

## المحور الثالث: طرق تقييم المؤسسات

. تمهيد

المحاضرة الأولى: طرق التقييم المعتمدة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول)

المحاضرة الثانية: طرق التقييم المرتكزة على العائد والتدفقات

المحاضرة الثالثة: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة "Good Will"

## تمهيد:

تظهر أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة، والتي لا تطرح مشاكل في حسابها، بقدر ما تطرحه في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها (تعدد المداخل، معدل الاستحداث) ويضاف إلى ذلك الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في حد ذاتها، فهناك طرق تعتمد على منظور الذمة المالية للمؤسسة (الميزانية)، وأخرى تعتمد على المنظور المرتكز على ما ستصدره المؤسسة أو أسهمها في المستقبل من عوائد وتدفقات، إضافة إلى طرق تعتمد على منظور الفائض، ففي ظل ذلك تبرز إشكالية إيجاد القيمة المناسبة للمؤسسة في ظل هذا التباين والاختلاف في المناظير وطرق تقييم المؤسسات. وعليه، فاستعراض طرق قياسا لقيمة يهدف إلى إبراز أهم الاختلافات بينها من خلال دراستها ضمن المناظير المنتمية إليها، بحيث أنكل منظور أو طريقة تكون صالحة لمؤسسة دون أخرى، كما أنّها تكون صالحة في ظرف لنفس المؤسسة دون آخر، باعتبار أنّها مبنية على فرضيات مختلفة وذلك تبعا لنوع المؤسسة وخصوصيتها وكذلك الهدف من وراء تقييمها، وكذا محيطها الذي تنشط فيه، وبالتالي فالتقييم الموضوعي هو الذي يأخذ في الاعتبار طرق التقييم المناسبة منها، إلا إذا كانت لديه إحاطة شاملة المناظير والطرق المستعملة في التقييم.

## المحاضرة الأولى: طرق التقييم المعتمدة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول)

إن لمقاربة الذمة المالية أهمية قصوى في مجال التقييم، حيث من خلالها يمكننا التعرف على قيمة المؤسسة محل التقييم، التي يعود إليها المهتمين المؤسسة، بالرغم من اعتمادها على ماضي المؤسسة وحاضرها إلا أنه لا نستطيع الاستغناء عنها، لأنها تساعدنا في اتخاذ قرارات الخوصصة أو الشراكة أو البيع أو التفريغ، أو أي قرار تسييري معيّن أو أي مبرر من مبررات التقييم.

1- تقييم عناصر الاستثمارات المادية: وتتمثل أساسًا في الأراضي والمباني والمعدات والتي هي ملك للمؤسسة، ويمكن أن تكون ضرورية للاستغلال، كما يمكن أن تكون خارجة عنها، فبالنسبة للأخيرة تقيّم بمعزل عن الأصل الصافي المصحح وقيمتها نعيد إضافتها للقيمة الإجمالية للمؤسسة<sup>(1)</sup>، فهي تعتبر خزينة متاحة يمكن الاستفادة منها إما:

- لتمويل دورة استغلال المؤسسة، أو تمويل استثمارات مستقبلية؛

- أو يستفيد منها مشتري محتمل للمؤسسة لتمويل شرائها.

إذ تقيّم هذه العناصر غير الضرورية للاستغلال بالقيمة السوقية الصافية حسب الصيغة التالية<sup>(2)</sup>:

$$\text{القيمة السوقية الصافية} = \text{سعر البيع} - \text{الضريبة على فائض القيمة} - \text{تكلفة الإنجاز}$$

ومنه نعلم القيمة السوقية من أجل حساب سعر الأصول التي يكون المالك الجديد في غنى عن الاحتفاظ بها، إما لأنها لا تتعلق بالاستغلال للمؤسسة الهدف أو للشركة التي هي بصدد شرائها، وإما لأن هذه العناصر لا تدخل ضمن الآفاق المستقبلية التي يصبو إليها المالك الجديد<sup>(3)</sup>.

أما العناصر الضرورية للاستغلال فهي التي تم إدخالها في حساب وتقي بقيمة الاستعمال، ولهذا نرى ضرورة الفصل بين العناصر الضرورية للاستغلال، والعناصر غير الضرورية له، لأن أساس التقييم يختلف.

(1) Tchameni Emmanuel, *Evaluation des entreprise, édition Economica, Paris, 1993, P12.*

(2) *Ibid, P13.*

(3) *Ibid, p14.*

1.1- الأراضي: في الحقيقة هناك عدة طرق مستعملة في تقييم الأراضي، يمكن حصرها ضمن طريقتين أساسيتين وهما:

- 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 السوق<sup>(1)</sup>.  
ويجب أن نميز 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<sup>(2)</sup>:

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

قيمة الأرض المبنية فنحصل عليها من العلاقة الآتية<sup>(3)</sup>:

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

- التقييم بواسطة التكلفة العقارية: يتم استعمال هذه الطريقة في تقييم الأراضي المبنية، حيث يتم الإعتماد على التكلفة العقارية للمبنى، التي تضم سعر الأراضي وأتاع 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 للمبنى، ويمكن معرفة التكلفة العقارية للمتر المربع الواحد عن طريق بنايات أنجزت حديثاً في مناطق مجاورة<sup>(4)</sup>.

