

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة مصطفى اسطنبولي، معسكر
كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مطبوعة دروس في مقياس:

تقييم المؤسسة

لطلبة السنة أولى - ماجستير - تخصص : مالية مؤسسية

إعداد الدكتور:

بركاني عبد الرحمان - أستاذ محاضر قسم "ب"

السنة الجامعية 2019-2020

المقياس وفق نموذج عرض التكوين المعتمد بالوزارة

يعتبر مقياس تقييم المؤسسة من أهم مقاييس السنة الأولى ماستر، تخصص مالية مؤسسة، بحيث يهدف مقرر المقياس إلى التعريف بعملية تقييم المؤسسات، كونها مهنة ذات طابع مالي في جوهرها. مع التطرق إلى مراحل تطبيقها، وأهم المناهج و الطرق المعتمدة في تقدير القيمة. و سنحاول إسقاط الجوانب النظرية لهذا الموضوع على المقومات التي تحوزها بلدنا الجزائر، و ذلك بالتطرق لنقطتين مهمتين هما: أهمية النظام المحاسبي المالي و صعوبات تقييم المؤسسات الجزائرية.

محتوى المقياس: سيتم التطرق إلى برنامج المقياس وفقا لمجموعة من المحاضرات مرتبة كالتالي:

المحاضرة الأولى: مدخل للقيمة و تقييم المؤسسة

المحاضرة الثانية: حالات و مناهج تقييم المؤسسة

المحاضرة الثالثة: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

المحاضرة الرابعة: مراحل تقييم المؤسسة

المحاضرة الخامسة: التشخيص الداخلي و الخارجي للمؤسسة

المحاضرة السادسة: تشخيص الفعالية

المحاضرة السابعة: تطبيق منهج المردودية في تقييم المؤسسة

المحاضرة الثامنة: تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسة

المحاضرة التاسعة: تطبيق منهج السوق في تقييم المؤسسة

المحاضرة العشرة: أهمية النظام المحاسبي المالي في تقييم المؤسسة

المحاضرة الحادية عشر: صعوبات تقييم المؤسسة في الجزائر

مقدمة عامة

يعتبر تقييم المؤسسات مهنة شائعة جدا في الحياة الاقتصادية والاجتماعية المعاصرة، وهي محل اهتمام كبير بالنسبة للنشاط الاقتصادي وعمل الأسواق المالية. ففي الواقع نتيجة للعملة وتطور الأسواق المالية الدولية تزايد الاهتمام بهذه المهنة لكثرة عمليات تحويل الملكية، الاندماج، شراء المؤسسات، تسعير المؤسسات ودخولها البورصة، إعادة هيكلة المؤسسات، وهي حالات تستوجب تقييما للمؤسسات.

من يتولى ممارسة هذه المهنة هو المقيم. حيث يقوم في كل عملية بالحرص على جمع كل المعلومات، والإلمام بكل صغيرة وكبيرة حول المؤسسة محل التقييم. حيث يعتمد بالدرجة الأولى على مخرجات المحاسبة المالية (القوائم المالية) وما تصدره الأسواق المالية، وذلك لأنها ملائمة باعتبارها المصدر الرئيسي للمعلومات ذات الطابع النقدي، وصحيحة كونها مدققة ومصادق عليها من طرف محافظ الحسابات. لذلك غالبا ما يكون المقيم خبير محاسبي ومالي.

في عرضنا لهذه المحاضرات، سنركز دائما على نقطتين أساسيتين تمثلان مسؤولية المقيم هما: أهمية المهنة، والتي تكمن في جعل رؤوس الأموال تتجه صوب القيم الاقتصادية الحقيقية والمعادلة لها. وحساسية المهنة، فكونها مجرد رأي أو اقتراح للقيمة يجعلها غير قابلة للتحقق. ونعني بذلك سهولة وصول مقيمين متساويين في المؤهلات والخبرة إلى نتائج تقييم مختلفة لنفس المؤسسة.

المحاضرة رقم (01): مدخل للقيمة و تقييم المؤسسة

تقييم مؤسسة ما يعني تقدير واقتراح قيمة معبر عنها بالوحدات النقدية، والتي من أجلها يمكن شراء أو بيع هذه المؤسسة، أو لأغراض أخرى تستدعي تقييمها. وبالرجوع إلى كلمة تقدير يتضح لنا أن عملية تقييم المؤسسة عملية حساسة وغير ثابتة ومحددة، لأنها تتوقف على عدة عوامل تؤثر بالدرجة الأولى على القيمة بحد ذاتها. وبذلك كنا ملزمون منهجيا للتطرق للقيمة في إطار تقييم المؤسسة ثم هذه الأخيرة.

1- مصطلح القيمة، و تقييم المؤسسة:

يستعمل مصطلح القيمة في كل العلوم و المجالات، و يعتبر محور العلوم الاجتماعية منذ ظهوره. لذلك لا يمكن حصره في معنى واحد، لأنه يتغير حسب مجال استعماله.

كلمة قيمة اشتقاقا من فعل قَوِّم، وقَوِّم الشيء يعني أعطاه قيمة وتقديرا. في سياق تقدير قيمة المؤسسة: "القيمة هي عبارة عن مبلغ معبر عنه بالوحدات النقدية والذي يمكن دفعه مقابل الحصول على أصل أو مؤسسة بأكملها، أو المبلغ المطلوب مقابل التنازل عنها"¹. وتتوقف قيمة أي أصل على عدة عوامل يمكن أن تتغير بمرور الزمن مثل²:

- البيئة الاقتصادية الكلية.
- الاستخدام المحتمل للأصل.
- توقيت تقدير القيمة.
- موقع أو مكان الأصل.
- الندرة النسبية وقيم البدائل.
- سيولة السوق الخاصة بالأصل.
- الحالة المادية للأصل.

إن مفهوم القيمة ليس واضحا ومباشرا، فهي أكثر تعقيدا من مجرد كونها "ما يساويه الشيء"، وهذا راجع لعوامل أخرى ساكنة تؤثر فيها (القيمة). فقيمة مؤسسة ما قد تختلف باختلاف المقيم الذي يقوم

¹ <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/value>

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 11.

