

## المحور 08

### طريقة المقارنة

تنطلق مقربة التقييم عن طريق المقارنة من فكرة أن قيمة مؤسسة ما يمكن تحديدها بالرجوع إلى مؤسسات مرجعية قابلة للمقارنة، قيمتها معلومة أما بسبب تداول أسهمها في البورصة أو أنه تم التنازل عنها أو اندماجها مؤخرا ويمكن اختيار تلك المؤسسات المرجعية من خلال بعض الشروط منها:

- أن تكون ناشطة في نفس القطاع؛

- أن تكون أحجامها متشابهة نسبيا؛

- أن يكون مستوى تطورها أو نموها متقاربا.

تعتبر مقارنة السوق المقاربة الأكثر استعمالا من قبل المقيمين وخاصة المختصين في تقييم العقارات السكنية ، لوجود العديد من المؤسسات المرجعية القابلة للمقارنة ( Sociétés comparables ) والتي يمكن الاختيار والمفاضلة فيما بينها، كما أنها مقارنة ذات نظرة مستقبلية عكس ما يراه البعض لأن قيمة المؤسسة لا تدل على أدائها في العام الماضي أو الذي قبله بل تدل على إمكانيتها المستقبلية.

#### أولاً: التقييم 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 مضاعف المناسب والذي يتم حسابه وفق مؤشرات السوق للمؤسسات المماثلة ومقارنتها المؤشرات 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 المساهمين كمايلي:

قيمة المؤسسة = القيمة السوقية لحقوق المساهمين + الديون المالية الصافية

Valeur entreprise = Capitalisation boursière + Dette financière nette

وتعتبر عملية حساب مضاعفات التقييم عملية بسيطة نسبيا، 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 استخرجه من القوائم المالية، وكقاعدة عامة: المضاعف = السعر/المؤشر كما يمكن التعبير على المضاعف من خلال العلاقة التالية:

$$Multiple = \frac{VE_{sujet}}{I}$$

حيث أن:

Multiple : المضاعف؛

$VE_{sujet}$  : قيمة المؤسسة موضوع التقييم؛

$I$  : المؤشر المستعمل.

وعليه يمكن تحديد قيمة المؤسسة المراد تقييمها من خلال العلاقة الأساسية التالية:

$$VE = \left[ \left( \frac{Multiple}{I} \right) \text{compa} \times I_{sujet} \right] - D_{sujet}$$

حيث أن:

$I$ : المؤشر المستعمل؛

$D$ : الدين الصافي.

مع ملاحظة ضرورة تجاهل مضاعفات التقييم السالبة التي تنشأ عادة من الخسائر، والتي لا يمكن اعتمادها للتقييم.

### ثانيا: طرق المضاعف الرئيسية.

وهناك عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتحديد قيمة المؤسسة وفق طرق المضاعف البورصي، وهي:

#### أ- مضاعف السعر على الربح P/E

يطلق عليه 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 و النتيجة الصافية للمجموعة المرجعية أو مجموعة النشاط.

$$PER = \frac{CB_t}{RNPG_{compa}}$$

حيث أن :

CB: السعر السوقى للأسهم؛

RNPG : النتيجة الصافية للمجموعة المرجعية.

يتحدد السعر السوقى 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: سعر السهم في آخر جلسة للبورصة ؛

BPAcompa : ربحية السهم لمجموعة المرجعية.

وتتحدد قيمة المؤسسة محل التقييم من خلال ضرب النتيجة الجارية الصافية في المضاعف البورصي السعر على الربح ، وفق العلاقة التالية :

$$VE = \text{résultat net courant} \times PER$$

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 من خلال العلاقة التالية:

$$PER = \frac{P}{E} = \frac{1}{i} = \frac{1}{K - g}$$

حيث:

i : معدل الرسملة؛

K: معدل الخصم؛

g: معدل النمو.