(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، مرجع سابق، ص 57.

(3) المرجع نفسه، ص 57.

(4) Choinel Alain, *Introduction à l'ingénierie Financière*, édition ia Revue Banque, Paris, 1991, P63.

وعليه فإن حساب قيمة الأرض المبنية يتم حسابها على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

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

2.1- المباني: يمكن حساب قيمة المباني وفق مقاربتين هما<sup>(2)</sup>:

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

$$\text{القيمة الإستعمالية للمبنى} = \text{المساحة المبنية} \times \text{تكلفة البناء للمتر المربع} \times \text{معامل القدم} \times \text{معامل الامتلاك}$$

مدة الإهلاك 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%.

- مقارنة 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<sup>(3)</sup>:

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 يبيعه أثناء عملية التقييم، فنطبق على تلك القيمة معامل القدم ( باستخدام السن، الحالة،...)، لكن الإشكالية في تطبيق هذه

(1) Choinel Alain, op.cit, P63.

(2) Ibid.

(3) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص ص 58-59

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:

$$\text{القيمة المبنى} = \text{القيمة الجديدة} \times (1 - \text{معامل القدم } (R))$$

$$R = \frac{(1 - T_0)}{T_N} \quad \text{علمًا أن:}$$

حيث أن:  $(T_0)$ : 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 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 أنّ 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"<sup>(1)</sup>، إذ نلاحظ أن النظام جاء حقيقية ليساعد المؤسسات في التعرف على قيمتها.

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

3.1- المعدات: تقيم بطرق لا تختلف عن سابقتها المطبقة في المباني إلى درجة أن بعضا منها يمكن استعماله في تقييم المعدات، كما يمكن استعماله في تقييم المباني.

ويمكن توضيح هذه الطري على النحو التالي:

- التقييم بواسطة قيمة الاستعمال: تعتمد في تقييمها للمعدات على القيمة الجديدة المصححة في تطبيق معاملات تسمح بالأخذ في الحسبان مدة الحياة الباقية، والتي يمكن تقديرها من خلال معدل الاستخدام ومدى أهمية الصيانة المطبقة، وعليه يمكن حساب قيمة الاستعمال بالعلاقة الآتية<sup>(1)</sup>:

$$\text{القيمة الإجمالية} = \frac{\text{القيمة المحاسبية الصافية} \times \text{القيمة الجديدة}}{\text{القيمة الإجمالية}}$$

علمًا أنّ هذه الطريقة يمكن تطبيقها إذا كانت الاهتلاكات المحاسبية مقاربة للإهتلاكات التقنية، أما إذا كانت ليست كذلك يجب القيام بتصحيحها، بمعنى أننا نقرب الاهتلاكات المحاسبية إلى الاهتلاكات التقنية ثم نطبق الطريقة.

- التقييم عن طريق المقارنة: تعتمد طريقة المقارنة في تقييمها للمعدات على إيجاد قيمة معدات موجودة في سوق الأدوات المستعملة، حيث يتعين على الخبير هنا إيجاد آلة من نفس الطبيعة والنوعية وتخصصات الاستعمال والقدرة التقنية،... للآلة المراد تقييمها، وبالرغم من موضوعية هذه الطريقة في إيجاد قيمة الآلة المستعملة، إلا أنّه عند تطبيقها يواجه الخبير صعوبات تكمن في إيجاد الآلة المماثلة في سوق الأدوات المستعملة، لهذا يتطلب الأمر دراسة عميقة ودقيقة في تحديد أسعار هذه الآلة من خلال إيجاد السوق التي تناسب علامة الجهاز الموجود بالمؤسسة، ذلك حتى يكون هناك اقتراب حقيقي في تقدير قيمة المعدات.

<sup>(1)</sup> Choinel Alain, op.Cit, P140.

- التقييم عن طريق تكلفة الحيازة: تقيم المعدات وفق هذه الطريقة بتكلفة الحيازة التي يتم تصحيحها بمعامل إعادة التقييم، وكذا معامل القدم، حيث توجد نماذج معيارية لحساب هذا الانخفاض والنموذج

$$\frac{\text{المدة المتبقية}}{\text{العمر الكلي للاستعمال}} \times (\text{مؤشر السعر} + 1) = \text{تكلفة الحيازة (1)}$$

- التقييم عن طريق إعادة التقييم: تقوم هذه الطريقة على استحداث الاستثمارات في حالة تعدد سنوات الحيازة، وذلك باستعمال معامل الاستحداث ومعامل القدم، ويمكن استخدامها بمجموعة من الآلات المتجانسة<sup>(2)</sup>.

نفس الشيء فالنسبة لتقييم المعدات قد نص عليه النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 121-21 حيث جاء نصها كما يلي<sup>(3)</sup>: ".....والقيمة الحقيقية لمنشآت الإنتاج هي أيضاً قيمتها في السوق، وعند غياب مؤشرات تدل على قيمتها في السوق ( منشأة متخصصة)، فإنها تقوم بتكلفة تعويضها الصافية من الامتلاك"، ومن هنا أيضاً يتجلى وبوضوح أنّ النظام المحاسبي المالي جاء حقيقة لیساعد المؤسسات في التعرف على قيمتها.