بتقدير القيمة، الغرض من التقييم (شراء، بيع، ...) نوعية القيمة الجاري قياسها، الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لحسابها. من المهم تحديد المفاهيم المختلفة للقيمة، و التي تستعمل في تقييم المؤسسة:

1. القيمة الدفترية:

هو مصطلح محاسبي يطلق على رصيد حساب الأصل أو الالتزام في الميزانية. تعتمد طريقة حساب هذه القيمة على السياسة المحاسبية المتبعة في تقييد الأصل أو الخصم، فقد تكون مساوية لثمن شرائه ناقص مجموع الاهتلاكات المتراكمة، أو قيمته السوقية (قيمه في السوق)، أو قيمته النفعية. أمّا بالنسبة للمؤسسة فقيمتها الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية، مما يساوي مبلغ رأس مالها المكتوب في الميزانية.

إن القيمة الدفترية هي مفهوم ضريبي ومحاسبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي، وبالتالي استخدام هذا المفهوم للقيمة في إطار تقييم المؤسسة يعد الأكثر تضليلا.

2. القيمة السوقية:

وتسمى أيضا بالقيمة العادلة، وهي المبلغ الذي من أجله يتم تبادل أصل (أو خصم) بين طرفين على دراية كاملة بالمعلومات والحقائق المتصلة بذلك الأصل (أو خصم)، ومستعدان للتبادل ضمن المنافسة العادية¹. وهو نفس التعريف الذي جاء به المعيار المحاسبي (IAS₃₂).

وتجدر الإشارة فقط إلى توضيح فكرة مهمة جدا تتعلق بالمشتري والبائع²: إن تعريف القيمة السوقية العادلة لا يأخذ بعين الاعتبار بائع أو مشتري معين، حتى لا يكون المدفوع مقابل أصل ما يعكس عوامل شاذة وليس القيمة السوقية العادلة.

ولذلك تركز مختلف تعاريف القيمة السوقية على المشتري أو البائع الأكثر احتمالا، أي أن القيمة السوقية العادلة هي سعر المعاملة الأكثر احتمالا.

¹Wolfgang Dick et Franck Missonier-Piera, comptabilité financière en IFRS, 2^{ème} édition, Pearson éducation, paris, 2010,p69.

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 13.

3. القيمة الاستثمارية:

يمكن أن نعرف القيمة الاستثمارية على أنّها تقدير وتوقع المنافع أو العوائد المالية المستقبلية لأصل ما في نظر مشتري معين، وبذلك يظهر الاختلاف الجوهرى بينها وبين القيمة السوقية، فالقيمة الاستثمارية هي قيمة أصل ما بالنسبة لمشتري معين وليس المشترون الأكثر احتمالا. وبذلك تختلف القيمة الاستثمارية من مشتري لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية لمؤسسة مثلا، ويمكن توضيح أهمها فيما يلي:¹

- فرص خلق القيمة المتصورة.
- مدى إدراك المخاطر واحتمالات تقلب القدرة الإرادية للأصل.
- تفاؤل المشتري.
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة.
- الوضع الضريبي للمشتري.

4. القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية:

بغض النظر عن هاتين القيمتين في سياق تقييم المؤسسة، يمكن استعراض الاختلاف بينهما بشكل عام بفضل "آدم سميث" الذي استطاع التمييز بين هاتين القيمتين والبرهنة على أن القيمة الاستعمالية تعبر عن المنفعة الكلية لسلعة معينة، وتتميز عن قيمتها التبادلية باعتبار أن هذه القيمة هي انعكاس لقوتها الشرائية إزاء السلع الأخرى، ولذلك نجد أن للماء قيمة استعمالية كبيرة جدا ولكن قيمته التبادلية ضعيفة. وأطلق "سميث" على هذه الظاهرة بلغز القيمة². وبالرجوع إلى موضوعنا (تقييم المؤسسة) ترتبط القيمة الاستعمالية³: باستخدام الأصول ذات الطابع الإنتاجي بالنسبة لعملية الاستغلال الحالية وبذلك فهي ليست نوعا من القيمة، وإنما ظرفا تجري في ظله افتراضات معينة عند تقدير قيمة الأصول. ونقصد بالقيمة الاستعمالية هي قيمة أصل معين كجزء من كيان تشغيلي ما. أما القيمة التبادلية فهي ترتبط بقيمة الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته منفصلا عن وجود مشروع كامل. غالبا ما تكون القيمة الاستعمالية أعلى من القيمة التبادلية لأصل ما في مؤسسة مستمرة.

¹ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 14.

² http://www.ibisonline.net/research_tools/glossary.

³ http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_valeur_d_usage.html.

5. قيمة التصفية:

قيمة التصفية، هي المبلغ الذي يمكن الحصول عليه عن طريق تصفية المؤسسة، أي بيع أصولها. وعموما تكون هذه القيمة منخفضة عن القيمة الحقيقية للأصل (القيمة الاستعمالية، السوقية، الاستثمارية)، وذلك بسبب سرعة الانتهاء من بيع الأصول وعدم إمكانية تعظيم سعر البيع، وغالبا ما تستعمل هذه القيمة لتقدير قيمة الأصول الاقتصادية لمؤسسة على وشك الإفلاس¹.

ويوجد نوعان لقيمة التصفية²:

- **التصفية المنظمة:** "قيمة التصفية التي يباع بها الأصل أو الأصول عبر فترة زمنية معقولة لتعظيم العائدات المستلمة".
- **التصفية الإجبارية:** "قيمة التصفية التي يباع بها أصل أو الأصول في أسرع وقت ممكن من خلال المزاد العلني مثلا".

6. قيمة شهرة المحل:³

الشهرة نوع خاص من الأصول الغير مادية (المعنوية)، وتنشأ عندما تكون للمؤسسة ككل قيمة أكبر من قيمة أصولها المادية والمعنوية الأخرى. وقد جاء في حكم قضائي قضت به محكمة في 1960 التعريف التالي لشهرة المحل: "هي مجموع الصفات الغير قابلة للوزن أو القياس بدقة، التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب". ومن منظور عملية تقييم المؤسسة، يتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع نظير مؤسسة مكتسبة والقيمة السوقية العادلة لأصولها المكتسبة (سواء مادية أو معنوية) مع استبعاد الخسوم.

