

المحاضرة الثالثة عشر : طرق التقييم المرتكزة على العائد والتدفقات

ترتکز هذه المقاربة على العوائد والتدفقات، التي تعتمد في جانب كبير منها على المداخل الصافية المحققة أو التي ستحققها المؤسسة والمستقة من مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وبالتحديد من جدول حسابات النتائج، بالإضافة إلى مخرجات عملية التشخيص ممثلة في النتيجة المستقبلية (المتوقعه).

1- الطرق المرتكزة على مقاربة الربح (العائد):

وتمثل في: قيمة المردودية ونسبة سعر السهم/ العائد

1.1- قيمة المردودية: تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من الطرق الأكثر إستعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب العلاقة التالية¹:

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

حيث أنّ:

V: تمثل قيمة المؤسسة

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع I: معدل الإستحداث

وما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة أنّها تحمل ثلاث متغيرات: تمثل في: الربح، معدل الإستحداث، ومدة الإستحداث، والتي نستعرضها فيما يلي:

1.1.1- الربح: تتخذ الطرق التقليدية ذلك الربح المحصل عليه في السنوات الثلاث أو الخمس الماضية التي تسبق عملية التقييم، حيث يتم حسابه كما يلي:

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

حيث أنّ: P: تمثل ربح السنة الفارطة.

¹ Choinel Alain, op.cit, P128.

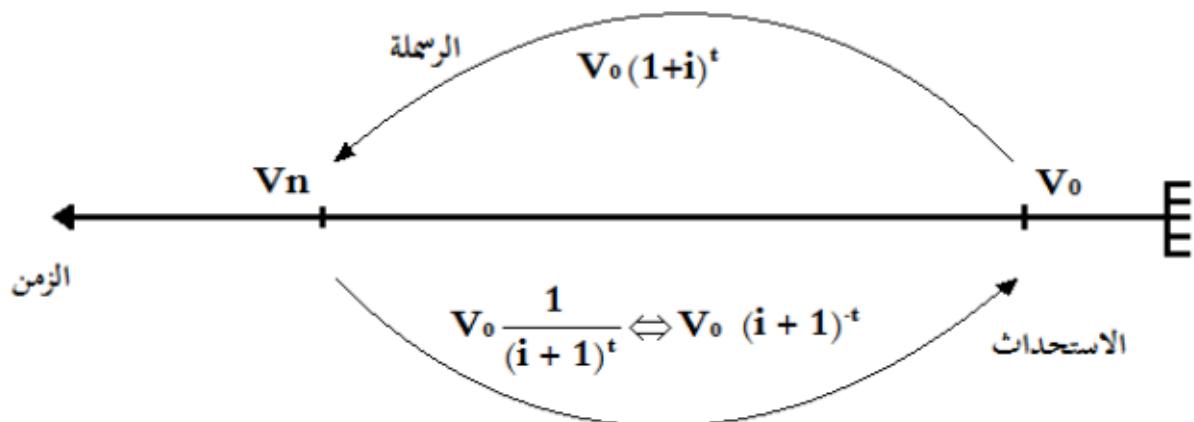
إلا أنه ما يلاحظ على هذه الطريقة أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كونها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية، بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، ونعلم جيداً بأن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلاً، وليس ما حققته في الماضي، لذا كان هناك ما يسمى بالربح الناتج عن التوقعات².

وعموماً وإحتراماً لمبدأ قيمة المردودية يتم استعمال الأرباح المقدرة، أما إذا تعذر الأمر في إيجادها أو كان هناك سوء تقديرها فلا مانع من استعمال الأرباح الماضية (الربح الصافي المصحح)

2.1.1- معدل الاستحداث: يرتبط بعدة عوامل تتمثل في التضخم، تكلفة النقود المستعملة، والمخاطر المرتبطة بالإيراد المستقبلي و بالجو العام، حيث يعتبر تحديث معدل الاستحداث من الأمور الصعبة، ويتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعاً لاختيار الربح المأخذ في الحسبان، فإذا تم اختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي معدل الفائدة على رؤوس الأموال طويلة الأجل، أما إذا تم اختيار الربح المتوقع، نضيف على معدل السوق علامة الخطأ، بغية تجنب تأثيرات عدم التأكيد التي تحيط بالتوقعات³.

وتجدر الإشارة إلى أن الرسملة والاستحداث وجهان لعملة واحدة، وتمثل في سعر الوقت و يمكن توضيح كل منهما في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (02): الاستحداث والرسملة لقيمة



Source : Vernimmen Pierre, Finance d'entreprise, P316.

- **الربح الناتج عن التوقعات:** وهو ببساطة الربح الذي يتم حسابه في التصريح، حيث يمتد حبيبه مردوديه الأموال المستثمرة، ومع ذلك فإنه يرجح بشكل صحة التوقعات، هذه الأخيرة التي تحصل عليها باستخدام الأساليب الإحصائية أو المعازنات التخطيطية.

³ هواري سويسسي، مرجع سابق، ص 90.