## 2- تقييم عناصر الأصول المالية وعناصر الأصول الأخرى:

1.2- الأصول المالية: تقوم بعض المؤسسات عند وجود فائض أحياناً باستثماره لدى الغير، نهاية السنة تعمل على تقييم أصولها المالية، وقدم نص على هذا أيضاً النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 112-5، 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، فإنّ الكيان يقوم بتقدير القيمة الممكن تحصيلها من الأصل"<sup>(4)</sup>.

(1) Pene Didier, *Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2 : Evaluation et Montages financière*, édition Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, PP 96-97

(2) Pene Didier, *op.Cit*, P140.

(3) القانون رقم 11-07، مرجع سابق، فقرة 121-21، ص 10

(4) القانون رقم 11-07، مرجع سابق، فقرة 112-5، ص 7.



إذن سندات المساهمة المسعرة في البوصة تقيم على أساس متوسط السعر البورصي لعدد معين من الأشهر

الأخيرة، ضف على ذلك أن المساهمة يمكن أن تكون بنسبة كبيرة أو بنسبة صغيرة فنكون أمام حالتين<sup>(1)</sup>:

- إما أن المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات آخرين ومن ثم فإنّ هذه الأخيرة تعتبر فروعاً

من المؤسسة المساهمة، وبالتالي تقيّمها يتم تبعاً لنفس المبادئ المستعملة للمؤسسة الأم وبعدها ندمجها؛

- أما في حالة أين تكون المؤسسة مساهمة بنسبة صغيرة؛ أي أنّ المؤسسة تكون متنوّعة لحافظتها المالية فإنّ

عملية تقيّمها تتم حسب أسس منها استخدام سعر التكلفة؛ أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم.

- 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.

- استخدام سعر السوق الجاري كأساس للتقييم: ويتطلب تعديل القيمة الدفترية لسندات المساهمة لكي

تعكس القيمة السوقية الجارية، إلا أنّ هذا نجده مخالفاً 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.

- 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

(1) محمد سمير الصبان وآخرون، دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص 271-

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.

كما يمكن أيضاً تقييم المساهمات الصغيرة باستخدام إحدى الطرق الآتية:

- بقيمتها التفاوضية (خاصة إذا كانت أسهم المؤسسة مسعرة في البورصة)؛

- برسمة الأرباح الموزعة لخمس سنوات حتى عشر سنوات؛

- بأخذ متوسط القيم الناتجة من مختلف الطرق.

لكن بصدور النظام المحاسبي المالي حسم هذا الأمر وهذا نستشفه 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.

2.2- عناصر الأصول الأخرى: تتمثل عناصر الأصول الأخرى في المخزونات.

- مفهوم تقييم المخزونات: ففي حالة المؤسسات الصناعية تقييم المخزونات عموماً لا يطرح إشكال كبير

باستثناء المنتجات التي هي في حالة سيئة، ففي أي حال يجب أن يتم التخفيض على قيمتها المحاسبية،

فالمخزونات محاسبياً يمكن أن تكون بأقل أو بأعلى تقييم، وينتج من عاملين أساسيين هما:

- وجود مخزونات مخفية؛

- تقييم المخزونات تبعاً للظروف الجبائية التي تؤدي التقليل من قيمتها مقارنة مع سعر التكلفة.

من الطبيعي أن نأخذ في الحسبان المخزونات المخفية، التي غالباً ما تتراكم بكفالة وبضمان من رئيس

المؤسسة، لكن بشرط أن نطبق تخفيض يساوي إلى الضريبة على أرباح الشركات الذي سيعمل على التقليل

من هذه المخزونات في حالة إعادة دمجها في حسابات المؤسسة، ففي هذه الأخيرة 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، من

الأحسن أخذ القيمة المحاسبية للمخزونات، ونلاحظ احتمالات وجود فائض قيمة.

## \* حالة خاصة تبرر نوعاً من إعادة التقييم:

عندما تكون لدينا 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 الميتة أو النائمة، ويجب أن نفحص بأن كل المخزونات التي لها ضعف شكلت لها مؤونة بصورة جيدة.

كما أنّ عملية تقييم المخزونات تتطلب جرد مادي كامل ودراسة دوراتها، كما تتطلب أيضاً القيام بالإفصاح عن طريق التقديرات المستعملة، وكل ما يحيط بعملية التقييم من جمع المعلومات وتشخيص المؤسسة حتى يكون التقييم سهل وغير مكلف وأكثر دقة.

ونشير أيضاً أنّ تقييم المخزون يخضع إلى طرق التسيير الداخلي والوضعية التقنية والاقتصادية للمنتجات.

- تقييم عناصر المخزون حسب ترتيبها في الميزانية: وتتم كما يلي (1):

- 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.

- المنتجات نصف مصنعة والمنتجات قيد التصنيع: يقيم هذين النوعين من المخزون على أساس سعر تكلفة التصنيع الموافقة لنظام المحاسبة التحليلية.

(1) محمد سمير الصبان وآخرون، مرجع سابق، ص 142.