7. القيمة القابلة للتأمين:⁴

القيمة القابلة للتأمين مباشرة وواضحة جدا، فهي ببساطة القيمة بالوحدات النقدية للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض صاحب الملكية في حالة الخسارة. وهذا الفرع

¹ http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_valeur_liquidative.html.

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 41.

³ المرجع نفسه، ص 15-16.

⁴ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 20.

من القيمة له علاقة ضعيفة لعملية تقييم المؤسسات، باستثناء مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات ومختلف الأصول القابلة للتأمين عقب إتمام الصفقة وانتقال ملكية المؤسسة من طرف لآخر.

العديد من المفاهيم و العبارات الخاطئة يتداولها جمهور هذا الموضوع، وأشهرها ما يلي ¹:

المفهوم الخاطئ الأول: التقييم هو بحث موضوعي عن القيمة "الحقيقية".

- الحقيقة الأولى: جميع التقييمات متحيزة. والسؤال الوحيد هو ما مقدار التحيز وفي أي اتجاه.
- الحقيقة الثانية: اتجاه وحجم التحيز في التقييم يتناسبان مباشرة مع الشخص الذي يدفع، وكم سيدفع.

المفهوم الخاطئ الثانية: يوفر التقييم الجيد تقدير دقيق للقيمة.

- الحقيقة الأولى: لا يوجد تقدير دقيق.
- الحقيقة الثانية: إن القيمة الإعلامية من التقييم تزداد عندما يكون التقدير أقل دقة.

المفهوم الخاطئ الثالثة: كلما يكون نموذج التقييم كمي، كلما كان التقدير جيد.

- الحقيقة الأولى: فهم نموذج يتناسب عكسيا مع عدد من المؤشرات الداخلة والمطلوبة لتطبيقه.
- الحقيقة الثانية: تعمل نماذج التسعير البسيطة على نحو أفضل بكثير من المعقدة.

2- الفرق بين القيمة والسعر والتكلفة:

يختلف مفهوم القيمة عن مفهوم السعر، فقيمة مؤسسة ما هي المبلغ الذي من أجله يكون شخص ما من أهل المهنة (مقيم) مستعدا لدفعه من أجل الحصول عليها. أما السعر، فهو المبلغ المدفوع فعلا أثناء عملية التبادل وانتقال الملكية من شخص إلى شخص واعي وعارف بحاضر المؤسسة وتوقعها في المستقبل، دون الإدعاء أنه يفعل ما هو أفضل من الملاك السابقين ².

¹ Damodaran.A., Damodaran on Valuation – Second Edition , Editions Wiley, USA, 2006, p 685.

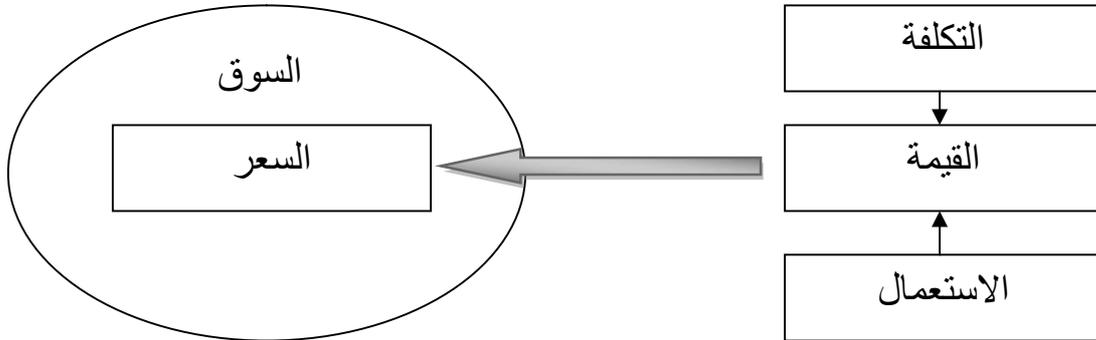
² <http://ebookbrowse.com/acompagner-le cedant-évaluer-son-entreprise.pdf>

وبهذا فإن القيمة إمكانية تهمين أو تقدير مؤسسة أو أصل معين، وبالتالي هي مسألة ذاتية. أما السعر فهو حقيقة ناتجة عن تلاقي العرض والطلب، وبالتالي هو هدف. فكثيرا ما نسمع أن شخصا أتم مبادلة (شراء أصل مثلا) مربحة، هذا يعني أنه دفع سعر أقل من القيمة المقدرة لموضوع المبادلة، وهذا هو الفرق بين القيمة والسعر. أما التكلفة فهي المبلغ النقدي المدفوع للحصول على عوامل إنتاجية مطلوبة لخلق أصل معين. ومن جهة أخرى¹: هناك فرق بين السعر المتفق عليه والتكلفة المالية الإجمالية للمؤسسة، فهذه الأخيرة تتضمن السعر المتفق عليه زائد بعض التكاليف.

التكلفة المالية الإجمالية = السعر المتفق عليه + أموال مصروفة من اجل:

- تحسين الهيكل المالي للمؤسسة.
- تمويل الخسائر المحتملة وصولا إلى التوازن.
- تسديد الحسابات الجارية للمسيرين السابقون.
- تغطية أي مصاريف إضافية محتملة.

إنّ القيمة والسعر والتكلفة مفاهيم مختلفة تماما، ونادرا ما يكون لها مبالغ نقدية متساوية.



الشكل رقم (01): التكلفة و القيمة و السعر

¹ Philippe Triponel, ordre des experts comptables, comment valoriser une entreprise et sur quels critères, ISEC-22 novembre 2011, P 9.