#### ب- المضاعف البورصي النسبي ( PER relatif ).

يمثل المضاعف البورصي النسبي النسبة بين المضاعف البورصي للمؤسسة والمضاعف البورصي للسوق

$$PER_{relatif} = \frac{PER_{société}}{PER_{marche}} \quad \frac{\text{المضاعف البورصي للمؤسسة}}{\text{المضاعف البورصي للسوق}} = \text{المضاعف البورصي النسبي}$$

تسمح هذه الطريقة بتقييم المؤسسة بالاعتماد على القيم المختلفة للمضاعف البورصي المطروحة في السوق، وعليه تتحدد قيمة أسهم المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$P_t = PER_{relatif} \times PER_{marche} \times BPA_{société}$$

حيث :

PERrelatif : المضاعف البورصي النسبي؛

PERmarché : المضاعف البورصي للسوق؛

BPA société : ربحية سهم المؤسسة.

ت- مضاعف رقم الأعمال ( Le multiple de chiffre d'affaires ). تعتمد مقارنة التقييم على أساس مضاعف رقم الأعمال على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد خلال من حصتها في السوق أو حجم مبيعاتها، أي أن قيمة المؤسسة أو قيمة أصولها ( أصول الاستغلال ) 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.

حيث:

$$X = CA_{multiple} = \frac{VE_t}{CA_e}$$

CA<sub>e</sub> : رقم الأعمال المتوقع للمنتوقعة للفترة t+1

VE : قيمة المؤسسة للفترة t

x : مضاعف رقم الأعمال

أن كما نعلم قيمة المؤسسة ( VE ) المستخدم في معظم طرق التقييم يقصد به القيمة الاقتصادية لأصول المؤسسة ( مجموع الأصول + الاحتياج في رأس المال العامل ) ومن جهة أخرى فإن قيمة المؤسسة تساوي القيمة الاقتصادية لمواردها ( حقوق المساهمين + صافي الديون ).

قيمة المؤسسة = التثبيات + الاحتياج في رأس المال العامل

$$\text{Valeur entreprise} = \text{Immobilisations} + \text{BFR}$$

ويمكن القول:

قيمة المؤسسة = القيم الثابتة للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل + التثبيات المالية

$$VE = \text{Immobilisations d'exploitation} + \text{BFR} + \text{Immobilisations Financières}$$

وبعبارة أخرى يمكن القول:

قيمة المؤسسة = أصول الاستغلال + التثبيات المالية

$$VE = \text{Actifs d'exploitation} + \text{Immobilisations Financières}$$

وكما رأينا سابقا ان:

قيمة المؤسسة - القيمة السوقية لحقوق المساهمين + الديون المالية الصافية

$$\text{Valeur entreprise} = \text{Capitalisation boursière} + \text{Dette financière nette}$$

ومنه نستنتج أن:

$$\text{Actifs d'exploitation} = \text{VE} - \text{IF} = \text{CB} + \text{DF} - \text{IF}$$

وعليه نقول أن:

$$\text{multiple CA} = \frac{\text{actifs} - \text{d'exploitation}}{\text{CA}} = \frac{\text{CB} + \text{DN} + \text{IF}}{\text{CA}}$$

ما يمكن أخذه على هذه الطريقة في التقييم انها تعتمد على رقم الاعمال ولا تأخذ بعين الاعتبار ربحية المؤسسة، ومنه فقيمة المؤسسة تبقى نفسها بالاعتماد على مضاعف رقم الأعمال سواء كانت لها ربحية أو مردودية كبيرة أم لا.

### ث- مضاعف النتيجة ( Le multiple de résultat ).

هناك عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتحديد قيمة المؤسسة وفق طريقة مضاعف النتيجة التي تعتمد بالخصوص على المجاميع الرئيسية لجدول حسابات النتائج، وأهم هذه المؤشرات ( EBIT ) الأرباح قبل الفوائد والضرائب و ( EBITDA ) الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاكات.