- 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 الآنفه 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.

3- تحليل طرق التقييم الحديثة المرتكزة على الذمة المالية: وتضم مجموع الطرق التي تمثل الصفة

التاريخية وليس التقديرية، فهذه الطرق تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة؛ أي ميزانيتها، وتتمثل في:

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛

- طريقة القيمة الجوهرية؛

- طريقة الأموال الدائمة للاستغلال.

1.3- طريقة الأصل المحاسبي الصافي:

« يمثل التقييم عن طريق الذمة المالية المقاربة المفضلة لكثير من بائعي المؤسسات المنشأة لمدة طويلة، أين

تراكم خلالها الذمة المالية، وتأخذ المردودية أُنذاك أحد الاتجاهين إما الاستقرار أو الانخفاض، هذه الذمة

يتم تقييمها عن طريق الأصل الصافي»<sup>(1)</sup>.

إنّ الميزانية المحاسبية تسمح بتقدير قيمة المؤسسة، وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أنّ هذا الأخير هو

التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية، والذي يشمل الفرق بين مجموع الأصول مجموع الديون

للمؤسسة، ويتحدّد ذلك وفق المعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

---

<sup>(1)</sup>Kienast Philipe, *l'évaluations des entreprise in Ecyc lopédie du Management*, 1<sup>ère</sup> édition, Vubert, Paris, 1992, P 734

الأصل الصافي = مجموع الديون - مجموع الأصول

ويحسب أيضًا:

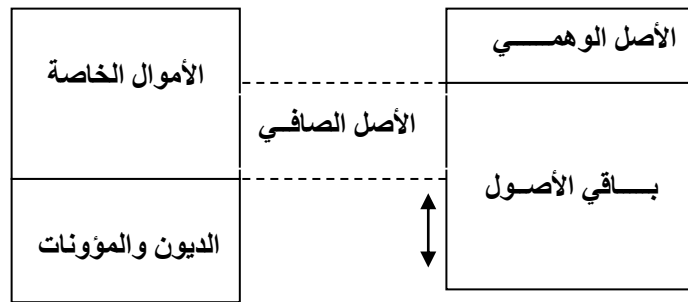
الأصل الصافي = رأس المال + الاحتياطات + النتيجة الصافية

وأيضًا:

الأصل الصافي = رأس المال - الأصول الوهمية

والشكل التالي يوضح الأصل الصافي:

الشكل رقم (01): الأصل المحاسبي الصافي



المصدر: Bellalah Momdher, *Finance Modern d'entreprise*, P 29,

«إنّ الأصل المحاسبي الصافي لا يمثل سوى مقارنة لقيمة المؤسسة، فهو يمثل الحق المالي للمساهم في حالة

التنازل عن نشاط المؤسسة؛ أي أنه يتحدّد انطلاقًا من الأصل المتنازل عليه والديون الحقيقية»<sup>(2)</sup>.

تمثل العناصر الوهمية تلك التي اختفى بعضها كليًا بالنسبة للمؤسسات التي أخذت بعين الاعتبار (IAS-

IFRS)، ونحن في الجزائر أيضًا وبدخول النظام المحاسبي المالي الجديد حيّز 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.

2.3- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

«ويمكن أن نميّز 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

(1) Bellalah Momdher, *Finance Modern d'entreprise*, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2003, P 28.

(2) Langlois.G, Mollet.M., *Gestion Financière*, édition Foucher, Paris, 2005, PP 345-346

للاستغلال، وهذه المعلومات غالبًا 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)<sup>1</sup>.

فبالنسبة لهذه الأخيرة؛ أي الأصل الصافي المصحح، الفرضية القائمة هي: استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية للمؤسسة تقيّم على أساس قيمة الاستعمال، أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيّم بالقيمة السوقية، «مخفّضين منها مصاريف البيع، مستبعدين بعض العناصر المعنوية غير قابلة لتقييم خاص كشهرة المحل المؤسسة، تكلفة حيازة براءات الاختراع، كما نضيف بالمقابل الآلات والمعدات المحازة عن طريق قرض الإيجار»<sup>(2)</sup>.

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<sup>(3)</sup>:

(ANCC) = الأصل الصافي للميزانية – الخصم الحقيقي (ديون حقيقية) – أصول وهمية أو بدون قيمة  
– الخصوم الوهمية ( فارق تحويل الخصوم) ± تصحيحات فائض أو نقص القيمة

ويحسب الأصل المحاسبي الصافي المصحح من وجهة نظر قيمة الاستعمال على أنه رأس مال مستثمر من طرف المساهمين في المؤسسة<sup>(4)</sup>:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) = الأصل الاقتصادي المقيّم بقيمة الاستعمال – الديون

(1) Langlois.G , Mollet.M, op.cit, P347

(2) Mauguere Honri, l'évaluation des entreprise mon cotées, édition Dunod, Paris, 1990, P 19.

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

(4) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 50.