3- مبادئ نظرية التقييم:

تتأثر قيمة أي أصل بالمبادئ الأربعة (04) التي سيتم التطرق لها تحت هذا العنوان، ولكن مبادئ الاقتصاد الأساسية (كالعرض والطلب) تؤثر على قيمتها كذلك. وفيما يلي نشرح هذه المبادئ:¹

1. مبدأ وجود البدائل: ويعني هذا المبدأ أنه لحظة القيام بأي نقل للملكية يكون أمام كل من الطرفين (البائع والمشتري) بدائل متاحة لإتمام الصفقة. ولا يعني هذا المبدأ أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعني أن البائع ليس مجبرا على البيع لمشتري معين، وان المشتري ليس مجبرا هو أيضا على الشراء من بائع بعينه. فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آلية السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

2. مبدأ الاستبدال: نفهم من هذا المبدأ أن المشتري العاقل لا يدفع في أصل مثلا ما يزيد عن تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة. وأبسط مثال توضيحي لهذا المبدأ هو قيمة الأجهزة أو المعدات المستعملة، فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز أو أداة أكثر مما يمكن أن يدفعه مقابل جهاز أو أداة جديدة تؤدي نفس الوظائف، ولكن تطبيق هذا المبدأ على المؤسسة ككل أصعب بكثير، حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة بأخرى أمر بالغ التعقيد.

3. مبدأ الإحلال: هو مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الملك أو الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية. فمثلا مجموعة من المستثمرين يدرسون إمكانية شراء مؤسسة ما، وباعتبارهم مستثمرين فطنين فإنهم لن يدرسوا فقط المؤسسة المستهدفة في حد ذاتها، بل أيضا السعر المدفوع في المؤسسات المماثلة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة متساوية)، ومبدأ الإحلال يمثل الأساس النظري لمنهج السوق في تقدير القيمة.

4. مبدأ المنافع المستقبلية: يقضي هذا المبدأ الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية تقييم المؤسسة أو أصل، بأن قيمة كل واحد منهما تعكس بالضرورة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك مؤسسة أو أصل أو السيطرة عليهما. ومن هذا المنظور فإن القيمة هي

¹ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 24-25-26.

القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة. من الناحية النظرية لا يكون لما حققته مؤسسة مثلا من منافع (أرباح) في الماضي علاقة بالقيمة، ولكن من الناحية العملية فإن الأداء والنتائج السابقة تكون عادة مؤشر جيد للأداء في المستقبل، ما لم تكن أحداث خارجية غير عادية قد شوهدت الاتجاهات الماضية.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمر معقدا جدا ويتطلب عمل افتراضات عديدة بشأن مستقبل المؤسسة، ومع ذلك فإن القيمة الصافية الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون غالبا أفضل مؤشر للقيمة.

المحاضرة رقم(02): حالات و مناهج تقييم المؤسسة

1- حالات تقييم المؤسسة:

تكمن أهمية مهنة تقييم المؤسسات في الحياة الاقتصادية بما توفره من خدمات للمتعاملين الاقتصاديين في إطار معاملاتهم التجارية، وبالتالي عوامة وتطوير الأسواق المالية العالمية. و يعتمد عليها كذلك في حل المشاكل أو النزاعات الاجتماعية التي تستدعي تقييما للمؤسسة. ويمكن ذكر أهم الأسباب والمواقف التي تقود الأفراد إلى الاستعانة بأصحاب المهنة (مهنة التقييم) فيما يلي¹:

- تقييم المؤسسة غالبا أثناء رغبتها لعرض أسهمها للبيع في السوق المالي، وبالتالي تقوم بتحديد السعر الأدنى للتنازل (O.P.V) (ouverture publique de vente)
- ويمكن تقييم المؤسسة من أجل رفع رأس مالها إذا كانت غير مسعرة (non cotée)، حتى تستطيع إعطاء سعر للأسهم الجديدة على أساس الأسهم القديمة المتداولة.
- لغرض تصفية المؤسسة، التي يحدد فيها سعر التنازل عن الأصول.
- لغرض إعادة الهيكلة.
- لغرض الاندماج الذي يستدعي إعادة تقييم الأصول، وكذا الاستحواذ.
- للفصل بين النزاعات التي تدور حول مؤسسة معينة والتي تكون بدورها على سبيل المثال "ميراث" ينبغي تقسيمه لعدم تفاهم الورثة حول استمرارية ملكيتهم، أو قضايا اضطهاد حملة الأسهم.
- من الجانب الضريبي، قيمة المؤسسة هي وعاء جبائي.
- التقييم لغرض التسيير.

¹ Thierry Meloux, Analyse 360° : Pratique de l'Analyse Financière des Entreprises, Editions Books on Demand, France, 2008, P 130.

2- مناهج التقييم:

لتقييم أصل أو مؤسسة أو حصة هناك ثلاث (03) مناهج أساسية، هي:¹

1. منهج الدخل (طرق الاستحداث).
2. منهج السوق (طرق المقارنة).
3. منهج المحاسبة (طرق الممتلكات).

لكن هذا لا يعني تعدد طرق ضمن كل واحد من المناهج الثلاثة المذكورة، فوفقاً لمنهج الدخل يستطيع المقيم استعمال كل من طريقة التدفقات النقدية المخصومة أو التدفقات النقدية المرسمة، وحسب كل منهما إما طريقة مباشرة أو غير مباشرة، وفي منهج السوق الذي يقيم المؤسسة بناءً على المقارنات التي يعقدها المقيم بين المؤسسة محل التقييم ومؤسسات أخرى مشابهة لها في الحجم، نوع النشاط، رأس المال... الخ، شرط أن تكون هذه المؤسسات المقارن لها قد تم بيعها مثلاً، أو تم تقييمها أو تسعيرها بالأسهم والسندات في البورصة، أمّا في منهج المحاسبة الذي يهتم بتقييم الموجودات المالية وممتلكات المؤسسة، وإهمال كل التوقعات حول مستقبلها يستطيع المقيم استخدام عدة طرق كحساب صافي الأصول المعاد تقييمها مباشرة ناقص الديون، أو القيمة السوقية للأموال الخاصة مباشرة. إن اختيار المنهج والطريقة المناسبة لخطة التطبيق العملي يتأثر بعاملين أساسيين هما:

- نوع وحجم المؤسسة (صغيرة، متوسطة، كبيرة).
- الغرض من التقييم فباعثار المشتري والبائع هما الأكثر طلباً لتقييم المؤسسة وتقدير قيمتها أثناء عمليات المبادلة، فتختلف الطرق المستعملة من طرف المقيم لكل منهما. فالمشتري يعمل على تدنية قيمتها، أمّا الثاني (البائع) على رفع قيمتها. واختلاف هذه الطرق ناتج عن اهتمام المشتري بمستقبل المؤسسة (طرق الاستحداث) بينما البائع يركز اهتماماته على الممتلكات الحالية الراغب في نقل ملكيتها (طرق الممتلكات).

