخصوم بالارتفاع أو الانخفاض، لتصبح القيم حقيقية، حيث تعتبر هذه القيمة المحصل عليها، رغم طبيعتها المحاسبية البحتة مرجعاً أساسياً لكل المداخل الأخرى، فلا يمكن الانتقال على سبيل المثال لحساب التدفقات المستقبلية دون معرفة الذمة المالية الحقيقية للمؤسسة المراد تقييمها.

$$ANCCR = ANCC = \pm \frac{P}{MV}$$

حيث أن: P/MV تعبر على نتيجة إعادة التقييم على فائض أو نقص القيمة وبعدها يمكن حساب الذمة المالية للمؤسسة كما يلي:³

قيمة الذمة المالية للمؤسسة = الأموال الخاصة ± تصحيحات الأصول ± تصحيحات الخصوم

4-طريقة القيمة الجوهرية الإجمالية:

¹ Chaplain Gérard, Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise, édition EMS, Paris, 2004, P 106.

² Pierre Florence, Valuations d'entreprise et Théorie financière, édition d'organisation, Paris, 2004, P68.

³ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 75.

ظهر مفهوم القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من خلال مساهمات الخبراء الألمان سنة 1960،¹ ثم بعدها في مصاف الخبراء المحاسبين، وتعرّف على أنها "القيمة المرتبطة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة"²، وتتميّز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكوّنة لها عن نمط تمويلها ووضعيتها القانونية، والتي تكون موجهة للاستغلال بالمؤسسة.

حيث تجمع القيمة الجوهرية الإجمالية ما بين الأصول الثابتة والمتداولة الضرورية للاستغلال سواء كانت ملكا للمؤسسة أم لا، حيث لا يتم استبعاد الديون من النتيجة المتوقعة، كما تأخذ بعين الاعتبار الأصول غير المملوكة للمؤسسة والتي تم استئجارها. كما يجب أيضا هنا الأخذ بعين الاعتبار أوراق القبض المخصومة والتي لم يحن استحقاقها وكانت لتغطية السحب على المكشوف. وعليه في الأخير يجب طرح مساهمات الموظفين والضريبة النظرية على المؤسسات.³

ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة (العتاد المحصل عنه بواسطة القرض الإيجاري)، آخذين في الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار والأتعاب المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية من أجل تكملة، تجديد، والحفاظ على المعدات، كما يجب أيضا استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية الإجمالية وفقا للعلاقات حسب طريقة الحساب المعتمدة التالية:

القيمة الجوهرية حسب مكونات الأصل	القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصل الإجمالي	القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصل المحاسبي الصافي
الأصول للإستغلال	الأصل الإجمالي	الأصل المحاسبي الصافي خارج المحل التجاري (Fonds commercial)
+مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة (الإيجار، الإستغلال)	-الأصول الوهمية (البحث والتطوير، براءات الاختراع، وغيرها)	-الأصول المعاد تقييمها خارج الإستغلال
	-الأصول خارج الإستغلال	+مؤونات واحتياطات التكاليف
	+فائض القيمة على الأصول الضرورية للإستغلال والأصول المتداولة للإستغلال	+الديون المعاد تقييمها
	-نقص القيمة على الأصول الضرورية للإستغلال والأصول المتداولة للإستغلال	-الضريبة الموجبة (الكامنة)

¹ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص، ص 86،87.

² Choinel, A, Introduction à l'ingénierie financière, Banque Editeur, Paris, 2000, P 132.

³ Thauvron, A, Op. Cit., P 217.

+الضريبة السالبة (الكامنة)	+مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة.	
+ مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة.		
=VSB	=VSB	=VSB

Source: Patrick Boisselier, Christophe Torser, Cours d'Evaluation d'entreprise, Institut National des Techniques

Economique et Comptable, Paris, 2019, P 11.

وعليه يمكن تلخيص حساب القيمة الجوهرية الإجمالية للمؤسسة في العلاقة التالية:

القيمة الجوهرية (VSB) = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية (الأصول المصححة) + مصاريف الاستثمار الضرورية للإستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات- العناصر المملوكة غير الضرورية للإستغلال

وتجدر الإشارة إلى أن مصاريف الاستثمار الضرورية للنشاط الاستغلالي وغير المملوكة من طرف المؤسسة تكون مقيمة حسب سعر السوق وتخضع لشروط المنافسة، كما أنه يمكن حساب القيمة الجوهرية الصافية من خلال طرح مجموع الديون، وعليه يمكن الجزم أن طريقة القيمة الجوهرية الإجمالية ليست طريقة مباشرة من طرق التقييم، وإنما تعتبر وسيلة مساعدة تستعمل لتحديد فائض القيمة للمؤسسة.

5- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للإستغلال:

تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للإستغلال والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والإستغلال، بمعنى كمية الموارد الضرورية لتمويل الاستثمارات والتغير في الاحتياج لرأس المال العامل (BFR). حيث تتضمن الأموال الدائمة الضرورية للإستغلال (CPNE) جميع الأصول المتعلقة بالإستغلال مهما كان صنفها المحاسبي وكذا العناصر الموجودة خارج الميزانية مثل القرض الإيجاري.¹

حيث تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للإستغلال من طرف "A.Barnay" و "G.Calba"، كبديل إثر الانتقادات التي تكتسي طريقة القيمة الجوهرية خصوصاً ما يتعلّق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للإستغلال²، ويتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الإعتبار كل الأموال الضرورية للإستغلال بالمؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والإستغلال، إذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة

¹ Burlaud A, Thauvron A, Annaick G, Op. Cit., P 371.

² Patrice Vizza vona, Pratique de gestion, Tome3 : Evaluation des entreprise, édition BERTI, Tipaza, 1990, P18.

للاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل¹، ومن أجل تحديد النتيجة المتوقعة المرتبطة بقيمة (CPNE) يجب الأخذ بعين الاعتبار للعناصر التالية:²

-تكون نقطة الانطلاق هي نتيجة الاستغلال حيث تضاف إليها جميع النواتج المالية المتعلقة بأي عنصر من عناصر الاستغلال.

-بالنسبة للتكاليف المالية لا يتم أخذها بعين الاعتبار غلا إذا كانت مرتبطة بالاستغلال، كما أن تكابف الفوائد تم استبعادها في مرحلة أولى عند حساب (CPNE) وبالتالي لا تؤخذ بعين الاعتبار عند تحديد النتيجة المتوقعة.

-أرباح الصرف ونواتج القيم المنقولة الموظفة يمكن اعتبارها ناتجة عن عمليات الاستغلال، في المقابل يجب التمييز فيما يخص الأرباح المحققة من حيث علاقتها بنشاط المؤسسة أو لا.

-يجب طرح النواتج والتكاليف المسجلة محاسبيا للاستغلال (إذا تمت معالجتها عند تحديد نتيجة الاستغلال) لكن هي ناتجة عن أصول وخصوم مقصاة من الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (على سبيل المثال النواتج والتكاليف المتعلقة بالمسكن الوظيفي).

-الأخذ بعين الاعتبار أقساط قرض الإيجار، فيجب إعادة إدماجها من جهة زطرحها من جهة أخرى لاعتبارها مخصصات نظرية للاهتلاكات.

-يتم الحصول على النتيجة المتوقعة للمؤسسة انطلاقا من مخطط الأعمال، هذا الأخير يتضمن جوانب عديدة من التصحيحات الكبرى في المستقبل، إذ يجب أخذ هذه التصحيحات بعين الاعتبار.

-وفي الأخير يجب طرح مساهمات الموظفين المرتبطة بالنشاط ولكن لا تأخذ صفة التكاليف الاستغلالية.

وعليه تحسب الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال وفق المعادلة أدناه كما يلي:³

CPNE = القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال مصححة + احتياج رأس المال العامل للاستغلال + خزينة الاستغلال + القرض الإيجاري + التصحيحات الكبرى

تعتبر طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال أكثر نجاعة عند استعمالها في التوقعات المستقبلية، لأنها متوائمة مع حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل اللازم لتمويلها، على عكس طريقة القيمة

¹ Ibid.

² Thauvron, A, Op. Cit., P 212.

³ Ibid, P 214.

الجوهريّة الإجمالية التي لا تلائم لأن تستعمل في المستقبل لعدم تناسق الربح التوقعي (عنصر ديناميكي)، ومكوناتها (عناصر ثابتة)، وعليه فهي تصلح في الماضي لسهولة حسابها¹.
كما أن العائد السنوي الناتج من عملية إعادة تقييم عناصر الذمة المالية للمؤسسة يساوي الفرق بين النتيجة المتوقعة (RPA) والنتيجة النظرية المحسوبة على أساس الأصل الضروري للاستغلال الذي سبق تحديده (CPNE, VSB, ANCC) ومعدل مكافأة الأصول الضرورية للاستغلال، وعليه يمكن حساب النتيجة المتوقعة المرتبطة بالأموال الدائمة الضرورية للاستغلال وفقاً للعلاقة التالية:

RPA = نتيجة الاستغلال + تكاليف الاستغلال غير المرتبطة بالنشاط - نواتج الاستغلال غير المرتبطة بالنشاط - مساهمات الموظفين + نواتج مالية - التكاليف المالية (خارج الفوائد) - الفوائد على السحب على المكشوف + نواتج التنازل + أقساط القرض الإيجاري - الاهتلاكات النظرية على القرض الإيجاري - اهتلاكات التصحيحات الكبرى - الضريبة النظرية على المؤسسات

وعليه فإن التقييم عن طريق الذمة المالية يعتمد قبل كل شيء على جرد وتعريف كل العناصر التي هي بصدد التقييم، فالغرض من التقييم على أساس الذمة المالية هو إعطاء تقدير موضوعي مستقل على التوقعات والتنبؤات.

¹ Pierre Florence, op.cit, P26.

المحاضرة رقم (07): تصحيح وإعادة تقييم عناصر الميزانية

تتطلب عملية التقييم لعناصر الميزانية ضرورة القيام بالمعالجات المطلوبة والتصحيحات للانتقال من الأصل المحاسبي الصافي إلى الأصل المحاسبي الصافي المصحح، وذلك قبل إعادة التقييم لأن الميزانية المحاسبية تعد حسب معايير ليست دائما مطابقة للواقع الاقتصادي والمالي، حيث نلاحظ:¹

- غياب التسجيل المحاسبي لبعض عناصر الأصول المعنوية، كبراءات الاختراع المطورة التي تم خلقها داخل المؤسسة.

- تغيرات السوق وما ينتج عنها من تهمين أو تدهور لعناصر الميزانية.

- وجود احتياطات باطنية، مع تقييم أقل أو أكبر من القيمة لبعض الحسابات كالمؤونات.

ولهذا قبل عملية إعادة التقييم لعناصر الميزانية يجب أن تتم المعالجة والتصحيح لبعض العناصر في ظل المعطيات المتوفرة، وهذا وفق ما يلي:

4-1-1-1- التأكيد من الوجود الحقيقي لعناصر الميزانية:

- حيث يجب على المقيم أو الخبير التأكيد التام من عدم الأخذ بعين الاعتبار للعناصر المطفأة والتي يمكن أن تظهر محاسبيا، فمثلا لابد من إلغاء المصاريف الإعدادية (وهذا بالنسبة لبعض الميزانيات التي لم يتم إعدادها بعد وفق النظام المحاسبي المالي SCF، حيث لم تعد تظهر هذه المصاريف في الميزانية بل مباشرة في جدول النتائج) والتي تكون المتعلقة بإنشاء المؤسسة كمصاريف العقود والبرامج والمخططات والتسجيل، ومصاريف الاستشارة والدراسات والحملات الإشهارية، وهذا باعتبارها أصولا وهمية غير منتجة وليس لها قيمة سوقية، المتبقي منها بعد الإطفاء يتم حذفه، كذلك مصاريف رفع رأس المال تعالج نفس المعالجة ولا يمكن اعتبارها بأي حال من الأحوال أصولا معنوية ثابتة، إذ لا يمكن التنازل عنها.²

- معالجة مصاريف البحث والتطوير والتي بسبب ضخامة حجمها تسجل كاستثمارات، حيث أن مصاريف البحث لا يمكن اعتبارها من الأصول الثابتة، أما المصاريف المتعلقة بالتطوير فيمكن إدراجها ضمن الأصول الثابتة إذا كان المنتج ذو مردودية متوقعة.³

4-2-1-4-مراجعة الوضعية القانونية لممتلكات المؤسسة:

يجب أن تشمل عملية تقييم المؤسسة كل ممتلكاتها قانونا، حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار لمعيار التملك عند تسجيل الأصول المحصل عليها من خلال التمويل الإيجاري (عقد Leasing أو Bail)، وهذا لأن

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص49.

² Tournier, J-B ; Tournier, J-C, Evaluation d'entreprise- Que vaut une entreprise : Eyrolles, 4^{ème} édition, Paris, P 68.

³ Idem, P 73.

المؤسسة تملك عليها حقوقا معنوية من خلال العقود الموقعة،¹ كما أنه يجب مراجعة تاريخ نهاية العقود حيث لا يمكن أن تباع المؤسسة ما ليس ملكا لها.²

4-1-3-الأخذ بعين الاعتبار للوضعية الحالية لممتلكات المؤسسة:

حيث لا بد أن تأخذ عملية التقييم بعين الاعتبار الوضعية الحالية والحقيقية لعناصر الميزانية، حيث يجب معرفة درجة موثوقية وتقادم عناصر الممتلكات، كما يجب احتساب قيمة المؤونات القانونية والتي تعتبر كاحتياطات موجهة أساسا للاستثمار وتعمل على مواجهة ارتفاع الأسعار والتقلبات السوقية، ضمن الأصل المحاسبي وهو ما أصبح معمولا به محاسبيا. بالإضافة إلى ضرورة إعادة النظر في الأصول المتداولة وبالتحديد حسابات الزبائن الذين يمكن أن يعانون من صعوبات مالية تضعف قدرته على السداد خلال تشكيل مؤونة للحسابات المشكوك في تحصيلها.³

4-2- تقييم وتصحيح عناصر الأصول:

إن عملية تقييم عناصر أصول الميزانية تستدعي الوقوف على مدى حالة وتدهور هذه العناصر، خاصة تلك الأصول الدائمة والتي ليس لها مدة محددة، أما تلك المحدد بمدة زمنية فإنها تهتك سنويا ويتم تقييمها إما من خلال قيمتها السوقية أو قيمتها الاستبدالية، أو من خلال تسجيل مؤونات عندما يكون من المحتمل أن تتعرض بعض عناصر الأصول لفقدان القيمة، وهذا على النحو التالي.

4-2-1- الأراضي:

تعتبر عملية تقييم الأراضي عملية صعبة وضرورية تستدعي التحقق من ملكية المؤسسة⁴، حيث تشمل أول عملية للتقييم استخراج كل ما يتعلق بالأراضي من مخططات للمساحة، مخططات الإنشاء، إجمالي المساحة، الأراضي المبنية، المناطق (الصناعية، الحضرية، الفلاحية). حيث أن الأراضي مسجلة بتكلفة حيازتها، إذ أنه أمام المؤسسات طريقتان للتقييم:

الطريقة الأولى: وهي التقييم بالتكلفة التاريخية والتكلفة العقارية ومنه تكلفة الاقتناء والحيازة مطروحا منها تراكم خسائر القيمة، وتدعى بالطريقة المباشرة.

¹ Ibid, P 100.

² Abdelkader Gliz, Op. Cit., P 120.

³ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 50.

⁴ تعتبر هذه النقطة جد مهمة وحساسة، حيث عند عملية خصخصة بعض المؤسسات العمومية لم تكن لديها الملكية القانونية لجميع أراضيها، مما عرقل عملية خصختها.

أما الطريقة الثانية: فهي التقييم بالقيمة العادلة والتي تعادل قيمتها الحالية في السوق، والتي تتم حسب ما نص عليه النظام المالي المحاسبي من طرف "مقيمين مهنيين ذوي كفاءة" وتدعى هذه الطريقة بالطريقة غير المباشرة لسعر السوق والتي تتم من طرف المهندسين، مهني العقارات، المساحون، والمكاتب العقارية.

4-2-1-1- التقييم المباشر: حسب هذه الطريقة يتم تقدير قيمة الأرض الموجهة للاستغلال عن طريق مقارنتها مع أرض تملك نفس الخصائص من حيث النوعية، المساحة، والموقع، فالموقع يعتبر أهم عامل في تحديد قيمة الأرض من حيث ارتفاع أو انخفاض السعر، أما بالنسبة للأراضي خارج الاستغلال فتقدر بسعر السوق¹.

ويجب أن نميّز بين قيمة الأرض المبنية وقيمة الأرض غير المبنية وبحصولنا على سعر المتر المربع نقوم بضربه في المساحة.

قيمة الأرض غير المبنية تنتج من العلاقة الآتية:²

$$\text{قيمة أرض غير مبنية} = \text{سعر المتر المربع} \times \text{المساحة}$$

قيمة الأرض المبنية فنحصل عليها من العلاقة الآتية:³

$$\text{قيمة أرض مبنية} = \text{قيمة الأرض غير المبنية} - \text{التخفيض المطبق (30\%)}$$

4-2-1-2- التقييم بواسطة التكلفة العقارية: يتم استعمال هذه الطريقة في تقييم الأراضي المبنية، حيث يتم الاعتماد على التكلفة العقارية للمبنى، التي تضم سعر الأراضي وأتعاب الأخصائي بمسح الأرض، وكذا النفقات المتعلقة بالتهيئة، وكل الرسوم المرتبطة بالمشروع، وحسب هذه الطريقة يتم حساب قيمة الأرض إنطلاقاً من نسبة التكاليف العقارية من سعر التكلفة للمتر المربع المبنى، ويمكن معرفة التكلفة العقارية للمتر المربع الواحد عن طريق بنايات أنجزت حديثاً في مناطق مجاورة⁴.

وعليه فإن حساب قيمة الأرض المبنية يتم حسابها على النحو التالي⁵:

$$\text{قيمة أرض مبنية} = \text{قيمة التكلفة العقارية للمتر المربع} \times \text{مساحة الأرض}$$

4-3-1-2- التقييم بالطريقة غير المباشرة:

¹ بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للخدمات الأبار "ENSP"، دكتوراه علوم، جامعة الجزائر، 2010، ص ص 56-57.

² المرجع نفسه، ص 57.

³ المرجع نفسه، ص 57.

⁴ Choinel Alain, Introduction à l'ingénierie Financière, édition la Revue Banque, Paris, 1991, P63.

⁵ Choinel Alain, op.cit, P63.

حيث توجد العديد من الأساليب لتقييم الأراضي وفق الطريقة غير المباشرة والتي يتم اعتمادها من طرف الخبراء والمكاتب العقارية من أجل معرفة القيمة الحالية للأراضي في السوق.

أ- أسلوب التحيين: حيث أن V_A تمثل قيمة الاقتناء أو الحيازة، حيث أنه سنويا يرتفع سعر الأرض بمعدل g_t ، وعليه يمكن حساب القيمة الحالية للأرض عن طريق معدل التحيين V_0 كما يلي:¹

$$V_0 = V_A(1 + g_1)(1 + g_2) \dots (1 + g_t)$$

ب- أسلوب المؤشر:

في حالة عدم إمكانية الحصول على معدلات النمو السنوية لسعر الأراضي، يمكن الاعتماد على هذه الطريقة حيث يمكن تعويض معدل نمو سعر الأراضي بمؤشر الأسعار، والذي يرمز له بـ I_t ، وعليه يمكن حساب قيمة الأراضي كما يلي:²

$$V_0 = V_A(1 + I_1)(1 + I_2) \dots (1 + I_t)$$

ج- التقدير بأسلوب الدخل:

حيث تعتمد هذه الطريقة على تقدير قيمة الأرض بالاعتماد على تحيين التدفقات المتأتمية من الإيجار الذي يمكن أن يتولد في المستقبل، ومن أجل ذلك لا بد من تقدير قيمة للإيجار وتقدير معدل تحيين هذه القيمة. حيث أن L_t هو قيمة الإيجار السنوي المتوقع للفترة t وأن V_t هي قيمة بيع الأرض المتوقعة في الفترة T ، وعليه فإن قيمة الأرض تكون وفق العلاقة التالية:³

$$V_0 = \frac{L_1}{(1+r)} + \frac{L_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{L_T}{(1+r)^T} + \frac{L_{T+1}}{(1+r)^{T+1}} + \dots$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{L_t}{(1+r)^t}$$

2-2-4- المباني:

يمكن حساب قيمة المباني وفق مقاربتين هما:⁴

2-2-4-1- مقارنة قيمة إعادة البناء: تركز هذه المقاربة على نوع المبنى الضروري للنشاط، ومنه على قيمة الاستعمال كونه يدخل في عملية الاستغلال، فتحسب قيمته بالمقارنة مع مبنى آخر جديد له نفس المميزات والمردودية والنشاط إلى حد بعيد، إذن من هنا يمكن معرفة تكلفة المتر المربع، وبضربه في المساحة

¹ Abdelkader Gliz, Op. Cit., P 121.

² Idem.

³ Ibid, P 122.

⁴ Idem.

المبنية آخذين بعين الاعتبار معامل القدم ومعامل الاهتلاك لنجد القيمة الاستعمالية للمبنى، وذلك على النحو التالي:

القيمة الاستعمالية للمبنى = المساحة المبنية × تكلفة البناء للمتر المربع × معامل القدم × معامل الامتلاك

مدة الاهتلاك التقنية العادية لمباني صناعية وتجارية تتراوح بين 2% و 5% للسنة، بمعنى مدة حياة كلية من 20 إلى سنة، الخبراء غالبًا ما يأخذون رقم واضح بين 25 و 30 سنة، وبالنسبة لمعامل القدم المباني فيكون بنسبة 1% بكل سنة على أن لا يتجاوز 40%.

4-2-2-2- مقاربة قيمة الحيازة: يمكن أن تكون المباني المتعلقة بنشاط معين، حيث حصلت عليها المؤسسة بعد قيامها بعدة استثمارات وأشغال عبر سنوات مختلفة، حسب هذه الطريقة يقوم الخبير باستحداث التكاليف المتعلقة بكل سنة لمختلف الاستثمارات، بغية الحصول على قيمة جديدة بالنقد الجاري، هذا بعد تطبيق معاملي القدم والاهتلاك، وطبعًا معامل إعادة التقييم.

أما بالنسبة للمباني خارج الاستغلال فهي تخضع لتقييم خاص يتمثل في طريقتين هما:¹

أ- طريقة المقارنة: تعتمد هذه الطريقة في تقييمها للمباني خارج الاستغلال إيجاد مبنى جديد شبيه بالمبنى الحالي من حيث الموقع، المساحة، وعناصر التجهيز... الخ، ثم بيعه أثناء عملية التقييم، فنطبق على تلك القيمة معامل القدم (باستخدام السن، الحالة،...)، لكن الإشكالية في تطبيق هذه الطريقة هو إيجاد مبنى جديد مماثل للمبنى المراد تقييمه، نظرًا للتطورات الحاصلة في تقنيات البناء، وهذا ما يعاب على هذه الطريقة. ويمكن صياغتها على النحو التالي:

القيمة المبنى = القيمة الجديدة × (1 - معامل القدم (R))

علمًا أن:

$$R = \frac{(1 - T_0)}{T_N}$$

حيث أن: (T₀): مدة الحياة الكلية للأصل، (T_N) مدة الحياة الكلية للأصل، هذه الطريقة أكثر صدقًا، لكن لا نستعملها إلا عندما يتوفر لدينا سوق لعناصر قابلة للمقارنة مع عدد كاف للمبادلات.

ب- طريقة التقدير بواسطة الدخل: تطبق هذه الطريقة عموماً في الحالات الخاصة، والمتعلقة بالمباني مؤجرة، بحيث يطبق معدل رسملة للعوائد التي تتحصل عليها المؤسسة نتيجة تأجيرها لها، كما يمكن

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص ص 58-59

إستعمال هذه الطريقة بالنسبة للمباني غير المؤجرة وذلك بواسطة تقدير نظري للعوائد، وفي هذا الشأن على الخبير أن يكون محتاطاً وحذراً لعدم تأجيرها فعلاً.

إن ما يمكن أن يلاحظ حول هذه الطريقة هو أن نسبة الرسملة في علاقة عكسية مع مجموعة من العوامل المتمثلة في نوعية المبنى، مدة حياته الافتراضية، ونوعية محيطه، ويمكن الإشارة هنا أن معدل الرسملة بالنسبة للمباني ذات الاستعمال السكني محصور بين 4% و 6%.

إذن بالنسبة لتقييم هذا النوع من الاستثمارات "الأراضي والمباني" قد نص عليه النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 121-21، حيث جاء نصها كما يلي: "...القيمة الحقيقية للأراضي والمباني هي في العادة قيمتها في السوق. وتحدد هذه القيمة استناداً إلى تقرير يجريه مقيّمون محترفون مؤهلون"،¹ إذ نلاحظ أن النظام جاء حقيقية ليساعد المؤسسات في التعرف على قيمتها.

4-2-3- تقييم المعدات:

تقيم المعدات في الكثير من الحالات مثل طريقة تقييم المباني، غير أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار للعديد من المعدات حسب طبيعتها فهناك بعض التجهيزات الثابتة (كالأفران، سلاسل الإنتاج مثلاً، ...) ويمكن أن نجد أيضاً تجهيزات الإنتاج (الآلات، معدات الإنتاج، ..) وكذلك معدات النقل. حيث أن عملية تقييم هذه المعدات تستدعي وصفا شاملاً لها من أجل تحديد تاريخ الاقتناء، القيمة المحاسبية الصافية، وطريقة حساب الاهتلاك وكذلك ما يتعلق بالحالة التقنية لهذه المعدات (التقادم، الصيانة، معدل التقادم الفني وغيرها). حيث حدد النظام المالي المحاسبي أن طريقة تقييم المعدات تأخذ بعين الاعتبار لتكلفة الاقتناء أو تكلفة الإنتاج إذا تم تصنيع هذه المعدات من طرف نفس المؤسسة.²

لهذا يمكن تلخيص طرق تقييم المعدات إلى اتجاهين، إما بوجود سوق ثانوي ويسمى بسوق الخردة (في حالة العتاد المسعر)، أو عدم وجود سوق ثانوي في حالة العتاد غير المسعر.³ حيث تسمى الحالة الأولى بالتقييم عن طريق المقارنة، أما الحالة الثانية فتتقسم إلى طريقتين يتم فيهما التقييم إما على أساس تكلفة الحيازة أو من خلال قيمة الاستعمال.

4-3-2-1- التقييم بالمقارنة:

يمكن الاعتماد على هذه الطريقة في حالة وجود سوق ثانوي بالنسبة للعتاد المسعر، إذ يمكن بيع وشراء بعض الآلات في سوق الأدوات المستعملة، من خلال قيام الخبير بالبحث وإيجاد نفس الآلة المراد تقييمها

¹ القانون رقم 07-11 الصادر في 25/11/2007 المتضمن النظام المحاسبي المالي الجديد، الفقرة 121-21، ص 10.

² Abdelkader Gliz, Op Cit., P 124.

³ Brilman J, Maire C, Manuel d'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, Paris, P140.

من حيث العلامة والخصائص، وهذا من خلال إيجاد السوق المناسب للعلامة. غير أن ما يعاب على هذه الطريقة صعوبة إيجاد القيمة الحقيقية للألة فبالرغم موضوعية هذه الطريقة في إيجاد قيمة للمعدات غير أنه عند تطبيقها، يمكن أن يواجه الخبير العديد من الصعوبات تتمثل جلها في إيجاد آلات مماثلة في سوق الأدوات المستعملة، لهذا سيتطلب الأمر المزيد من الدراسات الدقيقة من أجل تحديد الأسعار وحالة العتاد وكذلك البحث عن السوق المناسب والذي يتناسب مع علامة وجودة والعتاد الموجود، لهذا فإن هذه الطريقة تعتبر سهلة المبدأ صعبة التطبيق. أما بالنسبة للعتاد غير المسعر كما ذكرنا سابقا، فإنه يقيم من خلال قيمة الاستعمال أو عن طريق تكلفة الحيازة أيضا.

4-2-3-2- التقييم عن طريق تكلفة الحيازة:

تقيم المعدات وفق هذه الطريقة بتكلفة الحيازة التي يتم تصحيحها بمعامل إعادة التقييم، وكذلك معامل القدم، حيث توجد العديد من النماذج معيارية لحساب الانخفاض في قيمة المعدات ومن بينها النموذج الموضح أدناه:¹

$$VE_A = VA(1 \pm IP) \times \frac{VR}{PTU}$$

حيث أن: VE هي قيمة الآلة

VA: هي تكلفة الحيازة

IP: يعبر عن مؤشر السعر

VR: هي المدة المتبقية للألة

PTU: يعبر عن العمر الكلي للاستعمال

4-3-2-3- التقييم عن طريق قيمة الاستعمال:

حيث يعرف النظام المالي المحاسبي قيمة الاستعمال على أنها "القيمة المحينة للتدفقات المستقبلية المقدرة والمنتظرة من استعمال المستمر للأصول من تاريخ اقتناءها إلى تاريخ نهاية استخدامها"، غير أن الملاحظ هنا هو أن هذه الطريقة تناسب فقط المعدات التي تولد تدفقات UGT المحددة في المعيار IAS 36، ويتم حسابها وفق الطريقة التالية:²

$$VE_U = \frac{(VCN \times VN)}{VT}$$

¹ Pene Didier, Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2 : Evaluation et Montages financière, édition Economia, Paris, 2^{ème} édition, PP 96-97

² Brilman J, Maire C, Op Cit., P 140.

حيث أن:

VE_U : هي قيمة الاستعمال للمعدات

VCN : هي القيمة المحاسبية الصافية

VN : هي قيمة المعدات الجديدة

VT : القيمة الجديدة للمعدات

إذ تعتمد هذه الطريقة في تقييمها على القيمة الجديدة المصححة وتأخذ بعين الاعتبار المدة المتبقية للألات، والتي يمكن تقديرها من خلال معدل الاستخدام وهذا بالأخذ بعين الاعتبار معدلات الصيانة المطبقة، حيث ما يعاب على هذه الطريقة هو أنه يمكن تطبيقها إذا كانت الاهتلاكات المحاسبية مقارنة للاهتلاكات الفنية والتقنية للمعدات، أما في حالة العكس فيجب تصحيحها، بمعنى يجب تقريب قيمة الاهتلاكات المحاسبية من الاهتلاكات الفنية والتقنية ثم يمكن تطبيق هذه الطريقة.

4-3-2-4- التقييم عن طريق تكلفة الاستبدال:

حيث وفق هذه الطريقة يجب تحديد القيمة الجديدة للمعدات حيث يمكن الحصول على القيمة الجديدة من السوق الأولي (سوق المعدات الجديدة) أو من وكالات التأمين؛ وبعده يمكن الاعتماد على طريقتين الأولى تعتمد على حالة تقادم التقني هذه المعدات والثانية حسب حالة التقادم التكنولوجي (دورة حياة الآلة). حيث تم استنتاج هذه الطريقة من المعيار 13 IFRS، فحسب هذا المعيار تشير مقارنة التكاليف المعتمدة على تحديد القيمة العادلة للمعدات أو بعبارة أخرى المبلغ الذي يجب دفعه يوم التقييم لاستبدال المعدات المعنية بعملية التقييم بمعدات أخرى "توفر نفس الخدمة". حيث أن معدل التقادم التكنولوجي الذي يجب مقارنته بأحدث المعدات المحسنة تكنولوجيا والتي من شأنها أن "تخفض تكاليف استخدام هذه المعدات، تحسن الجودة وترفع من الإنتاجية". كما يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه عند الوصول لمدة معينة من استعمال بعض المعدات فإن قيمتها تنخفض بسرعة كبيرة، وهذا بسبب التطور التكنولوجي، عكس بعض المعدات الأخرى التي تتأثر كثيرا بتقادمها مع مرور الزمن كمعدات النقل

مثلا¹.

4-3-2-5- طريق التقييم عن طريق المؤشر (إعادة التقييم):

¹ Abdelkaer Gliz, Op Cit., P 125.

تعتمد هذه الطريقة على مؤشر للسعر من أجل تقييم المعدات، حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار لمعدلات التضخم ويتم الاعتماد على نفس صياغة المعادلة أعلاه لتقييم الأراضي، وفقا لنفس منطق المؤشر السابق:¹

$$V_0 = V_A(1 + I_1)(1 + I_2) \dots (1 + I_t)$$

غير أنه ما يمكن أن يجعل هذه الطريقة صعبة للتطبيق هو ضرورة الأخذ بعين الاعتبار لمعدلات التقادم التكنولوجي بصفة حساسة، خاصة إذا كان بلد الأصل للمعدات هو بلد أجنبي ولهذا يجب الاعتماد على مؤشر سعر ذلك البلد وموائمه مع أسعار البلد والأخذ بعين الاعتبار لقيمة صرف العملة.

ملاحظة:

يمكن أن يكون للمؤسسة معدات أو عتاد غير ضروري لمواصلة النشاط وعليه في هذه الحالة يتم اعتبار أن الاهتلاك المحاسبي لها يمثل فقداناً في القيمة وبالتالي يوجد ترابط بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية لهذه الأصول، لهذا يجب التأكد من وضعها الحقيقي فيما يخص التقادم،² وعليه فإن قيمه هذه الأصول لا تدخل في حساب الأصل الصافي المحاسبي المصحح، بينما تدخل في تحديد القيمة الإجمالية للمؤسسة.

4-2-3-6-تقييم المعدات المتحصل عليها في إطار قرض إيجاري:

عند التقييم يجب الأخذ بعين الاعتبار المصاريف المالية من أقساط وفوائد والمتعلقة بهذا النوع من المعدات وكذلك وجود خيار التملك من عدمه في نهاية عقد التمويل (في حالة الاستئجار المالي أو التشغيلي)، ويتم تسجيل الباقي بقيمته الحالية. إذا عند عملية تقييم هذا النوع من الأصول يتم احتساب المبلغ الأصلي في جانب الخصوم أما الفوائد فيتم احتسابها ضمن المصاريف المالية للاستغلال، وفق العلاقة التالية:³

$$V_n = V_0(1 - a)^n$$

إذ أن V_n تمثل القيمة الحالية والصافية المتبقية بعد حذف الاهتلاكات n ، و V_0 هي قيمة المعدات.

