التقييم عن طريق قسائم الأرباح

1. رسملة الأرباح (La capitalisation des benefices):

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 (النتيجة الاقتصادية) يفيدنا في التنبؤ بالنتائج المستقبلية، ويمكن الوصول إلى قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية :

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

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

- استبعاد الديون المعدومة؛
- فائض أو نقص قيمة الأصول؛
- استبعاد التعويضات الزائدة المسيرين؛
- إهتلاك بعض العناصر غير القابلة للتحديد؛
- حذف المخزون المتقادم؛
- النفقات والإيرادات الاستثنائية.

وتحديد معدل الرسملة يتطلب أولا تحديد معدل الاستحداث، فالرسملة والاستحداث هما وجهان متعاكسان لظاهرة واحدة.

تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة الربح المتوقع بمعدل استحداث معين وفق العلاقة التالية:

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

حيث أن:

- B متوسط الربح المتوقع؛
- n عدد السنوات؛
- i معدل الاستحداث.

أي أن قيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية لمتوسط الأرباح المستقبلية، ويتم تحديد متوسط الربح من خلال المتوسط الحسابي للربح في الثلاثة أو الخمسة سنوات الأخيرة، كمايلي:

$$\bar{B} = \frac{B_{t-1} + B_{t-2} + B_{t-3}}{3}$$

ملاحظة : يمكن استعمال متوسط ترجيحي يحدده المقيم.

يعتبر معدل الاستحداث من العناصر الأساسية في تحديد قيمة المؤسسة، فمعدل أقصى يؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة أما المعدل الأدنى يؤدي إلى تعظيم قيمتها، ويتم تحديد قيمته على مرحلتين:

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، ... إلخ) مع الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم؛

المرحلة الثانية: تحديد علاوة المخاطر، التي تمثل الفرق بين المردودية المنتظرة من طرف المساهمين ومعدل الأموال دون مخاطر.

على العموم يتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعا لاختيار الربح المأخوذ في الحسبان 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 Jean et Maine Claude) باقتراح أربعة تصنيفات لعلاوة المخاطر وهي:

- أعمال مستقرة: مخاطر ضعيفة 25%، مخاطر متوسطة 50 %؛
- أعمال متطورة: مخاطر بحوالي 100%؛
- أعمال متقلبة: مخاطر بحوالي 150 %؛
- أعمال تواجه صعوبات: مخاطر بحوالي 200 %.

2. التقييم عن طريق نسبة السعر إلى الربح (Price Earnings Ratio):

تسمى هذه الطريقة أيضا بطريقة المضاعف البورصي (PER) الذي مثل عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم ويمثل المضاعف مقلوب معدل المردودية وبالتالي فإن انخفاضه يعتبر أفضل مؤشر للشراء وارتفاعه يعد أفضل مؤشر للبيع في أغلب الأحيان. وعليه صيغة التقييم من خلال هذه النسبة تعطى وفق العلاقة التالية :

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

حيث أن:

- V يمثل قيمة المؤسسة؛
- B يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة؛
- $\frac{P}{E}$ أو المضاعف PER يمثل معدل نسبة سعر السهم على الربح المأخوذ من البورصة.

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

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

- **الربح** : على عكس السعر، يتم استقاء الربح من مصادر خارج السوق، ويتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية، ويلاقي هو الآخر اختلافا بين الممارسين بالنظار لتعدد مفاهيمه (الربح الصافي من الضرائب، النتيجة الجارية، ...) الأزمنة المختلفة التي ينشأ فيها (ماضي حالي أو مستقبلي)، مما سيؤدي إلى اختلاف قيم المضاعف فيما لو تم استعمال مفاهيم مختلفة له، لذا نجد أن البعض يوصي باستعمال الربح للسهم والذي يمثل الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية دون أن يكون ذلك إلزاميا.

تعتمد هذه الطريقة في التقييم على المضاعف البورصي الذي يعد من بين أهم المؤشرات التي يتم حسابها وتتبعها في بورصة القيم من قبل جميع المتعاملين فيها، لذا يتطلب تطبيق هذه الطريقة وجود سوق مالية نشطة، وفي ظل غياب شبه تام للسوق المالية في الجزائر يصعب تطبيق مثل هذه الطرق.

3. **التقييم عن طريق قسائم الأرباح (L'évaluation par les dividendes):** تنطلق هذه الطريقة من مبدأ أن قيمة المؤسسة تحددها قدرتها على خلق الأرباح، فعند حيازة مؤسسة لا يقوم المشتري بشراء التدفقات الحالية بل يهمه التدفقات المستقبلية المتوقعة ، فقيمة المؤسسة تتحدد من خلال القيمة الحالية للأرباح المتوقع توزيعها ،مستقبل، أي أن قيمة السهم تساوي القيمة المستحدثة لقسائم الأرباح مستقبلا ، وهناك عدة طرق مرتكزة على قسائم الأرباح نذكر منها:

1.3. نموذج فيشر (Modèle Lrwing Fisher):

يقوم هذا النموذج على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد وفقا لقسائم الأرباح (العوائد) التي ستدفع كل سنة، وعليه يقوم المقيم بتحيين القدرة على توزيع الأرباح باستمرار، إذا فقيمة السهم تساوي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية لقسائم الأرباح المستحقة ، ويكتب العلاقة كما يلي:

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

حيث أن :

- P قيمة السهم؛
- D_i قسيمة الربح للسنة t؛
- i معدل التحيين.