¹ De La Chapelle.P, l'évaluation des entreprises, 3e édition, ECONOMICA, 2007,P 53.

المحاضرة رقم (03): العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

تتأثر قيمة المؤسسة بعدة عوامل، يمكن التطرق لها بتقسيمها إلى عوامل ذاتية (subjectifs) وأخرى موضوعية (objectifs):

1. العوامل الذاتية:

تقوم هذه العوامل على أساس مفهوم المنفعة، فإذا كان الغرض من البيع هو تحويل الملكية، فتمثل هذه العوامل زيادة الرغبة في الشراء أو البيع. تقودنا هذه النقطة إلى طبيعة العلاقة بين المشتري و البائع، حيث يحاول المشتري دفع أدنى سعر ممكن، أما البائع فيتبع عكس هذه السياسة، ثمرة الحديث بينهما بما يسمى التفاوض يحدد من خلالها سعر التبادل.

إن هذه الفكرة لا تعني أن البائع والمشتري سيحققون عملية تبادل مرضية، ففي غالب الأحيان يتعرض أحدهما للضرر.

السؤال المطروح هنا يكمن في معرفة العوامل الحساسة التي تزيد من الرغبة في الشراء، وبالتالي تزيد في قيمة المؤسسة.

من أهم العوامل التي تزيد من الرغبة في شراء المؤسسات هي الشهرة أو السمعة التي تتمتع بها هذه الأخيرة. فمن أجلها يكون المشتري على استعداد بدفع ما يفوق السعر، بمعنى قيمة نقدية تفوق القيمة الاقتصادية للمؤسسة. ومن جهة البائع فتقييمه لمؤسسته يكون كذلك بزيادة قيم نقدية تعبر عن هذا العامل. هذا التأثير الناجم من سمعة المؤسسة قد يزيد من قيمتها أو العكس.

إن كل من ثقافة المؤسسة، مستوى مؤهلات عمالها وانضباطهم، علاقة المؤسسة مع الغير كالموردين والبنوك، مصلحة الضرائب والمنظمات الاجتماعية... الخ، هي كلها عوامل بسلوكية تؤثر على قيمة المؤسسة لحظة التقييم والمفاوضة.

هناك كذلك عوامل ذاتية يمكن تحليلها من وجهة نظر اقتصادية. مصطلح الندرة هنا هو مرادف لمصطلح الاستدامة، لأن إمكانية التواجد في موضع الاحتكار يرفع من قيمة المؤسسة، يمكن الاستعانة ببعض الأمثلة لتوضيح هذه العوامل¹:

- شراء مؤسسة منافسة، يعطي للمؤسسة المشتري الحافز على زيادة السعر.
 - شراء مؤسسة موردة، يسمح بتخفيض تكاليف الإنتاج، وبالتالي فتح أمام المؤسسة المشتري أسواق جديدة نتيجة احتمال تطبيق سعر بيع منخفض لمنتجاتها.
 - امتصاص مؤسسة تتميز بتنظيمها الجيد أو امتلاكها لشبكة تجارية هامة، (مبدأ: $2+2=5$).
- في نفس السياق يمكن الإشارة إلى نقطة أخرى تتمثل في الفرق الموجود بين التوظيف والاستثمار. فالأول نقصد به توظيف الأموال دون المشاركة في تسييرها، فحسب هذه الحالة قيمة المؤسسة تكون منخفضة عن قيمتها الحقيقية من وجهة نظر المشتري لأنه يكتفي بانتظار عوائد مستقبلية متواضعة. أما الحالة الثانية نقصد بالاستثمار المشاركة في تسيير الأموال، فسيكولوجيا قيمة المؤسسة تزيد عن قيمتها الاقتصادية من وجهة نظر المشتري، لأنه يطمح دائما من خلال مشاركته تحقيق عوائد مالية مستقبلية تفوق الإمكانيات الاقتصادية المتاحة للمؤسسة. في نفس السياق، قيمة المؤسسة العائلية من وجهة نظر مالكيها أعلى من قيمتها الاقتصادية، فهدف² المساهمين في هذا النوع من المؤسسات لا يقتصر على تعظيم الربح فقط بل وضع إستراتيجية تضمن لهم استقرار واستدامة نشاط المؤسسة.

تتأثر قيمة المؤسسة كذلك بشخصية القائم بالتقييم. فغالبا طرق التقييم تبنى على وضع الافتراضات و التكهّنات خاصة طرق الاستحداث. إذا مستوى تفاؤل المقيم ونظرتة لمستقبل المؤسسة يؤثر

¹ Patrice Vizzavona, évaluation des entreprises, édition ATOL, Paris, 1990, p 2 .

² Gérard Hirigoyen, Revue française de gestion, N° 242, Valeur et évaluation des entreprises familiales, Paris, 2014, P 1.

<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-119.ht>

لا محالة على نتائج تقييمها، و قد يؤثر حتى على سعرها. فإذا كان: ¹ سعر أصول مالية (أو مؤسسة) يمثل قيمة، و يمكن تمثيل ذلك بصدق، يرجع ذلك نسبيا إلى كونه نتائج لتقييم فردي.

2. العوامل الموضوعية:

تتأثر قيمة المؤسسة بعوامل موضوعية مترابطة فيما بينها، والناجمة عن اختلاف منهج التقييم والطريقة المدرجة تحته. ومن جهة أخرى عن عوامل تؤثر على سياق عملية التقييم، وبالتالي على نتائجه.

تطبيق مناهج التقييم (منهج الممتلكات، منهج الاستحداث، منهج المقارنة) يؤدي في غالب الأحيان إلى نتائج تقييم مختلفة. اختيار منهج معين يتأثر بعوامل أساسية هم: موضوع التقييم، الغرض منه، وطبيعة نشاط المؤسسة. فيما يخص موضوع التقييم، فإذا كانت المؤسسة محل تصفية مثلا، فهنا يتم استخدام منهج الممتلكات لأن أصول المؤسسة ستباع بشكل منفصل عن بعضها، مع التأكيد على تطبيق قيمة التصفية. أما الغرض، فإذا كان تقييم المؤسسة بغرض شرائها، يعتمد المقيم منهج استحداث التدفقات المستقبلية لتقدير قيمتها. لأن المهم بالنسبة للمشتري هو تحقيق المردودية مستقبلا. وفي حالة ما إذا كان الغرض هو بيع المؤسسة فيكون التركيز على قيمة المؤسسة المقدرة من استخدام منهج الممتلكات.