كما يمكن حساب قيمة الأقساط الحالية للإيجار والعلاوة المتبقية وفق العلاقة التالية:⁴

$$L_n = L_0 \left[\frac{1 - (1 + t)^{-t}}{i} \right] + \frac{P}{(1 + i)^t}$$

¹ Idem.

² Thauvron A, evaluation d'entreprise, Economica, 4ème Edition, Paris, P 204.

³ Burlaud A, Thauvron A, Annaick G, H, Finance, Edition Foucher, 4ème Edition, Paris, P 368.

⁴ نصيب رجم، عماني علياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 56.

حيث أن L_n هي قيمة الأقساط، من السنة 0 إلى السنة n . وأن t تعبر عن المدة المتبقية وتساوي سنوات الاستئجار مطروحا منها سنوات الاهتلاك ($t=T-n$). في الأخير P هي علاوة خيار التملك.

4-2-3-7-تقييم المعدات قيد الإنجاز:

في حالة إنتاج المعدات والتجهيزات من طرف نفس المؤسسة، والتي تكون في طور الإنجاز فإنها تقيم عادة على أساس تكلفة الإنجاز.

4-3-الأصول المالية:

تقوم بعض المؤسسات عند وجود فائض أحياناً باستثماره لدى الغير، وفي نهاية السنة تعمل على تقييم أصولها المالية، حيث نص على هذا النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 5-112، حيث جاء نصها كما يلي: "يقدر الكيان عند حلول كل تاريخ إقفال الحسابات إلى تقدير، وتفحص إذا ما كان هناك أي أصل من الأصول المالية لم يفقد قيمته فقط، وإذا ثبت وجود مثل هذا المؤشر، فإن الكيان يقوم بتقدير القيمة الممكن تحصيلها من الأصل".¹

وعليه يعتمد تقييم هذه الأصول على ما إذا كانت المؤسسة مدرجة في السوق المالي أم لا؟ فإذا كانت مدرجة يمثل سعر السوق قيمة مرجعية، حيث يتم حساب متوسط سعر هذه الأصول سواء كانت أسهما أو سندات مساهمة على أساس متوسط السعر البورصي لعدد معين من الأشهر الأخيرة، ضف إلى ذلك أن المساهمة يمكن أن تكون بنسبة كبيرة أو بنسبة صغيرة فنكون أمام الحالات التالية:²

- إما أن المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات أخرى ومن ثم فإن هذه الأخيرة تعتبر فروعاً من المؤسسة المساهمة، وبالتالي تقييمها يتم تبعاً لنفس المبادئ المستعملة للمؤسسة الأم وبعدها ندمجها.
- أما في حالة أين تكون المؤسسة مساهمة بنسبة صغيرة؛ أي أن المؤسسة تكون منوعة لحافظتها المالية فإن عملية تقييمها تتم حسب أسس منها استخدام سعر التكلفة؛ أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم. وهذا كما يلي:³

4-3-1- استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم: ويعني عدم إجراء أي تعديلات على القيمة الدفترية لسندات المساهمة، وما يعاب على هذه الطريقة أن القيمة التي ستظهر بها تلك المستندات في الميزانية لن تعكس القيمة الجارية لذلك الأصل مما يؤثر على سلامة الإفصاح عن المركز المالي للمؤسسة.

¹ القانون رقم 07-11، الصادر في 25/11/2007 المتضمن النظام المحاسبي المالي الجديد، الفقرة 121-21، ص7.

² محمد سمير الصبان وآخرون، دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 271-273.

³ خالد فراح، مطبوعة في التقييم المالي للمؤسسة: محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2016، ص، ص 71، 72.

2-3-4- استخدام سعر السوق الجاري كأساس للتقييم: ويتطلب تعديل القيمة الدفترية لسندات المساهمة لكي تعكس القيمة السوقية الجارية، إلا أنّ هذا نجده مغالفاً لذلك المبدأ الذي يقر عدم تسجيل الإيراد إلا بعد تحققه الفعلي، لكي يدافع أصحاب هذا الرأي عن ذلك الإجراء بأن سندات المساهمة تتميز بسهولة مرتفعة وإمكانية بيعها بأسعار معلومة مسبقاً، هذا بالإضافة إلى أنّ أسعار السوق الجاري تمثل أفضل المؤشرات عن القوة الشرائية في تاريخ إعداد الوثائق المحاسبية.

3-3-4- استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم: ويعني استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم إذا لم يحدث تغيير في أسعار شراء تلك السندات أو اتجهت الأسعار إلى الارتفاع، على أن يتم استخدام سعر السوق كأساس للتقييم عندما تتجه الأسعار إلى الانخفاض، وبذلك نجد أن هذه الطريقة تعترف بالخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار السوق دون الاعتراف بالإيرادات؛ أي أنّها تعترف بالتقلبات في أسعار السوق في اتجاه واحد، فهي اعتمدت مبدأ الحيطة والحذر وعند تحديد النتيجة أعمال المؤسسة من ربح أو خسارة، أو عند الإفصاح على المركز المالي. وهناك أيضاً حالة ما يمكن أن تكون هذه الأصول المالية والمساهمات طويلة أو قصيرة الأجل أقل من سنة كما يلي:

4-3-4- حسابات الزبائن قصيرة الأجل: حيث تقيم هذه الأخيرة بالقيمة الاسمية. حيث يجب تعديل هذه القيمة مقارنة بمخطر عدم السداد في حالة الزبائن المشكوك فيهم، وعليه يمكن تقييم هذا النوع من الأصول وفقاً للعلاقة التالية:¹

$$V_0 = VN \cdot \text{prob}(\text{Remboursement})$$

حيث أن VN هي القيمة الاسمية للحساب المشكوك فيه.

5-3-4- مدينون وقروض ممنوحة لأكثر من سنة: في حالة ما إذا منحت المؤسسة قروضاً لأكثر من سنة، يجب تقييمها بخضم التدفقات التي سيتم تحصيلها بمعدل الاقتراض الحالي في السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار أيضاً لمخطر عدم السداد، وذلك وفق العلاقة التالية:²

$$V_0 = \left[\frac{E_1}{(1+r)} + \frac{E_2}{(1+r)^2} + \dots \right] \times \text{Prob}(\text{Remboursement})$$

حيث أن E_1, E_2, \dots ، تعبر عن مدة السداد بالسنوات.

4-4- المخزونات:

¹ Thauvron A, Op. Cit., P 205.

² Abdelkader Gliz, Op. Cit., P 130.

يتم تقييم المخزونات وفقا لحالتها، سواء كانت منتجات مصنعة، نصف مصنعة أو عبارة عن مواد أولية، حيث لا يطرح تقييم المخزونات عموماً إشكالا كبيرا، باستثناء المنتجات التي هي في حالة سيئة، ففي أي حال يجب أن يتم التخفيض من قيمتها المحاسبية، فالمخزونات محاسبياً يمكن أن تكون بأقل أو بأعلى تقييم، وينتج هذا من عاملين أساسيين هما:¹

1-4-4- وجود مخزونات مخفية:

حيث يجب الأخذ في الحسبان المخزونات المخفية، التي غالباً ما تتراكم بكفالة وبضمان من مدير المؤسسة، لكن يجب تطبيق تخفيض يساوي قيمة الضريبة على أرباح الشركات وهو الأمر الذي سيعمل على التقليل من هذه المخزونات في حالة إعادة دمجها في حسابات المؤسسة، وهنا يفضل ألا يتم إعادة تقييم المخزونات، ذلك أنه في الواقع الرفع من قيمة المخزونات يؤدي إلى التقليل من الهامش المستقبلي إذا تم إعادة بيع هذه المخزونات ومن ثم التقليل من الأرباح انطلاقاً من هنا المردودية لا تبرر قيمة الذمة المالية، ومن الأحسن أخذ القيمة المحاسبية للمخزونات، حيث نلاحظ احتمالات وجود فائض قيمة.

2-4-4- حالات خاصة تبرر إعادة تقييم المخزونات:

حيث يمكن للظرف الجبائية أن تؤدي إلى التقليل من قيمة المخزونات مقارنة مع سعر التكلفة. كما أنه في حالة وجود مخزونات مهمة تعرف مضاربة مستمرة مقارنة مع النشاط العادي للمؤسسة، من المنطقي أن نأخذ في الحسبان فائض القيمة المستتر المساوي إلى الفرق (بعد تخفيض القيمة السوقية على أرباح الشركات) بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية لهذه المخزونات. وينتج فائض تقييم المخزونات من عدم كفاية المؤونات للمخزونات الميته أو النائمة، ويجب أن نفحص بأن كل المخزونات التي لها ضعف شكلت لها مؤونة بصورة جيدة.

3-4-4- تقييم عناصر المخزون حسب ترتيبها في الميزانية: وتتم كما يلي:²

- البضاعة: ويمكن تصور حالتين إما بضائع قيد الإنجاز أو بضائع لم يحن بيعها بعد، فبالنسبة للحالة الأولى يتم تقدير قيمتها حسب سعر بيعها منقوص منه التكاليف المرتبة بها من مصاريف الشحن، الثقل، العمولة... الخ، أما بالنسبة للحالة الثانية فيتم التقدير على أساس تكلفة شرائها.
- المواد الأولية: وتتم عملية التقييم إما من خلال السعر الجاري في السوق أو بمتوسط الأسعار للفترة الأخيرة، وإما من خلال سعر تكلفة المشتريات، أو بمتوسط التكلفة.

¹ خالد فراح، مرجع سابق، ص، ص 72، 73.

² محمد سمير الصبان وآخرون، المحاسبة المتوسطة "القياس والإفصاح وفقاً لمعايير المحاسبة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2002، ص

- المنتجات نصف مصنعة والمنتجات قيد التصنيع: يقيم هذين النوعين من المخزون على أساس سعر تكلفة التصنيع الموافقة لنظام المحاسبة التحليلية.
 - المنتجات التامة: لتقييمها يجب أن نفرق بين حالتين، بين المنتجات قيد البيع والمنتجات التي لم يحن موعد بيعها، فبالنسبة للأولى يتم تقييمها بسعر البيع منقوصاً منه مجمل تكاليف البيع والتوزيع، أما بالنسبة للثانية فتقيم على أساس سعر تكلفة المصنع.
 - الفضلات والمهملات: تقيم على أساس سعر الخردة أو على أساس السعر المستعمل.
 - ومن يمكن إجمال طرق تقييم عناصر المخزون الأنفة الذكر ضمن طريقتين أساسيتين:
 - * التقييم على أساس سعر التكلفة؛ يضم التكلفة التاريخية، وتكلفة الإحلال الجارية كأساس للتقييم.
 - * التقييم على أساس سعر السوق؛ يضم سعر البيع الجاري، وصافي القيمة البيعية كأساس للتقييم
- نجده في الفقرة 06-112 التي جاء نصها كما يلي: "تقييم القيمة القابلة للتحصيل للأصل بأعلى قيمة بين ثمن البيع الصافي والقيمة النفعية"، فهذا يساعد ويسهل عملية التقييم المالي للمؤسسات.
- 4-5-الأصول غير الملموسة:

خلا دورة الاستغلال والاستثمار، فإنه يمكن للمؤسسة، أن تنشأ أو تتحصل على موارد متعلقة بالمعرفة والتكنولوجيا إلى جانب الشهرة والملكية الفكرية والعلامة التجارية، حيث تدعى هذه الموارد بالأصول غير الملموسة، لأنها ليست مادية ولكنها تساهم في سيرورة نشاط المؤسسة، حيث يمكن أن تشمل هذه الأصول غير المادية أيضاً براءات الاختراع، تراخيص الاستغلال (للمحاجر والمناجم مثلاً)، العلامات التجارية، والبرامج الالكترونية، وكذلك شهرة المحلات. إن عملية تقييم هذه العناصر محاسبياً كأصول غير ملموسة صارت إجبارية في النظام المحاسبي المالي وهذا حسب نص المادة 4-112 في القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، حيث يجب أن تدر بالضرورة عناصر هذه الأصول على المؤسسة العديد من المزايا الاقتصادية في المستقبل، وكذلك يجب أن تكون تكاليفها قابلة للتقدير بكفاءة عالية. حيث تقيم كل هذه الأصول غير المادية بالاستناد على قيمتها العادلة والتي تساوي بالضرورة قيمتها المحاسبية وهي تكلفة الاقتناء أو سعر شراء أو تفعيل هذه الأصول وتشمل كل مصاريف الحصول عليها. ويمكن أن نجد الحالات التالية:¹

4-5-1-حالة أصول غير ملموسة مملوكة للمؤسسة ومؤجرة للغير:

في حالة امتلاك المؤسسة لهذا النوع من الأصول كبراءة الاختراع، أو الشهرة والعلامة ومنحها للاستغلال لطرف آخر بمقابل، فإنه في هذه الحالة يتم تقييم الملكية الفكرية لهذه الأصول عن طريق حساب القيمة الحالية للمقابل المدفوع حسب مدة صلاحية هذه الملكية.

¹ Abdelkader Gliz, Op. Cit., P P 132, 133.

4-5-2- حالة أصول غير ملموسة تستأجرها المؤسسة:

في هذه الحالة تستغل المؤسسة الملكية الفكرية للغير، ويتم تقييمها بتكلفة حيازتها مطروحا منها الاهتلاك المتراكم، غير أنه ما يعاب على هذه الطريقة في التقييم أنه في حالة تولد مزايا أخرى عن استغلال هذه الملكية الفكرية فإنه لا يمكن تقييمها محاسبيا ويجب تقديرها.

4-5-3- أصول غير ملموسة مملوكة ومستغلة من طرف المؤسسة:

هنا تكون المؤسسة صاحبة ومستغلة الملكية الفكرية في آن واحد فحسب معيار IAS 38 يعتبر انه يمكن تقييم الأصول غير الملموسة التي تولدت داخل المؤسسة وتم تسجيلها بالمؤسسة على أساس تكلفتها، بقيمتها العادلة بالاعتماد على التدفقات المستقبلية المتولدة من جراء استغلالها.

تعرف هذه الطريقة السابقة بالطريقة المباشرة في تقييم الأصول غير الملموسة، غير أنه ما يعاب عليها أنها تعتبر غير كافية في تحديد قيمة هذه الأصول بالإضافة إلى كونها جد معقدة في عملية التقييم، وهذا نظرا للعديد من الأسباب من بينها قلة الأسواق المشابهة لبراءة الاختراع والملكية الفكرية، والعلامات التجارية والتي تكون لها نفس الخصائص وتنشط في نفس البيئة مما يجعل عملية تقدير قيمتها العادلة معقدا، هذا بالإضافة إلى أن مردودية هذه الأصول غير الملموسة صعب فصلها عن مردودية باقي الأصول المادية مما يجعل عملية تقييمها معقدا، وعليه يستحسن تقييمها استنادا على الطريقة غير المباشرة وهنا ظهرت مقارنة فائض القيمة.

4-6- الضرائب المؤجلة للأصول:

مع محاولة الجزائر لتبني المعايير المحاسبية الدولية خاصة المعيار IAS 12، فإنه يظهر في ميزانية العديد من المؤسسات عناصر إضافية جديدة فيما يتعلق بالجانب الجبائي، منها الضرائب المؤجلة للأصول IDA والضرائب المؤجلة للخصوم IDP. حيث تعتبر هذه الأخيرة أصولا غير متداولة وخصوصا غير متداولة. حيث يمكن أن يترتب على المؤسسة بعض الضرائب الحالية أو المستقبلية وهذا حسب دورة حياتها، مثلا في حالة بعض المنتجات التي لا تقتطع منها الضرائب إلا في حالة تحصيل، حيث أن هذا الفرق في تاريخ التسجيل المحاسبي والتسديد الجبائي يمكن أن يولد فرقا في النتيجة المحاسبية. ولأجل هذا الفرق المؤقت لا يمكن أن تعكس النتيجة المحاسبية للمؤسسة مردوديتها الاقتصادية خلال دورة النشاط، حيث أدخل المعيار IAS 12 مبدأ وحدة الفترة بين تاريخ التسجيل المحاسبي للعمليات وبين آثارها الجبائية¹.

5-تقييم وتصحيح عناصر الخصوم:

¹ البند 1-134 و3-134، للقرار المؤرخ في 26 جويلية 2008.

تتم إعادة تقييم عناصر الخصوم المستحقة وكل الديون، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن بعض الديون خاصة إذا كانت المؤسسة قيد التقييم ذات طابع عمومي فإن قيمة هذه الديون ستكون جد مرتفعة لأنها ديون مضمونة، حيث يمكن أن يطلب المدين (البنك مثلا) تسديدا مسبقا للديون ولو جزئيا خاصة في حالة خصخصة هذه المؤسسات، كما تجدر الإشارة أيضا إلى أنه يمكن أن تتغير معدلات الفائدة للديون في حالة تغير مالك المؤسسة، وعليه يمكن أن يتم إعادة تقييم عناصر الخصوم وفقا لما يلي.

1-5-تقييم الديون:

يجب أن يأخذ الخبير بعين الاعتبار نوع الديون هل هي متوسطة أو طويلة الأجل، بالإضافة إلى مقارنة سعر الفائدة إذا أصبح أقل من سعر الفائدة الحالي لديون مماثلة، فيتم إدماج الفارق بين سعر الفائدة السابق والحالي في قيمة الديون، كما يتم تحويل الديون المستحقة بالعمللة الصعبة إلى قيمتها بالعمللة المحلية في تاريخ عملية التقييم. وتقيم هذه الديون بحساب القيمة الحالية لها بمعدلات الفائدة السائدة في السوق.¹

2-5-تقييم مؤونات الأعباء والخسائر:

يجب أن يأخذ الخبير بعين الاعتبار هذه المؤونات وذلك بالتأكد من موضوعيتها وعدم المبالغة في المبالغ المخصصة لها، فيتم احتساب قيمة المؤونات القانونية كونها بمثابة احتياطات، فهي موجودة للاستثمار ولمواجهة ارتفاع الأسعار والتقلبات السوقية، لهذا تحتسب ضمن الأصل المحاسبي. كما تجدر الإشارة إلى أنه توجد من بين المؤونات على الأعباء والخسائر ما يدكج مع الديون، وهي تلك المؤونات التي تأكد حدوثها مثل مؤونات الضرائب والعطل المدفوعة الأجر، أما المؤونات الأخرى ذات الطابع الاحتياطي فتضم إلى الأصل الصافي المصحح.²

3-5-معالجة الضرائب:

1-3-5-الضرائب المؤجلة للخصوم:

يعتبر من الضروري التمييز بين إذا كان التقييم يتم بهدف التنازل أو الاندماج، أو ما يحدث بعيدا عن أي فكرة لتحويل الموارد، ففي هذه الحالة الأخيرة لا يكون هناك أي نوع من الضرائب على أساس أن الأصول سوف تبقى في ذمة المؤسسة.³

2-3-5-الضرائب الكامنة:

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 57.

² Legros, G, L'évaluation des entreprises, Edition DUNOD, Paris, P 48.

³ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 57.

وهي ضرائب يجب أخذها بعين الاعتبار عند حساب الأصل الصافي المعاد تقييمه لأنها قد تكون دويتا أو مستحقات ضريبية كامنة، وتنشأ في الأصل من العناصر التالية:

5-3-2-1- الضريبة على الأصول المعاد تقييمها:

قد ينبج عن عملية إعادة تقييم أصول المؤسسة فائض أو نقص في القيمة، فإن تضمنت نتيجة إعادة التقييم فائضا في القيمة، فإن السؤال المطروح هو ما إذا كان هذا سيؤدي إلى فرض ضريبة على الزيادة في القيمة أم لا، ونفس الشيء في حالة نقص في القيمة. وعليه يمكن التمييز بين الحالات التالية:¹

5-3-2-2- الأصول الثابتة الضرورية للاستغلال:

وهي أصول غير خاضعة للضريبة لأنها ضرورية للنشاط الاستغلالي للمؤسسة وبالتالي فإن الزيادة أو النقصان في القيمة تكون غير خاضعة للضريبة، غير أن النقصان في القيمة يستدعي التصريح بمخصصات المؤونات وهو ما سيؤدي إلى تخفيض مستوى الضريبة وهو ما يعني وجود مستحقات ضريبية كامنة.

5-3-2-3- الأصول الثابتة غير الضرورية للاستغلال:

إذا كان الأصل غير ضروريا للاستغلال فمن المحتمل أن يتم التنازل عنه من خلال بيعه، في هذه الحالة يتم تحقيق فائض أو نقصان في القيمة، وعليه تأخذ الضريبة الكامنة شكلان حيث إما أن نجد مستحقات ضريبية في حالة انخفاض في القيمة أو ديون ضريبية في حالة تحقيق فائض في القيمة.

5-3-2-4- الأصول المتداولة:

إن تحقيق نقصان أو فائض في القيمة ستكون خاضعة للضريبة لأن العناصر المكونة لهذه الأصول (مخزون، مستحقات) يتم استخدامها أو بيعها، إذا يجب الأخذ بعين الاعتبار الضريبة.

5-4- الضريبة على الأصول الوهمية:

إن إهمال الأصول الوهمية خلال عملية إعادة التقييم هو بمثابة إطفائها وهو ما يعادل اهتلاكها كليا على مدى دورة واحدة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق وفورات ضريبية، حيث أن هذا الاهتلاك يمثل عبئا ضريبيا يمكن خصمه وهو ما ينطبق على المصاريف الإعدادية ومصاريف البحث والتطوير إذا لم تكن لها قيمة. بالنسبة لكل عناصر شهرة المحل التي ليس لها قيمة فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار الوفورات الضريبية لأن مخصصات المؤونات قابلة للخصم الضريبي على عكس الاهتلاك.²

5-5- الضريبة على الأموال الخاصة:

¹ Thauvron, A, Op. Cit., P 208.

² نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 58.

هذه الضرائب لا تتعلق فقط بالأصول، فبعض عناصر الأموال الخاصة غير معفاة منها، هذا يعني أنها ستولد ضريبة في المستقبل لذلك تؤخذ في الحسبان الضريبة الكامنة، والعناصر المعنية هي المؤونات النظامية، الاهتلاكات المتسارعة، وإعانات الاستثمار كما يجب حفظها ضمن قيمة حقوق المساهمين بعد خصم الضريبة الكامنة وفقا للمعدل القانوني وإدراج هذه الأخيرة في الديون.

5-6- حالة وجود عجز ضريبي:

في حالة ما إذا تحملت المؤسسة تراكمات ضريبية فإن هذا العجز قد يسمح بدفع ضرائب أقل في المستقبل وبالتالي تكون عليها مستحقات كامنة لمصلحة الضرائب شريطة أن تكون المؤسسة قد حققت أرباحا في المستقبل القريب، مع ذلك يجب مراعاة مدة العجز من أجل العودة إلى ما قبل العجز، حيث يمكن أخذ الأرباح المحققة خلال السنوات الثلاث الماضية الأخيرة فقط.¹

6-تقييم الأرباح الموزعة:

عندما تظهر في ميزانية المؤسسة أرباح يجب توزيعها على المساهمين أو أعضاء الجمعية العامة ومجلس الإدارة فإن هذه الأرباح تعتبر خصوما محققة ويتم تقييمها مثلما تقيم عناصر الخصوم.²

¹ Thauvron, A, Op. Cit., P 369.

² Abdelkader Gliz, Op. Cit., P 139.

خاتمة:

تتجلى قيمة المؤسسة عموماً في قيمة المداخل المستقبلية المتولدة عن نشاطاتها، غير أن مقارنة الذمة المالية تركز قيمة المؤسسة في تقدير وتقييم كل عناصر الميزانية وتحويلها حسب قيمتها العادلة، كما تم عرضه سابقاً وهذا للعديد من الأسباب من بينها منظور استمرارية نشاط المؤسسة مما يستدعي المقارنة بين قيمة الذمة المالية للعناصر التي تمتلكها المؤسسة وقيمة مردوديتها حقاً. هذا بالإضافة إلى أن أنصار هذه المقاربة يرون أن المؤسسة ككيان تتكون من جانبين جانب يخص عناصر مادية لا بد من تقييمها بالأخذ بعين الاعتبار لقيمتها التاريخية والمحاسبية وجانب آخر يخص التدفقات المتولدة عن نشاطها. لهذا فإن أحسن طريقة لتقدير الذمة المالية للمؤسسة تتلخص في الأصل المحاسبي الصافي المصحح وهو ما يستدعي القيام بجرد وتقييم كل عناصر الأصول والخصوم ومقاربتها للقيمة السوقية لها. فبالرغم من صعوبة تقدير هذه الطريقة في الواقع خاصة في بيئة المؤسسات الجزائرية مثلاً أين لا يمكن أن نجد أسواق ملائمة من أجل المقارنة وهذا منذ سنة 1988 سنة التحول إلى اقتصاد السوق، عكس الدول المتقدمة فإنه لا توجد معطيات كافية وحقيقية عن سوق العقارات أو أسواق العتاد، وحتى طريقة التقييم بالتدفقات تعتبر غير كافية وهذا نظراً لغياب المعطيات الموثوقة لسوق الإيجار وتفاوتها بين ما هو رسمي وموآزي.

تمارين ومسائل تدريبية حول التقييم وفق مقارنة الذمة المالية

التمرين رقم (01):

سيقوم أحد المستثمرين بشراء مؤسسة Numérique، للصناعات الالكترونية وهي شركة ذات أسهم، حيث جاءت ميزانيتها كما يلي:

الوحدة 1000 ون

1- الميزانية المحاسبية بتاريخ 2023/12/31

الأصول	الإجمالي	الاهتلاك	الصافي	الخصوم	الصافي
مصاريف إعدادية	150	100	50	رأس المال	2480
مباني	7500	5000	2500	احتياطات	1500
معدات وعتاد	9000	7000	2000	نتيجة السنة	520
استثمارات مالية	250		250	مؤونات للتكاليف والاعباء	500
مخزون	4350	1000	3350	حسابات جارية للشركاء	1750
زبائن	11500	500	11000	ديون مالية	2900
قيم جاهزة	1500		1500	موردون	6000
				ديون استغلال أخرى	5000
المجموع	34250	13600	20650		20650

2- فيما يخص عملية معالجة بعض الحسابات كانت كما يلي:

-المصاريف الإعدادية هي مصاريف تأسيسية.

-المباني تم اقتناؤها في سنة 2013 بقيمة 750.000 ون ومدة اهتلاكها هي 15 سنة. كما قدرت قيمة إعادة البناء من طرف مكتب الخبير بـ 1.145.500 ون مع إجراء تخفيض حسب معامل التقادم يأخذ بعين الاعتبار المدة المحاسبية الباقية والمدة المحاسبية الإجمالية.

-العتاد يحتوي على آلة صناعية ضرورية للاستغلال تم اقتناؤها بقيمة 1.000.000 ون في سنة 2019، وهي مسجلة بالميزانية المحاسبية بقيمة 600.000 ون (مدة الاهتلاك 5 سنوات). كما أن قيمة هذه الة في السوق الأول 1.600.000 ون، علما أن الضريبة على الزيادة في قيمة الاستثمارات بلغت 18%.

-باقي العتاد له قيمة محاسبية 1.400000 ون وهي سعر السوق الثانوي.

-فيما يخص دوران المخزون هو 40 يوم ومدة الزبائن هي 60 يوم، مدة الموردون 80 يوم، وهي قيم تفوق قيم القطاع.

-نقوم بتكوين مؤونات على القيمة المحاسبية بمبلغ 500.000 ون للمخزون و600.000 ون للزبائن.

3-معلومات إضافية:

-نتيجة السنة تدمج في الاحتياطات؛

-الحسابات الجارية للشركاء يطالبون بتسديدها؛

-المؤونات للأعباء والخسائر مبررة.

المطلوب:

1- احسب قيمة المؤسسة من خلال الأصل الصافي المحاسبي المصحح (ANCC)؟

التمرين رقم (02):

يهدف تقييم مؤسسة RSE للمحركات إلى عرضها للبيع، حيث توص المحلل المالي لهذه المؤسسة إلى أنها قد حققت مردودية مقبولة خلال ينة التقييم مع ارتفاع معدل الخطر. وهذا راجع إلى النشاط الاستثنائي الذي تقوم به المؤسسة خلال هذه السنة مما سبب ارتفاع معدلات الخطر.

1- الميزانية المحاسبية بتاريخ 2023/12/31

الوحدة 1000 ون

المبلغ	الخصوم	المبلغ	الأصول
50.000	رأس المال		مصاريف إعدادية
20.000	احتياطات	500	مصاريف تأسيسية
10.500	مؤونات للأعباء والخسائر	30.000	مصاريف الأبحاث والدراسات
50.000	ديون مالية	30.000	مباني
40.000	موردون	54.000	عتاد صناعي
10.000	ديون استغلال أخرى	16.000	معدات
20.000	حسابات جارية للشركاء	40.000	استثمارات مالية
50.000	نتيجة السنة	40.000	مخزون
		60.000	زبائن
		5.000	قيم جاهزة
250.500		250.500	المجموع

2-معلومات إضافية تخص معالجة عناصر الميزانية:

-المباني: مساحتها 2000 م² وسعر البناء الحالي للمتر المربع 25.000 ون، مكتب الخبرة يقترح إجراء تخفيض بسبب التقادم بنسبة 20% من القيمة الجديدة.

-العتاد الصناعي: تم اقتناؤه في 2023/01/01 بقيمة 60.000.000 ون، مدة الاهتلاك 10 سنوات وهو اهتلاك ثابت والقيمة الجديدة له هي 70.000.000 ون، علما أن الضريبة على الزيادة في القيمة هي 10%.

-المعدات: غير ضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، سيقوم المستثمر المستقبلي ببيعها بقيمة تجارية تساوي القيمة المحاسبية لها.

-الاستثمارات المالية: انخفضت إلى 20.000.000 ون في 2023/12/31.

-حسابات المخزون الزبائن والموردون: دوراتها يتوافق مع معايير القطاع.

-المؤونات للأعباء والخسائر مبررة.

-نتيجة السنة تدمج في الاحتياطات.

-الحسابات الجارية للشركاء يطالبون بتسديدها قريبا.

-المؤسسة تستخدم استثمارات في إطار قرض الإيجار، القيمة الصافية لهذه الاستثمارات المستأجرة هي

40.000.000 زن، والقيمة الحالية المخصصة للإتاوات التي لم تدفع بعد تساوي 30.000.000 ون.