### أ- مضاعف نتيجة الاستغلال ( EBIT ).

تتحدد قيمة المؤسسة وفق مضاعف ( EBIT ) من خلال الأرباح المحققة بعد استبعاد التكاليف المالية والأعباء الضريبية.

| رقم الأعمال                                                       |  |
|-------------------------------------------------------------------|--|
| - الاستهلاكات الوسيطة، التغيير في المخزون                         |  |
| = هامش الربح الإجمالي Marge brute                                 |  |
| - المصاريف الخارجية                                               |  |
| - الضرائب والرسوم                                                 |  |
| - مصاريف العاملين                                                 |  |
| + النواتج الأخرى - الأعباء الأخرى                                 |  |
| = الفائض الإجمالي للاستغلال المعدل Excédent brut d'exploitation   |  |
| retraité (EBITDA)                                                 |  |
| - مخصصات الإهلاكات والمؤنات                                       |  |
| = نتيجة الاستغلال المعدلة Résultat d'exploitation retraité (EBIT) |  |

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 فمن الضروري خصم الديون الصافية للحصول على حقوق المساهمين.

قيمة الأموال الخاصة - مضاعف النتيجة ( أرباح الاستغلال بعد الضريبة - صافي الديون المالية )

$$\text{Valeur des capitaux propres} = \text{Multiple d'exploitation} \times (\text{Bénéfice d'exploitation après impôts} - \text{Dettes financières nettes})$$

ويتحدد مضاعف النتيجة من خلال العلاقة التالية :

$$\text{multiple EBIT} = \frac{\text{actifs} - \text{d'exploitation}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{CB} + \text{DN} + \text{IF}}{\text{EBIT}}$$

نعتمد 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.

#### ب- مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (EBITDA).

يمكن تقييم المؤسسة بالاعتماد على المجاميع أعلى جدول حسابات النتائج عن طريق الفائض الإجمالي للاستغلال، ويستخدم هذا المضاعف على نطاق واسع لتقييم المؤسسات خلال عمليات الاندماج والاستحواذ وأن الفائض الإجمالي للاستغلال لا يأخذ بعين الاعتبار مخصصات الاهتلاكات والمؤنات 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)

Valeur des capitaux propres = Multiple d'EBITDA × (EBITDA - Dettes financières nettes)

$$\text{multiple EBITDA} = \frac{\text{actifs} - \text{d'exploitation}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{CB} + \text{DN} + \text{IF}}{\text{EBITDA}}$$

يقودنا تحديد مضاعف النتيجة إلى تحديد قيمة المؤسسة محل التقييم وفق هذا المضاعف والتي يمكن تحديدها من خلال العلاقة التالية:

مهم

#### ثالثاً: المضاعفات الأخرى (Les autres multiples).

تعتبر طريقة مضاعف سعر السهم (PER) وطريقة مضاعف رقم الأعمال وطريقة مضاعف النتيجة والتي تعتمد بالخصوص على جدول حسابات النتائج من أهم طرق التقييم وفق مقارنة المضاعف إلا أن هناك عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتقييم المؤسسة وفق هذا المنهج نذكر منها:

##### أ- مضاعف تدفقات الخزينة المتاحة (Le multiple de FTD).

يهدف مضاعف تدفقات الخزينة المتاحة إلى تحديد القيمة السوقية للمؤسسة مقارنة بتدفقات الخزينة المتاحة المولدة من قبلها لصالح المساهمين، ويمثل هذا المضاعف نسبة بين قيمة المؤسسة وحجم تدفقات الخزينة المتاحة المتوقعة للفترة t+1

$$X = \text{multiple FTD} = \frac{VE}{\text{FTD}_e}$$

حيث:

$\text{FTD}_e$ : تدفقات الخزينة المتاحة للمتوقعة للفترة t+1:

VE: قيمة المؤسسة للفترة t

##### ب- مضاعف القدرة على التمويل الذاتي (Le multiple de CAF):

للحصول على القدرة على التمويل الذاتي ( la capacité d'autofinancement ) يجب إضافة مخصصات الاهتلاكات والمؤونات إلى النتيجة الصافية لأن مخصصات الاهتلاكات والمؤونات تعتبر مصاريف محسوبة لكنها لا تؤثر على الخزينة.