تؤثر طبيعة نشاط المؤسسة على المنهج المختار في التقييم. المؤسسات ذات الطابع الخدماتي تحقق أرباح كبيرة بالرغم من عدم اعتمادها على موجودات ملموسة ذات قيم نقدية هامة كشركات التأمين مثلا، لذلك من غير المناسب استخدام منهج الممتلكات لتقدير قيمتها، فالأجدر اعتماد منهج استحداث التدفقات النقدية.

¹ Oracio Ortiz, " Valeur financière et vérité Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse", Editions Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Paris, 2014, P 57.

هذا التباين في اختيار المنهج المطبق في التقييم لا يؤثر على قيمة المؤسسة من وجهة نظر المشتري والبائع بشكل منفصل فقط، بل على عملية التفاوض بينهما وتحديد سعر التبادل، بحيث يعتمد كل طرف على منهجه المختار في التقييم و نتائجه في التفاوض. هذا لا يعني أن المقيم يعتمد على نتائج تقييم وطريقة واحدة فقط، لأن الاعتماد على مناهج مختلفة يثري وجهة النظر حول قيمة المؤسسة. وكما هو مناسب استعمال منهج الممتلكات من طرف البائع ومنهج استحداث التدفقات المستقبلية من طرف المشتري، تعتبر نتائج التقييم عن طريق المقارنة له أهمية بالغة لحظة التفاوض على سعر التبادل.

البحوث العلمية المطبقة على تقييم المؤسسة محصورة في غالبها على النماذج وطرق حساب القيمة. فإذا نظرنا من زاوية أن عملية التقييم كأي عملية تنظيمية، تمر بعدة مراحل متتابعة، يمكن لهذه العملية أن تتأثر بعدة عوامل ديناميكية كما حددها منبرج Mintzberg سنة 1971 وهي ستة عوامل¹: الانقطاع، التأخيرات المخططة، تأثير ردود الفعل، التسارع و التباطؤ، دورات الفهم، رجوع المعوقات.

¹ Jean-Jacques Pluchart, Latifa Barbara, Vers une approche constructionniste du processus d'évaluation de l'entreprise, revue Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión, n°100, p 6.

<http://www.cairn.info/revue-recherches-en-sciences-de-gestion-2014-1-p52>

المحاضرة رقم (04): مراحل تقييم المؤسسة

قبل التطرق لشرح مختلف مراحل عملية التقييم، تجدر الإشارة إلى أن مهنة التقييم هي عملية لا تستند إلى منهج نظري في تطبيقها، أي أنه لا يوجد خطوات أو مراحل محددة نظريا تقود هذه المهنة لحظة التطبيق، وكما سبق وأن أشرنا إلى أن تقييم المؤسسة هي عملية حساسة بطبيعتها لأن نتائج هذه العملية يعتبر تقديرا للقيمة أو رأي فيما يخص هذه الأخيرة، وهذا ما يسمى بقيود عملية تقدير القيمة. فإذا أخذنا مقيمين متساويين في المؤهلات والخبرة يمكن بسهولة أن يتوصلا إلى تقديري قيمة مختلفين لنفس الأصل أو المؤسسة (وإن كانا قابلين للمساندة).

يرجع هذا الاختلاف في التقدير إلى أن عملية التقييم تتطلب إصدار الأحكام، وعمل الافتراضات، وتكوين الآراء، والتي بدورها تتأثر بعوامل عديدة، منها ذاتية تخص نظرة المشتري أو البائع للمؤسسة محل التقييم، وأخرى موضوعية تتمثل في الجانب الاقتصادي وطرق الحساب التي تسمح بتحديد القيمة الصحيحة للمؤسسة.

حتى يكون رأي المقيم مستنير، أي مبني على تحليلات وأساليب مقبولة يجب عليه اتباع مجموعة الخطوات الأساسية التي تستند عليها عملية التقييم في التطبيق العملي، وفيما يلي نذكر أهم المراحل التطبيقية لتقييم المؤسسة:

1. أخذ معلومات عامة:

من المهم بدأ عملية التقييم بجمع معلومات عامة عن المؤسسة ومحيطها وهي أطول مرحلة وأكثرها حساسية، وذلك راجع إلى أن صعوبة تقييم المؤسسة لا يكمن في الطرق والأساليب المتبعة، بل في جمع المعلومات الملائمة وتصنيفها لتطبيق هذه الطرق، ومن الخطأ اعتبار القوائم المالية وحدها كفيلة بتقييم المؤسسة.

وتزداد مدة عمل هذه المرحلة مع ازدياد حجم وتعقيد المؤسسة وأن المقيم غريب عن المؤسسة في معظم الحالات، ولذلك يمكن للخبير المحاسبي أو محافظ الحسابات تزويد المقيم بالمعلومات المطلوبة، والتي تستدعي من المقيم القيام في هذه المرحلة بـ:

■ زيارة الموقع بالنسبة للمؤسسة المراد تقييمها وهي خطوة تسمح للمقيم بالتقدير المبدئي لحالة العقارات، آلات الإنتاج، جو العمل.¹

■ معرفة الموجودات داخل هذه المؤسسة ومقارنتها بالقوائم المالية.

■ التحليل المبدئي لمستوى نمو المؤسسة ومقارنتها بالمؤسسات المنافسة.

■ فرصة الالتقاء بالمسؤولين داخل المؤسسة.

إن الهدف من هذه المرحلة هو جمع أكبر عدد ممكن من المعلومات المفيدة حول المؤسسة وصولاً إلى مستوى اتخاذ القرار حول متابعة المهمة أولاً. وعلى سبيل المثال، إذا كان الغرض من التقييم هو عملية شراء المؤسسة واستغلالها كما هي، يجب على المقيم التركيز على وضع المؤسسة حالياً و القيام بالتنبؤات المبدئية حول مستقبلها. فكثيراً ما تكشف زيارة المؤسسة محل التقييم عدة جوانب سلبية، يستطيع المقيم من خلالها مقارنة ذلك مع احتياجات المشتري، وتتوقف المهمة دون خسارة المال والوقت.