التمرين رقم (03):

بغرض شراء مؤسسة اقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بولاية سيدي بلعباس)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، كانت المعلومات التي تحصل عليها الخبير كما يلي:

أولا: الأصول: الميزانية بتاريخ 2020/12/31:

الأصول	الإجمالي في 2021	الامتلاكات والمؤونات	الصافي في 2020
<u>الأصول غير الجارية</u>			
برمجيات المعلومات	700.000	150000	550000
مساهمات وحسابات دائنة	900.000	400000	500000
مجموع الأصول غير الجارية	1.600.000	550000	1050000
<u>الأصول الجارية</u>			
مخزونات البضائع	675.000	10000	665000
الزبائن	100.000	-	100000
الاعباء المعاينة مسبقا	40.000	-	40000
أموال الخزينة	120.000		120000
مجموع الأصول الجارية	935.000	10000	925000
مجموع الأصول	2.535.000	560000	1975000

ثانيا: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2020
<u>الأموال الخاصة</u>	
رأس المال جماعي	800000
نتيجة السنة المالية	225000
مجموع الأموال الخاصة	1025000
<u>الخصوم غير الجارية</u>	
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	375000

375000	مجموع الخصوم غير الجارية
	<u>الخصوم الجارية</u>
200000	موردو المخزونات والخدمات
350000	الضرائب الدائنة
25000	مساهمات بنكية جارية
575000	مجموع الخصوم الجارية
1975000	مجموع الخصوم

المطلوب: أحسب الأصل المحاسبي الصافي

التمرين رقم (04):

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال إستشارة بما أنه بصدد التفاوض حول حيازة مؤسسة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بولاية سيدي بلعباس)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، والبيانات التي تحصل عليها الخبير قوائمها المالية كما يلي:

1- الميزانية بتاريخ 2021/12/31

أولاً: الأصول:

الأصول	الإجمالي في 2021	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2021	الصافي في 2020
<u>الأصول غير الجارية</u>				
أراضي	4000000	-	4000000	4000000
مباني	8000000	2000000	6000000	6200000
منشآت تقنية - معدات صناعية-	2000000	1000000	1000000	1200000
معدات نقل	2400000	1440000	960000	1440000
الحسابات الدائنة المرتبطة بالمساهمات	1000000	-	1000000	1000000
مجموع الأصول غير الجارية	17400000	4440000	12960000	13840000
<u>الأصول الجارية</u>				
منتجات مصنعة	400000	-	400000	450000
الزبائن	500000	-	500000	400000
بنوك حسابات جارية	720000	-	720000	400000
مجموع الأصول الجارية	1620000	00	1620000	1250000
مجموع الأصول	19020000	4440000	14580000	15090000

ثانياً: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2021	الصافي في 2020
--------	----------------	----------------

8900000	8900000	الأموال الخاصة
880000	880000	رأس المال جماعي
1300000	1800000	الاحتياطات
11080000	11580000	نتيجة السنة المالية
		مجموع الأموال الخاصة
2250000	1600000	الخصوم غير الجارية
2250000	1600000	اقتراضات لدى مؤسسات القرض
		مجموع الخصوم غير الجارية
1760000	1400000	الخصوم الجارية
1760000	1400000	موردو المخزونات والخدمات
15090000	14580000	مجموع الخصوم الجارية
		مجموع الخصوم

- 2- إليك المعطيات التالية المستخرجة من وثائق المؤسسة والمصالح المختصة:
- الأراضي: مساحتها الإجمالية 4000 م²، وهي عل صنفين أراضي مبنية بمعدل 75% والباقي غير مبنية، ووفقاً للسوق العقارية يبلغ سعر المتر الواحد 1200 دج.
 - المباني: استلمتها في بداية سنة 2009 وهي عبارة عن ورشات ومخازن ومباني أخرى موجهة كلاً للاستغلال، وتقدر تكلفة بناء المتر الواحد حسب المكاتب العقارية بـ 4000 دج، ومعامل الامتلاك (1.00).
 - المعدات الصناعية: تشهد انخفاضاً في أسعارها بمعدل 10% بسبب ظهور آلات وعتاد متطور من الناحية التكنولوجية.
 - بالنسبة لمعدات النقل: حازت عليها المؤسسة في بداية 2020 تبلغ حالياً قيمتها الجديدة حسب خبراء التأمين 600000 دج وهي موجهة كلاً للاستغلال.
 - سندات المساهمة: هناك 1000 سهم لفندق الأوراسي سعر شراء السهم بلغ: 500 دج، وأسهم مجمع صيدال عددها 500 سهم بسعر شراء 1000 دج للسهم الواحد بلغت قيمتها حالياً 400 دج، 1360 دج للسهم الواحد على التوالي.
 - المنتجات المصنعة: بلغ سعر البيع التقديري لها 600000 دج، وتقدر مصاريف إتمام عملية البيع 50000 دج.
 - الزبائن: التوقعات تشير إلى عدم قدرة الزبون " مؤسسة نوميديا " على سداد ديونها تجاه المؤسسة، والمقدرة بـ 50000 دج.
 - عملية المقاربة البنكية: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ 50000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 30000 دج لم تسجل.
- المطلوب: أحسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل المحاسبي المصحح (ANCC)؟

المحاضرة رقم 08: تقييم المؤسسة وفق مقارنة فائض القيمة

مقدمة:

يعتبر مصطلح فائض القيمة Good Will معروفا كثيرا في المالية، حيث استعمل لفترة طويلة كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية من أجل الأخذ بعين الاعتبار المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، خصوصا مع مقارنتها مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة. حيث يتركز مدخل فائض القيمة على فكرة أن تحسين مستوى أداء المؤسسة لا يتركز فقط على مقدار الأصول المادية، وإنما تلعب الأصول غير الملموسة المستغلة خلال النشاط الاستغلالي للمؤسسة دورا فعالا ومهما في تحسين أداء المؤسسة وتعظيم قيمتها، ما يعني أن المؤسسة يمكن أن تكون لها قيمة أكبر من قيمة عناصر ذمتها المالية المقدره بطريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح،¹ حيث تمثل تلك القيمة الفائض المحقق عن القيمة المحاسبية الصافية المصححة لأصول المؤسسة بسبب ما تتمتع به من إمكانيات غير مادية لا يمكن أن تظهر بالميزانية لكنها تؤدي بالضرورة إلى زيادة كفاءة أداء المؤسسة ومن قم الرفع من مردوديتها تحقيق أرباح أعلى من الأرباح العادية المبررة للأصول المتضمنة بالذمة المالية. هذا إضافة إلى أن طريقة فائض القيمة تركز على ازدواجية منظور الذمة المالية ومنظور التقييم بالتدفقات بحيث تصبح قيمة كل استثمار تعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عنه، لكن في الواقع نجد أن الأمور تختلف عن ذلك مما يجعل القيمة الناتجة من المنظورين السابقين تعرف اختلافا كبيرا عن الواقع خاصة في بيئة الأعمال التي لا تتسم بالمنافسة الحرة وفي غياب نضج الأسواق المالية أيضا، لهذا اعتمد الخبراء على مفهوم آخر يساعد في التقييم خاصة في حالات الاندماج، التنازل، التحويل وتجميع الشركات، حيث يساعد هذا المدخل على حساب فائض القيمة ويسمح بتفسير الأسباب والمزايا التي تؤدي لخلق فائض القيمة في المؤسسة على الأصول المستخدمة في النشاط الاستغلالي،² ومن ثم فإن هذا المدخل يساهم في تقييم العناصر غير الملموسة التي لها تأثير على المؤسسة من خلال ما تحققه من أرباح في المستقبل قد تفوق الأرباح الفعلية عن الأموال المستخدمة فعلا في سير نشاط المؤسسة، وهو ما قد يفسر حدوث فائض قيمة إيجابي أو ما يعرف بمصطلح Good Will، أو

¹ برايس نورة، تقييمي المؤسسات في إطار سياسة الخوصصة- دراسة مؤسسة عمومية، أطروحة دكتوراه في شعبة العلوم المالية، جامعة باجي مختار عنابة، 2017، ص 178.

² Mémento pratique Francis Lefebvre, Evaluation des Titres de Sociétés non Cotées en Bourse, Chapitre 7, Edition LEFEBRE, Paris, 1992, P 168.

حدوث الحالة المعاكسة فيعني ذلك سوء في أداء المؤسسة ونقص في قيمة أصولها المعنوية وهو ما يعرف بحالة Bad Will¹.

1-مقاربة فائض القيمة:

تعد من المقاربات الأساسية المتبناة في حساب قيمة المؤسسة وقد تعددت التعاريف لهما والأسماء ومن بينها المحل التجاري أو شهرة المحل (Fonds de commerce)، والسمعة الجيدة (Good Will) أو فائض القيمة (Sur valeur)، حيث تختلف من مؤسسة إلى أخرى في تعريفها وتعبيرها بحسب طبيعة النشاط والمكونات المأخوذة في حسابها، ففي المؤسسات التجارية يضم مصطلح فائض القيمة "كل العناصر المادية والمعنوية المستخدمة من طرف التاجر للممارسة مهامه، ولها مفهوم أوسع في المؤسسات الصناعية ليشمل التموين والموردين والزبائن والعلامات التجارية والاسم التجاري"².

1-1-تعريف فائض القيمة:

فائض القيمة هو تقييم لقدرة المؤسسة على تحقيق مردودية أعلى مستقبلا من المردودية المتوسطة للسوق المالي، حيث توجد العديد من التعريفات لفائض القيمة (GW) والتي يختلف بعضها عن البعض وهذا حسب وجهة نظر الباحث، ومن بينها:

-هو مجموع الصفقات غير القابلة للوزن أو القياس والتي تجذب الزبائن إلى مؤسسة معينة وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب³

-وحسب مصف الخبراء المحاسبين والمحاسبين المعتمدين (OECCA)، فإن فائض القيمة هو "الفائض في القيمة الإجمالية للمؤسسة عن مجموع مختلف القيم المادية والمعنوية المكونة لها"⁴

كما يعرف فائض القيمة أيضا على أنها القيم الناتجة عن مجموعة من العناصر المكونة لأصولها وخصوصها، فإذا كانت قيمة المؤسسة تفوق قيمة العناصر المكونة لذمتها المالية وهذا نتيجة لعوامل مختلفة منها ما هو كامن ومنها ما هو ظاهر، ومن بين هذه العوامل المعرفة، الخبرة، زبائن المؤسسة، صورة العلامة التجارية، التقدم التكنولوجي، التراخيص، الاستراتيجية التسويقية وغيرها.⁵

-ويعرفها كل من Brilman, J, et Maire. C على أنها القدرة التي تتمتع بها المؤسسة من خلال استغلال عناصر مختلفة سواء كانت بشرية، منتجات، معدات، أسواق وزبائن، وبالتالي فهو يمثل جميع العناصر

¹ Najib Ibn Abdeljalil, Diagnostic financière et évaluation de l'entreprise-Etudes de cas corrigées, Edition Edit Consulting, 4ème Edition, Casablanca, 2006, P 301.

² Brilman, J, Maire, C, Manuel d'Evaluation des entreprises, Edition d'organisation, Paris, 1992, P 111.

³ طارق عبد العال حماد، التقييم "تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 09.

⁴ Tchameni Emmanuel, L'Evaluation des entreprises, Edition Economica, Paris, 1993, P 20.

⁵ Lgros, G, L'Evaluation des entreprises, Edition DUNOD, Paris, 2011, P 127.

المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة والتي لا يمكن تقييمها بشكل مباشر، بخلاف العناصر المادية وبعض العناصر المعنوية كالتراخيص، براءات الاختراع وحق الإيجار والتي تمتلك قيمة مستقلة عن نشاط المؤسسة.¹

إذا يمكن القول أن فائض القيمة يتكون إذا فاقت المردودية مكافأة الأصول المادية، ويظهر كفائض ربح يعكس وجود أصول أخرى ذات طبيعة غير مادية متمثلة في الأصول المعنوية، وبالتالي يكون فائض القيمة للمؤسسة هو قيمة الإضافية لها، والتي تعود لسمعتها لكفاءة عمالها، لعلامتها وعلاقتها وشبكة توزيعها وكل العناصر غير الملموسة.

1-2-2-1- طبيعة الأصول المعنوية المتعلقة بتحقيق فائض القيمة:

تتضمن الأصول المعنوية المتعلقة بتحقيق فائض القيمة في المؤسسة كل العناصر التي تكون ما يسمى بشهرة المحل، حيث أنها لا تسجل محاسبيا ولا تظهر بميزانية المؤسسة، ولكن تتضح أهميتها بالنشاط الاستغلال للمؤسسة وتؤدي إلى خلق القيمة في المؤسسة من خلال تحسين أدائها الكلي وتساهم في تحقيق ربح وفائض معتبر أعلى من الأرباح العادية، وتتميز هذه الأصول المعنوية المكونة لشهرة المحل بأنها:

-تكون غير مرئية وغير نقدية، ولا يمكن تتبع أثرها من خلال نظم المحاسبة؛

-لا يمكن شرائها أو تقليدها وتزداد قيمتها بالاستخدام الجيد؛

-عوائدها افتراضية غير ملموسة

ومن بين هذه العناصر المعنوية الضرورية والمرتبطة بنشاط المؤسسة، يمكن أن نذكر بعضها كما يلي:²

1-2-1-1- عناصر مرتبطة بزبائن المؤسسة: حيث تتشكل قيمة المؤسسة من حيث درجة تنوع وعدد زبائنها ومدى وفائهم ودرجة رضاهم والتسهيلات المقدمة لهم في إطار التعاملات مع المؤسسة وهذا ما يساهم في خلق فائض القيمة. بالإضافة إلى أن نوعية الزبائن تلعب دورها هاما، الزبائن غير الملتزمين بالدفع والمشكوك فيهم يمكن أن يؤثر على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى أن إمكانية إضافة أسواق أخرى في إطار التصدير والبحث عن شريحة وبائين أخرى من شأنها الرفع من قيمة المؤسسة.

1-2-2-1-2- العناصر المتعلقة بموردي المؤسسة: وهذا عن طريق الاختيار الجيد للموردين وإمكانية خلق المنافسة بينهم من أجل التفاوض والحصول على أحسن الصفقات، كذلك تلعب نوعية الخدمات

¹ سويسبي هواري، إشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر- دراسة حالة مؤسسة الأشغال التكميلية لبناء بورقلة ETRACOB، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001، ص 125.

² المرجع نفسه، ص، ص 125، 127.

والمنتجات المقدمة من طرفهم من حيث انتظام التسليم وجودة المنتجات دورا مهما من شأنه أن يؤثر على قيمة المؤسسة.

1-2-3-العناصر المرتبطة بعمال المؤسسة: وتتمثل في الخبرات والمعرفة المتراكمة للعمال بجميع مستوياتهم، بالإضافة إلى نوعية العلاقات بين الإدارة والعمال والتي من شأنها أن تحسن نوعية العمل وكذلك ضعف معدلات الغياب والمعرفة الفنية للتقنيين كالم=ها عناصر من شأنها أن تؤثر في قيمة المؤسسة.

1-2-4-العناصر المعنية المتعلقة بالتنظيم والتسيير: والتي تتمثل في السياسات والاستراتيجيات ونوع القيادة بالمؤسسة بما تتضمنه من طرق حديثة للتسيير وتوزيع المهام وكذلك مرونة سير المعلمات وعمليات الأداء الكلي للمؤسسة مما يرفع من مستوى الأداء ويدعم المركز التنافسي للمؤسسة وهو ما يحقق أرباحا أعلى من الأرباح العادية للمؤسسة.

1-2-5-العناصر المرتبطة بالبنوك: حيث تعتبر علاقة المؤسسة بالبنوك المقرضة جد مهمة من حيث نوعية واستقرار العلاقة مع البنوك وقدرة المؤسسة على الاقتصاض طويل الأجل، وكذلك التسهيلات الائتمانية الممنوحة في عمليات الخصم والسحب على المكشوف الموافق عليه من طرف البنك حيث تلعب كل هذه العناصر دورا مهما من شأنها أن يؤثر على قيمة المؤسسة.

1-2-6-العناصر المرتبطة بذمة المؤسسة: مثل نوعية المعدات والتي يجب أن تكون جديدة ومواكبة للتكنولوجيا الحديثة وغير مزعجة للعمال ومحيط المؤسسة (الضجيج أو التلوث مثلا)، وكذلك تلعب نوعية الأماكن التي تنشط بها المؤسسة دورا هاما من حيث إمكانية توسعها مستقبلا، وكذلك مدى توفر المؤسسة على التجهيزات الحديثة للتواصل والمراقبة من شأنها أن تؤثر في قيمة المؤسسة.

1-2-7-العناصر المرتبطة بإنتاج المؤسسة: من حيث نوعية السلع المنتجة أو الخدمات المقدمة، وشهرة وجودة منتجاتها وكذلك قدرة المؤسسة على تطوير هذه المنتجات مستقبلا وتوفيرها بأسعار تنافسية.

1-2-8-العناصر المرتبطة بالتنافسية: وهذا من حيث عدد المنافسين ووضع المؤسسة ضمن المنافسة في السوق وحصتها السوقية، ومدة ضخامة العلامة التجارية للمنافسين كلها تلعب دورا هاما في التأثير على قيمة المؤسسة.

1-2-9-العناصر المتعلقة بالإبداع والابتكار: وتتمثل في مدى مواكبة المؤسسة للإبداع والتطور التكنولوجي من خلال تطوير عناصر الأصول المتغلة والمنتجة المرتبطة بتصميم منتجاتها، كذلك يعتبر الإبداع الإداري عنصرا مهما يساهم في تفعيل السياسات التنظيمية فيما يخص توسيع آليات التحفيز

والترقية للموارد البشرية، حيث من شأن كل هذه العناصر أن تشكل قيمة معنية مهمة للمؤسسة تشكل شهرتها سمعتها حيث أنها تساعد على الرفع من قيمة المؤسسة.

1-2-10-العناصر المرتبطة بأطراف أخرى: وتتمثل هذه الأخيرة في نوعية العلاقة مع الهيئات الاجتماعية ونوعية العلاقة مع المصالح الجبائية، مفديشيات العمل، ونوعية العلاقة مع النقابات، إذ يمكن أن تساهم هذه العلاقات في التأثير على قيمة المؤسسة.

2- طرق حساب فائض القيمة:

يبحث المقيم من خلال فائض القيمة على قياس المزايا المعنوية التي تملكها المؤسسة، هذه المزايا تسمح بتوضيح كيف حققت المؤسسة مردودية أعلى من الربح العادي، وهذا الذي تبرره الذمة المالية أو أصلها الصافي المصحح. حيث أن الفرق في المردودية يسمى ريع فائض القيمة أو فائض الربح، وهو يأخذ بعين الاعتبار بعض العناصر المعنوية المسجلة ضمن أعباء الاستغلال وليس ضمن أصول الميزانية والمتمثلة أساس في مصاريف الإشهار مصاريف إنشاء أو توسيع الشبكة التجارية ومصاريف البحث والتطوير. وعليه يمكن تقييم المؤسسة انطلاقاً من فائض القيمة وفق عدة طرق والتي تنقسم إلى صنفين وهي طرق مباشرة وأخرى غير مباشرة، إضافة إلى أن كل طريقة يمكن حسابها بشكل إجمالي أو بشكل صافي.

2-1- حساب فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة:

تعرف هذه الطريقة بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، حيث أنفائض القيمة حسب هذه الطريقة يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية المتمثلة في الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC، أو القيمة الجوهرية VSB، وعليه يتم حساب فائض القيمة بعد حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة، والتي تحسب انطلاقاً من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية (ANCC أو VSB) والقيمة الناتجة عن منظور التدفقات (قيمة المردودية).¹ وفي هذا الإطار المتعلق بحساب فائض القيمة نكون أمام حالتين هما الطريقة الصافية والطريقة الإجمالية وهذا كما يلي:

2-1-1- الطريقة غير المباشرة الصافية:

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المصحح "ANCC" لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة وهذا وفقاً للعلاقة التالية:²

$$V = GW + ANCC$$

حيث أن: V هي القيمة الإجمالية للمؤسسة

¹ سويسبي هواري، مرجع سابق، ص، ص 128، 129.

² Gilbert Gélard, Pourquoi de Good Will pode problème(s), Revue Française de Comptabilité, N° 472, 2014, P 14.

GW: فائض القيمة Good Will

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح

وعليه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة كما يلي:

$$GW = V - ANCC$$

ونبحث عن القيمة الإجمالية للمؤسسة والتي تساوي المتوسط الحسابي لقيمة المردودية وقيمة الأصل المحاسبي الصافي المصحح وذلك وفقاً للعلاقة التالية:

$$V = \frac{ANCC + VR}{2}$$

حيث أن VR: هي قيمة المردودية والتي تحسب وفقاً للعلاقة التالية:

$$VR = \frac{B}{i}$$

حيث أن B يمثل الربح الصافي المصحح، و*i* هي معدل الرسملة. وبالقيم بمعادلة رياضية بسيطة عن طريق تعويض قيمة V في المعادلة الأولى، وبعدها نعوض الناتج في المعادلة الأخيرة تحصل على النتيجة التالية:

$$GW = \frac{1}{2i} (B - i \times ANCC)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو التالي:¹

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} (B - i \times ANCC)$$

حيث أن *i* هو معدل الفائدة الذي يكون غالباً على القيم الثابتة والسائدة في البلد.

2-1-2- الطريقة غير المباشرة الإجمالية:

تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة في حساب فائض القيمة وقيمة المؤسسة، ويكمن الفرق في استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية "VSB" محل الأصل الصافي المصحح "ANCC" وتبعاً لذلك يتغير العائد المالي المقابل، فيستبدل الربح الصافي المصحح "B" بالقدرة الربحية (النتيجة العملياتية بعد الضريبة) التي تتضمن فوائد فضلاً عن الربح الصافي المصحح والتي تمثل المقابل للقيمة الجوهرية "VSB". وعليه يحسب فائض القيمة وفق هذه الطريقة على النحو التالي:²

$$GW = \frac{1}{2i} (CB - i \times VSB)$$

¹ Brilman, J, Maire, C, Op. Cit., P 121.

² Mauguier Henri, L'Evaluation des entreprises non cotées, Bordas, Paris, 1990, P 40.

$$V = \frac{1}{2} \left(VSB + \frac{CB}{i} \right) + AHE - E$$

حيث أن E: تمثل الديون؛ AHE: هي العناصر خارج الاستغلال، CB: القدرة الربحية (النتيجة العملية)

ما يمكن ملاحظته على الطريقة المباشرة بشقيها الصافي والإجمالي، أنه:¹

تم رسملة الربح الصافي بمعدل استحداث "2i" مضاعف لمعدل التوظيف المفترض "i" لقيمة الأصول المصححة المطروحة "VSB أو ANCC" في السوق المالية، مما يدل على أخذه في الحسبان الخطر عكس الثاني لا يأخذ في حسابه الخطر.

- تعتبر هذه الطريقة تحكمية (تعسفية)، لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة، ذلك أنّ القيمة الناتجة عن المتوسط غير مبنية على افتراض معين، عكس استعمال الطريقة المباشرة حي تكون ملائمة لوضعية التقييم.

- يساوي فائض القيمة حسب هذه الطريقة نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول "ANCC أو VSB":

$$GW = \frac{1}{2} \left(\frac{B}{i} - ANCC \right)$$

- وأيضاً يساوي فائض القيمة نصف رسملة فائض الربح لفترة غير منتهية بمعامل "1/i"

$$GW = \frac{1}{2} \times \frac{1}{i} (B - i \times ANCC)$$

يستعمل أصحاب هذه الطريقة تخفيضاً على الربح الصافي المصحح "B" والقدرة الربحية "CB"، بـ 30% يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة،² وهذا من أجل التقليل من أثر عدم الإنسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

2-2- حساب فائض القيمة بالطريقة المباشرة:

توجد عدة طرق لحساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة، ومن بين هذه الطرق نجد:

2-2-1- الطريقة الأنجلوساكسونية:

ترتكز قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على مجموع أصلها الصافي المصحح، ويقدر فائض القيمة بالفرق بين الربح الصافي للمؤسسة والمكافئة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل (i) بدون مخطر للأصل الصافي

¹ سويسبي هواري، مرجع سابق، ص، ص 129، 130.

² Brillman, J, Maire, C, Op. Cit., P 86.

المصحح. وحسبها يتم حساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة مباشرة دون الرجوع إلى الفرق بين القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح، حيث تكتب وفق العلاقة التالية:¹

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(CB - i \times VSB) \text{ الطريقة الإجمالية:}$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i \times VSB)$$

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(B - i \times ANCC) \text{ الطريقة الصافية:}$$

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times ANCC)$$

حيث أن:

i = معدل الفائدة بدون مخطر

t = معدل استحداث بخطر (حيث يكون أكبر من i ، كونه يضاف إليه ما بين 25% إلى 50% كنسبة خطر)

B : القدرة الربحية

CB : الربح المصحح

حيث يستخدم أصحاب هذه الطريقة تخفيضا على الربح الصافي المصحح (CB)، أو القدرة الربحية (CB) يقدر بمعدل 30%، عندما يحسب الربح بترجيح الأرباح الماضية عن الحديثة.² وعليه نلاحظ أن هذه الطريقة تقوم برسمة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث t ، لتصبح مساوية للطريقة السابقة (طريقة الممارسين) في حالة ما إذا أخذت نسبة الخطر بمعدل 100%، وعليه نستطيع القول أن طريقة الممارسين هي حالة خاصة من هذه الطريقة.³

2-2-2- طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة:

تقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة انطلاقا من تحيين الربوع المحققة/ فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح المحقق وعائد/ مكافأة توظيف قيمة الأموال الضرورية لنشاط المؤسسة لفترة معينة منتهية، وتسمى كذلك للطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين UEC، حيث يمكن حساب قيمة المؤسسة وفق المعادلات التالية، عندما يكون فائض القيمة ثابتا:⁴

$$V = ANCC + a_n(B - i \times ANCC) \text{ الطريقة الصافية:}$$

¹ Mauguere Henri, Op. Cit., P 28.

² Brilmain, J, Maire, C, Op. Cit., P 121.

³ سويسسي هوارى، مرجع سابق، ص 131.

⁴ Mauguère, H, Op. Cit., P 36.

الطريقة الإجمالية:

$$V = VSB + a_n(CB - i \times VSB) - D$$

حيث أن: $a_n = \frac{1-(1+i)^n}{i}$ ، ويمثل القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية.

ويأخذ أصحاب هذه الطريقة فترة تتراوح بين 3.5 إلى 5 سنوات باعتبار أن فائض القيمة يزول مع الوقت؛ كما أن القدرة الربحية CB أو الربح الصافي B يخضعان إلى تخفيض يقدر بـ30% لأخذ الحيطة والحذر لهذا الربح المحصل عليه من التوقعات، كما ينصح أنصار هذه الطريقة استعمال معدل الفائدة المطبق على القروض الحكومية بالنسبة لمعدل الاستحداث مضافا إليه معدل 50% كمعدل خطر.¹

أما في حالة عدم ثبات فائض القيمة تكون المعادلة على الشكل التالي:²

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \frac{Bt - i \times ANCC}{(1+i)^t}$$

3-2-2- طريقة "Calba et Barnay": يستعمل أصحاب هذه الطريقة بدل القيمة الجوهرية والأصل الصافي المحاسبي المصحح، الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)، حيث أنّ فائض الربح حسيهما يساوي إلى الفرق بين المردودية المالية والقيمة التوظيف لأموال معالجة "CPNE" بمعدل بدون خطر، وتعطى بالعلاقة التالية:³

$$V = ANCC + \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i \times an)} \cdot CPNE$$

ومنه:

$$GW = \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i \times an)} - CPNE$$

علاقة فائض القيمة الأخيرة تكافئ منطقيًا:

$$GW = \frac{an}{1 + (i \times an)} \times [RF - (i \times CPNE)]$$

¹ سويسبي هواري، مرجع سابق، ص 131.

² Legros George, Op. Cit., P 136.

³ سويسبي هواري، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2008، ص 101.

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة ANCC: الأصل الصافي المصحح

An: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية

CPNE: القيم الثابتة مضافاً إليها الاحتياج في رأس المال العامل

RF: العائد المالي i: معدل فائدة

فالأساس الذي تعتمد عليه هذه الطريقة هو مطابق لذلك المتعلق بالربح المختصر لفائض القيمة، لكن بدلاً من الاعتماد على مفهومي القيمة الجوهرية "VSB" والقيمة الربحية "CB"، فقد تم اعتماد كل من مفهومي الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال "CPNE" والعائد المالي "RF"، ونشير هنا إلى أنه يتم إحداث تخفيض على الربح المستقبلي من 5% إلى 30% كحد أقصى.

2-2-4- طريقة استحداث لسلسلة محدودة لربوع فائض القيمة:

الأصل الاقتصادي الذي نستعمله في حساب الربوع يمكن أن يكون:

- الأصل الصافي المحاسبي المصحح:

$$V = ANCC + (B - r \times ANCC) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

- القيمة الجوهرية الخام:

$$V = ANCC + (B - r \times VSB) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

$$87V = ANCC + \sum_{k=1}^n (B - r \times CPNE) (1 + i)^k$$

في حالة "ANCC" و "VSB" ربوع فائض القيمة يفترض أنها ثابتة، وبالعكس في حالة "CPNE" يجب بذل مجهود لمعرفة الربح لكل سنة من السنوات المعنية.¹

2-2-5- طريقة شراء النتائج السنوية:

تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة على ضرب البرح الإضافي في عدد معين من السنوات، عكس الطرق التي تعمل على استحداثه بمعدل استحداث، حيث تحسب قيمة فائض القيمة وفق المعادلة التالية:²

الطريقة الصافية في الحساب:

¹ خالد فراح، مرجع سابق، ص 98.

² Brillman, J, Maire, C, Op. Cit., P 125.

$$V = ANCC + m(B - i \times ANCC)$$

$$GW = m(B - i \times ANCC)$$

الطريقة الإجمالية وفق العلاقة التالية:

$$V = ANCC + m(CB - i \times VSB)$$

$$GW = m(CB - i \times VSB)$$

حيث أن m: هي عدد السنوات والتي تأخذ بين 3 إلى 5 سنوات.

2-2-6-طريقة معدل ذو خطر ومعدل بدون خطر:

هذه الطريقة مستقلة من طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تعمل على رسملة الربح الإضافي لإيجاد قيمة فائض القيمة، وبالتالي تنطلق معادلتها من معادلة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين ويكمن الفرق بينهما في أن هذه الأخيرة تقوم باستحداث الربح الإضافي لفترة معينة، أما هذه الطريقة فتقوم على استحداثه لفترة غير محدودة، وذلك وفق المعادلة التالية:¹

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(B - i \times V)$$

$$GW = \frac{ANCC + \frac{B}{t}}{1 + \frac{i}{t}} - ANCC$$

$$GW = \frac{B - i \times ANCC}{i + t}$$

$$V = \frac{ANCC + \frac{B}{t}}{1 + \frac{i}{t}} \text{ وعليه فإن قيمة المؤسسة تساوي:}$$

حيث أن: i: معدل بدون خطر لتوظيف مماثل؛

t: معدل بمخطر حيث غالبا ما يساوي قيمة i مضافا إليه معامل الخطر.

3-أوجه قصور منظور فائض القيمة:

بالرغم من إيجابيات هذه الطريقة حيث تسمح بالمقارنة بين المؤسسات ذات البنية المختلفة من ناحية الأصول، ومعرفة مدى استطاعة كل مؤسسة في تحقيق فائض ربح، وبالتالي فهي تلعب دورا مساعدا في الاختيار عند إقدام المستثمرين لشراء المؤسسة، غير أنها تعتبر طريقة تعتمد فقط على المعطيات المتعلقة ببنية الاستغلال وتتجاهل المشاكل المتعلقة بالتوازن المالي والاستثمار والتمويل، كما أنها تركز فقط على معطيات تقديرية بسيطة يتم التوصل إليها بواسطة امتداد بسيط، حيث تعتبر هذه

¹ صالحى فتيحة، تقييم المؤسسات لأغراض التعامل في البورصة، أطروحة ماجستير في العلوم المالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2006، ص 70.

الطريقة غير موافقة للمؤسسات ذات المردودية غير الكافية كونها تؤدي إلى نقص القيمة Bad Will بدل فائض القيمة.

-يعتبر هذا المنظور غير موافق للمؤسسات المحققة لخسائر وبالتالي فهو يقتصر على المؤسسات ذات النتائج الإيجابية فقط.

-كما يلاحظ أيضا أن منظور فائض القيمة يعتبر أقل موافقة لتقييم المؤسسات الكبرى وبالعكس فهو مناسب لتقييم المؤسسات ذات الحجم الصغير والمتوسطة PME، كونه أكثر وضوحا وشفافية من الطرق الأخرى.

وعليه تجدر الإشارة إلى ضرورة تكييف طرق التقييم المختلفة حسب خصوصية كل مؤسسة حتى تمكن من تقدير أفضل لقيمتها.¹

¹ سويسبي هوري، إشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، دراسة حالة مؤسسة الأشغال التكميلية للبناء بورقلة ETRACOB، مرجع سابق، ص 135.

خاتمة:

خلاصة لما تم تحليله من طرق مختلفة لتحديد قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة، يمكن القول بأن هذه الطريقة تركز على أسس الحقيقة المالية للمؤسسة من خلال اعتمادها على المعطيات الخاصة ببنية اصول المؤسسة غير الملموسة ونتائجها الاقتصادية للاستغلال، كما تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار المخاطر الناتجة عن المعطيات المتعلقة بالمؤسسة وبمحيطها، حيث تمكن من تقليص الأخطاء الناتجة عن التقييم الناقص لعناصر الأصول بطرق الذمة المالية، وهذا من خلال تصحيح القيم المتوصل إليها بإضافة قيمة الفائض، والذي يلعب دورا هاما في تحديد قيمة المؤسسة ومنه سعر بيعها أو ما يقابلها من خلال تقريب تطلعات التفاوض بين البائع والمشتري.

كما تسمح أيضا طريقة فائض القيمة بتحديد المؤسسة إذا كانت تمتلك بنية قوية من الأصول التي تحقق ربحا يفوق الأرباح العادية وهو ما يساعد المستثمرين على ترشيد قراراتهم للاستثمار في تلك المؤسسة دون غيرها.

غير أنه مقابل ما تتميز به هذه الطريقة من إيجابيات فإنها لا تخلو من العديد من المساوئ التي تعيب طرقها، خاصة اقتصرها على تحليل المعطيات الخاصة ببيئة أصول المؤسسة ونتائجها الاقتصادية ومردوديتها للاستغلال مع إهمالها لدراسة الأوضاع المالية للمؤسسة وما يرتبط بها من مشاكل تتعلق بالاستثمار والتمويل، لسيما حالة التوازن المالي والاستقلالية، مما يعني أن هذه الطريقة تكون ملائمة لتقييم المؤسسات متوسطة الحجم دون الضخمة، وأيضا قد لا تصلح هذه الطريقة لتقييم المؤسسات التي تحقق نتائج سلبية.

تمارين ومسائل تدريبية حول التقييم وفق مقارنة فائض القيمة:

التمرين رقم (01):

تقدم لك مؤسسة DEV المعلومات التالية حول النتائج المحققة، مخصصات الاهتلاك، الديون المالية، القيم الحقيقية للأصول، بهدف تقييمها باستخدام طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح وطريقة فائض القيمة.

نتيجة الاستغلال تساوي 1213

النتيجة المالية هي -153

-مخصصات الاهتلاك الخاصة لهذه الحالة تتكون من:

-مخصصات حول الأصول الثابتة للاستغلال وخارج الاستغلال بقيمة 600 ون.

-مخصصات حول مصاريف الإنشاء بقيمة 10 ون.

-مخصصات حول مصاريف التوزيع تساوي 15 ون.

-القيمة الحقيقية لأصول الاستغلال المهتلكة هي 5000 ون، ومدة الاستغلال المتبقية للأصول الثابتة للاستغلال هي 10 سنوات.

-الديون المالية استخدمت في دورة الاستغلال بشكل كلي.

-الأصل المحاسبي الصافي المصحح خارج شهرة المحل والعناصر الأخرى المرتبطة لفائض القيمة بلغ 7100 ون، منها 5000 ون لها علاقة بالاستغلال.

-معدل الضريبة على الأرباح هو 3/1.

المطلوب:

1- احسب فائض القيمة إذا كان معدل المكافأة العادية للأموال الخاصة هو 10% وأن رسملة ربع فائض القيمة يكون بمعدل 10% أيضا.

2- حدد قيمة مؤسسة DEV من خلال الأصل المحاسبي الصافي المعدل بفائض القيمة.

التمرين رقم (02):

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال استشارة بما أنه بصدد التفاوض حول حيازة مؤسسة اقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بولاية س. يلعباس)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل

محاضرات في تقييم المؤسسات

التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، وكانت الخبر
بيانات قوائمها المالية كما يلي:

1- الميزانية في 2021/12/31

أولاً: الأصول:

الصافي في 2020	الصافي في 2021	الاهتلاكات والمؤونات	الإجمالي في 2020	الأصول
				<u>الأصول غير الجارية</u>
4500000	4500000	-	4500000	أراضي
9840000	9600000	2400000	12000000	مباني
4800000	4500000	15000000	6000000	منشآت تقنية – معدات صناعية-
1080000	7200000	1080000	1800000	معدات نقل
3000000	3000000	-	3000000	الحسابات الدائنة المرتبطة بالمساهمات
23220000	22320000	4980000	27300000	مجموع الأصول غير الجارية
				<u>الأصول الجارية</u>
850000	900000	-	900000	بضاعة
750000	1000000	-	1000000	الزبائن
750000	600000	-	600000	بنوك حسابات جارية
2350000	2500000	000000	2500000	مجموع الأصول الجارية
25570000	24820000	4980000	29800000	مجموع الأصول

ثانياً: الخصوم

الصافي في 2020	الصافي في 2021	الخصوم
		<u>الأموال الخاصة</u>
6392500	6205000	رأس المال جماعي
3835500	3723000	الاحتياطات
2557000	2482000	نتيجة السنة المالية
12785000	12410000	مجموع الأموال الخاصة
		<u>الخصوم غير الجارية</u>
6392500	6205000	اقتراضات لدى مؤسسات القرض

6392500	6205000	مجموع الخصوم غير الجارية
6392500	6205000	<u>الخصوم الجارية</u> موردو المخزونات والخدمات
6392500	6205000	مجموع الخصوم الجارية
25570000	24820000	مجموع الخصوم

ومن جدول حسابات النتائج لسنة 2021 تم استخراج ما يلي: مصاريف الاستئجار: 300000 دج، المصاريف المالية: 200000 دج، إيرادات استثنائية = 100000 دج، المصاريف الاستثنائية = 200000 دج.

