

مقاربة تدفقات الخزينة

مقاربة تدفقات الخزينة (**Approches par flux de trésorerie**): ظهرت طريقة التقييم عن طريق تدفقات الخزينة المتاحة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 من قبل أساتذة المالية في كليات إدارة الأعمال، وتنطلق من مبدأ أساسي وهو أن قيمة أي أصل اقتصادي تحده القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يولدها، أي أن قيمة المؤسسة تتحدد انطلاقاً من قدرتها على تحقيق تدفقات نقدية متاحة مستقبلاً أي قدرتها على تحقيق الأرباح، ومنه فقيمة المؤسسة تساوي مجموع التدفقات النقدية المتاحة المتوقعة مستقبلاً والمستحدثة بمعدل يعكس القدرة الشرائية ودرجة المخاطر التي تصاحب هذه التدفقات، وتكتب العلاقة كمايلي:

$$V_E = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FTD_T}{(1+K)^T}$$

حيث أن:

V_E : قيمة المؤسسة؛

FTD : تمثل تدفقات الخزينة المتاحة للسنة t ؛

K : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (CMPC).

تفترض هاته التركيبة تحديد تدفقات الخزينة المتاحة كل سنة إلى غاية ما لا نهاية وهذا غير ممكن، لذا نجد المقيم يعتمد على عدد معين من السنوات (أفاق واضح) يختلف باختلاف النشاط، إلا أنه عادة ما يكون بين 4 و 10 سنوات، وبعد هذه الفترة يجب إضافة القيمة النهائية للمؤسسة (القيمة المتبقية) ومنه يمكن تصحح العلاقة على النحو التالي:

$$V_E = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FTD_T}{(1+K)^T} + \frac{VT_N}{(1+K)^N}$$

حيث:

VT_N : القيمة المتبقية للمؤسسة

ترتبط قيمة المؤسسة بصافي التدفقات النقدية السنوية والتي تمثل عائد رأس المال، ويتكون رأس المال من المساهمات (الأموال الخاصة) و الديون، لذا فلكي نتحصل على قيمة الأموال الخاصة (قيمة الأسهم) يجب القيام باستبعاد الديون بعد تقييمها بقيمتها السوقية، ومنه تتحد قيمة الأموال الخاصة من خلال العلاقة التالية :

$$V_{CP} = V_E - V_{DN}$$

ومنه:

$$V_{CP} = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FTD_T}{(1+K)^T} + \frac{VT_N}{(1+K)^N} - V_{DN}$$

حيث أن V_{DN} تمثل القيمة السوقية الصافية للديون

رغم بساطة هذه الطريقة من حيث المبدأ إلا أنها كغيرها من الطرق المرتكزة على التدفقات تطرح إشكالا في تحديد عناصر أو مكونات العلاقة المحددة لقيمة المؤسسة في ظل عدم إجماع حولها ، مما يجعل تطبيقها من طرف المقيمين ينتج عنه اختلافات كبيرة في تحديد قيمة نفس المؤسسة، وعليه من الضروري التطرق إلى مختلف مكونات العلاقة بالتفصيل:

- **تدفقات الخزينة المتاحة (les flux de trésorerie disponibles)**: تمثل تدفقات الخزينة المتاحة تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة، أي التدفقات النقدية المتاحة المرتبطة بنشاط الاستغلال فقط، وعليه لا ندخل التدفقات المرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة مثل (عوائد الأسهم الأعباء المالية، ...) وتحسب على النحو التالي:

نتيجة الاستغلال	
- الضرائب العادية على نتيجة الاستغلال	
= نتيجة الاستغلال بعد الضريبة	
+ مخصصات الإهلاكات والمؤونات	
- التغيير في احتياج رأس المال العامل	
- صافي الاستثمارات	
= تدفقات الخزينة المتاحة للمؤسسة	FTD de l'entreprise

- **معدل الاستحداث:**

كما قلنا سابقا أن التدفقات النقدية يجب استحداثها بمعدل يعكس القدرة الشرائية ودرجة المخاطر التي تصاحب هذه التدفقات، وغالبا ما يتم استخدام تكلفة رأس المال لوجود مؤشرات واضحة لحسابها (سعر الفائدة، الأرباح الموزعة، ...) ، كما يدخل في تكوينه كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية، وتعرف أيضا تكلفة رأس المال بأنها الوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلف المصادر التموينية وتحسب وفق العلاقة التالية:

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

V_{CP} القيمة السوقية للأموال الخاصة

V_{DN} القيمة السوقية للديون الصافية

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

K_{DN} تكلفة صافي الديون.

- **القيمة المتبقية (Valeur Terminale)**:

بما انه من المستحيل التنبؤ بقيمة التدفقات النقدية المستقبلية خلال فترة غير منتهية، لذا أصبح من الضروري تحديد القيمة النهائية للمؤسسة في نهاية فترة التقييم ، والتي توافق القيمة المستحدثة للتدفقات النقدية الصافية (FTD) بعد الأفق المحدد، وتتحدد قيمتها انطلاقا من التدفق الأخير المتوقع وفق العلاقة التالية :

$$VT = \sum_{i=N}^{\infty} \frac{FTD_i}{(1 + K)^i}$$

حيث أن:

VT القيمة النهائية بتاريخ n

FTD تدفقات الخزينة المتحصل عليها بتاريخ i

K التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

- تقييم الديون الصافية (Évacuer la Dette Nette):

للحصول على قيمة المؤسسة يجب على المقيم تحديد قيمة الديون الصافية والتي تساوي الفرق بين القيمة الحالية (القيمة السوقية) للديون المالية ومجموع الأصول النقدية، ووفق طريقة تدفقات الخزينة المتاحة تقييم الديون بقيمتها السوقية والتي تتحدد من خلال مجموع التدفقات النقدية (الأقساط) المتولدة خلال مدة القرض والمستحدثة بالمعدل الذي يمكن أن تقترض به المؤسسة اليوم مع مراعاة الظروف السائدة في السوق (مخاطر الاقتراض) ، وعليه تتحدد قيمة الديون من خلال العلاقة التالية:

$$V_{DN} = \sum_{i=1}^N \frac{I_i}{(1 + K_{DN})^i}$$

تتطلب طرق التقييم المرتكزة على مقارنة التدفقات معرفة عميقة بالمؤسسة ومحيطها، فهي أكثر الطرق تعبيراً عن القيمة الحقيقية للمؤسسة كونها تنطلق من إمكانيتها المستقبلية، ورغم أن هذه الطرق تعتمد على مخرجات النظام (جدول حساب النتائج) إلا أنها لا تستخدم قيمه مباشرة بل تستعمله للحصول على التنبؤات المستقبلية، فهي مقارنة مالية جد صعبة نظراً للتعقيدات المتعلقة بها والاختلافات الجوهرية التي تحيط بعملية تحديد عناصرها لا سيما معدل الاستحداث أو تكلفة رأس المال، إضافة إلى نقص المعلومات بسبب عدم وجود جهات مختصة بالتنبؤ .