2. تحرير رسالة المهمة:

وهي رسالة يجرها المقيم بالقبول المبدئي أو الرفض لعملية التقييم وذلك حسب نتائج المرحلة الأولى وبالأخص النقاط التالية:²

■ المراقبات السابقة: الخلافات داخل المؤسسة، استجابة وقبول العميل، إدارة وتسيير المخاطر، القواعد الأخلاقية، التزامات قانونية.

■ التحديد المناسب لنطاق التقييم: محيط المؤسسة، حصة مباحة من رأس المال، التفاهم والثقة بين إدارة المؤسسة المعنية بالتقييم والمقيم.

■ نوعية المعلومات الداخلية المقدمة من المؤسسة، واحترام المواعيد المتفق عليها.

■ كمية ونوع المعلومات التي تم جمعها من البيئة.

¹Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », 2^o édition, ECONOMICA, Paris, France, 2007, P17.

² <http://ebookbrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise-pdf> .

3. التشخيص:

يقوم المقيم في هذه المرحلة بتحليل المؤسسة بشكل دقيق وذلك على المستوى الداخلي بالتطرق لكل وظيفة على حدة وعلى المستوى الخارجي بتحليل بيئتها حتى يستطيع المقيم صنع معرفة بالعناصر والعوامل التي تؤثر بالزيادة أو النقصان على قيمة المؤسسة الخاصة سواء كانت هذه العناصر يمكن إعادة تصحيحها في القوائم المالية أو لا (كتحليل العنصر البشري) ولذلك يسبق هذا التحليل التطبيق العددي للطرق المستعملة في تقييم المؤسسة.

يتم تحليل البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة على شكل تشخيص داخلي وخارجي لها، فالأول هدفه هو اكتشاف نقاط قوة وضعف المؤسسة محل التقييم، أما الثاني فالوقوف أمام الفرص المتاحة لها والتهديدات الممكنة اعتراض تحقيقها للأهداف المسطرة.¹

تختلف مدة هذه المرحلة من مؤسسة لأخرى حسب درجة تعقيد نشاطها والقطاع الذي تنتمي إليه، حجم المؤسسة، العلاقة بين المقيم والمؤسسة. ولذلك فإن كان المقيم سبق وأن تعامل مع المؤسسة محل التقييم أو خبير محاسبي لها، يقوم بالتركيز على التشخيص الخارجي (السوق، المنافسين، التطور التكنولوجي) وعلى العناصر المعنوية اللاقيمة لها في المحاسبة. سوف نتطرق بالتفصيل لهذه المرحلة (التشخيص) في المبحث الموالي بالتطرق لمختلف أنواع التشخيص الداخلي وبعض نماذج التشخيص الخارجي.

في نهاية هذه المرحلة وبفضل معلومات ونتائج التشخيص الداخلي والخارجي للمؤسسة، يقوم المقيم بتكوين تقرير مرحلي يقدمه لزيونه (المعني بعملية التقييم) لاتخاذ قرار مواصلة المهنة أم لا. إذا كان القرار هو لا، فإن الزبون سيقدم أتعاب المقيم حتى هذه المرحلة (التشخيص الداخلي والخارجي) وهو مبلغ متفق عليه غالبا. وإذا أراد الزبون متابعة المقيم أداء مهمته، يقوم هذا الأخير بتحرير رسالة مهمته أكثر تفصيلا من الأولى والتي تضم النقاط التالية²:

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P17.

² <http://ebookborrow.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise-pdf> .

- هدف التقييم.
- مستلم التقرير.
- العمل المطلوب وتخطيط جدول الأعمال المناسب والكافي للعمل.
- تاريخ التقييم.
- المعلومات التي يستند عليها التقييم.
- شكل ومحتوى التقرير الذي سيصدره.
- تفاصيل القيود المفروضة على العمل الميداني.
- حدود المسؤولية.

من خلال هذه الرسالة يستطيع الزبون الحكم على مدى فهم واستيعاب المقيم لاحتياجاته، كنوع العملية، درجة الإلحاح في إتمام الصفقة.

4. اختيار طرق التقييم:

قبل اختيار الطرق المناسبة لعملية التقييم، من الضروري أن يكون المقيم ملم ومراجعا لكل طرق التقييم، وإن استدعى الأمر تكوينه في هذا المجال. فنظرا لتعدد مناهج التقييم (منهج الدخل، منهج المقارنة، منهج المحاسبة) وتعدد الطرق المدرجة تحت كل منهج يقوم المقيم باختيار المنهج والطرق المحاسبية في عملية التقييم وذلك حسب غرض التقييم (شراء أو بيع)، نوع وحجم المؤسسة (صغيرة، كبيرة) بسبب خصوصيات المؤسسات الصغيرة في ارتباطها الوثيق بالمسير. ولهذا يجب على المقيم أن يتميز بمعرفة كافية حول كل المناهج والطرق حتى يستطيع استخدام الطرق المناسبة واستبعاد الطرق الأخرى.

بعد اتخاذ القرار حول الطرق المناسبة، يشرع المقيم في تطبيق هذه الأساليب بأخذ المعلومات من القوائم المالية المصححة والمعاد ترتيبها دون إهمال المنظور الإستراتيجي، مخطط أعمال المؤسسة، وكل ما له علاقة بمستقبل المؤسسة، خاصة إذا كان الغرض من التقييم هو شراء المؤسسة.

وفي حالة استعماله لعدة طرق يجب¹: دراسة فروقات التقييم وتحليل أسباب حدوثها، وهذا ما يسمح بالتأكد من أن الفرضيات المعمول بها (المختارة) متناسقة ومتماثلة للمناهج المختلفة.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P17.

5. إعداد تقرير التقييم:

وهو تقرير نهائي يلخص نتائج عملية التقييم، ورأي المقيم حول قيمة المؤسسة محل التقييم، ولا بد أن يذكر في هذا التقرير النقاط الأساسية والملخصة في مضمون تقرير عملية التقييم:

مقدمة:

- تاريخ التقييم.
- مستلم التقرير.
- التعريف بالمؤسسة.
- الغرض من عملية التقييم.