2- إليك المعطيات التالية المستخرجة من وثائق المؤسسة والمصالح المختصة:

- الأراضي: مساحتها الإجمالية 4000 م²، وهي عل صنفين أراضي مبنية بمعدل 80% والباقي غير مبنية، ووفقاً للسوق العقارية يبلغ سعر المتر الواحد 500 دج.

- المباني: عبارة عن ورشات ومخازن فقط، وتقدر تكلفة بناء المتر الواحد حسب المكاتب العقارية بـ: 1000 دج، ومعامل الامتلاك (4.00).

- المعدات الصناعية: تشهد ارتفاع في أسعارها بمعدل 10% بسبب ظهور آلات وعتاد متطور من الناحية التكنولوجية.

- بالنسبة لمعدات النقل: تبلغ حالياً قيمتها الجديدة حسب خبراء التأمين 2000000 دج وهي موجهة كلها للاستغلال.

- سندات المساهمة: هناك أسهم مجمع سوفيتال وسعرها 1000 دج، وأسهم فندق الزيبان وسعرها 5000 دج لكل سهم، وأسهم فندق نسيم وسعرها 2000 دج لكل سهم، حيث تشكل مساهماتهم حدود متتابعة لمتتالية حسابية، حدها الأول مساهمة مجمع سوفيتال المقدرة بـ: 100000 دج، وبلغت قيمها الحالية 1500 دج، 1200 دج، 1800 دج للسهم الواحد على التوالي.

- بضاعة: بلغ سعر البيع التقديري لها 1000000 دج، وتقدر مصاريف إتمام عملية البيع 200000 دج.

- الزبائن: التوقعات تشير إلى عدم قدرة الزبون "عبد الرزاق" على سداد ديونها تجاه المؤسسة، والمقدرة بـ: 200000 دج، وعدم قدرة الزبون "كمال" على سداد ديونه أيضاً المقدرة بـ: 50000 دج.

- عملية المقاربة البنكية: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ: 10000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 40000 دج لم تسجل أيضاً.

المطلوب:

- 1- احسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل الصافي المصحح "ANCC"؟
 - 2- أحسب القدرة الربحية "B"، والربح المصحح "CB"؟
 - 3- أحسب القيمة الجوهرية الإجمالية للمؤسسة "VSB"، إذا علمت أن:
- مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة = 40% VSB

- مصاريف الضرورية لتجديد والحفاظ على المعدات والعتاد = 50% من مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة.

علما أن:

- معدل الفائدة السائد في القطاع هو 10%
- برمجيات المعلوماتية وما شابهها = 220000 دج
- تثبيطات عينية أخرى = 600000 دج عبارة عناصر خارج الاستغلال؟
- 4- أحسب قيمة المؤسسة من منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة (الصافية، الاجمالية)؟

التمرين رقم (03):

تتميز إحدى المؤسسات بالعناصر التالية:

21.830	أصول ثابتة ضرورية للاستغلال
40.000	قيم منقولة
25.000	أصول متداولة للاستغلال
500	أصول متداولة خارج الاستغلال
3.000	قيمة الاستغلال للأصول المستأجرة
1.200	مستحقات لم يحن موعدها بعد
30.000	الديون

نتيجة الاستغلال الخاصة بالمؤسسة بلغت 18.500 ون، كما يمكن تسجيل الملاحظات حول العناصر التالية:

-العقارات خارج الاستغلال تولد إيجارات بقيمة 750 ون، كما تتحمل المؤسسة تكاليف استغلال خارج الاهتلاك لقيمة 93 ون.

-أقساط إيجار الأصول في إطار القرض الإيجاري تبلغ 900 ون وفي السنة.

-يتلقى المسيرون في المؤسسة مكافآت حسب مؤهلاتهم التنفيذية في أداء مهامهم بقيمة 125 ون.

-مخصصات الاهتلاك للتكاليف التأسيسية بقيمة 200 ون.

-مخصصات الاهتلاك لتكاليف البحث والتطوير بقيمة 500 ون.

-مخصصات الاهتلاك للقيم المنقولة بلغت 200 ون.

-مخصصات الاهتلاك لأصول الاستغلال بلغت 3.000 ون.

-المدة المتبقية لاستخدام أصول الاستغلال هي 5 سنوات تتضمن الأصول المستأجرة، وكل الأصول الثابتة للاستغلال هي مهتلكة.

-القيمة الحالية المتبقية للأصول المستأجرة والمستحقة الدفع هي 2.000 ون.
-الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال قيمته 25.000 زن لكل سنة، هذا احتياج يولد تكاليف مالية بقيمة 1.300 ون في السنة.

-معدل الضريبة على الأرباح هي 3/1.

المطلوب:

- 1-احسب الأصل المحاسبي الصافي المصحح خارج شهرة المحل والعناصر الأخرى المرتبطة به.
- 2-احسب القيمة الجوهرية الإجمالية VSB؟
- 3-احسب النتيجة المتوقعة المرتبطة بالقيمة الجوهرية الإجمالية RPA VSB؟
- 4-احسب ريع فائض القيمة المرتبط بالقيمة الجوهرية، حيث أن معدل مكافأة الأصل الاقتصادي هو 11%.
- 5-أوجد قيمة المؤسسة وفقا لطريقة القيمة الجوهرية الإجمالية إذا كانت مدة ريع فائض القيمة هي 5 سنوات ومعدل الخصم هو 11%.
- 6-احسب الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال CPNE؟
- 7-احسب النتيجة المتوقعة المرتبطة بالأموال الدائمة الضرورية للاستغلال RPA CPNE؟
- 8-احسب ريع Good Will المرتبك بقيمة CPNE حيث أن معدل المكافأة بقدر 12%.
- 9-قم بتقييم فائض القيمة على أساس ريع مدته 5 سنوات ومعدل خصم 12%، ثم أعطي قيمة إجمالية للمؤسسة وفقا لCPNE.

المحاضرة رقم 09: تقييم المؤسسة وفق مقارنة التدفق النقدي

مقدمة:

إن فكرة خصم التدفقات النقدية تعتبر فكرة جوهرية في النظرية المالية، حيث أن قيمة الأصل في المؤسسة قد ارتبطت بقيمة العوائد التي تنتج عنه خلال فترة زمنية مستقبلية بناء على النتائج التي حققها في الماضي. ولهذا فإن التدفقات النقدية تعتبر أداة من أدوات التسيير المالي تساهم في تحليل وقياس وتقييم وضعية المؤسسة ومنه صياغة الاستراتيجية المالية المناسبة، وهذا من خلال تقييم الأداء المالي ومنه تقدير قيمة المؤسسة سواء عند عملية اتخاذ القرار الاستثماري، أو في عملية تقييم المشاريع أو عند نقل الملكية، وفي تحليل وتقييم الأوراق المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية وتعديل المحافظ المالية، حيث يعتبر الاعتماد على مقارنة التدفقات النقدية واسع الانتشار وهذا لأنها تعتمد على مؤشري النمو والمردودية واللذان يعتبران محركين للقيمة، حيث أن معدل العائد على رأس المال المستثمر ونمو الإيرادات يعتبران محددان لكيفية تحويل تلك الإيرادات من إطارها المحاسبي إلى تدفقات نقدية، وهو الأمر الذي يعني أن مقدار القيمة التي يتم خلقها في المؤسسة وقيمة المؤسسة في لحظة التقييم تتوقفان على معدل المردودية ونمو الإيرادات ومنه قدرة المؤسسة على المحافظة على تلك السيورة طوال فترة النشاط. وعلى الرغم من الاعتماد الواسع على مقارنة التدفقات النقدية، إلا أنها كغيرها من مداخل التقييم لها مناصروها ومنتقدوها، وهذا بناء على الافتراضات النظرية التي تقوم عليها كمعدلات المخاطر والتكلفة وحتى في طرق الحساب.

1-مدخل إلى التدفقات النقدية:

تعتبر طرق هذا المدخل الأكثر استعمالاً والأكثر ديناميكية مقارنة بالطرق المرتكزة على الذمة المالية للمؤسسة، فهي تستند على أن قيمة المؤسسة يجب أن تعكس العوائد المستقبلية المتوقعة كما يجب أن تراعي جميع مراحل تطور المؤسسة، وهي بذلت تقوم على منهج متطلع إلى المستقبل إلا أنه من المهم معرفة جميع المؤشرات التي تتحكم في تحديد معدل الاستحداث أو الرسملة الذي تقوم عليه هذه الطرق وهذا لكي لا تظهر فروقات كبيرة في عملية التقييم، وعليه تضم هذه المقاربة على طرق مرتكزة على مقارنة الربح، وأخرى مرتكزة على مقارنة التدفق النقدي وهذا ما سيتم التطرق إليه.

2-الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي:

يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أنجلو سكسونياً، وذلك من خلال تسميته "Cash flow" التي توضح الفرق بين المخرجات من السيولة (التدفقات النقدية المدفوعة)، وبين المدخلات من السيولة (التدفقات النقدية الداخلة) من طرف المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي "Net Cash flow"، وقد استعمل كمرادف لهذا المفهوم باللغة الفرنسية، ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي "CAF*" الذي يساوي الربح الصافي مضافاً إليه مخصصات الإهلاك وتغيرات بعض المؤونات¹.

وتحسب القدرة على التمويل الذاتي بالعلاقة التالية²:

القدرة على التمويل الذاتي "CAF" = الربح الصافي + مخصصات الإهلاك والمؤونات (منقوصاً منها المسترجعة)

* CAF : Capacité d'autofinancement

¹Mauguire.H, l'Evaluation des entreprises non cotées, édition Bordas, Paris, 1990, P P 23-24.

² بكارى بلخير، مرجع سابق، ص 102.

مقاربة التدفق النقدي تركز في تقييمها مؤسسة معينة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن استثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزينة المتاحة، وهي أيضاً تشكل معطيات مهمة لجميع المستثمرين.

وضمن هذه المقاربة يمكننا أن نجد القيم الآتية:

3-1- التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي:

يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلاً من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح.

فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي "CAF" فيمكن استعماله على غرار نسبة السعر/ الربح PER في طرق مقارنة نظراً للانتقادات الموجهة إلى هذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلاً للقدرة الربحية، وتعطى العلاقة لحسابه كما يلي:¹

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CAft}{(1+i)^t}$$

حيث أن: CAft : القدرة على التمويل الذاتي للفترة (t).

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي التي تعطينا أيضاً القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسمة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

3-2- التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة:

¹ Choinel Alain, Op. Cit., P 136.

تعتمد طريقة التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة في تحديدها لقيمة المؤسسة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها، والتي تقوم باستحداثها بمعدل، آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار، مجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، وعموما نجد مدتها تتراوح بين 5 و 10 سنوات، بعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية).

ضمن هذه الطريقة نعتبر أن المؤسسة كيان من حيث القيمة لا ترتبط بربحها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح¹.

كما هو الحال بالنسبة لطريقة المردودية تقوم باستحداث متوسط تدفق الخزينة لثلاث أو خمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث يختلف عن ذلك المستعمل في طريقة المردودية، لأنّ المعدل يمكن أن يتغير من تركيبة إلى أخرى، لأنّ لا نستحدث نفس المركبات²، ففي الحقيقة هي مقارنة جوهرية لاعتمادها على حساب القيمة الحالية لتدفقات الخزينة المستقبلية المستحدثة بمعدل يمثل الاستحقاق الوسطي لمكافأة حاملي الأموال للمؤسسة بالأخذ في الحسبان لمخاطرها.

ويمكن تحديد قيمة المؤسسة وفق تدفقات الخزينة المستحدثة على النحو الآتي³:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+t)^i} + \frac{VR}{(1+t)^n}$$

حيث أن:

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 104.

² Brilmain J, Maire C, Op. Cit., 155..

(3) بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012، ص 24.

DCFi: التدفق النقدي المتاح بالنسبة لـ i

V: قيمة المؤسسة

n: عدد سنوات المأخوذ كأفاق للتقدير

t: معدل الاستحداث

VR: القيمة الباقية للمؤسسة

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقاً من النتيجة المحاسبية الصافية كما يلي¹:

التدفق النقدي المتاح = النتيجة العملياتية خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات + مخصصات الإهلاك- التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول - الاستثمارات

ويقوم بعض الخبراء بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركة القروض (زيادة وتسديد القروض)،

وعليه يصبح حساب المفهوم على النحو التالي²:

تدفقات الإيرادات = الربح الصافي المصحح بعد الإهلاك وقبل الضريبة + المصاريف المالية + الإهلاكات الاقتصادية + قيمة التنازل عن الاستثمارات + قروض إضافية ومتوسطة وطويلة الأجل
تدفقات المصاريف = الارتفاع في احتياج رأس المال العامل + تكلفة الاستثمارات السنوية + أقساط إهلاك

تطرح هذه الطريقة (تدفقات الخزينة المستحدثة) كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالاً في

تحديد عناصر حسابها في ظل عدم وجود إجمال وتوحيد لهذه العناصر، والمتمثلة في مفهوم التدفق

النقدي المتاح، الفترة المستحدثة، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة، مما يجعل

تطبيقها من طرف عدد من الخبراء ينتج اختلافاً في قيمة نفس المؤسسة في ظل عدم الإجمال في مكوناتها.

3-2-1- معدل الاستحداث:

(1) المرجع نفسه، ص 25.

(2) خالد فراح، مرجع سابق، ص 91.

كما قلنا سابقا فإن التدفقات النقدية يجب استحداثها بمعدل يعكس القدرة الشرائية ودرجة المخاطر التي صاحب هذه التدفقات، وغالبا ما يتم استخدام تكلفة رأس المال لوجود مؤشرات واضحة لحسابها، كما يدخل في تكوينه كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية، لذا تعرف تكلفة رأس المال على أنها الوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلف المصادر التمويلية وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$K = CMPC = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_{DN}} K_{CP} + \frac{V_{DN}}{V_{CP} + V_{DN}} K_{DN} (1 - T_i)$$

حيث أن:

V_{CP} : القيمة السوقية للأموال الخاصة

V_{DN} : القيمة السوقية للديون الصافية

K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة (معدل المردودية المستحق من طرف المساهمين)

K_{DN} : تكلفة صافي الديون

وحساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال يتطلب تحديد الهيكل المالي المستهدف للشركة، والذي يعتمد على القيمة الاقتصادية للديون والأموال الخاصة ويتحدد من خلال نسبتين:²

يمثل نسبة القيمة السوقية لحقوق المساهمين من إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة: $\frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_{DN}}$

يمثل نسبة الاستدانة الصافية من إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة. $\frac{V_{DN}}{V_{CP} + V_{DN}}$

¹ Jean Paul Couvreur, et autres, Finances d'entreprise, une approche globale pour les juristes, Edition Kluwer, Bruxelles, 2003, P 244.

² Jean Etienne Palard, Franck Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Librairie EYROLLES, 2013, Paris, P 291.

وتمثل تكلفة الديون معدل الفائدة الذي يمكن أن تستدين المؤسسة به في ذلك اليوم، أما تكلفة الأموال الخاصة فتمثل معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين بالنظر للأخطار التي تصاحب استثماراتهم، فمعدل العائد يتكون من عنصرين العائد على الاستثمار دون مخاطر وعلاوة المخاطر (العائد المتوقع = العائد على الاستثمار دون خطر + علاوة المخاطر)، ومنه فالعائد على الاستثمار دون مخاطر ثابت أما علاوة المخاطر تختلف باختلاف الخصائص المحددة لكل نشاط وتتكون علاوة المخاطر من عنصرين:

-مخاطر السوق، التي يواجهها جميع المتعاملين الذين يقومون باستثمارات في أصول خطرة؛

-المعامل بيتا الذي يقيس حساسية السهم لتقلبات السوق.

وحسب نموذج MEDAF لشارب ولينتز (Sharpe-Lintz)، الذي ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة

1960 وهو أول نموذج يصيغ العلاقة بين مردودية الأصل وخطره¹، ويهدف إلى قياس العائد المتوقع

للأصول المالية في ظل المخاطر المصاحبة يتحدد من خلاله العائد المتوقع²:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

حيث أن:

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع من طرف المستثمر

r_f : عائد الأصل دون خطر

β_i : معدل حساسية الأصل

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع للسوق

¹ Florin Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, Revue Française de Gestion, N° 157, Avril 2005, P 203.

² Jonathan Berk, Peter De Marzo, Finance d'entreprise, Edition Pearson, Paris, 2008, P 387.

وعليه العلاقة $[E(R_m) - r_f]$ تمثل علاوة خطر السوق، أما العلاقة $\beta_i [E(R_m) - r_f]$ فتمثل الخطر النظامي وستحدد معدل حساسية الأصل من خلال العلاقة التالية:

$$B_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

$$Cov(R_i, R_m) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{it} - R_i^*)(R_{mt} - R_m^*)$$

$$Var(R_m) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{mt} - R_m^*)^2$$

حيث أن:

R_{it} : مردودية السهم i بتاريخ t

R_i^* : متوسط مردودية السهم i بتاريخ t

R_{mt} : المردودية بتاريخ t

R_m^* : مردودية السوق المتوسطة في الفترة t

N المدة التي يتم فيها قياس المردودية

وإذا اعتبرنا فيها أن العائد المطلوب من طرف المستثمرين يتوافق مع تكلفة رأس المال فإن هذا يعني أنه يساوي تكلفة الفرصة البديلة التي يتحملها المستثمر عند القيام بالاستثمار في نشاط به مخاطرة، وعليه

تحدد تكلفة رأس المال وفق العلاقة التالية:

$$K_{CP} = r_f + \beta_{CP}(R_m - r_f)$$

وبالرغم من أن حساب تكلفة رأس المال يتميز بنوع من السهولة والوضوح نظريا، لوجود عدة مؤشرات لحسابه كسعر الفائدة ومعدل المردودية، إلا أن علاوة المخاطر تطرح إشكالا في إيجادها خصوصا بالنسبة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة أو تلك التي تنشط في أسواق غير مستقرة، مما يؤدي إلى وجود اختلافات كبيرة بين المقيمين عند تطبيق هذه المقاربة على نفس المؤسسة.¹

2-2-3- القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة:

إن عملية التقييم عن طريق الاستحداث لتدفقات النقدية المتاحة تعتبر ضرورية للقيام بتحديد قيمة نهائية أو متبقية للمؤسسة محصل عليها نهاية فترة التوقعات، ولأجل التوضيح تقدم بعض طرق التقييم للقيمة المتبقية ونقسمها إلى جزئين:²

- القيمة المتبقية للمؤسسة التي نريد إعادة شرائها وآثار تعاضدها التي نفقدها بالبعد الكبير (n)؛

- القيمة المتبقية للمؤسسة عن طريق الأصل الصافي المصحح بنهاية فترة التقدير، الذي نضيفه ويبقى عند السنة الأخيرة للتوقع، القيمة المستحدثة للفترة n لآثار التعاضد المستقبلية، وفي حالة التقييم الإجمالي تحسب هذه القيمة من خلال الصيغة التالية:³

$$VR = \frac{FCFF_n}{CMPC - g}; VR = \frac{FCFF_n}{R - g}$$

ويتم تطبيق هذه الصيغة على كامل السنوات التقديرية للمشروع، حيث أن:

VR: القيمة المتبقية (المتوقعة) للمؤسسة بداية من السنة الأخيرة في فترة التنبؤ

FCFF_n: آخر تدفق نقدي متاح للمؤسسة

¹ يوسف توفيق، مرجع سابق، ص 135.

² بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 116.

³ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 103.

R: معدل العائد المطلوب من طرف المساهم

g: معدل التدفق النقدي

CMPC: معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

وعادة ما يتم تجنب استخدام معدل نمو على المدى الطويل يفوق 1% أو 2% خلال السنة، أو معدل نمو للتدفقات النقدية إلا ما لا نهاية يفوق معدل النمو الاقتصادي كما يؤخذ بعين الاعتبار معدل التضخم.

إن مقارنة التدفقات هي مقارنة جد حساسة، وأيضًا عملية تطبيقها صعبة نظرًا للعناصر المكونة لها (إعداد التدفقات المستقبلية، تحديد تكلفة رأس المال، تحديد معدل الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية)، وبالتالي فإن نتيجة التقييم مرهونة بشكل مباشر باختيار تلك العناصر، والاختيار بدوره مشروط جدا بما هو منتظر من نتيجة التقييم كاستمرار نشاط المؤسسة، الدخول إلى البورصة وغيرها.

المحاضرة رقم 10: الطرق المرتكزة على مقارنة العوائد أو الأرباح

تقوم مقارنة العوائد على تحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من الأرباح بمعنى المردودية التي تحققها، لأن المشتري لا يهتمه التدفقات النقدية السابقة التي حققتها المؤسسة، بل التدفقات المستقبلية، وتنطلق هذه المقاربة من فرضية أن الأصول يجب أن تحقق منافع اقتصادية مستقبلية، فبقدر ما تحققه هذه الأصول مستقبلاً تتحدد قيمتها الحالية، وتضم هذه المقاربة ثلاثة طرق.

2-1-1- الطريقة القائمة على قيمة المردودية:

تعتبر المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة فهي تسمح بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

الوسائل المستخدمة

النتيجة

وتعتمد هذه الطريقة وتعتمد هذه الطريقة في تحديد قيمة المؤسسة على رسملة الربح المتوقع (استحداث متوسط الربح المتوقع) باستخدام معدل استحداث معين وتعتبر من بين الطرق الأكثر انتشاراً في وسط الخبراء وفق العلاقة التالية:²

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t}$$

حيث أن:

n: عدد السنوات

V: تمثل قيمة المؤسسة

a: معدل الاستحداث

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع

2-1-1- متوسط الربح:

¹ Hirigoyen, G., Encyclopédie de gestion et du management, sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, 2eme édition, Edition ECONOMICA, Paris, 1997, P 1024.

² Choinel Alain, Introduction à l'ingénierie financière, Edition la Revue Banque, Paris, 1991, PP 128-129.

ترتكز هذه الطريقة على عنصرين رئيسيين هما معرفة القدرة الربحية وتحديد معدل الرسملة، وغالبا ما تستعمل عندما لا تعرف المؤسسة مرحلة نمو كبيرة ولا تعرف استثماراتها تغيرات كبيرة وتكون تدفقاتها النقدية متقاربة، وقياس القدرة الربحية انطلاقا من النتيجة المصححة (الاقتصادية) يفيدنا في التنبؤ بالنتائج المستقبلية، ويمكن الوصول إلى قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:¹

الربح الصافي قبل الضريبة	=	الربح الصافي بعد الضريبة
± التصحيحات الضرورية	×	معدل الرسملة
= الربح الصافي قبل الضريبة	=	قيمة الرسملة
- الضريبة	+	فائض قيمة الأصول
= الربح الصافي بعد الضريبة	=	القيمة السوقية العادلة

حيث يمثل الربح الصافي قيمة مميزة تعكس مردودية المؤسسة عبر مراحل نشاطها وللوصول إلى تحديد هذه القيمة لابد من تصحيح بعض العناصر التي يمكن أن تساهم مباشرة في تحديد المردودية، ومن بين أهم هذه التصحيحات نذكر ما يلي:²

- استبعاد الديون المعدومة؛

- فائض أو نقص قيمة الأصول؛

- استبعاد التعويضات الزائدة للمسيرين؛

- اهتلاك بعض العناصر غير القابلة للتجديد؛

- حذف المخزون المتقادم؛

- النفقات والإيرادات الاستثنائية.

بمعنى أن قيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية لمتوسط لأرباح المستقبلية، ويتم تحديد متوسط الربح من

خلال المتوسط الحسابي للربح في الثلاثة أو الخمسة سنوات الأخيرة، ما يلي:

$$B = \frac{P_{(t-3)} + P_{(t-2)} + P_{(t-1)}}{3}$$

حيث أن: P (t-n): تمثل ربح السنة الماضية.

¹ Denis Karpicek, L'Evaluation d'entreprise en pratique-Guide pratique pour les dirigeants de PME, Bibliothèque et archive national du Canada, Québec, 2010, P 33.

² رفيق يوسف، دور النظام المحاسبي المالي في تفعيل طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة مؤسسة NCA-Rouiba، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة الدكتور يحي فارس المدينة، 2016، ص 126.

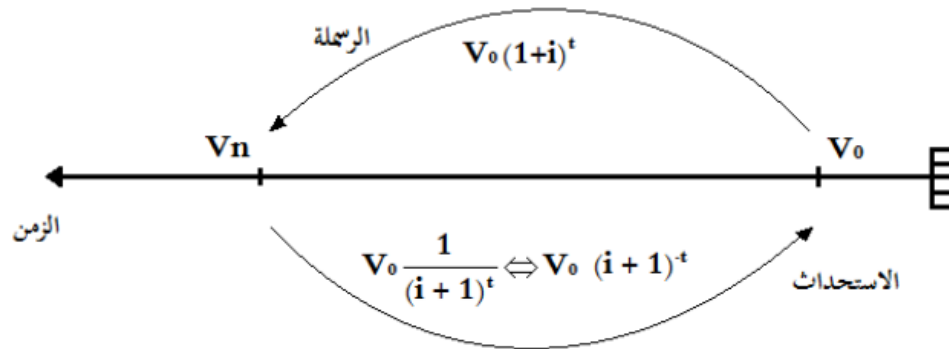
غير أنه ما يلاحظ على هذه الطريقة أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كون أنها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، حيث أن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية مثلا هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلا وليس ما حققته في الماضي، كما أن الربح الناتج عن التوقعات هو ذلك الربح الذي يمثل مردودية الأموال المستثمرة، ومع ذلك فإنه يطرح مشكل صحة التوقعات ولهذا يتم استخدام متوسط الأرباح الماضية (الربح الصافي المصحح)
2-1-2- معدل الاستحداث:

حيث يعتبر معدل الاستحداث من العناصر الأساسية في تحديد قيمة المؤسسة، فمعدل أقصى يؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة، أما المعدل الأدنى يؤدي إلى تعظيم قيمتها، وت= يتم تحديد قيمة هذا المعدل على مرحلتين¹:

المرحلة الأولى: تحديد معدل الأساس الذي يمثل معدل العائد المنتظر من قبل المستثمر بالاعتماد على عدة أسس مرجعية منها معدل الفائدة السائد، معدل إصدار السندات، المعدل المتوسط للسوق المالي، تكلفة رأس المال وغيرها، مع الأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم.

المرحلة الثانية: وهي تحديد علاوة المخاطر، لأنها تمثل الفرق بين المردودية المنتظرة من طرف المساهمين ومعدل رأس المال دون مخاطرة.

وتحديد معدل الرسملة يتطلب أولا تحديد معدل الاستحداث، فالرسملة والاستحداث وجهان متعاكسان لعملة واحدة، والشكل الموالي يبين ظاهرة الاستحداث والرسملة.
الشكل رقم (03): الاستحداث والرسملة



Source : Jean-Claude Coille, Application et cas de gestion financière, la politique financière, Maxima, Paris, 2006, P 15.

حيث أن:

¹ المرجع نفسه، ص 127، 128.

V_n : القيمة المستقبلية

V_0 : القيمة الحالية

t : عدد السنوات

i : معدل الاستحداث

بالنسبة للرسملة نستعمل نفس الصيغة الرياضية المتعلقة بالاستحداث لكن بمعنى معاكس، فمعامل الاستحداث يساوي:

$$I = \frac{1}{(1 + i)^n}$$

ويكون دوماً أقل من الواحد لكنه موجب، ومعامل الرسملة يساوي $(1 + i)^n$.

وعلى على العموم يتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعاً لاختيار الربح المأخوذ في الحساب فإذا تم الاعتماد على أرباح سنوات ماضية فإن المعدل يساوي معدل الفائدة لرؤوس الأموال طويلة الأجل، أما إذا تم الاعتماد على الربح المتوقع فيجب إضافة علاوة المخاطر إلى معدل الأساس لتلافي تأثيرات عدم التأكد وقد اجتهد (Brilman, J & Maire, C) لاقتراح أربعة تصنيفات لعلاوة المخاطر كما يلي:¹

حالة أعمال مستقرة: تكون المخاطر ضعيفة بمعدل 25%، وتكون المخاطر متوسطة بمعدل 50%.

حالة أعمال متطورة: تكون نسبة المخاطر بحوالي 100%.

حالة أعمال متقلبة: تكون نسبة المخاطر بحوالي 150%.

حالة أعمال تواجه صعوبات: تكون المخاطر نسبة 200%.

2-1-3-مدة الاستحداث:

إن مدة الاستحداث (التوقعات) هي قصيرة جداً مقارنة مع مدة حياة المؤسسة، وتكون ما بين ثلاث وخمس سنوات؛ حيث أن اختيار فترة قصيرة جداً يكون نتيجة أن فترة التوقعات لمدة طويلة تؤدي إلى عدم

¹ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 93.

التأكد، حيث أن الفترة القصيرة ملائمة للمؤسسات ذات النمو القوي والتطور التكنولوجي السريع، وهو الأمر الذي يجعل من الاستثمارات تقنيا قديمة ومتجاوزة مع أن مدتها الاقتصادية لم تنتهي بعد.¹

كما أن اختيار هذه المدة القصيرة ينتج من خلال دراسة العوامل الحساسة التي تؤثر على ثبات النتائج على مستوى مقدر بالنسبة للمستقبل، ومن بين هذه العوامل:²

-عوامل ذات أساس موضوعي: وجود احتكار، براءات اختراع، دراسات، بحوث حول أهمية الزبائن وهو ما يبرر الاختيار لفترة أكثر طولاً؛

-عوامل ذات أساس ذاتي: شخصية المسيرين، قيمة إطارات المؤسسة، علاقات العمل، حيث أن تأثيرها قصير الأجل.

حيث تكون هذه المدة من واحد إلى ثلاث سنوات، وعلى العموم خمس سنوات كحد أقصى في حالة تفوق العوامل الذاتية؛ وتكون من خمسة إلى ثمانية سنوات في حالة تفوق العوامل الذاتية.

وللإشارة فإن تخفيض مدة الاستحداث تؤدي إلى مخطر خسارة رأس المال ومن ثم انخفاض علاوة المخطر، فالمعدل والفترة متضامنين في هذا الجانب.³

وعلى الرغم من أن هذه الطريقة تعطي قيمة كلية للمؤسسة إلا أنه وجهت إليها عدة انتقادات من بينها:⁴

-التقدير المستقبلي للربح صعب للغاية، وأي خطأ في التقدير سيكون له انعكاس واضح على قيمة المؤسسة؛

-ينبغي تطبيقاً ضمان البقاء الكلي للربح، فديمومة الربح التي تعتمد عليها هذه الطريقة صعبة في التقدير.

2-2-التقييم باستخدام طريقة نسبة السهم إلى الربح:

تسمى هذه الطريقة أيضاً بطريقة المضاعف البورصي (Price Earnings Ratio) وتمثل عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم، ويمثل المضاعف

¹ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 93.

² Mauguere Henri, Op. Cit., P 96.

³ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 94.

⁴ Bravard Jacques, L'Evaluation des entreprises, Edition Dunod, Paris, 1974, P 66.

مقلوب معدل المردودية وبالتالي فإن انخفاضه يعتبر أفضل مؤشر للشراء وارتفاعه يعد أفضل مؤشر للبيع في أغلب الأحيان. وتعطى صيغة مؤشر PER وفق العلاقة التالية:

$$V = \frac{P}{E} \times B \rightarrow V = PER \times B$$

حيث أن: V: تمثل قيمة المؤسسة

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

B: يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة

ما يلاحظ على هذا المضاعف أنه يمثل نسبة بين مكونين، لا بد من تحديدهما، وفي هذا الإطار نجد الكثير من الاقتراحات المقدمة من طرف الممارسين، والتي لا تخرج في مجملها عما يلي:¹

-السعر: يتم استسقاء السعر من البورصة، وبالتالي فهو متغير داخلي يخضع لآلية العرض والطلب داخل السوق، وتعدد أسعار الأسهم المسجلة في البورصة يطرح مشكل تحديد السعر الواجب تطبيقه، حيث يمكن الاحتكام إلى أحدث سعر، كما سيمكن استخدام السعر في 31 ديسمبر للسنة الماضية أو السعر المتوسط لفترة معينة (سنة، سداسي، ثلاثي أو شهر).

-الربح: على عكس السعر يتم استسقاء الربح من مصادر خارج السوق، ويتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية ويلاقي هو الآخر اختلافًا بين الممارسين نظرًا لتعدد مفاهيمه والأزمة المختلفة التي ينشأ فيها (ماضي، حالي أو مستقبلي) مما سيؤدي إلى اختلاف قيمة المضاعف، لهذا نجد أن البعض يوصي باستخدام الربح للسهم والذي يمثل الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية دون أن يكون ذلك إلزاميًا.

-تستعمل هذه الطريقة لمعرفة قيمة المؤسسات المسعرة وغير المسعرة، وذلك بتطبيق نسبة "P/E" لمؤسسة مسعرة في تقييم مؤسسة أخرى مشابهة لها، وتعمل في نفس القطاع، وتستعمل في تقييم المؤسسات غير المسعرة بالأخص، غير أنه ينصح بأخذ الحيطة والحذر في استعمالها كون أن معطيات النسبة لا تخصها مباشرة، وذلك بإلغاء العوامل التي تحول دون مماثلتها لواقع المؤسسة المراد تقييمها،

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص، ص 128، 129.