كما يمكن أن نأخذ بعين الاعتبار سعر إعادة بيع السهم في نهاية الفترة فتصبح العلاقة كما يلي:

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

حيث أن : n تمثل المدة المتوقعة لاستحداث قسائم الأرباح.

وما يؤخذ على هذه الطريقة في التقييم هو صعوبة تحديد الأرباح المستقبلية ومعدل التحيين وسعرا لبيع في نهاية الفترة بصورة دقيقة، مما يجعلها قليلة الاستخدام رغم بساطتها.

2.3. نموذج (Gordon Shapiro):

يرتكز هذا النموذج الذي وضعه كل من (Gordon et Shapiro) سنة 1956 على استحداث قسائم الأرباح بمعدل نمو وحيد، ووفق هذا النموذج سعر السهم يساوي مجموع التدفقات النقدية المستقبلية لقسائم الأرباح المستحدثة بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين.

أنطلق 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 من خلال العلاقة التالية:

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

كما أضاف (Gordon et Shapitro) بعض الفرضيات لتطويره، وهي:

- النمو المستقر لقسائم الأرباح السنوية (بافتراض النمو الدائم للأرباح)؛
- ثبات معدل توزيع الأرباح؛
- المدة غير المنتهية.

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

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

حيث أن g تمثل معدل نمو قسائم الأرباح والذي يمكن تحديده من خلال العلاقة : $g = (1 - d) \times i$

حيث d يمثل معدل توزيع قسائم الأرباح.

مما سبق يمكن ربط علاقة بين القيمة الحالية للسهم ، قسيمة الربح D ومعدل النمو g، يمكن كتابتها كمايلي:

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

حيث أن:

- D قسيمة ربح السنة المختارة (عادة ما تكون السنة الماضية)؛
- K معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين؛
- g معدل نمو الأرباح.

رغم أن هذه الطريقة معروفة جدا إلا أنها نادرا 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 نادرا ما يكون ثابت.

3.3. نموذج مولدوفسكي (Modèle Molodovsky):

ترتكز هذه الطريقة أيضا على التدفقات النقدية المستقبلية لقسائم الأرباح وتقسم مستقبل المؤسسة إلى ثلاثة مراحل تتسم كل مرحلة بمعدل نمو مختلف، خلال الفترة الأولى تعرف المؤسسة نمو سريع (فترة سنتين أو ثلاثة) ثم مرحلة ثانية تعرف تراجع نسبي في معدل النمو بسبب المنافسة (خمسة سنوات) وأخيرا فترة أخيرة تتميز بالركود.

- الفترة الأولى تمتد من (1 ← n_1) بمعدل نمو g_1 ؛
- الفترة الثانية تمتد من (n_1 ← n_2) بمعدل نمو g_2 ؛
- الفترة الثالثة تمتد من (n_2 ← ∞) تبقى الأرباح ثابتة.

وعليه تتحدد قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n1} \frac{D_i + (1+g_1)^t}{(1+i)^t} + \frac{D_0}{(1+i)^{n_1}} \times \sum_{t=1}^{n2} \frac{(1+g_1)^t}{(1+i)^t} + \frac{D_0}{(1+i)^{n_1+n_2}} \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+i)^t}$$

4.3. نموذج (Bates):

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

$$V_E = \frac{D_1}{(1+i)^1} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

علما أن:

- $D_2 = D_1 (1 + g)$
- g معدل نمو قسائم الأرباح؛
- V_n سعر إعادة بيع السهم (القيمة المتبقية)؛
- N مدة الاحتفاظ بالسهم؛
- i معدل التحيين (الاستحداث).

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 البورصي PER (السعر البورصي / ربحية السهم)، من خلال العلاقة التالية:

$$PER_n = PER_0\, A - dB$$

حيث أن:

- d يمثل نسبة التوزيع) قسيمة الربح / الربح) ويفترض أن يكون ثابت؛
- g معدل نمو ثابت للربح؛
- i معدل الاستحداث

$$\boldsymbol{A = \left[\frac{1+i}{1+g}\right]^n} \quad , \quad \boldsymbol{B = \left[\frac{1+i}{1+g}\right](1-A)}$$

5.3. نموذج (Holt):

ظهر هذا النموذج سنة 1962 إلا أنه لا يطبق على المؤسسات النامية بل على المؤسسات التي لها PER عالي، ومع ذلك لا يمكن لهذا المضاعف أن يبقى إلى الأبد في المستوى العالي، وعليه مضاعف بورصي يكون من الضروري إيجاد المستوى العادي ل PER والذي يتحدد انطلاقا من العلاقة التالية :

$$C_0 = \sum_{t=1}^{RD} \frac{NSP}{(1+i)^t}$$

حيث أن:

- Co معدل الصرف الحالي للسهم؛
- RD مدة استرداد الأموال المستثمرة؛
- NSP صافي ربح السهم؛
- i معدل الفائدة دون مخاطر.

على الرغم من بساطة هذه النماذج إلا أنها تبقى نادرة الاستعمال لأنها تقوم على افتراضات غير واقعية كشرط ثبات معدل النمو ونمو قسائم الأرباح بصفة دائمة، كما أن المؤسسة يجب أن تمول هذا النمو ذاتيا أن تجد فرص استثمار حيث متوسط معدل المردودية يبقى ثابت، وجميع هذه الافتراضات من دون أدنى شك تبقى نادرة التحقق حتى في المدى القصير، وعليه تبقى مثل هذه النماذج نماذج بيداغوجية خالصة.