القدرة على التمويل الذاتي = النتيجة الصافية للمجموعة + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات

$$CAF = \text{Résultat net du groupe} + \text{dotation aux amortissements et provisions}$$

كما يمكن الحصول على القدرة على التمويل الذاتي انطلاقاً من الفائض الإجمالي للاستغلال EBE وفق العلاقة التالية:

الفائض الإجمالي للاستغلال

- المصاريف المالية الصافية
- المصاريف الاستثنائية الصافية
- الضرائب على الأرباح

= القدرة على التمويل الذاتي CAF

يمثل مضاعف القدرة على التمويل الذاتي العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بتاريخ t والقدرة على التمويل الذاتي المتوقعة للفترة t1، وفق العلاقة التالية:

$$X = \text{multiple CAF} = \frac{VE}{CAF_e}$$

حيث:

CAF<sub>e</sub>: القدرة على التمويل الذاتي المتوقعة للفترة t1؛

VE: قيمة المؤسسة للفترة t

ت- مضاعف الأصل الصافي المحاسبي ( Le multiple d'actif net comptable ): مضاعف الأصل الصافي المحاسبي لا يستخدم كثيراً لأن الأموال الخاصة لا يمكن استعمالها كمؤشر يعكس حجم نشاط المؤسسة ونجاحاتها لأنه يتجاهل المردودية وإمكانية النمو، ويمكن تعريف هذا المضاعف بأنه العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بتاريخ t والأصل الصافي المحاسبي المتوقع خلال الفترة t+1.

$$X = \text{multiple ANC} = \frac{VE}{ANC_e}$$

حيث:

ANC<sub>e</sub>: الأصل الصافي المحاسبي المتوقع للفترة t+1؛

VE: قيمة المؤسسة للفترة t.

مما سبق يمكن القول هناك العديد من الطرق التي تعتمد على المضاعف، إلا أن أكثرها استعمال مضاعف السعر على الأرباح ( PER ) ، المضاعف البورصي النسبي ( PER relatif ) مضاعف النتيجة ( EBITDA ) ومضاعف تدفقات الخزينة المتاحة ( FTD ) كما أن لكل منها مميزات، فما يؤخذ على مضاعف رقم الأعمال مثلاً أنه لا يأخذ بعين الاعتبار الأخطار العملية والمخاطر المالية، أما مضاعف النتيجة رغم أنه أحسن مؤشر يمكن استخدامه للمقارنات الدولية إلا أنه لا يهتم بكثافة رأس المال كما أنه لا يعالج العناصر الاستثنائية، وعليه ينبغي على المقيم اختيار الطريقة المناسبة تبعاً لغرض عملية التقييم، وتجدر بنا الإشارة إلى أن جميع الطرق المنتهجة للمضاعف تعتمد اعتماد كلي على المعلومات التي توفرها القوائم المالية وتنطلق منها لتحديد قيمة المؤسسة.

مع كثرة الانتقادات الموجهة لمقاربة الذمة المالية ظهرت طرق أخرى للتقييم تركز على مرجعية مالية متطلعة للمستقبل تسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من مردوديتها على خلفية أن الحائز لا يقوم بشراء التدفقات الحاضرة بل التدفقات المستقبلية تعتمد هذه المقاربة على النتيجة المحاسبية ونتائج عملية التشخيص وتقتض معرفة عميقة بالمؤسسة للحصول على توقعات أكثر صدقاً وأكثر واقعية، كما ظهرت طرق أخرى للتقييم تسمى بمقاربة السوق تعتمد على المقارنة بالاعتماد على بعض المؤشرات ( المضاعف )، تقوم على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد بالرجوع إلى قيمة مؤسسات معيارية قيمتها معلومة أما بسبب تداول أسهمها في البورصة أو أنه تم التنازل عنها أو اندماجها مؤخراً.

مهدت الأبحاث والدراسات المالية والمحاسبية إلى ظهور بعض المقاربات الحديثة في التقييم منها من ينطلق من القدرة على خلق القيمة الذي يعتبر هدف المؤسسة مهما كان نوعها، فإ إنشاء المؤسسة وإستمراريتها النشاط مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة وتعتبر القيمة السوقية المضافة أهم مؤشر لقياسها، كما ظهرت طرق أخرى للتقييم كنموذج ( Feltham et Ohlson ) الذي ينطلق من منظور محاسبي يعتمد على المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية وتستخدم المنظور المالي خصوصاً نموذج التدفقات النقدية المتاحة المخصصة للوصول إلى القيمة السوقية للمؤسسة.