كما أنه غالبًا ما يتم القيام بتخفيض تصل نسبته إلى 30% وأحيانًا تصل إلى 50% وذلك للجمود الكبير الذي يعرف رأس المال المستثمر في المؤسسات غير المسعرة¹.

- تكون نسبة "P/E" متاحة بشكل سهل، بما أن مرجعها السوق المالية، إلا أن هناك بعض الاحتياطات عن الاستعمال يجب أن تأخذ بعين الاعتبار²:

- تطورات سعر الفائدة: التي تعتبر عامل رئيسي يوضّح بشكل جيّد تغيرات نسبة "P/E" المتوسطة للسوق المالية؛

- صعوبة إيجاد مؤسسات مسعرة؛ مماثلة للمؤسسات المراد تقييمها، كون حجم الأولى أوسع من حجم المؤسسات غير المسعرة؛

- الخسائر: يكون للمؤسسات المحققة للخسائر نسبة "P/E" سلبية، كما يمكن أن يكون للمؤسسات الموجودة في فترة إعادة تقويم نسبة "P/E" مرتفعة بشكل مؤقت فكلتا الحالتين لا تعطي أي دلالة؛

إنّ تطبيق هذه الطريقة يحتاج إلى توفر بورصة قيم تتميز بالاتساع، وتتمتع بمستوى مقبول من الكفاءة يمكن معها الحصول على نسبة "P/E" ذات دلالة ومعبرة عن الواقع للسوق أو لقطاع معين أو لمؤسسة تفيد كمؤشر يستعمل في عملية التقييم المرتكزة على المقارنة سواء للمؤسسات المسعرة وغير المسعرة منها، وذلك ما يفسر استعمال معامل "P/E" في مجال تقييم واتخاذ القرار في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

2-3-التقييم عن طريق قسائم الأرباح:

تنطلق هذه الطريقة من مبدأ أن قيمة المؤسسة تحددها قدرتها على خلق الأرباح، فعند حيازة مؤسسة لا يقوم المشتري بشراء التدفقات الحالية بل يخمه التدفقات المستقبلية المتوقعة، فقيمة المؤسسة تتحدد

¹ Choinel Alain, op.cit., P 58.

² Ibid, P132.

من خلال القيمة الحالية للأرباح المتوقع توزيعها مستقبلاً، وسندرج ضمن هذا التقييم كل من طريقة الأساس، نموذج الأساس لقسمة ربح ثابتة، تركيبة Fisher، نموذج قسمة ربح مستحدثة بمعدل نمو وحيد، نموذج قسمة ربح مستحدثة بمعدل نمو متعدد، نموذج Bates، ونموذج Holt.

2-3-1- طريقة الأساس:

تعتبر هذه الطريقة موجهة أساساً لتقييم الأسهم في البورصة، فهي تعتبر بأن قيم سهم تساوي إلى القيمة المستحدثة لقسائم أرباح (Dividendes) ستحقق في المستقبل، وتحدد قيمة السهم وفق العلاقة التالية:¹

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث أن: V: تمثل قيمة السهم

D_t : قسمة الربح عن طريق السهم للسنة (t)

K: معدل استحداث يعكس المردودية المفروضة من طرف المساهم

2-3-2- نموذج الأساس لقسمة ربح ثابتة:

إذا افترضنا بأن قسمة ربح (D) هي ثابتة إلى ما لا نهاية، نحصل على المعادلة التالية:²

$$V = D \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+k)^t}$$

وعليه تكون قيمة السهم المحققة بقسمة ربح ثابتة تساوي مقلوب المردودية المفروضة مضروبة في قسمة ربح (Dividende).

2-3-3- نموذج فيشر (Fisher):

يقوم هذا النموذج على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد وفقاً لقسائم الأرباح (العوائد) التي ستدفع كل سنة، وعليه يقوم المقيم بتعيين القدرة على توزيع الأرباح باستمرار، إذا فقيمة السهم تساوي القيمة

¹ Kienast Philippe, L'Evaluation des entreprises, L'Encyclopédie du management, Tome 1, Edition VUIBERT, Paris, P 739.

² Ibid, PP 739-740.

الحالية للتدفقات المستقبلية لقسائم الأرباح المستحقة، كما يمكن أن يأخذ بعين الاعتبار سعر إعادة بيع السهم في نهاية الفترة ويكتب وفق العلاقة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

حيث أن: P: هي قيمة السهم

D_t : تمثل قسيمة الربح للسنة t

i: معدل التحيين

N: المدة المتوقعة لاستحداث قسائم الأرباح

وما يؤخذ على هذه الطريقة في التقييم هو صعوبة تحديد الأرباح المستقبلية ومعدل التحيين وكذلك سعر البيع في نهاية الفترة بصورة دقيقة، مما يجعلها قليلة الاستخدام بالرغم من بساطتها.

2-3-4- نموذج قسيمة ربح مستحدثة بمعدل نمو ووحيد:

من أجل تخطي صعوبات نموذج Fisher قام كل من Gordon & Shapiro سنة 1956 باستحداث قسائم الأرباح بمعدل نمو ووحيد، ووفق هذا النموذج يكون سعر السهم يساوي مجموع التدفقات النقدية المستقبلية لقسائم الأرباح المستحدثة بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين. حيث انطلق هذا النموذج من النموذج السابق (Fisher) الذي يعتبر الربح الموزع مؤشرا هاما للحكم على مقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، كما يعتبر عاملا رئيسيا لتحديد قيمتها، وهذا من خلال العلاقة السابقة لنموذج (Fisher)، غير أن Gordon & Shapiro أضافا بعض الفرضيات لتطويره وهي:¹

-النمو المستقر لقسائم الأرباح السنوية (بافتراض النمو الدائم للأرباح)؛

-ثبات معدل توزيع الأرباح؛

-المدة غير المنتهية.

¹ Kuenast Philippe, Op. Cit., P 740.

وانطلاقاً من فرضية نمو الأرباح يمكن صياغة العلاقة السابقة على النحو التالي:¹

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t(1+g)^t}{(1+i)^t}$$

حيث أن g : تمثل معدل نمو قسائم الأرباح والذي يمكن تحديده من خلال العلاقة التالية:

$$g = (1 - d) \times i$$

حيث تمثل d معدل توزيع قسائم الأرباح.

وعليه مما سبق يمكن ربط علاقة القيمة الحالية للسهم P_0 ، قسيمة الربح D ومعدل النمو g ، ويمكن صياغتها وفق العلاقة التالية:²

$$P = \frac{D}{K - g}$$

حيث أن: D قسيمة ربح السنة المختارة والتي عادة ما تكون السنة الماضية

k معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين

g ويمثل معدل نمو الأرباح

رغم أن هذه الطريقة تعتبر معروفة جداً إلا أنها نادراً ما تطبق من قبل المهنيين بسبب فرضياتها المفرطة في التبسيط، فلكي تكون قابلة للتطبيق من المفروض أن يكون معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين أكبر من معدل الأرباح ($K > g$) وهذا لا يحدث بالضرورة في الواقع، كما أن البنية الاقتصادية سريعة التغير لذا فأرباح السهم الواحد تختلف بانتظام ومعدل نمو أو تطور الأرباح نادراً ما يكون ثابتاً.³

2-3-5- نموذج (Bates):

¹ Brilman, J, Maire, C, Op. Cit., P 81.

² Hoarau Christian, Analyse et évaluation financières des entreprises et des groupes, Vuibert, Paris, 2008, P 354.

³ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 130.

يقوم هذا النموذج على تقسيم مراح نمو المؤسسة إلى فترة واحدة أو عدة فترات متلاحقة تتميز بمعدل نمو ثابت (مستقر) مع إمكانية تقدير سعر إعادة بيع السهم (القيمة الباقية)، وتحدد قيمة المؤسسة انطلاقاً من العلاقة التالية:¹

$$V_E = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

علمنا أن: $D_2 = D_1(1+g)$

حيث أن: g معدل نمو قسائم الأرباح

V_n : سعر إعادة بيع السهم (القيمة المتبقية)

n : مدة الاحتفاظ بالسهم

i : معدل التجهين (الاستحداث)

كما تختلف هذه الطريقة عن باقي الطرق المرتكزة على قسائم الأرباح في أن قسائم الأرباح والأرباح ينموان بمعدل ثابت كما أن معدل التوزيع ثابت، وتفترض أن المؤسسة ستنتهي من مرحلة النمو الاستثنائي في السنة n وعليه تتحدد القيمة الباقية للسهم من خلال المضاعف البورصوي PER (السعر البورصوي/ ربحية السهم)، من خلال العلاقة التالية:²

$$PER_n = PER_0 A - dB$$

حيث أن: d : يمثل نسبة التوزيع (قسمة الربح/ الربح) ويفترض أن يكون ثابت؛

g معدل نمو ثابت للربح؛

i معدل الاستحداث.

¹ Hoarau Christian, Op. Cit., P 355.

² Jean Etienne Palard, Franck Imbert, Op. Cit., P 266.

وعلمنا أن:

$$B = \left(\frac{1 + g}{g - i} \right) (1 - A)$$

$$A = \left(\frac{1 + i}{1 + g} \right)^n$$

حيث قدم Bates جداول تسمح بتحديد واحد من ستة متغيرات لنموذج تقييم ومن ثم نعرف الخمسة الأخرى، وهذه المتغيرات الستة هي:¹

-معدل المردودية المفروض من طرف المساهم؛

-مدة فترة النمو؛

-معدل نمو الربح خلال هذه الفترة؛

-معدل توزيع قسائم الأرباح؛

- (PER) السهم في نهاية فترة النمو؛

- (PER) الحالي للسهم.

حيث يتم استخدام هذا النموذج بشكل كبير في حالة دخول المؤسسة إلى البورصة وهذا من أجل القيام بتوقعات حول المتغيرات الخمسة الأولى، حتى نقدر المتغير السادس، ومن ثم معرفة إذا كان (PER) معقولا للدخول إلى البورصة وهذا بالأخذ بعين الاعتبار توقعات النمو والمردودية المفروضة من طرف المساهمين.

2-3-6- نموذج (Holt):

ظهر هذا النموذج سنة 1962 إلا أنه لم يطبق على المؤسسات النامية التي لها مضاعف بورصي PER عالي، ومع ذلك لا يمكن لهذا المضاعف أن يبقى مرتفعا دائما، حيث تم إيجاد مستوى عادي بقيمة PER والتي تتحدد انطلاقا من العلاقة التالية:

$$C_0 = \sum_{t=1}^{RD} \frac{NSP}{(1 + i)^t}$$

¹ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 100.

حيث أن: C_0 : معدل الصرف الحالي للسهم

RD: مدة استرداد الأموال المستثمرة

NSP: صافي ربح السهم

i: معدل الفائدة دون مخاطرة

حيث يسمح هذا النموذج بتقدير PER المؤسسة التي تنمو هل هو مرتفع جدا مقارنة مع PER للسوق وهذا بالأخذ بعين الاعتبار لتوقعات النمو هذه.

وعلى الرغم من بساطة هذه النماذج إلا أنها تأخذ بعين الاعتبار جانبا كبيرا تغيب فيه الواقعية بالنسبة لفرضياتها، فكل هذه الطرق تشترط ثبات معدل نمو قسيمة الربح لفترة محددة، حيث أن تحقيق هذا الشرط يستدعي أن تمويل المؤسسة ذاتيا؛ وأيضا يجب أن يبقى المعدل المتوسط للمردودية للاستثمار ثابتا ويتبع نموا هندسيا، حيث أن كل هذه الافتراضات تبقى نادرة التحقق حتى في المدى القصير وعليه تبقى مثل هذه النماذج بيداغوجية خالصة وليست واقعية إلى حد كبير.¹

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص 132.

خاتمة

يعتمد هذا المدخل في تقديره لقيمة المؤسسة على منظور استمرارية المؤسسة محل التقييم في تشغيل أصولها مع توقع تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية على مدار عمرها الافتراضي، بمعنى أن المدخل يعتمد أساساً على فكرة أن تحديد قيمة المؤسسة لا يختصر فقط على تراكم العناصر الماضية بل يتعدى ذلك إلى توقع تحقيق أرباح وتدفقات في المستقبل، وعليه فإن مدخل التدفقات النقدية يحاول تحديد المبلغ الذي يدفعه المشتري لشراء المؤسسة اليوم والمبلغ الذي يقبله البائع في المقابل لبيع هذه المؤسسة حيث سيكون المبلغ/ السعر واحد ويحدد بقوة المركز التفاوضي لكل من البائع والمشتري، وذلك على أساس أن القيمة المقدرة التي يفترض أن تكون قيمة عادلة للمؤسسة، حيث تتمثل حسب مدخل التدفقات النقدية في القيمة الحالية لكل ما يمكن تحقيقه من تدفقات نقدية مستقبلاً.

حيث توجد العديد من الصعوبات التي تواجه من يطبق هذا المدخل رغم أهميته في تقييم المؤسسة من خلال التدفقات المتوقعة، من خلال النظرة إلى المستقبل بناء على النتائج المحققة، غير أن التدفق النقدي ومعدل الخصم يعتبران عنصران يمكن التحكم بهما نسبياً حسب جودة التقدير من خلال تخديد طبيعة التدفق للمساهم أو المؤسسة، وعليه تبقى الصعوبة الأساسية كامنة في كيفية تقدير القيمة النهائية للمؤسسة ووفق أي أفق استثماري، حيث أن بناء قيمة نهائية ثم تحيينها من خلال التدفق النقدي الأخير في مخطط الأعمال أو أي تدفق آخر، ثم افتراض نمو ذلك التدفق بمعدل ثابت هي كلها فرضيات قابلة للنقد.

تمارين ومسائل تدريبية حول التقييم وفق مقارنة العائد والتدفقات

التمرين رقم (01):

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال إستشارة بما أنه بصدد التفاوض حول حيازة مؤسسة اقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بولاية سيدي بلعباس)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، وكانت الخبير بيانات قوائمها المالية كما يلي:

1- الميزانية في 2019/12/31

أولاً: الأصول:

الأصول	الإجمالي في 2019	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2019	الصافي في 2018
الأصول غير الجارية				
أراضي	4000000	-	4000000	4000000
مباني	8000000	2400000	5600000	5800000
منشآت تقنية - معدات صناعية-	2000000	1400000	600000	800000
الحسابات الدائنة المرتبطة بالمساهمات	1000000	-	1000000	1000000
مجموع الأصول غير الجارية	15000000	3800000	11200000	11600000
الأصول الجارية				
بضاعة	400000	-	400000	450000
الزبائن	500000	-	500000	400000
بنوك حسابات جارية	720000	-	720000	400000
مجموع الأصول الجارية	1620000	0000000	1620000	1250000
مجموع الأصول	16620000	3800000	12820000	12850000

ثانياً: الخصوم:

الخصوم	الصافي في 2018	الصافي في 2019
الأموال الخاصة	8900000	8900000
رأس المال جماعي	880000	880000
الاحتياطيات	2740000	2720000
نتيجة السنة المالية	12520000	12500000
مجموع الأموال الخاصة	12520000	12500000
الخصوم غير الجارية		
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	150000	175000
مجموع الخصوم غير الجارية	150000	175000
الخصوم الجارية		

175000	150000	موردو المخزونات والخدمات
175000	150000	مجموع الخصوم الجارية
12850000	12820000	مجموع الخصوم

ومن جدول حسابات النتائج لسنة 2019 تم استخراج ما يلي:

مصارييف الاستئجار: 400000 دج، المصارييف المالية: 300000 دج، إيرادات استثنائية = 200000 دج، المصارييف الاستثنائية = 300000 دج.

2- إليك المعطيات التالية المستخرجة من وثائق المؤسسة والمصالح المختصة:

- الأراضي: مساحتها الإجمالية 3000 م²، وهي عل صنفين أراضي مبنية بمعدل 70% والباقي غير مبنية، ووفقاً للسوق العقارية يبلغ سعر المتر الواحد 1000 دج.

- المباني: عبارة عن ورشات ومخازن فقط، وتقدر تكلفة بناء المتر الواحد حسب المكاتب العقارية بـ: 1200 دج، ومعامل الامتلاك (4.00).

- المعدات الصناعية: تشهد انخفاض في أسعارها بمعدل 10% بسبب ظهور آلات وعتاد متطور من الناحية التكنولوجية.

- سندات المساهمة: هناك أسهم فندق نسيم سعر السهم الواحد بلغ 1500 دج، وأسهم فندق الأمل عددها 250 سهم، سعر شراء السهم الواحد بلغ 1000 دج، بلغت قيمتها الحالية 1200 دج، 900 دج للسهم الواحد على التوالي.

- بضاعة: محل عقد بيع بسعر إجمالي قدره 1000000 دج، وتقدر مصارييف التوزيع بـ: 50000 دج.

- الزبائن: التوقعات تشير إلى عدم قدرة الزبون " عبد الرزاق " على سداد ديونها تجاه المؤسسة، والمقدرة بـ: 200000 دج، وعدم قدرة الزبون "كمال" على سداد ديونه أيضاً المقدرة بـ: 60000 دج .

- عملية المقاربة البنكية: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائده لصالح البنك بـ: 300000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 50000 دج لم تسجل أيضاً.

المطلوب:

احسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل الصافي المصحح "ANCC"؟

أحسب القدرة الربحية "B"، والربح المصحح "CB"؟

أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة علماً أن معدل الفائدة السائد في القطاع هو 10%، والقيمة الجوهرية الإجمالية " VSB=2000000 دج "

أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة المباشرة علماً أن معدل الاستحداث بخطر " t =40% "؟

أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور التدفقات النقدية بطريقة التمويل الذاتي "CAF" علماً أن القدرة المحصلة هي لفترة سنة واحدة؟

المحاضرة رقم (11): التقييم وفق طريقة المقارنة (مقاربة المضاعفات)

تنطلق مقارنة التقييم عن طريق المقارنة من فكرة أن قيمة المؤسسة يمكن تحديدها بالرجوع إلى مؤسسات مرجعية قابلة للمقارنة، قيمتها معلومة إما بسبب تداول أسهمها في البورصة أو أنه تم التنازل عنها أو اندماجها مؤخرا ويمكن اختيار تلك المؤسسات المرجعية من خلال تماثلها من حيث طبيعة النشاط والحجم، كأن تكون ناشطة في نفس القطاع وأن تكون أحجامها متشابهة نسبيا، وأن يكون مستوى تطورها أو نموها متقاربا.

تعتبر مقارنة السوق المقارنة الأكثر استعمالا من قبل المقيمين وخاصة المختصين في تقييم العقارات السكنية، لوجود العديد من المؤسسات المرجعية القابلة للمقارنة والتي يمكن الاختيار والمفاضلة بينها، كما أنها تعتبر مقارنة ذات نظرة مستقبلية عكس ما يراه البعض لأن قيمة المؤسسة لا تدل على أدائها في العام الماضي أو الذي قبله إنما تدل على إمكانياتها المستقبلية.

حيث أن قيمة المؤسسة غير المدرجة في السوق المالي تكون كقيمة المؤسسات المشابهة لها المدرجة في السوق المالي، حيث يتم اختيار عينة المؤسسات المشابهة للمؤسسة محل التقييم وتحديد معايير التشابه، ثم حساب المضاعف المناسب باستخدام القيم المحاسبية للأرصدة الوسيطة أو التدفقات النقدية لمؤسسات العينة مع القيمة السوقية لها أو لأموالها الخاصة كونها مدرجة في السوق المالي وهي محل تسعير دائم. هذه الطريقة مستخدمة أكثر بالنسبة للمؤسسات التجارية والمؤسسات المالية ومؤسسات الخدمات، لأن المقارنة نسبيا تكون أسهل مقارنة مع الإنتاجية.

1- الشكل المبسط للتقييم وفق طرق المقارنة:

وفق هذه الطرق تقييم المؤسسة بناء على أسعار تداول أسهم مؤسسات متخصصة في مجالات مماثلة تعمل في نفس القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة التي يجري تقييمها، وتتطلب هذه الطرق تحديد المضاعف المناسب والذي يتم حسابه وفق مؤشرات السوق للمؤسسات المماثلة ومقارنتها بالمؤشرات المالية للمؤسسة، انطلاقا من فرضية الكفاءة وأن المؤشرات ممثلة لقيمة المؤسسة محل التقييم، وتنطلق هذه الطريقة في التقييم من أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال القيمة السوقية لحقوق المساهمين¹:

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 153.

$$CB = VM \times N$$

$$VE = CB + D$$

حيث أن: CB: القيمة السوقية لحقوق المساهمين وتساوي MV: القيمة السوقية للسهم مضروبة في عدد الأسهم N

D: هي الديون المالية الصافية

VE: هي قيمة المؤسسة

وتعتبر عملية حساب مضاعفات التقييم عملية بسيطة نسبياً، فهي علاقة ذات طرفين يأخذ أحدهما السعر الذي يكون القيمة السوقية لحقوق المساهمين أو لرأس المال المستثمر بتاريخ التقييم، أما الطرف الثاني فيمثل المؤشر المستخدم والذي يتم استخراجها من القوائم المالية، وكقاعدة عامة: المضاعف = السعر / المؤشر، كما يمكن التعبير على المضاعف من خلال العلاقة التالية:

$$M = \frac{VE}{I}$$

حيث أن: M: يمثل المضاعف

VE: يمثل قيمة المؤسسة موضوع التقييم

I: المؤشر المستعمل

وعليه يمكن تحديد قيمة المؤسسة من خلال العلاقة الأساسية التالية:¹

$$VE = \left[\left(\frac{M}{I} \right) \times I \right] - D$$

حيث أن: I: المؤشر المستعمل

D: الدين الصافي محل التقييم

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص 139.

مع ملاحظة ضرورة تجاهل مضاعفات التقييم السالبة التي تنشأ عادة من الخسائر، والتي لا يمكن اعتمادها للتقييم، ولإيجاد القيم المطلوبة للمؤسسة x محل التقييم نقوم بمساواة قيم المضاعف بين المؤسسة والعينة y .

2-مراحل التقييم وفقا لطريقة المضاعفات:

هناك ستة مراحل أساسية في عملية التقييم، تبدأ باختيار العينة المناسبة وبما تكون هذه المرحلة الأصعب التي لا تحتمل الخطأ، لأن كل نتائج التقييم مبنية عليها، ثم اختيار المؤشرات أو المضاعفات المستهدفة المناسبة مع نوع المؤسسة وطبيعة نشاطها من ناحية، ومع هدف التقييم ونقل الملكية من ناحية أخرى.

وبعد إتمام هاتين المهمتين الوسيطيتين يكون المقيم أمام مجموعة من المراحل التقنية المرتبطة بالحساب، التعديل، والتطبيق.

2-1-مرحلة اختيار طريقة المقارنة:

تتم المقارنة وفق طريقتين حيث يمكن تقييم المؤسسة بمقارنتها مع عينة من المؤسسات المدرجة في البورصة، كما يمكن مقارنتها مع صفقات مرجعية حدثت مؤخرا، فتكون قيم المقارنة هي أسعار مدفوعة عن مؤسسات دخلت في صفقات اندماج أو شراء¹.

جدول رقم (07): طرق المقارنة وفقا لمقاربة المضاعفات

المقارنة مع مؤسسات مدرجة في البورصة	المقارنة بالاعتماد على الصفقات المرجعية
-تطبيق مضاعفات تأخذ بعين الاعتبار الرسملة البورصية لمؤسسات العينة.	-تطبيق مضاعفات تأخذ بعين الاعتبار قيمة التنازل عن مؤسسات مرجعية.
-استخدام معطيات حسابات النتائج للمؤسسة محل التقييم.	-الاعتماد على الصفقات التي حدثت مؤخرا.
-الاعتماد على التقارير المنشورة لمؤسسات العينة.	-تسمى مضاعفات التحويل
	-مراعاة الزمن (وحدة الزمن).

Source : Thauvron, A, Evaluation d'entreprise, Edition Economica, 4ème édition, Paris , P 176.

¹ Dossagne, S, Valorisation et session d'entreprise : de l'intention à la finalisation de la valeur au prix, Edition EdiProd, 2eme édition, 2003, P 239.

حيث من الناحية العملية فإن اختيار عينة المؤسسات المدرجة في البورصة سيكون أفضل من العينة المختارة على أساس الصفقات المرجعية، لأن تطبيق هذه الأخيرة بفعالية يستوجب الحصول على معلومات شاملة ووافية عن المؤسسات المختارة وحقيقة الصفقات المبرمة التي عادة لا يتم الكشف عن قيمتها علنا، لذلك فإن الاعتماد على المؤسسات المدرجة يسمح بإعطاء العينة قيمة H أكثر موثوقية وبيانات مالية كافية.¹

2-2-مرحلة اختيار مؤشرات القيمة المستخدمة:

عند اختيار مؤشرات القيمة المستخدمة في عملية التقييم يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل أهمها:

-التأكد من وجود تناسق بين الهدف من عملية التقييم ومؤشر القيمة المختارة.

-التجانس بين المضاعف المختار وقطاع نشاط المؤسسة.

-التجانس في المعايير المحاسبية المستخدمة (في بعض الأحيان العينة تنتمي لبلدان أخرى).

2-3-مرحلة اختيار وتشكيل عينة المؤسسات:

تعد هذه المرحلة من أصعب المراحل على اعتبار أن اختيار العينة لا يكون بصورة عشوائية، وإنما يجب أن يتم وفقا لمجموعة من الشروط الواجب توفرها حتى تكون العينة متجانسة وتقود إلى نتائج تقييم أفضل، ومن بين هذه الشروط الانتماء لنفس القطاع؛ طبيعة الإنتاج والخدمات؛ حجم المؤسسة ودرجة نضج المشروع؛ طبيعة المخاطر؛ المردودية. حيث أن تجانس هذه العناصر يجب أن يأخذ بعين الاعتبار العينة المختارة إذا كانت تنتمي إلى نفس القطاع فنحن بصدد تشكيل عينة القطاع، أما إذا كانت عينة من دول مختلفة فنكون بصدد تشكيل عينة دولية، وعليه تكون الصعوبة في تشكيل مجموعة المؤسسات المكونة لهذه العينة.²

2-4-مرحلة تعديل المضاعفات:

تتم عملية تعديل المضاعفات حسب طريقتين تركز الأولى على تطبيق تعديل ذاتي فإذا كانت إحدى مؤسسات العينة لها مضاعف بعيد عن مؤسسات العينة الأخرى يجب تحديد السبب الرئيسي لهذا

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 158.

² نفس المرجع، ص، ص 160، 161.

الاختلاف فقد يعود إلى سبب خارجي هو تقييم السوق للمؤسسة بأكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية، أو أن السبب داخلي يخص عنصر من عناصر المؤسسة يختلف عن باقي المؤسسات.¹

أما الطريقة الثانية فتعتمد على توحيد المضاعفات المختارة أي تقسيمها على متغير مفسر، فإذا اعتمدنا على مؤشر PER مثلا فإنه قد يختلف من مؤسسة لأخرى حتى وإن كانت منتمية لنفس القطاع لأن معدل نمو الأرباح في حد ذاته قد يختلف، إذن يتم التوحيد على أساس معدل النمو (g) وتأثير هذا المتغير الرئيسي يكون نوعا ما خفيفا والمقارنات تصبح أكثر أهمية.

أما الطريقة الثالثة فإذا كان الفرق بين المضاعفات المختارة لمؤسسات العينة يفسر بالعديد من العوامل، إذا من الممكن القيام بتطبيق انحدار خطي للمضاعف على مختلف المتغيرات الأساسية التي تشكل الفرق.

2-5- المقارنة وحساب المضاعفات:

بالنسبة لمقارنة مركز المؤسسة بالمؤسسات المرجعية يكون ذلك حسب عناصر متعلقة بالفائض الإجمالي للاستغلال أو هوامش هذا الفائض؛ معدل دوران الأصل الاقتصادي؛ مستوى النمو المتوقع للنشاط. هذا بالإضافة إلى أنه بعد حساب المضاعفات الخاصة بمؤسسات العينة المرجعية بالأخذ بعين الاعتبار السنوات الأخيرة للنشاط من أجل الاستفادة من البيانات الخاصة بالأرصدة المحاسبية للسنة الأخيرة، والمعطيات المقدرة للسنة الجارية والتوقعات بالنسبة للسنة المقبلة.

كما أنه من الجدير بالذكر أن مؤسسات العينة من الأفضل أن تحتوي على عدد قليل من المؤسسات المرجعية.²

2-6- حساب المضاعف المتوسط وتحديد قيمة المؤسسة:

إن حساب مضاعف كل مؤسسة من مؤسسات العينة المختارة يقود إلى حساب متوسط المضاعف الذي يعبر عن متوسط مجموع مضاعفات العينة، وتحديد هذا المتوسط يقود إلى حساب قيمة الأصل الاقتصادي أي قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة محل التقييم من خلال العلاقة التالية:³

$$VE = M_M \times I_n$$

¹ Thauvron, A, Op.Cit., P 175.

² Thauvron, A, Op. Cit., PP 176-177.

³ Burlaud, A, Thauvron, A, Annaick, G, Finance, Edition Foucher, 4eme édition Paris, 2010, P 360.

حيث أن: VE : قيمة الأصل الاقتصادي للمؤسسة محل التقييم

M_M : متوسط المضاعف للعينة

I_n : مؤشر القيمة للمؤسسة محل التقييم

3-أنواع المضاعفات المعتمدة للتقييم:

يمكن تقسيم المضاعفات إلى مجموعتين أساسيتين، منها مضاعفات رئيسية تمكن المقيم من تحديد قيمة الأموال الخاصة بشكل مباشر، ومضاعفات تمكن من تحديد قيمة الأصل الاقتصادي، ومن خلالها يمكن استنتاج قيمة الأموال الخاصة، وبالتالي فهي طريقة غير مباشرة.

3-1-1-طرق مضاعفات قيمة الأصل الاقتصادي:

حيث توجد عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتحديد قيمة المؤسسة وفق العديد من الطرق نذكر منها:

3-1-1-1-مضاعف رقم الأعمال:

تعتمد مقارنة التقييم على أساس مضاعف رقم الأعمال على مبدأ أن القيمة تتحدد من خلال حصتها في السوق أو حجم مبيعاتها، أي أن قيمة المؤسسة أو قيمة أصولها تساوي عدد معين من مرات دوران المبيعات، وبعبارة أخرى يتحدد مضاعف رقم الأعمال من خلال النسبة بين قيمة المؤسسة بتاريخ t ورقم الأعمال المتوقع في الفترة $t+1$ ، وذلك وفق العلاقة التالية:¹

$$X = multiple \quad CA = \frac{VE_t}{VA_e}$$

حيث أن: VA_e رقم الأعمال المتوقع للفترة $t+1$

VE_t قيمة المؤسسة للفترة t

x مضاعف رقم الأعمال

¹ Jean Etienne Palard, Franck Imbert, Op. Cit., P 204.

كما نعلم أن قيمة المؤسسة VE المستخدم في معظم طرق التقييم يقصد به القيمة الاقتصادية لأصول المؤسسة (مجموع الأصول + الاحتياج في رأس المال العامل) ومن جهة أخرى تساوي القيمة الاقتصادية لمواردها (حقوق المساهمين + صافي الديون).

3-1-2- مضاعف النتيجة:

هناك عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتحديد قيمة المؤسسة وفق طريقة مضاعف النتيجة التي تعتمد بالخصوص على المجاميع الرئيسية لجداول حسابات النتائج، وأهم هذه المؤشرات ($EBIT$) الأرباح قبل الفوائد والضرائب، و($EBITDA$) الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات.

3-1-2-1-3- مضاعف نتيجة الاستغلال ($EBIT$):

تحدد قيمة المؤسسة وفق مضاعف ($EBIT$) من خلال الأرباح المحققة بعد استبعاد التكاليف المالية والأعباء الضريبية، حيث أن:¹

<p>رقم الأعمال - الاستهلاكات الوسيطة، التغير في المخزون = هامش الربح الإجمالي هامش الربح الإجمالي - المصاريف الخارجية - الضرائب والرسوم - مصاريف العاملين + النواتج الأخرى الأعباء الأخرى = الفائض الإجمالي للاستغلال المعدل الفائض الإجمالي للاستغلال المعدل - مخصصات الاهتلاكات والمؤونات = نتيجة الاستغلال المعدلة</p>

حيث لا يطبق مضاعف النتيجة على ($EBIT$) أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب بل يطبق على نتيجة الاستغلال التي تمثل مكافئة المساهمين والدائنين بعد دفع الضرائب، فالنتيجة تمثل القدرة الربحية للمؤسسة ومنه من الضروري خصم الديون الصافية للحصول على حقوق المساهمين.

ويتحدد مضاعف نتيجة الاستغلال من خلال العلاقة التالية:²

$$\text{Multiple } EBIT = \frac{AE}{EBIT} = \frac{CB + DN - IF}{EBIT}$$

حيث نعلم على أصول الاستغلال لتحديد هذا المضاعف لأن قيمة المؤسسة تتكون من إجمالي قيمة الديون وقيمة حقوق المساهمين السوقية مطروح منها قيمة الأصول التي تم الاستغناء عنها، فقيمة المؤسسة من المفروض أن تعبر على إجمالي القيمة السوقية للأصول المنتجة للمؤسسة.

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص 142.

² Vincent Juguet et autres, Evaluation d'entreprise- Gestion appliquée, Pearson éducation, Paris, 2009, P 138.

2-2-1-3- مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (EBITDA):

يمكن تقييم المؤسسة بالاعتماد على المجاميع أعلى جدول حسابات النتائج عن طريق الفائض الإجمالي للاستغلال وسيستخدم هذا المضاعف على نطاق واسع لتقييم المؤسسات خلال عمليات الاندماج والاستحواذ خصوصا وأن الفائض الإجمالي للاستغلال لا يأخذ بعين الاعتبار مخصصات الاهتلاكات والمؤونات التي يمكن أن تصل إلى حدود 15% من رقم الأعمال في بعض القطاعات، ولتحديد قيمة المؤسسة وفق مضاعف (EBITDA) يجب استبعاد صافي الديون.