حيث أن:

V_n : القيمة المستقبلية V_0 : القيمة الحالية

t : عدد السنوات j : معدل الاستحداث

3.1.1- مدة الاستحداث: إن مدة الاستحداث (التوقعات) هي قصيرة جدا مقارنة مع مدة حياة المؤسسة، ما بين ثلات وخمس سنوات، وسبب اختيار فترة قصيرة هو أن فترة التوقعات لمدة طويلة تؤدي إلى عدم التأكيد، ونشير إلى أن الفترة القصيرة ملائمة للمؤسسات ذات النمو القوي والتطور التكنولوجي السريع التي تجعل الاستثمارات تقنيات قديمة ومتجاورة مع أن مدتها الاقتصادية لم تنتهي بعد⁴.

2.1- نسبة السهم/ الربح (PER) : تلعب هذه العلاقة دوراً مهماً في تقييم المؤسسات، حيث تستخدم الطريقة الانجلوساكسونية () ليس فقط لكنها مصطلح انجليزي، وإنما لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، ويشير "" إلى عدد مرات التي يتم فيها تعطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية⁵:

$$V = ()$$

ويعرف "PER" لأصل م
ومن ثم فهو بين فترة الإستحداث
الربح السنوي الذي يطرحه،
نسبة السعر/الربح في الأسواق
المالية بحيث تشير إلى "كم من الربح" تقبل هذه الأخيرة دفعه على ورقة مالية (سهم)، ما،
أو بمعنى آخر نقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما⁶، ولهذا الغرض
نجدها تستعمل كثيراً في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين مختلف القطاعات
والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ، والمساعدة في التحليل لمعرفة

⁴ بكارى بلخير، مرجع سابق، ص 93.

⁵ Choinel Alain, *op.cit*, P130.

⁶ J.Brilmane et C.Maire, *op.cit*, P143.

أو ضاء الأسواق المالية للمحللين الماليين، كما تلعب دوراً مهما في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المنسنة وغير المنسنة.

1.2.1- تقييم طرقة "PER":

1.1.2.1- بالنسبة للمعامل سعر/الربح (العائد) "E/P": تكون هذه النسبة من طرفين، وعليه فداللاتها مرتبطة بطبيعتهما وقيمتها، والتي لا بد من الوقوف عليهما لتعدادهما⁷:

- السعر "Price": يتم الحصول على السعر من خلال البورصة، حيث توجد عدة تعاريف يمكن أن تدخل في حساب النسبة وهي:

- * آخر سعر معروف أو حديث للسهم؛
- * السعر في 31/12 لسنة المالية؛
- * السعر المتوسط لفترة معينة، شهر، ثلاثي، سنة،...؛

- الربح "Earning": فيما يخص الربح يجب طرح ثلاثة تساويات:

- * أي ربح مقصود؟ ربح صافي من الضررية، نتيجة جارية صافية...؟
- * هل الربح الصافي مأخوذ معالج، بمعنى صحيح من طرف الخبراء أم لا؟
- * ما هي الفترة الكتالعقة بهذا الربح الصافي لسنة الماضية، الربح المقدر لسنة الجارية الناتج عن بناء سلسلة من الأرباح السابقة، الربح المتوقع لسنة القادمة.

لكن الربح الأنسب لهذه النسبة ليس آخر ربح المحصل عليه، وإنما هو الربح المقدر سواء لسنة الجارية أو للسنوات السابقة⁸.

2.1.2.1- بالنسبة لإمكانية إستعمالها: تستعمل هذه الطريقة معرفة قيمة المؤسسات المنسنة وغير المنسنة، وذلك بتطبيق نسبة "P/E" لمؤسسة منسنة في تقييم مؤسسة أخرى مشابهة لها، وتعمل في نفس القطاع، وتستعمل في تقييم المؤسسات غير المنسنة بالخصوص، غير أنه ينصح بأخذ الحيطة والحذر في إستعمالها كون أن معطيات النسبة لا تخصها مباشرة، وذلك بإلغاء العوامل التي تحول دون مماثلتها لواقع المؤسسة المراد تقييمها، كما أنه

⁷ J.Brilmane et C.Maire, *op.cit*, P58.

⁸ Choinel Alain, *op.cit*, P130.

غالباً ما يتم القيام بتخفيض نسبته إلى 30% وأحياناً تصل إلى 50% وذلك للجمود الكبير الذي يعرف رأس المال المستثمر في المؤسسات غير المسعرة⁹.

3.1.2.1- احتياطات استعمال "P/E": تكون نسبة "P/E" متاحة بشكل سهل، بما أن مرجعها السوق المالية، إلا أن هناك بعض الاحتياطات عن الاستعمال يجب أن تأخذ في الحسبان¹⁰:

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

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

- 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؛

- يتطلب التطبيق الجيد لهذه الطريقة معرفة معمقة للمؤسسة، لمنافسيها وللقطاع، لترجم خصوصيتها في شكل تغيرات في النسبة "P/E" مقارنة مع المتوسط الملاحظ؛

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

2- الطرق المرتكزة على التدفقات: يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أنجلوسكسونيا، وذلك من خلال تسميته الأصلية "Cash flow" التي توضح من جهة ما يسمى "Cash on flow" المعبر عن المخرجات من السيولة ومن جهة أخرى ما يسمى "flow" الذي يعبر عن المدخلات من السيولة والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي "Net Cash flow"، وقد يستعمل كم rádif لهذا المفهوم باللغة الفرنسية ما يسمى

⁹ J.Brilmane et C.Maire, *op.cit*, P67.