إنَّ قيمة الأصل الصافي المصحح المبينة في الميزانية نادراً ما تتعلّق بالقيمة الاستعمالية الحالية للأصول المستعملة من طرف المؤسسة للأسباب التالية<sup>(1)</sup>:

- التسجيل المحاسبي يتم على أساس التكلفة التاريخية؛

- السيطرة الجبائية بالنسبة للاثبات المحاسبي للإهتلاكات والمؤونات؛

- قيم العناصر المعنوية المسجلة في الميزانية وغياب بعض منها؛

- قيمة سندات المساهمة؛

- الأصول خارج الاستغلال؛

إذن هناك ضرورة لتحليل وتصحيح عناصر الأصول والخصوم المعنية التي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية، هذا التصحيح يسمح بتقدير الأصل الصافي المصحح.

«وفي كل الحالات عمل المقيّم يرتكز انطلاقاً من الميزانية بتعديلها مجموعة بعد مجموعة حول قيمة الأصول والخصوم، حيث نبعد من البداية الأصول المادية للأراضي، والمباني، وباقي الأصول أين تكون قيمة السوق ليس الصعب إيجادها إما بالخبرة، أو الرجوع إلى معلومات حديثة، والعملية تكون صعبة أكثر بالنسبة للأصول المادية المتعلقة بالاستغلال»<sup>(2)</sup>.

وعليه تحسب قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح على النحو التالي:

الأصل الصافي المصحح (ANCC) = مجموع الأصول المصححة – 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

(1) مرجع نفسه، ص52.

(2) *Chapelle philippe, l'évaluation de entreprises, édition economica, Paris, 3ème édition, 2007, P84.*

كالعقاري، العلامات، التقنيات، العقود القانونية وفي النهاية العملية ضروري الأخذ بعين الاعتبار الضرائب المتعلقة بفائض القيمة المحتمل»<sup>(1)</sup>.

- أعمال لا بد التأكد منها قبل الشروع في التقييم وفق طريقة (ANCC):<sup>(2)</sup>

- التأكد من الوجود الحقيقي لعناصر الذمة المالية تاريخ التقييم فمن جهة نجد بعض الأصول الموجودة في الميزانية قد تم التنازل عليها، ومن جهة أخرى أنّ البعض مبيّن في الميزانية؛

- تقدير الاستعمال الحقيقي، وهو ضروري لتمييز العناصر المرتبطة بالاستغلال عن المستقلة عنه لأنّ أساس تقييمها مختلف؛

- السير الحسن للمؤسسة من وجهة نظر استمرارية الاستغلال تأخذ قيمتها التي تعكس وظيفتها؛

- الأصول التي هي حالياً غير مستعملة لكن ستكون مستعملة لاحقاً، فتأخذ قيمتها عن طريق الاختيار، حيث تكون ذات فعالية حسب تطور النشاط مثلاً آلة يمكن أن تخضع للعديد من التغيرات من أجل أن تتكيف مع إنتاج أكثر أهمية، مبنى يقع في قطعة أرض شاغرة ليكون من السهل أن يجرى عليه توسعة، وثم يتم تجنب النقل المكلف؛

- أصول غير مستعملة، ومؤكّد أنّها لن تستعمل فتعامل على أساس خردوات؛

- مراقبة الوضعية الحالية للأصول ( عمرها، نوعية صيانتها، درجة تقادمها، التقنية...)، على سبيل المثال آلة موجودة أصبحت قديمة لا تمثّل ولا فائدة حتى ولو لم يتم شراؤها حديثاً، نفس الشيء آلة لم يتم صيانتها بطريقة جيّدة نجدها تفقد الكثير من طاقتها.

بعد إتمام عناصر الميزانية عنصر بعنصر يتم حساب الذمة المالية كما يلي<sup>(3)</sup>:

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

<sup>(1)</sup>Pierre Florence, *Valoussations d'entreprise et Théorie financière, édition d'organisation, Paris, 2004, P68.*

<sup>(2)</sup> بكاري بلخير، مرجع سابق، ص ص 53-54

<sup>(3)</sup> بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 75.



3.3- طريقة القيمة الجوهرية<sup>(1)</sup>: أدخل مفهوم القيمة الجوهرية القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من طرف خبراء الألمان سنة 1960 وتعرّف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة، وتتميّز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكوّنة لها عن نمط تمويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة.

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 والمستعار)، آخذين في الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار والأتعاب المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة، وتجديد، والحفاظ على المعدات، كما يجب إستبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للإستغلال.

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 للاستغلال

إن ما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة، هو حساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية (الديون المتضمنة في حسابها)، غير أنّه في الواقع نجد بعض الخبراء قد قسموا القيمة الجوهرية، بالإضافة إلى السابقة (الإجمالية) إلى صنفين آخرين، وذلك حسب معيار مكونات تمويل الأصول:

- القيمة الجوهرية الإجمالية المخفّضة: تساوي إلى القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحاً منها الديون بدون فوائد ( كالأموال المتروكة مجاناً تحت تصرف المؤسسة من طرف مسيرها وكذلك قروض الموردین)؛ أي أن:

القيمة الجوهرية (المخفّضة) = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

- القيمة الجوهرية الصافية: تساوي إلى القيمة الإجمالية مطروحاً منها مجموع الديون،

(1) هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص ص 86-

### القيمة الجوهرية (الصافية) = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

فالقيمة الجوهرية الصافية بهذا المفهوم نجدها تقترب من الأصل الصافي المصحح لولا إضافة الأصول المستأجرة أو المستعارة إليها؛ أي أن القيمة الجوهرية الصافية تزيد عن الأصل الصافي المصحح بقيمة العناصر المستأجرة أو المستعارة الضرورية للاستغلال.