قيمة الأموال الخاصة = مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال × (EBITDA - صافي الديون المالية)

ويتحدد مضاعف النتيجة من خلال العلاقة التالية:¹

$$\text{Multiple EBITDA} = \frac{AE}{EBITDA} = \frac{CB + DN - IF}{EBITDA}$$

2-3- مضاعفات قيمة الأموال الخاصة:

تعتبر طريقة مضاعف سعر السهم *PER* وطريقة مضاعف رقم الأعمال وطريقة مضاعف النتيجة والتي تعتمد على جدول حسابات النتائج من أهم طرق التقييم وفق مقارنة المضاعفات، إلا أن هناك عدة مؤشرات أخرى يمكن استخدامها لتقييم المؤسسة وفق هذا المنظور نذكر منها ما يلي.

1-2-3- مضاعف السعر على الربح P/E

يطبق عليها أيضا مضاعف النتيجة الصافية، ويقاس الأرباح الصافية المحققة في السوق خلال فترة معينة مقارنة بالقيمة السوقية الحالية للأسهم، كما يمكن القول أنه من خلال هذا المضاعف يمكن تحديد الفترة الزمنية اللازمة لاستعادة المبلغ المستثمر حسب الأسعار السائدة في السوق بافتراض ثبات أرباح المؤسسة خلال الفترة القادمة، وتعتبر هذه الطريقة من أبسط وأسرع طرق التقييم فالمضاعف البورصي هو نسبة بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة والنتيجة الصافية للمجموعة المرجعية أو مجموعة النشاط، ويعطي وفق العلاقة التالية:

$$PER = \frac{CB_t}{RNPG_{compa}}$$

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص 143.

حيث أن: CB_t : السعر السوق للأسهم

$RNPG_{compa}$: النتيجة الصافية للعينة المرجعية

ويتحدد السعر السوق للأسهم من خلال حاصل ضرب سعر السهم خلال آخر جلسة للبورصة في عدد الأسهم المتداولة، كما يمكن تحديد مضاعف النتيجة الصافية من خلال العلاقة التالية:

$$PER = \frac{P_t}{BPA_{compa}}$$

حيث أن: P_t : سعر السهم في آخر جلسة للبورصة

BPA_{compa} : ربحية السهم للعينة المرجعية

وتتحدد قيمة المؤسسة محل التقييم من خلال ضرب النتيجة الجارية الصافية في المضاعف البورصي وفق العلاقة التالية:

$$VE = resultat\ net\ courant \times PER$$

ونظرا للاختلافات المتوقعة في ربحية السهم بين مختلف قطاعات النشاط وبين المؤسسات داخل نفس مجموعة النشاط نظرا لاختلاف معدل نموها، يجب إعادة بيان مضاعف السعر للمجموعة المرجعية لكي يعكس معدل نمو المؤسسة المراد تقييمها، لارتباط هذا المضاعف بمعدل الخصم ومعدل النمو وهذا ما يمكن توضيحه في العلاقة التالية:

$$PER = \frac{P}{E} = \frac{1}{i} = \frac{1}{K - g}$$

حيث أن: i : معدل الرسملة

K : معدل الخصم

g : معدل النمو

2-2-3- المضاعف البورصي النسبي:

يمثل المضاعف البورصي النسبي النسبية بين المضاعف البورصي للمؤسسة والمضاعف البورصي للسوق ويعطى وفق العلاقة التالية:¹

$$PER_{relatif} = \frac{PER_{société}}{PER_{marché}}$$

بمعنى المضاعف البورصي للمؤسسة قسمة المضاعف البورصي للسوق، حيث تسمح هذه الطريقة بتقييم المؤسسة بالاعتماد على القيم المختلفة للمضاعف البورصي المطروحة في السوق، وعليه تتحدد قيمة أسهم المؤسسة وفق العلاقة التالية:²

$$P_t = PER_{relatif} \times PER_{marché} \times BPA_{société}$$

حيث أن: $PER_{relatif}$ المضاعف البورصي النسبي

$PER_{marché}$ المضاعف البورصي للسوق

$BPA_{société}$ ربحية سهم المؤسسة

3-2-3- مضاعف تدفقات الخزينة المتاحة:

يهدف هذا المضاعف إلى تحديد القيمة السوقية للمؤسسة مقارنة بتدفقات الخزينة المتاحة المولدة من قبلها لصالح المساهمين، ويمثل المضاعف نسبة بين قيمة المؤسسة وحجم تدفقات الخزينة المتاحة المتوقعة للفترة $t+1$ ، وهذا وفق العلاقة التالية:³

$$FTD = \frac{VE_t}{FTD_e}$$

حيث أن: FTD_e تدفقات الخزينة المتاحة المتوقعة للفترة $t+1$

VE_t قيمة المؤسسة للفترة t

3-2-4- مضاعف القدرة على التمويل الذاتي:

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص 140.

² Mondher Cherif, Fiche de valorisation des entreprises, Edition Ellipses, Paris, 2021, P 88.

³ Jean Etienne Palard, Franck Imbert, Op. Cit., P 207.

للحصول على القدرة على التمويل الذاتي يجب إضافة مخصصات الاهتلاكات والمؤونات إلى النتيجة الصافية لأن مخصصات الاهتلاكات والمؤونات تعتبر مصارف محسوبة لكنها لا تؤثر على الخزينة، حيث يمكن الحصول على القدرة على التمويل الذاتي من خلال العديد من الطرق انطلاقاً من النتيجة الصافية أو من الفائض الإجمالي للاستغلال *EBE*، وهذا وفق العلاقة التالية:¹

القدرة على التمويل الذاتي = النتيجة الصافية للمجموعة + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات

ويمثل مضاعف القدرة على التمويل الذاتي العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بتاريخ t والقدرة على التمويل الذاتي المتوقعة للفترة $t+1$ وفق العلاقة التالية:²

$$CAF = \frac{VE_t}{CAF_e}$$

حيث أن: CAF_e القدرة على التمويل الذاتي المتوقع للفترة $t+1$

VE_t قيمة المؤسسة للفترة t

3-2-5- مضاعف الأصل المحاسبي الصافي:

مضاعف الأصل المحاسبي الصافي لا يستخدم كثيراً لأن الأموال الخاصة لا يمكن استخدامها كمؤشر يعكس حجم نشاط المؤسسة ونجاحها لأنه يتجاهل المردودية وإمكانية النمو، ويمكن تعريف هذا المضاعف بأنه العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم مؤسسة في التاريخ t والأصل المحاسبي المتوقع خلال الفترة $t+1$ ، ويعطى وفق الصيغة التالية:³

$$ANC = \frac{VE_t}{ANC_e}$$

حيث أن: ANC_e الأصل المحاسبي الصافي المتوقع للفترة $t+1$

VE_t قيمة المؤسسة للفترة t

خاتمة:

¹ يوسف رفيق، مرجع سابق، ص 144.

² Jean Etienne Palard, Franck Imbert, Op. Cit., P 215.

³ Idem.

مما سبق يمكن القول أن هنالك العديد من الطرق التي تعتمد على المضاعفات، غير أن أكثرها شيوعاً طريقة مضاعف السعر على الأرباح PER ، المضاعف البورصي النسبي $PER_{relatif}$ ومضاعف النتيجة $EBITA$ ومضاعف $EBITDA$ بالإضافة إلى مضاعف تدفقات الخزينة المتاحة FTD . حيث أن لكل من هذه المضاعفات مميزات ومساوئها، فما يؤخذ مثلاً على مضاعف رقم الأعمال أنه لا يأخذ بعين الاعتبار الأخطار العملية والمخاطر المالية، أما مضاعف النتيجة بالرغم من أنه أحسن مؤشر يمكن استخدامه للمقارنات الدولية إلا أنه لا يهتم بكثافة رأس المال كما أنه لا يعالج العناصر الاستثنائية وعليه يجب على المقيم اختيار الطريقة المناسبة حسب أغراض عملية التقييم. كما تجدر بالإشارة إلى أن جميع الطرق وفق منظور المضاعفات تعتمد اعتماداً كلياً على المعلومات التي تتيحها القوائم المالية وتنطلق منها لتحديد قيمة المؤسسة.

حيث أن كل هذه الطرق السابقة تسمح بتقريب قيمة المؤسسة من سعر السوق المالي، لكن حتى ولو كانت طرقاً بسيطة فإن استخدامها يمكن أن يطرح العديد من المشاكل في المجال التطبيقي، بمعنى أنه من الصعب إيجاد مؤسسات قابلة للمقارنة مع المؤسسة موضوع التقييم.

هذا بالإضافة إلى الصعوبات المتعلقة بتشكيل العينة واختيار المعلومات والبيانات الواجب معاينتها من أجل تشكيل العينة، توجد العديد من الصعوبات الأخرى والتي قد تتعلق بالدورات المحاسبية من حيث ضرورة ضمان التناسق بين فيما يخص رزنامة الدورات الختامية لمؤسسات العينة المرجعية، وكذلك الصعوبات المتعلقة بالحساب هل تم وفق معاملات بسيطة أو مرجحة وإشكالية استبعاد الحسابات المتطرفة وكذلك طرق التعديل المستخدمة للتقليل من الاختلافات بين الهيئة والمؤسسة محل التقييم.

وفي الأخير يمكن القول أنه إذا ما تم تجميع الطرق المعتمدة على مقارنة التدفقات النقدية ومقاربة المقارنة أو المضاعفات يمكن الخروج بمجموعتين أساسيتين إحداهما تضم الطرق التي تؤدي للحصول على قيمة الأموال الخاصة مباشرة والأخرى تمر عبر تقييم المؤسسة كلياً، ثم الانتقال من قيمة الأصل الاقتصادي إلى قيمة الأموال الخاصة بعد خصم الديون. وعليه فإن كل هذه المقاربات تناسب شكلاً معيناً من المؤسسات وفق متطلبات التقييم ولهذا وجب على الممارسين والمقيمين اختيار النمط المناسب للتقييم حسب نوع المؤسسات محل الدراسة.

تمارين ومسائل تدريبية حول مقارنة المضاعفات

التمرين رقم (01):

المؤسستان (X) و (Y) تنشطان في نفس القطاع ولديهما نفس معدل النمو المتوقع مع اختلاف الهيكل المالي، الجدول التالي يلخص أهم البيانات اللازمة لتقييم المؤسسة (X) غير المدرجة في السوق المالي من خلال شبيبتها المؤسسة (Y) المدرجة في السوق المالي.

البيانات	المؤسسة (X) غير المدرجة في السوق المالي	المؤسسة (Y) المدرجة في السوق المالي
نتيجة الاستغلال	10000	10000
نتيجة الاستغلال الصافية	؟	؟
مصاريف مالية	4000	1000
النتيجة جارية	؟	؟
الضريبة	3/1	3/1
النتيجة صافية	؟	؟
الرملة السوقية CB	؟	100000
الديون	40000	12500
القيمة الإجمالية للمؤسسة	؟	؟

المطلوب:

1- إيجاد قيمة المؤسسة من خلال مضاعف نتيجة الاستغلال R_{exp} ؟

2- إيجاد قيمة المؤسسة من خلال مضاعف PER؟

التمرين رقم (02):

من أجل إدراج أسهمها في البورصة تطلب منكم بصفتكم خبير مالي مؤسسة (SHOP) القيام بعملية التقييم المالي وفقا للطريقة المرتكزة على المقارنة مع مؤسسات مماثلة لها.

حيث بلغت القيمة المحاسبية للأموال الخاصة لمؤسسة SHOP = 435090 ون كما أن رأسمالها مكون من 21660 سهم.

يلخص الجدول الموالي كل الأسعار في البورصة، عدد الأسهم والقيمة المحاسبية للأموال الخاصة للمؤسسات التي تشكل العينة

المسعة والتي قتم بتحديددها من أجل القيام بعملية المقارنة.

المؤسسة	سعر السوق	عدد الأسهم	القيمة المحاسبية للأموال الخاصة
X1	7.5	140000	655432
X2	2.3	34000	642190
X3	51.4	24000	1077200
X4	15.3	342000	5542700
X5	12.6	321800	3447000
X6	8.7	4378090	33321800
X7	43.6	43200	1350000

محاضرات في تقييم المؤسسات

9433000	432890	34.9	X8
5433088	543000	10.5	X9
1254480	44200	27.5	X10

المطلوب:

1- احسب قيمة PBR بالنسبة لمؤسسات العينة التي تم تحديدها من خلال القيمة المحاسبية، واحسب متوسط القيم لمؤسسات العينة؟

2- ما هي القيمة السوقية للأموال الخاصة لمؤسسة SHOP حسب هذه الطريقة؟

3- استنتج سعر السهم عند إدراج مؤسسة SHOP برأس مالها في البورصة؟

التمرين رقم (03):

ينشط مجمع (BTP) في مجال البناء، وبلغت قيمة سهمه بتاريخ 10 فبراير N 94.5 ون. من أجل إيجاد قيمة المجمع تم تشكيل عينة مكونة من مؤسستين هما B1 و B2 تتميزان بالعناصر التالية:

B2	B1	BTP	
77	113.8	94.50	السعر في N-02-10
1295	9339	81	الديون الصافية في N-1 (مليون و.ن)
533	709	285	نتيجة الاستغلال Rexp (مليون و.ن)
8.43	9.29	8.19	BPA للسنة N
38165	84230	29562	عدد الأسهم (ألف وحدة)

المطلوب:

1- احسب قيمة المؤسسة (BTP) باستخدام مضاعف نتيجة الاستغلال؟

2- احسب قيمة سهم المؤسسة (BTP) باستخدام مضاعف PER؟

التمرين رقم (04):

يتكون رأسمال المؤسسة VAL من 100.000.000 سهم، ويبين الجدول الموالي المعطيات المتعلقة بالسنة N والسنة N+1 للمؤسسة VAL، ومؤسسة أخرى مرجعية.

المؤسسة المرجعية	المؤسسة VAL	البيانات
187500	1250000	EBE N
215000	1375000	EBE N+1
110000	750000	النتيجة الصافية N
130000	815000	النتيجة الصافية N+1
200000	250000	الديون
1500000	؟	الرسملة البورصية

المطلوب: 1- قم بتقييم المؤسسة VAL حسب طريقة المقارنة؟

المحاضرة رقم (12): التقييم وفق مداخل التحليل الفني والأساسي

مقدمة:

تستثمر العديد من المؤسسات رؤوس أموالها في الأسهم باعتبارها استثمارات طويلة الأجل وأكثر ربحية، حيث أن طبيعة الأسهم تحتم على المستثمر المتابعة المستمرة لحركة أسعارها وحجم تداولها.

حيث تلعب الخبرة والإمكانيات الفنية في قراءة السوق واتجاهاته دورا كبيرا عند الاستثمار في الأسهم، وعليه يضع المستثمر في اعتباره تقلب أسعارها ومدى استمرارها ودراسة توقيت الشراء والبيع تجنباً للخسائر، وعادة ما ترتبط هذه الاعتبارات بسلوك المستثمر، الذي له أثر كبير في تحديد مسارات واتجاهات الأسعار السوقية، فقد يؤدي هذا السلوك إلى انتعاش السوق واستمراره أو انكماشه.

حيث يهتم الفاعلون في السوق المالي سواء كانوا دارسين لهذا السوق أو مستثمرين في الأوراق المالية إلى وجود نموذجين لتحليل الأوراق المالية هما التحليل الأساسي والتحليل الفني. فالتحليل الأساسي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي تنتمي له الشركة صاحبة الورقة المالية، بالإضافة إلى دراسة ظروف الشركة بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في ضوء حجم المخاطر.

أما التحليل الفني فهو التنبؤ بأسعار السوق بواسطة تحليل البيانات المتولدة عن عمليات البيع والشراء الفعلية، أو باستعمال المخططات واللوحات لتحليل سلوك الأسعار السابقة على أمل التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية.

حيث أن لهذين التحليلين أهمية كبيرة لدى المستثمرين في السوق، فالتحليل الفني له أهمية في عقلانية القرار الاستثماري، كما يهدف التحليلين إلى معرفة ودراسة سلوك المستثمرين والمضاربين في اتخاذ قراراتهم المالية.

1-مدخل إلى التحليل الفني والأساسي في الأسواق المالية

يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض أدوات التحليل التي تساعدهم في اتخاذ قرارات الشراء والبيع وكذا تحديد توقيت الدخول والخروج المناسب من السوق، حيث أن أساليب التحليل الفني والأساسي تعتبر من أهم الأساليب التي تسمح بدراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ بها في المستقبل وفق نماذج وتقنيات تسمح باتخاذ القرارات المناسبة.

1-1- ماهية التحليل الفني في سوق الأوراق المالية:

يعتبر التحليل الفني من أقدم الأدوات المستعملة لتحليل الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، حيث يعتمد بتتبع حركة الأسعار في الماضي بهدف اكتشاف نمطها مما يساعد على التنبؤ باتجاهها في المستقبل، ويضم التحليل الفني نوعين رئيسيين من أدوات التحليل هما الأشكال البيانية أو ما يعرف بالتحليل الفني التقليدي، والمؤشرات الفنية الإحصائية والتي تعرف بالتحليل الفني الحديث.

1-1-1-تعريف التحليل الفني:

يعرف التحليل الفني على أنه أسلوب يتم من خلاله تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية على خرائط وذلك من خلال متابعة تغيرات أسعار وحجم المعاملات وأحجام التداول وغيرها لسهم معين أو مؤشر معين، باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القائمة، ثم يقوم بعد ذلك استنتاج الاتجاه المستقبلي المحتمل من خلال الصورة التاريخية للماضي.¹

كما يعرف أيضا على أنه دراسة حركة السوق وليس السلع المتداولة فيه، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل في شكل رسم بياني جميع المعلومات الخاصة بالتداول من تاريخ، أسعار، حجم التداول وغيرها لهم معين أو مجموعة من الأسهم ثم الاستنتاج من هذه المعلومات التاريخية اتجاه الأسعار في المستقبل.² ويعرف أيضا بتحليل سوق الأوراق المالية أو التحليل الداخلي لأنه يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن لطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين أو السوق ككل، لذا فإنه يعتمد على أن السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات أي أن السوق بحكي ما يدور فيه أو يكشف عن نفسه.³

حيث أن التحليل الفني لا يركز على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية بقدر ما يهتم بتتبع حركة الأسعار أي حركة التداول التاريخية بهدف رصد نمط تلك الحركة، ويمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري، حيث يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطا معيناً من

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص 136.

² حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم- دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015، ص 83.

³ عقبة خضير، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2020، ص 193.

التغير في الأسعار لعدة مرات فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط أو الأحداث المقترنة به في المستقبل.¹

1-1-2-1- فلسفة التحليل الفني:

يقوم التحليل الفني على مجموعة من الفرضيات تبنى عليها فلسفته وتتمثل فيما يلي:

1-1-2-1-1- سلوك السوق يتجاهل كل شيء:

تعتبر من أهم المبادئ فهي حجر الأساس للتحليل الفني، حيث تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، وبالتالي يؤدي التغير في العلاقة بين قوى العرض والطلب على الأوراق المالية إلى تغير اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظته من خلال تتبع حركة السوق اليومية.

كقاعدة لا يشغل المحلل الفني نفسه بالسبب وراء ارتفاع الأسعار أو نزولها، فغالبا عندما تكون بداية اتجاه سعري أو عند نقطة تحول حرجة، لا يمكن لأي شخص تبرير سلوك السوق بشكل دقيق في هذه المرحلة المعينة، في حين أن طريقة التحليل الفني وبشكل مبسط يبررها منطوق أن سلوك السوق يتجاهل كل شيء فاتجاه السوق حينها يتجاهل جميع الجوانب بما فيها العناصر الأساسية، ويمكن القول أيضا أنه بما أن جميع ما يؤثر على سعر السوق سوف ينعكس على سعر السوق، إذن فسلوك السعر هو كل ما نحتاجه وذلك عن طريق دراسة الرسوم البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الفنية.²

1-1-2-2-1- الأسعار تتحرك في اتجاهات:

يعتبر مفهوم الاتجاهات أحد الركائز الأساسية للتحليل الفني، فالغرض الرئيسي من دراسة سلوك سعر السوق عن طريق الرسوم البيانية هو للتعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال تطورها لغرض المتاجرة مع هذا الاتجاه، حيث يميل السعر للتتحرك في اتجاهات ويستمر الاتجاه لفترة زمنية طويلة قبل أن يتغير وذلك يعد أمر منطقي فالدورات الاقتصادية تستمر وقتا طويلا ما بين الانتعاش والكساد لذلك فالاتجاهات السعرية تمتد طويلا.

¹ حياة زيد، مرجع سابق، ص 83.

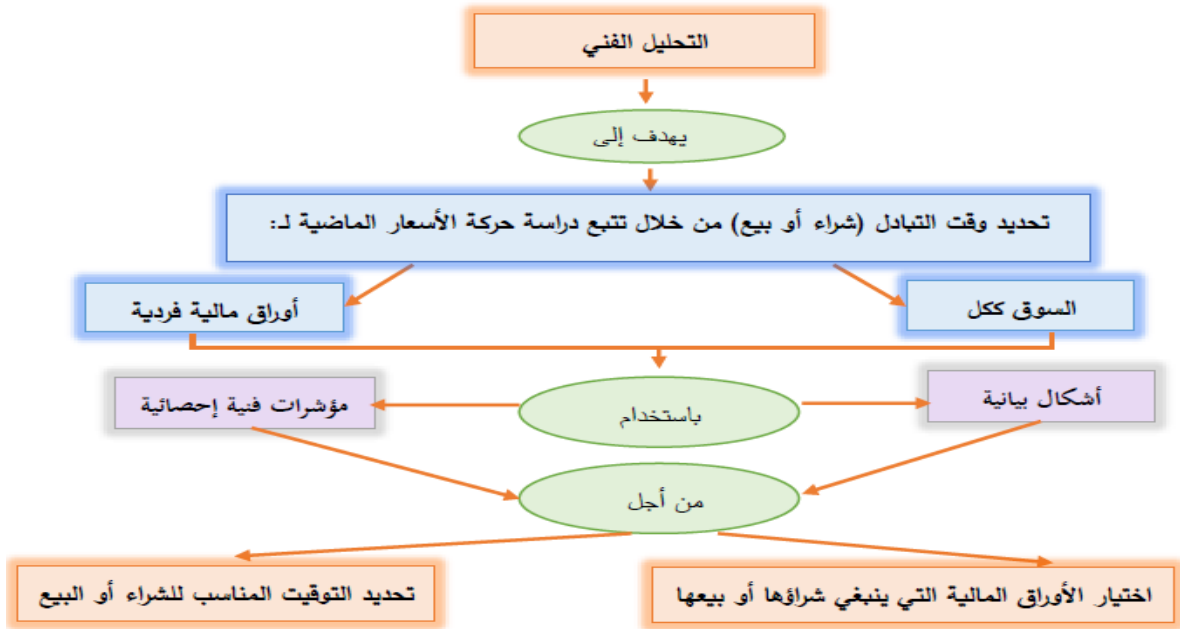
² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات التحليل الفني (فن قراءة المخططات البيانية للأسعار)، دار الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2016، 89.

وعليه فإن دور المحلل الفني هو أن يحرص دائماً على التعرف على الاتجاه الحالي للسوق ومن ثم المتاجرة في هذا الاتجاه.¹

1-1-2-3- التاريخ يعيد نفسه:

حيث أن جزءاً كبيراً من تركيبة التحليل الفني ودراسة سلوك السوق هو في الحقيقة دراسة للسلوك البشري، وكمثال على ذلك ننظر لأنماط الرسوم البيانية والتي تم التعرف عليها وتصنيفها خلال المائة سنة الماضية والتي تعكس أنماطاً معينة للسلوك البشري، وتبين صورة لأشكال حالة الارتفاع والانخفاض النفسية للسوق، ونظراً لعمل هذه الأنماط الجيد في الماضي فإنه يفترض بأنها ستستمر على نفس العمل الجيد في المستقبل، فهي تعتمد على دراسة السلوك البشري والذي يتجه دائماً لما تعود عليها بعدم تغييرها فتصبح كالعادة، وبطريقة أخرى يمكن تفسير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن الطريق لفهم المستقبل هو دراسة الماضي أو أن المستقبل هو مجرد لتكرار لما حصل في الماضي.² ويبين الشكل الموالي المضمون العام للتحليل الفني

شكل رقم (04): المضمون العام للتحليل الفني



المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 49.

¹ عقبة خضير، مرجع سابق، ص 200.

² نفس المرجع، ص 201.

1-1-3- افتراضات التحليل الفني: يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي:

-تحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب في السوق.

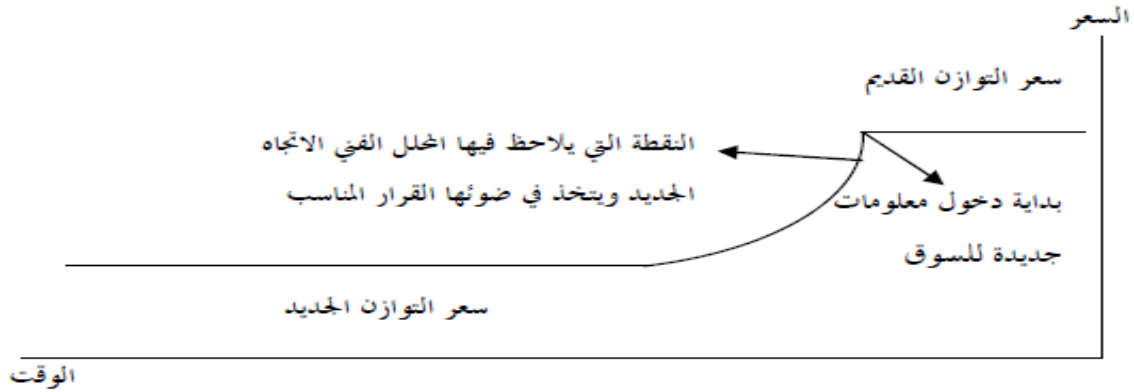
-تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عواما رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

-الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعد تغييره.

-يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ونلاحظ التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

إن كل من الافتراضين الأول والثاني مقبولين سواء من الفنيين أو غيرهم، فسعر السهم شأنه في ذلك شأن سعر أي سلعة أخرى، يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب كما أن قوى العرض والطلب يحكمها متغيرات عديدة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد غير أن المتغيرات غير الرشيدة لا يمكن لتأثيرها أن يستمر وأن التأثير طويل الأجل على قوى العرض والطلب مرجعه المتغيرات الرشيدة وحدها.¹

شكل رقم (05): النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالي، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص 152.

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، القاهرة، 2008، ص 191.

يوضح الشكل أعلاه أن المعلومات الجديدة تسبب انخفاضا في سعر التوازن للورقة المالية، لكن عملية الانتقال إلى سعر التوازن الجديد ليست سريعة وتقع في صورة تستمر لفترة حتى تصل إلى سعر التوازن الجديد، ويبحث المحللون الفنية عن بداية التحرك من سعر التوازن القديم إلى سعر التوازن الجديد وذلك حتى يستطيعوا التحرك مبكرا والاستفادة من التغيير عن طريق الشراء إذا كان اتجاه صعوديا والبيع إذا كان الاتجاه هبوطيا.¹ ولذلك فإن التغييرات السريعة في الأسعار لا تؤدي إلى نتائج جيدة وبالتالي لا تستحق المجهود، وهكذا تقتصر مهمة التحليل الفني على المساهمة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم دون أن يقترب من مهمة تحديد السعر العادل للورقة المالية.²

1-1-4-أدوات التحليل الفني:

يمكن تصنيف أدوات التحليل الفني إلى مجموعتين رئيسيتين هما الأشكال البيانية والمؤشرات الفنية الإحصائية، حيث يعتبر السعر وحجم التداول المادة الأولية الأساسية لأدوات التحليل الفني.

1-1-4-1-الأشكال البيانية:

تعرف أيضا بالتحليل الفني التقليدي حيث تعتبر الأشكال البيانية من أقدم أدوات التحليل الفني وأكثرها شيوعا واستخداما نظرا لسهولة وساطتها، وتقوم هذه الأدوات بتمثيل الأسعار وحجم التداول في الماضي في أشكال متنوعة، ثم ملاحظتها قصد اكتشاف نمط معين لحركة الأسعار التي تمكن من التنبؤ باتجاهها في المستقبل، وفي ضوء هذا التنبؤ يتخذ المستثمر القرار الاستثماري المناسب، وتوجد العديد من الأشكال البيانية منها:

1-1-4-1-2-خرائط الأعمدة:

تستخدم خرائط الأعمدة لتوضيح التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم بالاعتماد على أعلى وأدنى سعر، وسعر الإغلاق وأحيانا سعر الافتتاح وذلك من خلال فترة زمنية معينة قد تكون ساعة أو يوما أو أسبوعا أو شهرا. وسيتم بناء خرائط الأعمدة بشكل بياني يمثل محوره العمودي سعر الورقة المالية ومحوره الأفقي يمثل الزمن، ويكون هذا باستخدام أربع ملاحظات للسعر في كل فترة بوضع خط عمودي يعبر عن المدى بين أعلى وأدنى سعر، مع وجود خط أفقي قصير يمينه يمثل سعر الإغلاق وخط قصير يساره يمثل سعر الافتتاح.³

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 300.

² منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص 191.

³ بوشنين ليلي، محاضرات في تحليل الأسواق المالية، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص تجارة دولية، جامعة سطيف 1، 2019، ص 95.

شكل رقم (06): الأعمدة البيانية

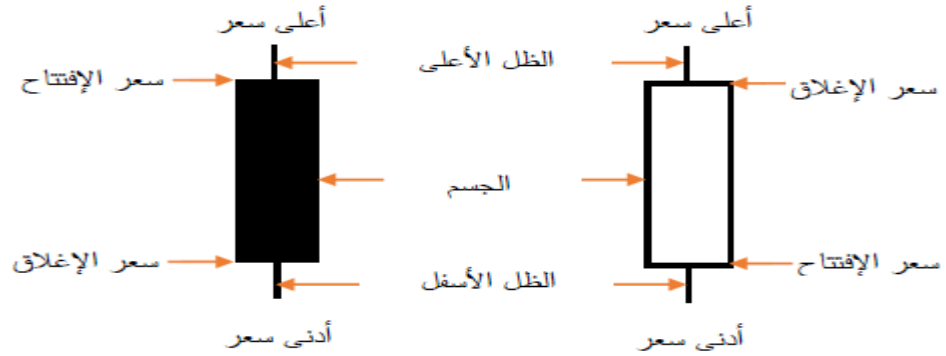


المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدارج الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 401.

1-1-4-3- الشموع اليابانية (الشمعدان):

يبين هذا النوع من الخرائط أعلى وأدنى سعر إضافة إلى سعر الإقفال وسعر الافتتاح ومن السهل وفقا لهذا النوع من الخرائط رصد التغيرات في سعر الافتتاح والإقفال حيث ينقسم خط الشمعدان إلى جزئين، يطلق على الجزء الأول بالجسم وهو جزء متسع يفصل بين أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق، أما الجزء الثاني فيسمى الظل وهو خط عمودي يقع فوق أو تحت الجسم، فإذا ما تم ملئ جسم الشمعدان باللون الأسود فهذا يدل على أن سعر الافتتاح للسهم أعلى من سعر الإقفال (يشير إلى انخفاض الأسعار)، أما إذا كان الجسم فارغا فهذا يعني أن سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح لهذا اليوم (يشير إلى ارتفاع الأسعار)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (07): نموذج الشموع اليابانية



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 307.

إن هذا النوع من الرسوم هو أكثر الأنواع استخداما من قبل المحللين الفنيين في السوق، لأنه يوضح حركة السعر بسهولة، كما تتسم الرسوم بأفضليتها من ناحية الرؤية والإدراك البصري، ومن الجدير بالذكر أن هناك عدة أشكال فنية أخرى مستخدمة في خريطة الشموع اليابانية لتحليل حركة الأسعار والتنبؤ بها.

هي تقنية لتسوية السلاسل الزمنية وتعتمد على حساب الوسط الحسابي لعدد معين من المستويات المتتالية في سلسلة زمنية، ثم حساب المتوسط الحسابي لنفس السلسلة لكن مع إلغاء أقدم مستوى في السلسلة وتعويضه بأحدث مستوى وهكذا.¹

حيث يتم حساب المتوسط للسعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة. من خلال إنشاء رسم بياني لمتوسط السعر، ويتم التخلص من التقلبات الحادة ويصبح عند ذلك من السهل تحديد الاتجاه الحقيقي لسعر السهم. فالمتوسطات المتحركة تساعد المتداولين الذين يعتمدون على التحليل الفني في تخفيض قدر من الضوضاء في السوق، ويمكن استخدامها في تحديد الاتجاهات الحالية والانعكاسات في مسار الاتجاه وكذلك في تحديد مستويات الدعم والمقاومة.

كما يستخدم المحللون المتوسط المرجح المتحرك المرجح في محاولة لحل مشكلة ترجيح أهمية البيانات المستخدمة لحساب المتوسط المتحرك، وتتلخص طريقة حساب هذا النوع من المتوسطات المتحركة في مضاعفة سعر إغلاق اليوم العاشر إلى عشرة أضعاف (في حالة إذا كان هذا هو المتوسط المتحرك لعشرة أيام) ومضاعفة اليوم التاسع إلى تسعة أضعاف وهكذا، ويتم حساب المتوسط المتحرك الخطي من خلال المعادلة التالية:²

$$MMP = \frac{1(CP_1) + 2(CP_2) + \dots + n(CP_n)}{1 + 2 + \dots + n}$$

حيث: CP_n هو سعر الإغلاق لليوم n

n هي عدد الفترات الزمنية (عدد الأيام)

1-1-2-2-4-1 مؤشر القوة النسبية:

يستخدم هذا المؤشر لتحديد ذروة الشراء أو ذروة البيع في السوق فهو يقوم بتقييم سعر الأصل على مقياس من 0 إلى 100 مع مراعاة 14 فترة (14 يوما للجداول اليومية و14 ساعة للجداول التي بها الساعات وما إلى ذلك)، ويعطى وفق العلاقة التالية:³

¹ شرابي عبد العزيز، طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 35.

² عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة والنشر، القاهرة، ط6، 2004، ص 168.