¹⁰ Choinel Alain, *op.cit*, P132.

بالقدرة على التمويل الذاتي "CAF" الذي يساوي الربح الصافي مضافةً إليه مخصصات الإهلاك وتغيرات بعض المؤونات¹¹.

وتحسب القدرة على التمويل الذاتي بالعلاقة التالية¹²:

القدرة على التمويل الذاتي "CAF" = الربح الصافي + مخصصات الإهلاك والمؤونات

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

1.2- 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 الإهلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلاً للقدرة الربحية، وتعطى العلاقة لحسابه كما يلي:

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

حيث أنّ **CAF_t** : القدرة على التمويل الذاتي للفترة (t).

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

2.2- التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة: 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

* **CAF** : Capacité d'autofnancement

¹¹ Mauguire.H, *l'Evaluation des entreprises non cotées*, édition Bordas, Paris, 1990, P P 23-24.

¹² بكارى بخیر، مرجع سابق، ص 120.

بالاستثمار، مجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، وعموماً نجد مدتها تتراوح بين 5 و 10 سنوات، بعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية). ضمن هذه الطريقة تعتبر أن المؤسسة كيان من حيث القيمة لا ترتبط بربتها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح¹³.

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 المركبات¹⁴، ففي الحقيقة هي مقاربة جوهرية لاعتمادها على حساب القيمة الحالية لتدفقات الخزينة المستقبلية المستحدثة بمعدل يمثل الإستحقاق الوسطي لمكافأة حاملي الأموال للمؤسسة بالأخذ في الحسبان لمخاطرها.

ويمكن تحديد قيمة المؤسسة وفق تدفقات الخزينة المستحدثة على النحو الآتي¹⁵:

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

حیث اُن:

DCF_i: التدفق النقدي المتاح بالنسبة لـ i : قيمة المؤسسة

t: معدل الاستحداث n: عدد سنوات المأخذ كآفاق للتقدير

قيمة المؤسسة المتبقية: V_t

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح إنطلاقاً من النتيجة المحاسبية الصافية كما يلي¹⁶:

التدفق النقدي المتاح = النتيجة العملياتية خارج المصروفات المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات + مخصصات الاهلاك - التغير في احتياط رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول - الاستثمارات

¹³ بکاری بلخیر، مرجع سابق، ص 104.

¹⁴ J.Brilmane et C.Maire, *op.cit*, P 155.

¹⁵ بكارى بخیر، اهمية مقاربة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012، ص 24.

¹⁶ J. Barrean et Delahaye, *Gestion financière : manuel et application*, édition Dunod, Paris, 9^{ème} édition, 2000, P301.

ويقوم بعض الخبراء بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركة القروض (زيادة وتسديد القروض) ^ن وعليه يصبح حساب المفهوم على النحو التالي¹⁷:

$$\begin{aligned}
 \text{تدفقات الإيرادات} &= \text{الربح الصافي المصحح بعد الاهلاك وقبل الضريبة} + \text{المصاريف المالية} + \\
 &\text{الاهلاكات الاقتصادية} + \text{قيمة التنازل عن الاستثمارات} + \text{قروض إضافية ومتوسطة وطويلة الأجل} \\
 \text{تدفقات المصاريف} &= \text{الارتفاع في احتياج رأس المال العامل} + \text{تكلفة الاستثمارات السنوية} + \text{أقساط} \\
 &\text{إهلاك القروض} \\
 \text{التدفق النقدي المتاح} &= \text{تدفقات الإيرادات} - \text{تدفقات المصاريف}
 \end{aligned}$$

طرح هذه الطريقة (تدفقات الخزينة المستحدثة) كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالاً في تحديد عناصر حسابها في ظل عدم وجود إجمالي وتوحيد لهذه العناصر، والمتمثلة في مفهوم التدفق النقدي المتاح، الفترة المستحدثة، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهاية (المتبقية) للمؤسسة، مما يجعل تطبيقها من طرف عدد من الخبراء ينتج اختلافاً في قيمة نفس المؤسسة في ظل عدم الإجمال في مكوناتها.

إن مقاربة التدفقات هي مقاربة جد حساسة، وأيضاً عملية تطبيقها صعبة نظراً للعناصر المكونة لها (إعداد التدفقات المستقبلية، تحديد تكلفة رأس المال، تحديد معد الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهاية)، وبالتالي فإن نتيجة التقييم مرهونة بشكل مباشر باختيار تلك العناصر، والاختيار بدوره مشروط جداً بما هو متظر من نتيجة التقييم (استمرار نشاط المؤسسة، الدخول إلى البورصة... الخ).

¹⁷ Choinel Alain,

P135.