4.3- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال: تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف "A.Barnay" و "G.Calba"، حيث يعتبر البديل الذي جاء على أثر الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصًا ما يتعلّق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال<sup>1</sup>، ويتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الإعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال، إذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة للاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل<sup>2</sup>.

وتحسب الأموال الدائمة والضرورية للاستغلال بالمعادلة التالية:

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال} + \text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال}$$

مع العلم أنّ القيم الثابتة تتضمن الاستثمارات المحصل عليها عن طريق تقنية القرض الإيجاري وكذلك العتاد المستأجر.

تعتبر طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال أكثر نجاعة عند استعمالها في التوقعات المستقبلية، لأنّ هذه الأخيرة متناسقة مع حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل الواجب تمويلها، على عكس طريقة القيمة الجوهرية الإجمالية التي لا تصلح لأن تستعمل في المستقبل لعدم تناسق الربح التوقعي (عنصر ديناميكي)، ومكوناتها (عناصر ثابتة)، وعليه فهي تصلح في الماضي لسهولة حسابها<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> Patrice Vizza vona , *Pratique de gestion, Tome3 : Evaluation des entreprise, édition BERTI, Tipaza, 1990, P18.*

P14.

<sup>(2)</sup> Ibid.

<sup>(3)</sup> Pierre Florence, *op.cit*, P26.

إن 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.

## المحاضرة الثانية: طرق التقييم المرتكزة على العائد والتدفقات

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

### 1- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (العائد):

وتتمثل 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 استعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب العلاقة التالية<sup>1</sup>:

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

حيث أن:

V: تمثل قيمة المؤسسة      n: عدد السنوات

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع      a: معدل الاستحداث

وما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة أنها تحمل ثلاث متغيرات: تتمثل في: الربح، معدل الاستحداث، ومدة

الاستحداث، والتي نستعرضها فيما يلي:

- الربح: تتخذ الطرق التقليدية ذلك الربح المحصل عليه في السنوات الثلاث أو الخمس الماضية التي تسبق

عملية التقييم، حيث يتم حسابه كما يلي:

<sup>(1)</sup>Patrice Vizza vona , op.cit, P128.

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

حيث أن:  $P(t-A)$ : تمثل ربح السنة الفارطة.

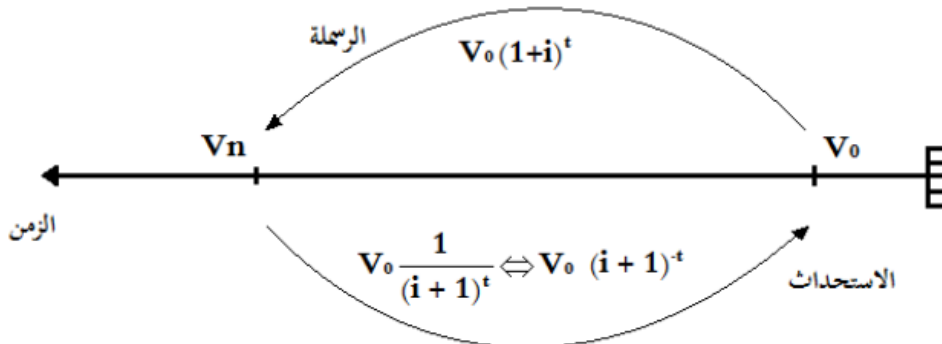
إلا أنه ما يلاحظ على هذه الطريقة أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كونها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية، بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، ونعلم جيداً بأن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلاً، وليس ما حققته في الماضي، لذا كان هناك ما يسمى بالربح الناتج عن التوقعات<sup>(\*)</sup>.

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

- 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 المأخوذ في الحسابان، فإذا تم إختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي معدل الفائدة على رؤوس الأموال طويلة الأجل، إما إذا تم إختيار الربح المتوقع، نضيف على معدل السوق علاوة الخطر، بغية تجنب تأثيرات عدم التأكد التي تحيط بالتوقعات<sup>(1)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن الرسملة والاستحداث وجهان لعملة واحدة، وتتمثل في سعر الوقت ويمكن توضيح كل

منهما في الشكل رقم (04): الاستحداث والرسملة



المستثمرة،  
ات التخطيطية.  
رجع سابق، ص 90.

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

(\*) الربح  
ومع ذلك  
هو<sup>(1)</sup>

حيث أن:

$V_0$ : القيمة الحالية  $V_n$ : القيمة المستقبلية

$i$ : معدل الاستحداث  $t$ : عدد السنوات

- مدة الاستحداث: إنّ مدة الاستحداث (التوقعات) هي قصيرة جدا مقارنة مع مدة حياة المؤسسة، ما بين ثلاث وخمس سنوات، وسبب إختيار فترة قصيرة هو أن فترة التوقعات لمدة طويلة تؤدي إلى عدم التأكد، ونشير إلى أنّ الفترة القصيرة ملائمة للمؤسسات ذات النمو القوي والتطور التكنولوجي السريع التي تجعل الاستثمارات تقنيات قديمة ومتجاوزة مع أن مدتها الاقتصادية لم تنتهي بعد (1).