³ بوشنين ليلي، مرجع سابق، ص 99.

$$RSI = 100 - \left[\frac{100}{1 + RS} \right]$$

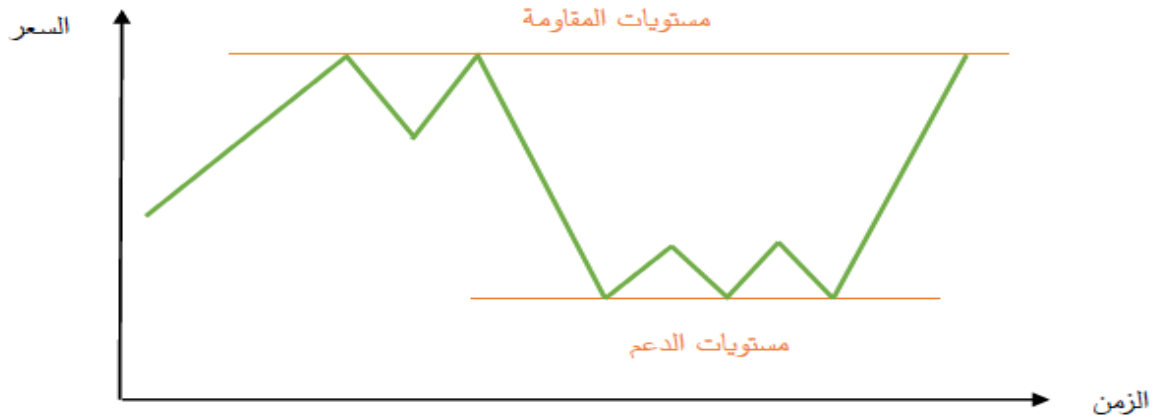
حيث أن RSI يمثل القوة النسبية

RS يمثل القوة النسبية وهي مجموع التغيرات الموجبة لأسعار الإقفال على مجموعة التغيرات السالبة لأسعار الإقفال وذلك لفترة معينة عادة ما تكون 14 يوماً.

1-1-4-3- مستويات الدعم والمقاومة:

يعد مستوى المقاومة أعلى نقطة يصل إليها السهم أو مؤشر السهم، وعند هذه النقطة كان المستثمرون في الماضي يتراجعون عن شراء المزيد من الأسهم، ومن ثم تتوقف الأسعار عن الارتفاع ويبادر البائعون ببيع أسهمهم وعادة ما تتكرر المواقف في البورصة وهو الأمر الذي يساعد في إنشاء مستوى مقاومة قوي. حيث ينشأ مستوى الدعم عندما يتوقف المستثمرون ببيع أسهمهم ومن ثم تتوقف أسعار الأسهم عن الانخفاض ويبادر المستثمرون بشراء الأسهم، ومرة أخرى من المرجح أن تكون الإجراءات التي اتخذها المستثمرون في وقت سابق هي التي أدت إلى إنشاء مستوى الدعم. وكقاعدة عامة كلما طالت مدة خطي الدعم أو المقاومة أو خضعا للمزيد من الاختبارات في البورصة زادت فعاليتهما بالتأكيد.¹

شكل رقم (09): مستويات الدعم والمقاومة



Source : Thierry Béchu, Eric Bertrand, L'analyse technique : pratique et méthodes, 5ème édition, Economica Paris, 2003, P 90.

1-1-5- مزاي وعيوب التحليل الفني:

يتمتع التحليل الفني بالعديد من المزايا من أهمها أنه يسمح بالكشف عن الاتجاهات قصيرة الأجل خلال الاتجاه طويل الأجل، فالمستثمر الذي يتمكن من الشراء والبيع عند قمم الحركات القصيرة سيحقق ربحاً أكبر من ذلك الذي يحققه المستثمر الذي يهتم بالاتجاهات طويلة الأجل؛ كما يسمح التحليل الفني

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق، ص 77.

للمستثمرين بالتصرف في الوقت المناسب عندما يعطي السوق إشارة معينة لأن حركة السعر تسبق عادة المعلومات الأساسية المنشورة. ويعتبر التحليل الفني المدخل الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار العوامل غير الرشيدة التي تؤثر على السوق كالظروف النفسية للمتعاملين، المضاربة الجنونية وغيرها. هذا ناهيك عن السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق أو في أسواق مختلفة وفي آن واحد، بالإضافة إلى توفر المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني والمتمثلة في الأسعار وحجم التداول بصفة يومية ومنتظمة.¹

أما عن عيوب التحليل الفني فيمكن تلخيص أهم الانتقادات الموجهة لهذا الجانب في أن المعطيات التاريخية لا يمكن أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني، كما وجهت العديد من الانتقادات إلى عنصر التحقق التلقائي للتوقعات، حيث أن المحللين الفنيين يؤثرون على الاتجاه العام تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، فإذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقاً صعودياً متوقفاً سيقوم كل المستثمرين الذي يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعداداً لارتفاع الأسعار ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلاً.

وفي الأخير يمكن القول أنه يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية.²

2-1- التحليل الأساسي:

يطلق البعض على التحليل الأساسي مسمى التحليل الجوهرية، ربما لكونه يستند أثناء معالجته القرار الاستثماري إلى كافة الحقائق والمعطيات الجوهرية المتاحة على الورقة المالية أو السوق ككل، ويهدف منهج التحليل الأساسي إلى تحديد قرارات الشراء والبيع لناء على تقدير القيمة الذاتية للورقة المالية، وهذا التحليل يستطيع المستثمر اكتساب قوة استثمارية تدعم قراراته. حيث يعتمد التحليل الأساسي على المعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها الورقة المالية بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها مصدر الورقة، وهذا من أجل تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 221.

² بوشنين ليلي، مرجع سابق، ص ، ص 100، 101.

1-2-1- مفهوم التحليل الأساسي:

شهدت الثلاثينات بداية ظهور التحليل الأساسي عندما بدأت لجنة الأوراق المالية والبورصات وفقا لقانون بورصة الأوراق المالية لعام 1934، وكانت هذه اللجنة مخولة بتنظيم السوق وتمت معاقبة أي خطوة للتلاعب بالسوق، حيث يطلق على التحليل الأساسي كل تحليل للبيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتمثل تلك المعلومات أساسا في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة.¹

كما يعرف التحليل الأساسي بأنه الطريقة لتقييم الأوراق المالية من خلال محاولة قياس القيمة الجوهرية من خلال دراسة العوامل الاقتصادية والمالية وغيرها من العوامل النوعية والكمية ذات الصلة، ويحاول المحللون الأساسيون دراسة كل ما يمكن أن يؤثر على قيمة الأمان، بما في ذلك عوامل الاقتصاد الكلي وظروف الصناعة والعوامل الفردية المحددة مثل الحالة المالية وإدارة الشركات.²

شكل رقم (10): الإطار العام للتحليل الأساسي



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط1، 1998، ص 39.

¹ بن اعمر بن حسابين، لحسن جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012، ص 241.

² Suresh A. S, A study of fundamental and technical analysis, International Journal of Marketing, Financial Services and Management Research, Vol. 2, N° 5, 2013, P 46.

وعليه فالتحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع بين عدد من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل المالي ويهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل المعلومات المتعلقة بها وبالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به.

1-2-2-2-1-فرضيات التحليل الأساسي:

يستند التحليل الأساسي على العديد من الفرضيات من بينها أن المحلل الأساسي يعتقد أن لكل ورقة مالية قيمة ذاتية في أي لحظة زمنية، وعليه لإذا أمكن لأحد تأكيد هذه القيمة فالقرار حينئذ بالشراء أو البيع يكون سهلاً.¹

بالإضافة إلى فرضية أن القيمة الذاتية للورقة المالية دالة لكلا من العائد والمخاطرة، حيث يحدد المستثمر القيمة السوقية وهي القيمة التي يجب أن يشتري بها وتباع هذه الورقة في وقت معين، وهو ما يعرف بتقييم الورقة المالية، وفي هذه الحالة يحدد المستثمر معدل العائد المطلوب وهو أدنى عائد يجب تحقيقه لتحفيز المستثمر على استثمار أمواله ومقارنته بمعدل العائد المتوقع على هذا الاستثمار. حيث يتكون معدل العائد المطلوب من معدل العائد الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة الخطر باعتبار المستثمر يتجنب المخاطر بطبعه ولا بد من تحفيزه. بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية في نهاية الفترة.²

كما أن تحديد القيمة الذاتية يستلزم معرفة العوامل الأساسية المؤثرة فيها، حيث تشير هذه الفرضية إلى عوامل متصلة بالحالة الاقتصادية العامة وأخرى متصلة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة وأخيراً عوامل خاصة بالشركة ذاتها.³

كما أن فرضية إمكانية التنبؤ بالأسعار للأوراق المالية تسمح بإمكانية التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق.

ويستند التحليل الأساسي على فرضية أخرى مفادها أن القيمة الذاتية للورقة تحدد قرار الاستثمار في الورقة المالية وهذا عندما تكون القيمة الحقيقية لهذه الورقة أعلى من سعر التداول وعليه يكون القرار الرشيد هم شراء هذه الورقة لأنه يتوقع ارتفاع قيمتها في السوق في المستقبل.¹

¹ جلال ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009، ص 75.

² محمد حسني علي حسن زغلي، أثر الخداع النقدي على أسواق الأوراق المالية الصاعدة (مع الإشارة إلى سوق الأوراق المالية المصري)، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012، ص 65.

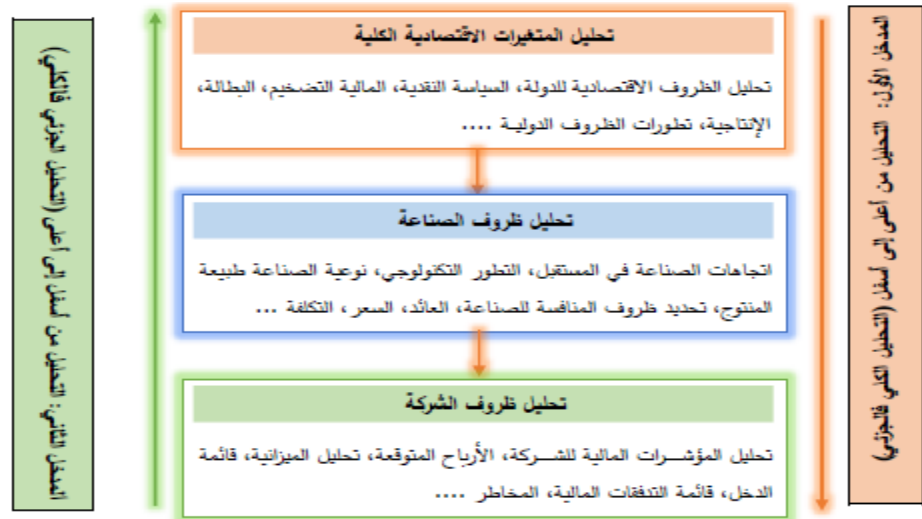
³ عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010، ص 229.

كما أن فرضية سوق الأوراق المالية كفاءة على الأقل في شكلها الضعيف في ظل معرفة جميع المتعاملين بالمعلومات السائدة في السوق، وهي الحالة التي توفرها السوق كاملة الكفاءة تنص على أنه سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرون قريبا من معدل العائد المتوقع (القيمة السوقية للأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية). أما في ظل عدم تماثل المعلومات يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة يترتب عليها اختلاف معدل العائد المحقق مع معدل العائد المتوقع (انحراف القيم السوقية عن قيمتها الحقيقية).²

1-2-3- مراحل التحليل الأساسي:

هناك مدخلان يعتمد عليهما التحليل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية المراد الاستثمار فيها، ويطبق على المدخل الأول بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي حيث يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها؛ أما المدخل الثاني فيستخدم عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع (الصناعة) وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.

شكل رقم (11): منهج التحليل الأساسي



المصدر: بوشنين ليلي، محاضرات في تحليل الأسواق المالية، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص تجارة دولية، جامعة سطيف 1، 2019، ص 80.

¹ نفس المرجع، ص 229.

² محمد حسني علي حسن زغلي، مرجع سابق، ص 65.

حيث يعتبر المنهجان مكملان لبعضهما البعض غير أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنمي إليه غير ملائمة، ويمكن تلخيص أهم مراحل التحليل الأساسي وفقاً للمنهجين في النقاط التالية.

1-3-2-1-تحليل الظروف الاقتصادية:

يقوم المحلل بالبحث واكتشاف دراسة بعض مؤشرات حالة الظرف الاقتصادي مل معدل التضخم ومعدل الفائدة ودراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمناخ الاستراتيجي والسياسي، وإنفاق المستهلك والضرائب، أسعار الصرف، السياسات النقدية والمالية، حيث يهدف التحليل الأساسي من هذه الدراسة إلى معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات.¹

ومن أهم المتغيرات الاقتصادية التي لها تأثير على أسعار الأوراق المالية السياسات النقدية حيث تعبر عن مجموعة من التدابير والإجراءات المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف، كما يستخدم البنك المركزي السياسة النقدية من أجل معالجة المشاكل الاقتصادية كالتضخم، البطالة، الركود الاقتصادي، أسعار الفائدة وغيرها من خلال تطبيق مجموعة من الأدوات للتأثير على المعروض النقدي، لأن لها علاقة مباشرة مع أسعار الأسهم. هذا بالإضافة إلى أدوات السياسة المالية لأنها تؤثر على الأسواق المالية من خلال السياسات الضريبية، سياسة الإنفاق العام، سياسة تمويل عجز الميزانية وسياسة إدارة الدين العام. كما تؤثر أيضاً أسعار الفائدة على الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات والأسهم الممتازة، لأن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل هذه الأوراق غير جذابة للاستثمار مما يؤدي إلى قيام المستثمرين بالتخلص منها وتوظيف الأموال في استثمارات تدر عائداً أعلى، وعليه فتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل عام.²

1-3-2-2-تحليل وضعية القطاع:

نتيجة لتنوع مجالات الإنتاج الاقتصادي فقد يبدو من المفيد أن تصنف الشركات قطاعياً لتعكس العوامل المشتركة للشركات التي تنضوي تحت القطاع نفسه أو الصناعية نفسها، إذ لا يمكن التعامل مع الشركات وكأنها وحدة واحدة أو من نوع واحد ذلك أن القطاعات الاقتصادية المختلفة قد لا تنمو بالنسبة نفسها التي ينمو فيها الاقتصاد ككل. وتعد عملية التشخيص للوضعية الاقتصادية المختلفة للاقتصاد

¹ عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي لأساسي في تقييم الأداء- دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسير، جامعة قسنطينة، 2011، ص

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 105.

مرحلة أساسية لاختار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه، حيث أن الشركة هي جزء من القطاع وبصفة عامة من الصعب أن تجد شركة منتعشة في قطاع يعاني من الأزمات.¹ فعادة ما تعرف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه، وبذلك تشمل الصناعة الواحدة كل الشركات التي تنتج منتجات متنافسة وتعتمد نفس مصادر المواد وتبيع نفس المستهلكين، وفي ظل تنوع خطوط الإنتاج واستراتيجيات التنوع أصبحت الشركات التي تنتهي إلى نفس الصناعة تنتج سلعا لا تنتجها شركات أخرى في ذات الصناعة، وفي هذا الصدد تصنف الصناعات إلى الصناعات المتنامية، والصناعات المرتبطة بالدورات الاقتصادية أو الدورات التجارية، والصناعات الدفاعية مثل الشركات الغذائية ومختبرات الأدوية حيث تزدهر هذه الصناعات مع ازدهار الاقتصاد بينما تنخفض مبيعاتها بمعدل أقل من معدل الانكماش الاقتصادي، وغيرها من الصناعات الأخرى.²

1-2-3-3-تحليل الشركة:

يقوم هذا التحليل على تشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها مما يسمح للمحلل المالي من تتبع وتوقع الأداء الاقتصادي للشركة الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطرة المرتبطة بها، إذ أنه إذا كان من المتوقع أن يكون الأداء الاقتصادي جيدا فإن قيمة السهم سترتفع.

وتمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل، إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدها الشركة (الميزانية، وجدول حسابات النتائج بالدرجة الأولى) للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص وتحليل السيولة، استخدام الأصول، الهيكل المالي والربحية والنشاط.³ وفي المحاور الأولى الماضية قد تطرقنا بشيء من التفصيل لأدوات تحليل وتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة.

1-2-4-التقييم وفق التحليل الأساسي:

لقد تطرقنا أنفا إلى مراحل التحليل الأساسي والتي تبحث في مجملها عن توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل وفي ذات الوقت تعمل على جمع المعلومات والبيانات قصد الوقوف على الأوراق المالية ذات الجاذبية ليتم اتخاذ القرارات المناسبة، وبغية الوصول إلى ذلك يجب القيام بعملية التقييم التي

¹ هواري سويبي، مرجع سابق، ص 110.

² بوشنين ليبي، مرجع سابق، ص 84.

³ زيد حياة، مرجع سابق، ص 129.

تكمل كل المراحل السابق، حيث تؤثر مخرجات عمليات التحليل بشكل مباشر في مدخلات عملية التقييم، والتي تتمثل في شقين أساسيين يتمثلان في التدفقات المستقبلية (الأرباح وتوزيعات الأرباح) ومعدل الاستحداث (معدل الخصم).

وبعد جمع البيانات والمعلومات المستخلصة من خطوات التحليل والتشخيص يقوم المحلل بدراستها وتحليلها لترجمتها في شكل قيمة للورقة المالية المستهدفة. وقد تطرفنا لعمليات التدقيق بواسطة التدفقات ونماذج تحيين تدفقات الأرباح في المحاور السابقة. وسنقوم في الجزء الموالي بالتطرق إلى نماذج تقييم الأسهم ومقاربات الخيارات الحقيقية.

المحاضرة رقم 13: تقييم المؤسسة من خلال قيمة الأسهم المدرجة في السوق المالي

بعدما إعتبرنا الأسهم أداة استثمارية مهمة ومحركة للاستثمار في سوق رؤوس الأوراق المالية، فعملية الاستثمار فيها تنطوي على التحليل والتقييم الدقيق الذي يمكن من الوقوف على قيمها الحقيقية. ويمكن بلوغ القيمة الحقيقية للسهم من خلال جملة نماذج تقوم على مبدأ عام مفاده أن القيمة الحقيقية لسهم تساوي جملة التدفقات النقدية المستحقة. وتمثل هذه النماذج في:

- النموذج الأساسي.
- نموذج جوردن وشابيرو GORDEN SHAPIRO
- نموذج باتش BATES
- النموذج المتعدد المراحل MULTIPHASES

1- النموذج الأساسي

ويعرف أيضا بنموذج النمو الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة ويعبر عن الحالة التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حامله الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بما يعني أن النمو الدوري لها يساوي الصفر.

فالقيمة الحقيقية وفقا لهذا النموذج تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن - فترة الحيازة - إضافة إلى القيمة الحالية للسعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية فترة الحيازة. وبما أن السعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية الفترة هو نفسه مجموع التوزيعات المستحقة بعد نهاية الفترة حتى مالا نهائية، باعتبار أن حياة الشركة صاحبة السهم غير نهائية، وفق مايلي¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots$$

$$P_0 = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_k}{(1+r)^k}$$

وبما أن: $\dots = D_3 = D_2 = D_1 = D_t$

$$P_0 = D_1 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{r}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم

D_1 : توزيعات الفترة k .

r : معدل الاستحداث

¹ حيرش عبد القادر، مرجع سابق، ص 78.

2- نموذج جوردن شايبرو GORDEN SHAPIRO

ويسمى أيضا بنموذج النمو الثابت لأنه يعتمد عندما يتوقع أن تكون التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم تزداد وفق معدل نمو ثابت حتى نهاية فترة الحياة n -تؤول إلى مالا نهاية-، ومن خلال هذا النموذج يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم من خلال العلاقة الموالية¹:

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n}{r-g} \right]$$

وبما أن n تؤول إلى مالا نهاية نجد أننا سنكون أمام حالتين:

حالة: $r > g$ فإن القيمة $\left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n$ تؤول إلى 0 ومنه تكون:

$$P_0 = \frac{D}{r-g}$$

وحالة: $r \leq g$ فإن P_0 تكون غير معرفة، وهذا أمر غير واقعي خاصة إذا علمنا بأنه من المستحيل أن نجد شركة تنمو بمعدل أكبر من معدل نمو الاقتصاد، لأن معدل نمو الاقتصاد ينعكس في n بينما معدل نمو الشركة ينعكس في g .

وحتى تكون الشركة بصدد النمو الثابت للتوزيعات يجب توفر جملة من الشروط:

- نمو الشركة يكون ممولا ذاتيا.
 - مردودية استثمارات الشركة لا يجب أن تتطور.
 - معدل توزيع الأرباح يجب أن يبقى ثابتا.
- في ظل هذه الشروط يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم وفق صيغة جديدة كما يلي:

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r-g} \quad / \quad D_1 = B_1 q \quad , \quad B_1 = E_0 R$$

حيث:

B_1 : الربح في نهاية السنة 1 ($t=1$)

q : الأرباح الموزعة.

R : مردودية الأموال المستثمرة من طرف الشركة.

E_0 : الأموال الخاصة في بداية الفترة 1 ($t=1$) مقسومة على عدد أسهم الشركة.

وباعتبار:

$$g = R(1-q)$$

¹ المرجع نفسه، ص 79.

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r - R(1 - q)}$$

3- نموذج باتس BATES

وهو نموذج يقوم بتقييم السهم انطلاقاً من مضاعف ربحيته الذي يعطى بالعلاقة الآتية:¹

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

حيث:

BPA: الربح الصافي للسهم

ويعتبر مضاعف الربحية Price Earning مؤشر يدل على مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للسهم، ويستخدم بكثرة من طرف المختصين ومحلي أسواق الأوراق المالية، ولتحديد فرص الشراء المناسبة، فهم يعتبرون الأسهم ذلت مضاعف الربحية الضعيف بالنسبة لمعدل السوق – النسبة المعيارية للسوق – مسعرة بأقل من قيمتها في السوق، وبذلك تمثل فرصة استثمارية وكما تحصلنا على مضاعف الربحية في الفترة (1)، نستطيع أيضاً الحصول على مضاعف الربحية في الفترتين وفق الصيغة الآتية التي تقوم على الفرضيات التالية:

– الأرباح تنمو بمعدل g ثابت حتى التاريخ n .

– معدل توزيع الأرباح ثابت.

ومن ثم يكون سعر السهم:

$$PER_n = PER_0 \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^n - \frac{q}{0,1} \frac{1+g}{g-r} \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^n \right] \cdot 0,1$$

4- النماذج المتعددة المراحل

وهي نماذج تقوم على مبدأ مفاده أن التوزيعات تنمو بمعدلات غير عادية، ويتم تناول هذه

النماذج وفقاً لما يلي:

4-1- النموذج ذو المرحلتين (ثنائي الأطوار)

هذا النموذج يعالج للقيمة الحقيقية للسهم الذي تتميز توزيعته بالتغير وفق مرحلتين، كل مرحلة

لها معدل خاص بها، ويمكن صياغة المعادلة التي تمكن من تقييم السهم وفق هذا النموذج، كما يلي:

¹ المرجع نفسه، ص 80.

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g_1}{1+r} \right)^T}{r-g_1} \right] + \frac{D_1(1+g_1)^{T-1}(1+g_2)}{(1+r)^T(r-g_2)}$$

حيث:

g_1 :

g_2 :

T :

2-4-التوزيع المتعدد المراحل (الثلاثي الأطوار)

وفق هذا النموذج فإن "مولودوفسكي" "MOLODOVSKY" يرى أن القيمة الحقيقية للسهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات أثناء المراحل الثلاث للنمو، أي القيمة الحالية أثناء مرحلة النمو المرتفع، مضاف إليها القيمة الحالية للتوزيعات خلال مرحلة التحول -مرحلة النمو المنخفض تدريجيا وهو غير ثابت- بالإضافة إلى القيمة الحالية للتوزيعات في المرحلة الثالثة -مرحلة النمو المستقر التي تستمر إلى ما لا نهاية-، ويمكن التعبير عن القيمة الحالية وفق هذا النموذج كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^T \right] + \frac{D_1(1+g_1)^{T-1}}{(1+r)^T} \sum_{t=1}^N \frac{\prod_{j=1}^t g(j)}{(1+r)^t} + \frac{D_1(1+g_1)^{T-1} \prod_{j=1}^N g(j)}{(1+r)^{T+N}} \times \frac{1}{r-g_2}$$

حيث:

g_1 : معدل النمو المرتفع

g_2 : معدل النمو المستقر

$g(j)$: النمو المنخفض تدريجيا

T : فترة النمو المرتفع

N : فترة النمو المنخفض تدريجيا

5-نموذج هولت: HOLT

يعتمد نموذج هولت على تحديد فترة نمو التوزيعات المعطاة للمساهمين، كما يقوم بمقارنة مضاعف الربحية للشركة مع مضاعف الربحية للسوق وذلك وفق العلاقة الموالية:

$$\frac{PER_s}{PER_m} = \frac{B_{SO}}{B_m} \times \frac{(1 + R_s + C_s)^n}{(1 + R_m + C_m)^n}$$

نموذج ويت باك وكيسور Whit Beck & Kisor

يعتبر هذا النموذج أن مضاعف الربحية تم تحديده على أساس متغيرات وصفية تترجم قيمة المؤسسة، ويصاغ هذا النموذج وفق العلاقة التالية:¹

$$PER_s = a + a(P_1X + P_2Y + P_3\sigma + \varepsilon)$$

حيث يفترض أن الشركة في مرحلة نمو و X Y O خصائص للمؤسسة.

6-نموذج T ل ESTEP

$$T = g + \frac{R - g}{PB} + \frac{\Delta PB}{PB}(1 + g)$$

$$\frac{\Delta PB}{PB} = \frac{PB_E - PB}{nPB}$$

¹ المرجع نفسه، ص 81.

خاتمة:

تستمد الأسواق المالية أهميتها من الدور الهام الذي تقوم به في أي اقتصاد، فهي أداة فعالة في الاقتصاد تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت ذاته تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثارا متبادلة، ويعتبر اختيار الأدوات المالية التي يراد الاستثمار فيها من أهم خطوات الاستثمار في السوق المالي وأصعبها، ففي مهمة لأنها أساس الحصول على عوائد ملائمة بأقل مخاطرة ممكنة وصعبة بسبب تعدد أساليب التحليل وطرق التقييم واختلافها عن بعضها، لذلك يجب على المستثمر أن يكون مطلعاً عليها وملماً بكل جوانبها.

حيث تطرقنا في هذا الإطار إلى مدخلين لتحليل وتقييم الأوراق المالية هما التحليل الفني والأساسي، حيث يختلف هذان المدخلان من حيث أساليب التحليل، الأهداف والاستراتيجيات في الاستثمار، فالمدخل الفني لا يعترف بمبدأ الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار فهو يعتمد على المعلومات والمعطيات التاريخية المستمدة من السوق ويستعملها من أجل إيجاد نمط لحركة أسعار الأوراق المالية وذلك من أجل بناء توقعات مستقبلية لاتجاه الأسعار، كما يعتمد المحلل الفني في ذلك على مجموعتين رئيسيتين من الأدوات هما الأشكال البيانية والمؤشرات الفنية الإحصائية. أما المدخل الأساسي يبحث عن إيجاد القيمة الحقيقية للأصول المالية عن طريق دراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية سواء كانت داخلية أو خارجية ثم تحليل الصناعة التي تنشط بها الشركة وأخيراً دراسة الشركة حد ذاتها ووضعها المالي، وهذا من أجل الوصول إلى تقييم دقيق للشركة وتحديد آفاقها المستقبلية. وبناء على هذه النتائج يمكن للمحلل تحديد الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي التي تمثل أحسن الاستثمارات. كما قمنا بالتطرق إلى أهم النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم كنموذج جوردن وشايبرو ونموذج هولت وغيرها.

المحاضرة رقم (14): تقييم المؤسسة وفق مدخل الخيارات الحقيقية

لقد غيرت نظرية الخيارات الحقيقية في الكثير من المفاهيم المتعلقة باتخاذ القرار، فالمعايير المالية التقليدية لم تعد تفي بالغرض عند تقييم المشاريع ذات البعد الاستراتيجي خاصة تلك التي تمول برأس المال المخاطر والقائمة على الابتكار، حيث لا تتوافق فيها العوائد مع درجة المخاطر على المدى القصير، ولا تتقابل فيها الإيرادات والتكاليف لنفس الدورة. وعليه فإن مثل هذه الحالات قد لا تتوافق مع معايير التقييم التقليدية، إلا أنه إذا تغيرت النظرة إلى المعلومات المتاحة والمتوقعة وتم التركيز على الأبعاد الاستراتيجية لمشاريع والمرونة الممكنة في اتخاذ القرارات الملائمة في الأوقات المناسبة سوف يجعل من هذه المشاريع أكثر جاذبية مما يجعل مزاياها التنافسية كبيرة ولا بد من الاستثمار فيها.

فالخيارات المالية عموماً هي أدوات مالية حديثة، وهي مشتقات مالية على أصول تقليدية أو حديثة كأسهم والمؤشرات، معدلات الفائدة، العملات وأسعار الصرف، المنتجات الأساسية والمبادلات (Swaption)، ويتم التعامل بها في السوق المالي الأجل المشروط، فهي مبادلات مالية غير مغلقة وغير منتهية بل مشروطة بتحقق توقعات مشتري الخيار.

وعليه فإن تقييم المؤسسة وفق هذه المقاربة تستدعي استخدام الأساليب المستحدثة لتسيير المخاطر وتحليل وضعية ممولي المؤسسة سواء كانوا مساهمين أو دائنين من خلال إعادة التعامل في أسواق الخيارات وسنذكر أهم نماذج تقييم خيارات الأسهم في البورصة.

1-مدخل إلى الخيارات المالية على الأسهم:

الخيار هو آلية تعطي للملكها الحق بشراء في حالة كان خيار شراء أو بيع في حالة خيار البيع لأصول معينة تكون محل الخيار سواء كانت أسهما، عملات أجنبية، مؤشر بورصي، معدل فائدة أو عقد لأجل أو غيرها من أشكال المشتقات المالية الأخرى، وهذا بسعر متفق عليه مسبقاً يسمى بسعر التنفيذ خلال فترة تكون مفتوحة أو محددة وهذا مقابل دفع علاوة تسمى سعر الخيار، حيث حيث بمجرد أن يتلقى بائع الخيار العلاوة يتوجب عليه تنفيذ عقد الخيار، وعليه يمكن التفريق بين نوعين من الخيارات بحسب وضعية البائع أو المشتري، ففي حالة وضع مشتري الخيار يكون لهذا الأخير الحق في شراء الأصل محل عقد الخيار بسعر التنفيذ المتفق عليه في العقد، أما إذا اشترى خيار بيع فله الحق في بيع الأصل محل العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه؛ أما في حالة بائع الخيار يلتزم البائع بتسليم الأصل محل عقد الخيار بسعر التنفيذ المتفق عليه في العقد.

1-1-تعريف الخيارات على الأسهم:

الخيارات المالية على الأسهم هي عقود تجمع طرفين أحدهما مشتري الخيار (صاحب الخيار) والآخر بائع الخيار (محرر الخيار)، بموجب هذه العقود يكون لصاحب الخيار الحق، دون الالتزام في أن يشتري أو يبيع لمحرر الخيار أوراقا مالية أي أسهما مالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا، عادة ما يكون سعر الأسهم في السوق عند الاتفاق.¹

يتم التنفيذ في تاريخ لاحق أو خلال فترة زمنية قادمة (خيار أوروبي، خيار أمريكي)، وذلك إذا تحققت توقعات صاحب الخيار، ويلتزم مقابل الاحتفاظ بهذا الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة بدفع تعويض لمحرر الخيار، وهو التعويض الذي يكون الدافع الأساسي لمحرر الخيار وهو التعويض الذي يكون الدافع الأساسي لمحرر الخيار للدخول إلى مثل هذه الصفقات والعقود.

2-1- أركان عقد الخيار:

تشمل عقود الخيار ككل ثقة مالية على طرفين هما صاحب الخيار ومحرر الخيار، حيث يتفقان مسبقا على الشروط الأساسية التالية:²

-تاريخ التعاقد: هو تاريخ الاتفاق أي تاريخ إبرام العقد وهو أول يوم سريان العقد.

-تاريخ الاستحقاق: هو تاريخ انتهاء سريان العقد.

-تاريخ التنفيذ: هو تاريخ تنفيذ الصفقة، أي تحويل الخيار على عملية مبادلة مالية يتم فيها تبادل الأوراق المالية ومقابلها النقدي، أو اتخاذ القرار بعدم تنفيذها. تاريخ التنفيذ هو تاريخ الاستحقاق في عقد الخيار الأوروبي، وهو أي يوم في فترة الاستحقاق في عقد الخيار الأمريكي.

-طبيعة الأصل المالي محل الخيار: في هذه الحالة تحدد عدد الأسهم وعدد عقود الخيار المتعاقد عليها.

-سعر التنفيذ (P_0): وهو السعر الذي على أساسه يتم تنفيذ العقد وتسوية الصفقة بين الطرفين، وعادة ما يمثل سعر الأسهم في السوق المالي عند الاتفاق.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ذهبية بن عبد الرحمان، التسيير المالي: الإدارة المالية، الجزء الأول، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، عمان، 2019، ص 467.

² Vernimmen, P, Finance d'entreprise, édition DALLOZ, 9ème édition, Paris, 2011, P728.

العلاوة أو المكافأة (τ): وهي التعويض الذي يتوجب على صاحب الخيار دفعه لمحرر الخيار (المشتري) عن كل سهم.