2.1- نسبة السهم/ الربح (PER) : تلعب هذه العلاقة دورًا مهمًا في تقييم المؤسسات، حيث تستخدم الطريقة الانجلوساكسونية ليس فقط لكنها مصطلح انجليزي، وإنما لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، ويشير "PER" إلى عدد مرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية(2):

$$V = (P/E)B$$

ويعرف "PER" لأصل مالي على أنه نسبة سعر الأصل إلى الربح السنوي الذي يطرحه، ومن ثم فهو بين فترة الاسترداد اللازمة لهذا الأصل، تستعمل نسبة السعر/الربح في الأسواق المالية بحيث تشير إلى "كم من الربح" تقبل هذه الأخيرة دفعة على ورقة مالية (سهم)، ما، أو بمعنى آخر مرة نقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما<sup>3</sup>، ولهذا الغرض نجدها تستعمل كثيرًا في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 93.

(2) Choinel Alain, *op.cit*, P130.

(3) *Ibid.*, P143.

مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ، والمساعدة في التحليل لمعرفة أوضاع الأسواق المالية للمحللين الماليين، كما تلعب دورًا مهمًا في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المسعرة وغير المسعرة.

- تقييم طريقة "PER":

- بالنسبة للمعامل سعر/الربح (العائد) "P/E": تتكون هذه النسبة من طرفين، وعليه فدلالتهما مرتبطة بطبيعتهما وقيمتهما، والتي لا بد من الوقوف عليهما لتعدادهما<sup>(1)</sup>:

- 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 12/31 للسنة المالية؛

\* السعر المتوسط لفترة معينة، شهر، ثلاثي، سنة...؛

- الربح "Earning": فيما يخص الربح يجب طرح ثلاث تساؤلات:

\* أي ربح مقصود؟ ربح صافي من الضريبة، نتيجة جارية صافية...؛

\* هل الربح الصافي مأخوذ معالج، بمعنى صحيح من طرف الخبراء أم لا؟

\* ما هي الفترة المتعلقة بهذا الربح الصافي للسنة الماضية، الربح المقدر للسنة الجارية الناتج عن بناء سلسلة من الأرباح السابقة، الربح المتوقع للسنة القادمة.

لكن الربح الأنسب لهذه النسبة ليس آخر ربح المحصل عليه، وإنما هو الربح المقدر سواء للسنة الجارية أو للسنوات السابقة<sup>(2)</sup>.

(1) Choinel Alain, *op.cit t*, P58.

(2) *Ibid*.

- بالنسبة لإمكانية استعمالها: تستعمل هذه الطريقة معرفة 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، 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 المسعرة<sup>(1)</sup>.

- إحتياطات استعمال "P/E": تكون نسبة "P/E" متاحة بشكل سهل، بما أن مرجعها السوق المالية، إلا أن هناك بعض الإحتياطات عن الاستعمال يجب أن تأخذ في الحسبان<sup>(2)</sup>:

- 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 مؤقتن فكلتا الحالتين لا تعطي أي دلالة؛

- يتطلب التطبيق الجيد لهذه الطريقة معرفة معمقة للمؤسسة، لمنافسها 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، 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.

(1) *Ibid.*

(2) *Choinel Alain, op.cit, P132.*

2- الطرق المرتكزة على التدفقات: يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أنجلو سكسونياً، وذلك من خلال تسميته الصالية "Cash flow" التي توضح من جهة ما يسمى "Cash ont flow" المعبر عن المخرجات من السيولة، ومن جهة أخرى ما يسمى "Cash ont flow" الذي يعبر عن المدخلات من السيولة، والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي "Net Cash flow"، وقد إستعمل كمرادف لهذا المفهوم باللغة الفرنسية، وما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي "CAF\*" الذي يساوي الربح الصافي مضافاً إليه مخصصات الإهلاك وتغيرات بعض المؤونات<sup>(1)</sup>.

وتحسب القدرة على التمويل الذاتي بالعلاقة التالية<sup>(2)</sup>:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي "CAF"} = \text{الربح الصافي} + \text{مخصصات الإهلاك والمؤونات}$$

مقاربة التدفق النقدي تركز في تقييمها مؤسسة معينة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن استثمار و قدرة 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 للإنتقادات 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:

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

\* CAF : Capacité d'autofinancement

<sup>(1)</sup> Manguire.H, *l'Evaluation des entreprises non cotées*, édition Bordas, Paris, 1990, P P 23-24.

<sup>2</sup> بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 120.



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

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي التي تعطينا أيضًا 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 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 بريحتها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح<sup>(1)</sup>.

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 المركبات<sup>(2)</sup>، 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 الآتي<sup>(3)</sup>:

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

حيث أن:

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 104.

(2) J.Barrean et Delahaye, *Gestion financière :manuel et application*, édition Dunod, Paris, 9ème édition, 2000, P301.

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

v: قيمة المؤسسة DCFi: التدفق النقدي المتاح بالنسبة لـ i

t: معدل الاستحداث n: عدد سنوات المأخوذ كأفاق للتقدير

Vt: القيمة الباقية للمؤسسة

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقاً من النتيجة المحاسبية الصافية كما يلي<sup>(1)</sup>:

التدفق النقدي المتاح = النتيجة العملياتية خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات + مخصصات الاهتلاك- 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 التالي<sup>(2)</sup>:

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

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.

إن مقارنة التدفقات هي مقارنة جد حساسة، وأيضاً عملية تطبيقها صعبة نظراً للعناصر المكونة لها ( إعداد

التدفقات المستقبلية، تحديد تكلفة رأس المال، تحديد معد 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 (استمرار نشاط المؤسسة، الدخول إلى البورصة... الخ).

(1) المرجع نفسه، ص 25.

(2) J.Barrean et Delahaye, op.cit, P135.

## المحاضرة الثالثة: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة "Good Will"

مصطلح "Good Will" مصطلح معروف كثيرًا في المالية، حيث استعمل لفترة طويلة كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية، من أجل الأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، خصوصًا مقارنة مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة.

1- الطريقة الغير المباشرة لحساب فائض القيمة: توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار، وتقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة باعتباره يمثل فرقًا بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح "ANCC" أو القيمة الجوهرية "VSB")، وعليه يتم حساب فائض القيمة بعد حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة، هذه الأخيرة تحسب انطلاقًا من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية "ANCC أو VSB" والقيمة الناتجة عن منظور التوقعات (قيمة المردودية/العائد)<sup>(1)</sup>. من خلال استعمال مفهومي الأصل المحاسبي أو القيمة الجوهرية الإجمالية في حساب فائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين: الطريقة غير المباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية، وعلى هذا الأساس سنتطرق لحساب هذه الطريقة من زاويتين:

1.1- الطريقة غير المباشرة الصافية: يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المصحح "ANCC" لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة.

$$V = GW + ANCC$$

حيث أن:

GW: فائض القيمة "Good Will"

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة

(1) هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 99.

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح

وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

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

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

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

i: يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة وغالبا معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت.

B:

2.1- 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 العملية 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:

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

حيث أن:

CB: القدرة الربحية (النتيجة العملية)

<sup>(1)</sup>K.achouche et A.labanji, *Que vaut votre entreprise ? diagnostic et évaluation de l'entreprise*, édition SNC, Alger, 1996, P43.

<sup>(2)</sup>K.achouche et A.labanji, *op.cit*, P 121.

E: الديون

AHE: عناصر خارج الاستغلال

ما يمكن ملاحظته على الطريقة المباشرة بشقيها الصافي والإجمالي ما يلي:

تم رسملة الربح الصافي بمعدل استحداث "Zi" 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 تحكيمية (تعسفية)، لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة، ذلك أن 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 "VSB أو ANCC" :

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

- وأيضا 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 تخفيضا على الربح الصافي المصحح "B" والقدرة الربحية "CB"، بـ 30% يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة، لتقليل أثر عدم الإنسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة:

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها:

1.2- الطريقة الأنجلو سكسونية: تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض القيمة على النحو التالي: (1)

- الطريقة الإجمالية:

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

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

- الطريقة الصافية:

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

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

حيث أن:

=i سعر الفائدة

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

CB: القدرة الربحية

B: الربح المصحح

مما سبق يلاحظ أنّ هذه الطريقة التي تقوم برسملة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث "t" تصبح مساوية للطريقة السابقة (الطريقة غير المباشرة) في حال ما إذا أخذت نسبة الخطر بـ 50%، وعليه نستطيع القول أنّ الطريقة غير المباشرة هي حالة خاصة من هذه الطريقة.

<sup>1</sup> K.achouche et A.labanji, *op.cit*, P 136..

2.2- الطريقة الربيع المختصرة لفائض القيمة : تسمى كذلك الطريقة المبسطة لاتحاد خبراء المحاسبين الأوربيين حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية، وتعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

- عندما يكون فائض ثابتا:

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

$$an = 1 - \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$$

حيث أن: an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية

- في حالة عدم ثبات فائض القيمة:

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

حيث أن: i: معدل الاستحداث

3.2- طريقة "Calba et Barnay" : تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة على مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال "CPNE" والمردودية المالية، حيث أنّ فائض الربح حسيهما يساوي إلى الفرق بين المردودية المالية والقيمة التوظيف لأموال معالجة "CPNE" بمعدل بدون خطر، وتعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

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

ومنه:

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

<sup>1</sup> K.achouche et A.labanji, *op.cit*, P 13.7

<sup>(2)</sup> هواري سويسبي، مرجع سابق، ص 101.

علاقة فائض القيمة الأخيرة تكافئ منطقيًا:

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

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة ANCC: الأصل الصافي المصحح

An: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية

CPNE: القيم الثابتة مضافًا 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.

4.2- 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:

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