1-3-3- خيار الشراء:

عندما يشتري المستثمر خيار الشراء (call option) فإنه يشتري حقاً لشراء الموجود الأساسي بسعر ثابت بالمستقبل ويقوم المستثمر بذلك إذا توقع ارتفاع سعر الموجود وإن المستثمر الرشيد يحلل الفرص الاستثمارية في ضوء بعدين هما العائد والمخاطرة. وينص الاتفاق بينهما على بيع الأسهم بسعر التنفيذ مهما كان سعر السوق عند تاريخ الاستحقاق، أو خلال فترة الاستحقاق، إذا ما تحققت توقعات صاحب الخيار وارتفعت أسعار الأسهم، مقابل حصول محرر الخيار على تعويض أو علاوة مدفوعة عند الاتفاق، تعوضه عن رهم قراره، فيكون ملزماً ببيع الأسهم محل التعاقد إذا ما قرر صاحب الخيار التنفيذ. ونتائج هذه الصفقة تتحدد وفق ما يلي:¹

1-3-1- جانب صاحب خيار الشراء:

-حالة ارتفاع أسعار الأسهم: في هذه الحالة تتحقق توقعات صاحب الخيار ويقرر تنفيذ الصفقة حيث يتحصل على النتائج التالية:

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر السوق - سعر التنفيذ) × العلاوة (τ)

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد × عدد الأسهم داخل الخيار n × عدد الخيارات N

$$R = [P_n - P_0 - \tau] \times n \times N$$

-حالة انخفاض أسعار الأسهم: في هذه الحالة لم تتحقق توقعات صاحب الخيار ويقرر عدم تنفيذ الصفقة، فتكون النتائج كالتالي:

النتيجة عن السهم الواحد = العلاوة (τ)

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد × عدد الأسهم داخل الخيار n × عدد الخيارات N

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 188.

$$R = [-\tau] \times n \times N$$

1-3-2-جاناب محرر خيار الشراء:

-حالة ارتفاع أسعار الأسهم: في هذه الحالة لم تتحقق توقعات المشتري، وعليه يقرر صاحب الخيار تنفيذ الصفقة وتتوصل للنتائج التالية:

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر التنفيذ - سعر السوق) + العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد \times عدد الأسهم داخل الخيار $n \times$ عدد الخيارات N

$$R = [P_0 - P_n - \tau] \times n \times N$$

حالة انخفاض أسعار الأسهم: في هذه الحالة قد تحققت توقعات المحرر، وعليه يقرر صاحب الخيار عدم تنفيذ الصفقة، ونكون أمام النتائج التالية:

النتيجة عن السهم الواحد = العلاوة (τ)

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد \times عدد الأسهم داخل الخيار $n \times$ عدد الخيارات N

$$R = [-\tau] \times n \times N$$

1-4-4-خيار البيع:

يعطي عقد خيار البيع (put option) لصاحبه (بائع الأسهم) الحق بأن يبيع لمحرر الخيار (مشتري الأسهم) عددا من الأسهم، بسعر تنفيذ محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، بحيث يتوقع صاحب الخيار انخفاض القيمة السوقية للأسهم مستقبلا.

كما ينص الاتفاق على شراء الأسهم بسعر التنفيذ مهما كان سعر السوق عند تاريخ الاستحقاق، أو خلال فترة الاستحقاق، وإذا تحققت توقعات صاحب الخيار وانخفضت أسعار الأسهم مقابل حصول محرر الخيار على علاوة مدفوعة عند الاتفاق تعوضه عن رهم قراره، فيكون ملزما بشراء الأسهم محل التعاقد إذا ما قرر صاحب الخيار التنفيذ، وتتحدد نتائج هذه الصفقة بين الطرفين كما يلي:¹

1-4-1-حالة صاحب خيار البيع:

¹ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، مرجع سابق، ص 189.

-حالة انخفاض أسعار الأسهم: في هذه الحالة تتحقق توقعات صاحب الخيار فيقرر تنفيذ الصفقة ويتحصل على النتائج التالية:

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر التنفيذ - سعر السوق) + العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد \times عدد الأسهم داخل الخيار $n \times$ عدد الخيارات N

$$R = [P_0 - P_n - \tau] \times n \times N$$

حالة ارتفاع أسعار الأسهم: في هذه الحالة قد تحققت توقعات المحرر، وعليه يقرر صاحب الخيار عدم تنفيذ الصفقة، ونكون أمام النتائج التالية:

النتيجة عن السهم الواحد = -الخلاوة (τ)

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد \times عدد الأسهم داخل الخيار $n \times$ عدد الخيارات N

$$R = [-\tau] \times n \times N$$

1-4-2- حالة محرر خيار البيع:

-حالة انخفاض أسعار الأسهم: في هذه الحالة لم تتحقق توقعات محرر الخيار فيقرر صاحب الخيار تنفيذ الصفقة ويتحصل على النتائج التالية:

النتيجة عن السهم الواحد = (سعر التنفيذ - سعر السوق) + العلاوة

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد \times عدد الأسهم داخل الخيار $n \times$ عدد الخيارات N

$$R = [P_n - P_0 - \tau] \times n \times N$$

حالة ارتفاع أسعار الأسهم: في هذه الحالة قد تحققت توقعات المحرر، وعليه يقرر صاحب الخيار عدم تنفيذ الصفقة، ونكون أمام النتائج التالية:

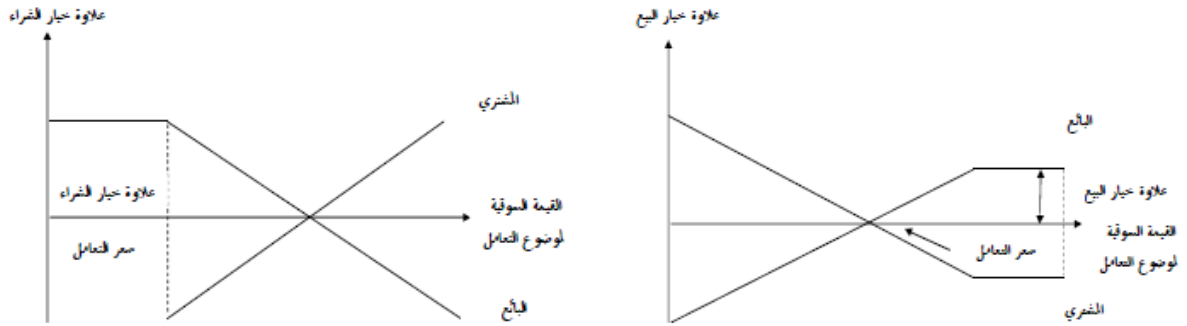
النتيجة عن السهم الواحد = الخلاوة (τ)

النتيجة عن الصفقة = النتيجة عن السهم الواحد \times عدد الأسهم داخل الخيار $n \times$ عدد الخيارات N

$$R = [\tau] \times n \times N$$

ويخلص الشكل الموالي ما تم ذكره سابقا.

شكل رقم (12): وضعية البائع والمشتري لكل من خيار الشراء وخيار البيع



Source : Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 7ème Edition, Edition Dalloz, Paris, 2007, P 581.

إذ يتم اللجوء إلى تقنية الخيارات في عملية التقييم نتيجة لتزايد مخاطر عدم التأكد من تحث التوقعات لعدم تطابق المعلومات، وعليه لا وجود للخيارات في سوق خالي من المخاطرة، ويمكن التنبؤ فيه بالمستقبل بدقة، ومنه تعتبر الخيارات حلا للمتعاملين في السوق المالي من أجل التقييم وتعويض الخطر، ويتضح مما سبق أنه قيمة الخيار دالة متعددة الخيارات تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي يعتبر معلوم ومحدد في العقد وعليه يجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي¹ وقد ظهرت عدة طرق لتحديد قيمة الخيارات سنذكر أهمها فيما يلي.

1-5-5-1 طرق تقييم خيارات الأسهم:

إن عملية تقييم الخيارات تعني إيجاد السعر النظري أو القيمة التي يكون المستثمر المالي مستعدا لدفعها من أجل الحصول على الخيار، وهي أيضا القيمة التي تمثل تقديرا للسعر المحتمل في لحظة معينة تبعا لظروف السوق.

وعليه فإن قيمة الخيار هي البديل الذي يكون من أجله مالك الخيار مستعدا للتنازل عنه في السوق المالي، بعد أن يفاضل بين تلك القيمة التي تجلبها عملية التنازل من ناحية، وبين العائد من عملية التنفيذ إذا قرر الاحتفاظ بالخيار وتحققت توقعاته حول تغير الأسعار من ناحية أخرى.

¹ يوسفي رفيق، مرجع سابق، ص 148.

وعليه تتأثر قيمة الخيار المالي بعدة عوامل مرتبطة بشكل أساسي بالأصل المعني (الأسهم)، ومن بينها نذكر ما يلي.

-سعر الأصل المالي: وهو الفرق بين سعر الأصل المالي في السوق وسعر التنفيذ، وهو ما يمثل المكونة الأولى للقيمة، إذ يكل هامش التفاوض والمراجعة بين التنازل عن الخيار والاحتفاظ به لتنفيذه؛

-المدة المتبقية من فترة الاستحقاق: كلما كانت المدة المتبقية أطول، كلما ازداد هامش التوقعات وكانت قيمة الخيار أكبر، وتبعاً لهذا نجد المدة المنقضية من تلك الفترة، والتي كلما كانت طويلة تراجع هامش التوقعات ومنه تكون قيمة الخيار أقل؛

-التقلب في السعر السوقي للأصل المالي: ليس هناك اتفاق على تحديد طريقة موحدة للحساب درجة التقلب، وقد يستخدم الانحراف المعياري (درجة المخاطرة) للدلالة على التقلب حيث أن هذه التقلبات مطلوبة دائماً لأغراض المضاربة؛

-معدل الفائدة الخالي من المخاطرة: الذي يمثل الفرصة البديلة للاستثمار (معدل عائد السندات الحكومية قصيرة الأجل)؛

-معدل النمو في توزيعات الأرباح: حيث على السهم الداخل في تكوين الخيار الذي يؤثر على نية الاحتفاظ بالخيار، وبالتالي بالأسهم التي تنتج عنها عوائد إضافية متمثلة في تلك الأرباح الموزعة (وهو المتغير الذي يتم تحييده في بعض النماذج المتبعة في تقييم الخيارات).

1-5-1- النموذج ذو الحدين Le modèle binomial:

هذا النموذج اقترح من طرف Cox. Ross و Ru Hinskein، وقد استعمل لدراسة الخيارات في حالة

أفق فترة واحدة في ظل جملة من الفرضيات أهمها:¹

- غياب تكلفة المعاملات والضرائب.
- إمكانية البيع بالتغطية دون حدود.
- سعر الأصل يتبع إجراء متوقف مقارنة بالزمن.
- معدل العائد خال من المخاطرة مستقر في الزمن.

¹ حيرش عبد القادر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، موجهة إلى طلبة السنة الثالثة علوم التسيير، تخصص مالية البنوك والتأمينات، جامعة تيارت، 2018، ص، ص 68، 69.

لذا فإنّه في إطار فترة واحدة، نعرّف V_0 سعر السهم في اللحظة t_0 ، والقيمة V_E سعر التنفيذ، وقيّمته في نهاية الفترة يمكن أن تكون إمّا:

$$V_H > V_E \text{ حيث } V_H \text{ مع احتمال تحقيق } (P)$$

$$V_B < V_E \text{ حيث } V_B \text{ مع احتمال تحقيق } (P-1)$$

ونعرف r معدل العائد الخالي من المخاطرة للفترة

وحتى نتمكّن من تقدير قيمة اختيار الشراء فإنّه يتعيّن علينا تشكيل محفظة خالية من المخاطرة (مردوديتها تساوي المعدّل الخالي من المخاطرة للفترة)، وهذه المحفظة تكون مشكّلة من السهم محلّ التعاقد (أي يشتري سهم لشركة IBM مثلاً مع ما فيه من مخاطرة) وعدد معيّن من عقود الخيار الشراء n (أي يبيع عدد معين من خيارات الشراء Call) وحتى نتمكّن من معرفة n عدد عقود خيار الشراء فإنّه يتعيّن علينا حساب نسبة التغطية Rc .

$$Rc = \frac{\max[V_H - V_E, 0] - \max[V_B - V_E, 0]}{V_H - V_B}$$

حيث:

$$\max[V_H - V_E, 0] \text{ : قيمة الخيار الشراء عندما سعر السهم يساوي } V_H$$

$$\max[V_B - V_E, 0] \text{ : قيمة الخيار الشراء عندما سعر السهم يساوي } V_B$$

وبعدما نتمكّن من معرفة Rc نسبة التغطية، فإنّ عدد عقود الخيار الشراء المشكّلة للمحفظة يصبح يساوي لـ:

$$n = \frac{1}{Rc}$$

ومن هنا يمكن القول أن المحفظة الخالية من المخاطرة (المعتمدة لتسهيل التقييم) يكون كل سهم (مقتنى) مقابل n خيار (مباع).

وبعدما نكون قد قدرنا نسبة التغطية نذهب إلى مرحلة أخرى ليتمّ فيها تحديد ثروة المستثمر في نهاية كل فترة (نهاية العقد) في ظل سعري السهم المحتملين V_H, V_B :

أ-ثروة المستثمر في نهاية الفترة إذا كان سعر السهم V_H .

$$Rich_{FinPH} = V_H - \max[V_H - V_E, 0] \times n$$

ب-ثروة المستثمر في نهاية الفترة إذا كان سعر السهم V_B .

$$Rich_{FinPB} = V_B - \max[V_B - V_E, 0] \times n$$

$$Rich_{FinH} = Rich_{FinB} \quad \text{لنصل إلى كون:}$$

وهذه الثروة هي ثروة نهاية الفترة لكن حتى نصل إلى قيمة اختيار الشراء، لا بدّ من معرفة الثروة في بداية الفترة في ظلّ معدّل عائد مطلوب على الاستثمار K مساوي للمعدّل الحالي (r) من المخاطرة:

$$Rich_{ActP} = Rich_{FinB} (1 + K)^{-t}$$

حيث:

$t=1$ لاعتبار الفترة هي واحدة.

ومنه فإنّ قيمة الخيار التي تقبل دفعها في ظلّ معدّل خالي من المخاطرة نصل إليها وفق الآتي:

$$V_0 - VCall_0 \times n = Rich_{ActP}$$

$$VCall_0 = \frac{Rich_{ActP} - V_0}{-n}$$

وحتى نتمكن من معرفة ما إذا كانت هذه القيمة هي القيمة العادلة للخيار الشراء Call فإنّه لا بدّ أن يكون معدّل العائد عن الاستثمار في هذا الخيار R_{Call} مساوي لمعدّل العائد الحالي من المخاطرة وللتحقّق من ذلك نتبع الخطوات التالية:

$$Mise\ de\ Fonds = V_0 - VCall_0$$

$$R_{Call} = \frac{Rich_{FinP} - Mise\ de\ Fonds}{Mise\ de\ Fonds}$$

إذا كان:

$r < R_{Call}$ الخيار مغالي فيه.

$r = RCall$ الخيار مقيم بقيمته.

$r > RCall$ الخيار مباع بأقل من قيمته.

Black et Skoles نموذج 2-5-1

نموذج Black et Skoles هو نموذج أكثر استعمال في تقييم عقود الخيار على مستوى سوق الأوراق المالية، فهو يسمح بتقييم عقود خيار الشراء من الصنف الأوروبي، كما أنّ هذا النموذج في نسخته الأصلية يمكن من تقييم الخيارات الأمريكية إذا كان السهم لا يعطي توزيعات أرباح.

كما أنّ هذا النموذج يأسس على جملة من الفرضيات منها:¹

- مكانية البيع بالتغطية.
- لا توجد تكلفة المعاملية ولا ضرائب.
- السهم يأخذ قيم مستمرة.
- هذه القيمة توزع حسب قانون Log الطبيعي.
- خلال فترة حياة الخيار، لا ندفع أي حصص أرباح السهم المعني.
- المعدل الخالي من المخاطرة ثابت.

أما في الصيغة المعتمدة في تقييم هذا الخيار فإنه يمكن اعتبارها وفق الآتي:²

$$V_c = PN(d_1) - Ee^{-r_s t} N(d_2)$$

حيث:

V_c : قيمة خيار الشراء Call.

D : السعر الحالية للسهم العادي.

E : سعر التنفيذ

r_s : معدل العائد خالي من المخاطرة مرسل باستمرار.

t : الوقت المتبقي على نهاية العقد مغطى بالنسبة.

¹ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص 769.

² حيرش عبد القادر، مرجع سابق، ص، ص 71، 72.

$e^{-r_s t}$: حاصل الاستحداث المستمر

δ^2 : تباين العائد السنوي المستمر للسهم

علماً أن:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P}{E}\right) + \left(r_s + \frac{\delta^2}{2}\right)t}{\delta\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{t}$$

حيث:

d_1, d_2 قيمة هذا التوزيع الطبيعي المتراكم تقرأ من جدول التوزيع الطبيعي.

تمارين حول التقييم وفق التحليل الفني والأساسي ومقاربة الخيارات الحقيقية

التمرين رقم (01):

تحصّلنا على المعلومات الآتية حول سهم وعقد خيار شراء Call.

- السعر الحالي للسهم $V_0 = 25$ دولار.
- سعر السهم نهاية الفترة $V_H = 30$ دولار $V_B = 20$ دولار
- معدل الفائدة الخالي من المخاطرة: 10%.
- سعر التنفيذ 25 دولار.
- الأرباح الموزعة خلال الفترة مساوية للصفر

التمرين رقم (02):

إذا أخذنا المعطيات الآتية الخاصة بعقد خيار الشراء Biochem Mars/ 32

- السعر الحالي للسهم في 9 فيفري 1998: 33,95 دولار.
- السعر التنفيذي للخيار 32 دولار.
- القيمة السوقية للخيار في 9 فيفري 1998: 3,65 دولار و 3,9 دولار عرض.
- آخر يوم للتفاوض بهذا الخيار: الجمعة الثالث من شهر مارس 1998.

معلومات أخرى

- معدل العائد على سندات الخزينة تستحق بعد 1 شهر مساوي لـ 4,17%
- الانحراف المعياري للعوائد السنوية المستمرة للسهم مساوي 45,4%
- التوزيعات المتوقعة في تاريخ استيفاء العقد مساوية للصفر.

التمرين رقم (03):

تعطى لنا المعلومات الآتية بخصوص خيار بيع شركة Biochem Mars/32

- سعر السهم.
- سعر تنفيذ الخيار.
- القيمة السوقية للخيار البيع في 9 فيفري 1998 (قيمة متوسطة)
- آخر يوم للتفاوض الجمعة الثالثة من شهر مارس 1998.

معلومات أخرى:

- معدل العائد الحالي من المخاطرة مرسل برسملة مستمرة 4,09%
- الوقت المتبقي: 0,107 سنة
- الانحراف المعياري للفوائد السنوية المستمرة 45,1%

بالاعتماد على المعلومات السابقة حدّد إذا كان الخيار مقيّم بقيمته أم لا:

التمرين رقم (04):

قدرت تكلفة أحد المشاريع 1000 مليون ون، يولد هذا المشروع تدفقات خزينة بقيمة 250 مليون ون كل سنة لمدة 5 سنوات، معدل الخصم يقدر بـ12%.

المطلوب:

1- احسب هذه الوضعية إذا قمنا بتعيين تدفقات الخزينة حسب معدل الخصم السابق، ما هي القيمة الحالية لهذا المشروع؟

2- إذا أجريت دراسة للسوق وأظهرت وجود انحراف في التقديرات (التنبؤات) بنسبة 35%، حدد الخيار الحقيقي الذي ينشأ من تدفق هذه المعلومة؟

التمرين رقم (05):

فكر مؤسسة X في توسعة النشاط إذا استمرت الأوضاع في التحسن، يتم اتخاذ القرار خلال 9 أشهر القادمة، تكلفة الاستثمار 350.000 ون، القيمة الحالية للتدفقات النقدية 400.000 ون، معدل العائد الخالي من المخاطرة 2.8%، حيث أن هناك احتمالين للتدفقات النقدية المتوقعة: خلال 9 أشهر القادمة يمكن للتدفقات أن ترتفع بـ9%، كما يمكن أن تنخفض بـ40%.

المطلوب:

1- اشرح فكرة النموذج الثنائي إذا اعتمدت عليه المؤسسة في تقييم خيار التوسع.

2- ما هي قيمة خيار التوسع.

التمرين رقم (06):

نفترض أن معدل العائد المتوقع للاستثمار في شركة A هو 14%، ومعدل العائد المطلوب هو 8%، وبلغت ربحية السهم $BPA=3$ أما نسبة احتجاز الأرباح فكانت $T=40\%$.

المطلوب:

1- إيجاد القيمة السوقية للسهم؟ حسب نموذج Gordon.

2- ما الذي يحدث عندما تنخفض نسبة احتجاز الأرباح إلى 10%.

خاتمة عامة:

ارتكز مفهوم القيمة على تقييم خصائص المؤسسة عند تاريخ معين، فعادة ما يتم تحديدها بواسطة تضافر مختلف طرق التقييم وتقنياته. أما السعر فهو الثمن الذي يمكن المستحوذ أو المالك الجديد المستثمر من مواصلة النشاط الاقتصادي للمؤسسة في ظروف مالية مرضية.

حيث تعددت الطرق المستخدمة في عملية تقييم المؤسسة، وهو ما من شأنه أن يصعب اختيار الطريقة أو مجموعة الطرق الملائمة للتقييم. حيث أن اعتماد إحدى القيم من بين مختلف القيم التي تم تحديدها يكون نتيجة الإفصاح عن المعلومات، عدم وجود سوق ثانوي لبعض الأصول وربما قلة الخبراء المختصين في مجال تقييم المؤسسات.

غير أن التحليل المالي يتيح العديد من الطرق لتقييم المؤسسات وأسهمها، حيث أن أكثر الطرق انتشارا في الآونة الأخيرة تركز على التدفقات والعوائد بمعنى تحيين المداخل المستقبلية المنتظرة مثل توزيعات الأرباح، القدرة على التمويل الذاتي والقيمة النهائية (قيمة إعادة البيع)، باستعمال معدل التحيين الذي يأخذ بعين الاعتبار علاوة الخطر.

حيث يتم تقييم عاصر الأصول والخصوم لميزانية المؤسسة، وفي حالة كانت المؤسسة مدرجة في السوق المالي فيتم تقييم أسهمها حسب سعرها في البورصة، كما يمكن أيضا تقييم التدفقات المستقبلية حسب توجهات السوق المالي.

حيث توجد العديد من المقاربات الملائمة لنشاط وطبيعة المؤسسة والغرض من التقييم كمقاربة الذمة المالية التي تعتمد على القيمة المحاسبية لميزانية المؤسسة وهي طريقة سطحية نسبيا لأن القيمة المحاسبية قيمة تاريخية، هاذ بالإضافة إلى مقارنة تحيين التدفقات التي تعتمد على تحديد التدفقات النقدية المرتقبة وتحيينها بمعامل لا يختلف غالبا من تكلفة رأس المال. ومقاربة فائض القيمة التي تأخذ بعين الاعتبار للأصول المعنوية. ضف إلى ذلك مقارنة المقارنة أو التقييم بالمضاعفات التي تعتمد على معايير المقارنة في البورصة ومضاعفات الصفقات التي سجلت في السوق. هذا بالإضافة إلى التحليل الفني والأساسي في التقييم ومقاربة تحيين الأرباح وتقييم الأسهم المدرجة في السوق المالي. ناهيك عن مختلف النماذج المستخدمة في عملية التقييم كنموذج Gordon & Shapiro الذي يهتم بالتدفقات التي تم تسجيلها خلال عدة سنوات مضت، فهو من بين النماذج التي تهتم بتحيين التدفقات الناتجة عن الأسهم.

وفي الأخير يمكن القول أن كل مؤسسة لها طبيعتها الخاصة والتي تستدعي إحدى الطرق في عملية التقييم حيث تعتمد كلها على جودة المعلومات المتوفرة ونتائج التشخيص الكلي متعدد الأبعاد. وعلى الرغم من اختلاف مقاربات التقييم إلا أنها تشترك في عنصر معين هو عدم اليقين والتأكد في المستقبل والذي يرتبط بمعدلات الخطر وجودة التقديرات التي تعتمد على النتائج الماضية. حيث مهما كانت طريقة التقييم المعتمدة للصفة إلا أنها لن تخرج عن قانون العرض والطلب.

1. Abdelkader Gliz, L'évaluation de l'entreprise : Application au contexte de l'économie Algérienne, cas pratique et sujets d'examens corrigés, BERTI Editions, Alger, 2020, P 115.
2. Beatrice GUILLOT, Analyse financière : les outils du diagnostic financière, 8^{ème} édition, édition Gualino éditeur, France, 2007, p 38.
3. Bravard Jacques, L'Évaluation des entreprises, Edition Dunod, Paris, 1974, P 66.
4. Brilman J, Maire C, Manuel d'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, Paris, 1992.
5. Burlaud A, Thauvron A, Annaick G, H, Finance, Edition Foucher, 4^{ème} Edition, Paris, 2010.
6. Chaplain Gérard, Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise, édition EMS, Paris, 2004, P 106.
7. Choinel Alain, Introduction à l'ingénierie Financière, édition ia Revue Banque, Paris, 1991,.
8. Choinel, A, Introduction à l'ingénierie financière, Banque Editeur, Paris, 2000.
9. De la chapelle ; F, L'évaluation des entreprises, édition ECONOMICA, Paris, 2007.
10. Denis Karpicek, L'Évaluation d'entreprise en pratique-Guide pratique pour les dirigeants de PME, Bibliothèque et archive national du Canada, Québec, 2010.
11. Dossagne, S, Valorisation et session d'entreprise : de l'intention à la finalisation de la valeur au prix, Edition EdiProd, 2^{ème} édition, 2003, P 239.
12. El Hebbazi K, Evaluation d'entreprise, Ingénierie financière : Cours, HEM, Business School, 2013/2013, sur www.hem.ac.ma.fr
13. Florin Aftalion, Le MEDAF et la finance comportementale, Revue Française de Gestion, N° 157, Avril 2005.
14. Gérard Debreu, Théorie de la valeur : Analyse axiomatique de l'équilibre économique, édition DUNOUD, Paris, 3^{ème} édition, 2001.
15. Gilbert Gélard, Pourquoi de Good Will pas de problème(s), Revue Française de Comptabilité, N° 472, 2014.
16. Hirigoyen, G, Vaby, J, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Marché et Organisation, JP Bréchet, Presses Académiques de l'Ouest, 1998.
17. Hirigoyen, G., Encyclopédie de gestion et du management, sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, 2^{ème} édition, Edition ECONOMICA, Paris, 1997.
18. Hoarau Christian, Analyse et évaluation financières des entreprises et des groupes, Vuibert, Paris, 2008.
19. J.Brilman et C.Maire, Manuel d'évaluation des entreprises, édition d'organisation, Paris, 1993, P36.
20. Jean Etienne Palard, Franck Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Librairie EYROLLES, 2013, Paris.

21. Jean Paul Couvreur, et autres, Finances d'entreprise, une approche globale pour les juristes, Edition Kluwer, Bruxelles, 2003,.
22. Jonthan Berk, Peter Demazro, Finance d'entreprise, édition française dirigée par Gunther Capelle-Blanca, Nicolas Coudere Pearson éducation, France, 2008.
23. K.hamdi, Comment diagnostique et redresses une entreprise, édition RISSALA, Alger, 1995.
24. Kienast Philippe, L'Evaluation des entreprises, L'Encyclopédie du management, Tome 1, Edition VUIBERT, Paris, 1992.
25. Langlois.G , Mollet. M, Gestion financière ; Epreuve 4, Edition Dalloz, Paris, 2006.
26. Legros, G, L'évaluation des entreprises, Edition DUNOD, Paris, 2011.
27. Mauguier Henri, L'Évaluation des entreprises non cotées, Bordas, Paris, 1990.
28. Mauguier Honri, l'évaluation des entreprise mon cotées, édition Dunod, Paris, 1990.
29. Mémento pratique Francis Lefebvre, Evaluation des Titres de Sociétés non Cotées en Bourse, Chapitre 7, Edition LEFEBRE, Paris, 1992.
30. Mondher Cherif, Fiche de valorisation des entreprises, Edition Ellipses, Paris, 2021.
31. Najib Ibn Abdeljalil, Diagnostic financière et évaluation de l'entreprise-Etudes de cas corrigées, Edition Edit Consulting, 4ème Edition, Casablanca, 2006.
32. Patrice Vizza vona , Pratique de gestion, Tome3 : Evaluation des entreprise, édition BERTI, Tipaza, 1990.
33. Pene Didier, Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2 : Evaluation et Montages financière, édition Economica, Paris, 2^{ème} édition, 1993.
34. Pierre Florence, Valousassions d'entreprise et Théorie financière, édition d'organisation, Paris, 2004.
35. Suresh A. S, A study of fundamental a,d technical analysis, International Journal of Marketing, Financial Services and Management Research, Vol. 2, N° 5, 2013.
36. Tchemeni Emmanuel, L'Evaluation des entreprises, Edition Economica, Paris, 1993.
37. Thauvron A, evaluation d'entreprise, Economica, 4ème Edition, 2013, Paris.
38. Topsacalinan, P, Teuilié, J, Finance, Edition Vuibert, 7ème édition, Paris, 2015.
39. Tournier, J-B ; Tournier, J-C, Evaluation d'entreprise- Que vaut une entreprise : Eyrolles, 4^{ème} édition, 2007, Paris.
40. Vernimmen, P, Finance d'entreprise, édition DALLOZ, 9ème édition, Paris, 2011.
41. Vernimmen,P,]inance d'entreprise, édition 8 ème, Dalloz, paris, 2010,
42. Vernimmen,P, Finance d'entreprise, 17^{eme} édition, DALLOZ, Paris, 2019.
43. Vincent Juguet et autres, Evaluation d'entreprise- Gestion appliquée, Pearson éducation, Paris, 2009.

44. إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة القاهرة، 1995.
45. أحمد الصيرفي، إدارة المال: تحليل هيكله، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2009.
46. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، زهيدة بن عبد الرحمان، التسيير المالي: الإدارة المالية، الجزء الأول، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، عمان، 2019.
47. بريس نورة، تقييمي المؤسسات في إطار سياسة الخصوصية- دراسة مؤسسة عمومية، أطروحة دكتوراه في شعبة العلوم المالية، جامعة باجي مختار عنابة، 2017، ص 178.
48. بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للخدمات الأبار "ENSP"، دكتوراه علوم، جامعة الجزائر، 2010.
49. بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012، ص 24.
50. بن اعمر بن حسابن، لحسن جديدن، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012.
51. بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، منشورات كليك، الجزائر، 2015.
52. البند 1-134 و3-134، للقرار المؤرخ في 26 جويلية 2008.
53. بوشنين ليلى، محاضرات في تحليل الأسواق المالية، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص تجارة دولية، جامعة سطيف 1، 2019.
54. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
55. جلال ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009.
56. حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم- دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015.
57. حيرش عبد القادر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، موجهة إلى طلبة السنة الثالثة علوم التسيير، تخصص مالية البنوك والتأمينات، جامعة تيارت، 2018.
58. خالد فراح، مطبوعة في التقييم المالي للمؤسسة: محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2016.
59. خالد فراح، مطبوعة في التقييم المالي للمؤسسة: محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2016.
60. رفيق يوسف، دور النظام المحاسبي المالي في تفعيل طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة مؤسسة NCA-Rouiba، أطروحة دكتوراه في العاوم التجارية، جامعة الدكتور يحي فارس المدية، 2016.
61. الزبيدي حمزة محمود، أساسيات التحليل الفني (فن قراءة المخططات البيانية للأسعار)، دار الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
62. الزبيدي حمزة محمود، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2000.
63. سعادة اليمين، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيدها: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة سطيف، 2009.

64. سويسي هوارى، إشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر- دراسة حالة مؤسسة الأشغال التكميلية للبناء بورقلة ETRACOB، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001.
65. سويسي هوارى، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2008.
66. شرابي عبد العزيز، طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
67. صالحى فتيحة، تقييم المؤسسات لأغراض التعامل في البورصة، أطروحة ماجستير في العلوم المالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2006.
68. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002.
69. طارق عبد العال حماد، التقييم "تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
70. عبد الهى مرعى محمد عباس بدوى، مقدمة في الأصول المالية، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2003.
71. عبد الله محمد عبد الرحمان، النظرية في علم الاجتماع (الكلاسيكية)، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2003.
72. عبد المجيد المهيلبي، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة والنشر، القاهرة، ط6، 2004.
73. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010.
74. عقبة خضير، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2020.
75. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالى وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: حالة بورصة الكويت (2006-2008)، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008.
76. عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالى لأساسي في تقييم الأداء- دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011.
77. عماني لمياء، بن علي سمية، الخيارات الحقيقية: خلق القيمة والمرونة، مجلة إضافات، العدد 04، جامعة غرداية، 2018.
78. عماني لمياء، بن علي سمية، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية: التركيب المالى وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية، ط1، 2021.
79. القانون رقم 11-07 الصادر في 2007/11/25 المتضمن النظام المحاسبي المالى الجديد، الفقرة 121-21.
80. القانون رقم 11-07 الصادر في 2007/11/25 المتضمن النظام المحاسبي المالى الجديد، الفقرة 121-21.
81. لزعر محمد سامي، التحليل المالى للقوائم المالية وفق النظام المالى المحاسبي، دراسة حالة، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
82. المادة 1-126 من القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008.
83. المادة رقم 2-312 من القرار المؤرخ بتاريخ 26 جويلية 2008.
84. محمد حسني علي حسن زغلي، أثر الخداع النقدي على أسواق الأوراق المالية الصاعدة (مع الإشارة إلى سوق الأوراق المالية المصري)، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012.

85. محمد سمير الصبان وآخرون، المحاسبة المتوسطة "القياس والإفصاح وفقا لمعايير المحاسبة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2002.
86. محمد سمير الصبان وآخرون، دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
87. محمد صالح الحناوي، رسيمة قريفاص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
88. مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
89. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
90. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، القاهرة، 2008.
91. ناصر داداي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية الجزائر، 2008.
92. نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، تقييم المؤسسات، دروس وتطبيقات، الدار الجزائرية للطبع والتوزيع، ط1، 2018.
93. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
94. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة الجزائر، 2008.
95. هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، ص، ص، 55-70، 2009.
96. هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010.
97. يونس ابراهيم حيدر، الإدارة الاستراتيجية للمؤسسة، التحليل الاستراتيجي، أساليبه، نماذجه، وأدواته، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، 2005.