العرض:

- الأعمال المنجزة.
- المعلومات المقدمة والمتاحة للمقيم.
- حدود عملية التقييم بناء على طلب الزبون أو بسبب غياب خبراء تقنيين المختصين في نقاط محددة كالتدقيق البيئي مثلا وكل العوامل القابلة لحصر ثقة المقيم في ختام أعماله:¹
 - كعدم توافر معلومات معينة.
 - حدود معينة في نطاق العمل أو التناقضات.
 - معلومات غير مدققة.
 - إجراء تقييم لغرض محدد.
 - الطرق المستبعدة مع شرح الأسباب والطرق المعمول بها.
 - ملخص الافتراضات الرئيسية وتبرير استخدامها في تنفيذ عملية التقييم.
 - ملخص للحسابات مع الإشارة لها في الملاحق بالتفصيل.
 - مدى تحقق معايير التقييم.

¹ <http://ebookborrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise-pdf> .

خاتمة:

رأي المقيم وتقديره لقيمة المؤسسة، وهي ليس قيمة محددة أو ثابتة بل مجال للقيمة (fourchette de valeur). فإذا كان الغرض من التقييم هو الشراء فإن المقيم يركز على الحد الأعلى للقيمة، والتي من أجلها ينصح المشتري بإتمام الصفقة أمّا بالنسبة للبائع فالعكس. في حالة استعانة المقيم المعتمد مع جهات مهنية أخرى، فهو: ¹ ملزم بذكر إلى أي مدى تم التعاون مع هذه الأخيرة في تحديد رأيه حول قيمة المؤسسة محل التقييم.

إن اقتراح المقيم لمجال للقيمة سببه مجموعة العوامل التي لا يمكن تقديرها بدقة كالمنتظر الإستراتيجي، كفاءة العمال مثلاً... بالإضافة إلى: ² استعماله المحتمل لمجموعة من الطرق التي يتولى عنها مجموعة من القيم حيث لا يجوز له تقديم متوسط القيمة لنتائج الطرق المستخدمة. مثال: $3/1$ قيمة الممتلكات + $3/2$ قيمة المردودية.

تطبيقاً غالباً ما يعتمد على متوسط القيم من كل طريقة لتحديد القيمة النهائية للمؤسسة. لكن منهجياً يعتبر ذلك خطأ، لأن ³ الجمع بين قيمة الممتلكات وقيمة العائد منها معناه الجمع بين تكهنين متناقضين هما: توقف نشاط المؤسسة واستمرارها، وبالتالي نتيجة دمجها (متوسط القيم) غير صحيحة.

الوصول إلى تحديد مجال للقيمة هي آخر نقطة في عملية التقييم، ولذلك فقط تطرقنا إلى أهم المراحل التطبيقية في تقييم المؤسسة. من هنا يقوم المستفيد من التقييم (بائع أو مشتري) بتحديد لسعر التبادل مع الطرف الآخر وإتمام الصفقة. إن تحديد السعر وجها لوجه مع الطرف الآخر يمر بمرحلة التفاوض على السعر. يمكن توضيح مصطلح التفاوض (La négociation) بالتعريف التالي: ⁴ " التفاوض هو عملية يتفاعل من خلالها طرفان أو أكثر لديهم اعتقاد بوجود مصالح مشتركة متداخلة، وأن

¹ J.Marko , L'évaluation des sociétés en pratique . p 12

www.uhpc.be/.../20100520 - L évaluation des societes en pratique - J.Marko.pdf

² www.entreprisevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

³ Jean-François Pansard et Pierre Péau, Convergence Revue de la CCEF, Les 10 erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise, N° 06, Novembre, Paris, 2012, Pages 07 .

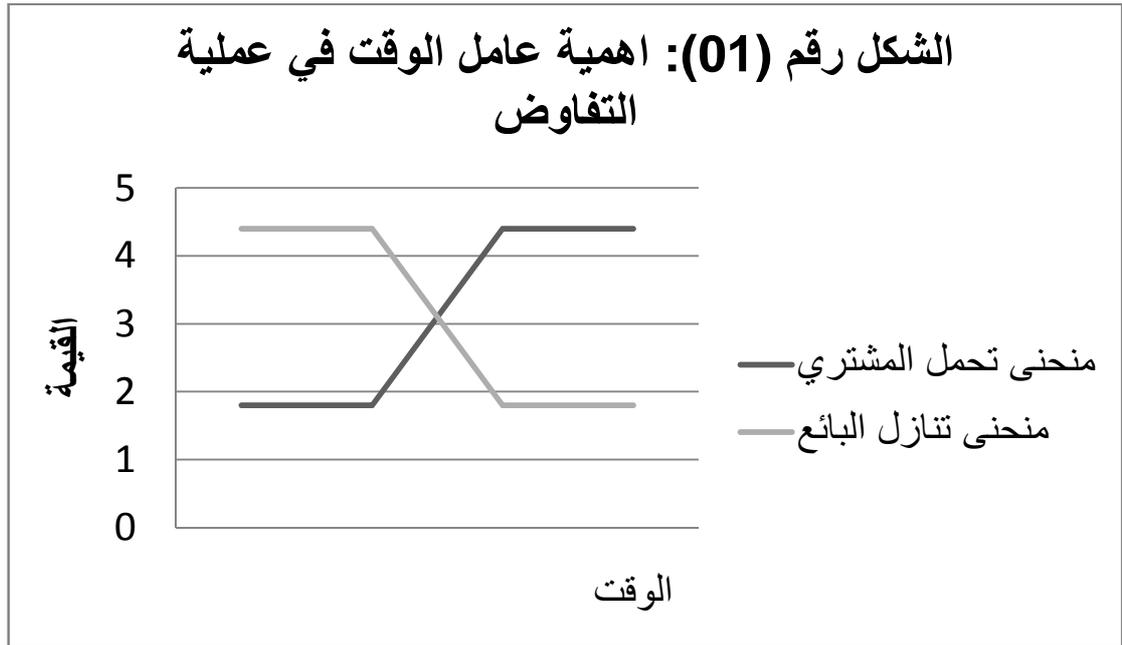
⁴ سامح عبد المطلب عامر و آخرون، إدارة التفاوض، الطبعة الأولى، دار النشر "دار الفكر"، عمان-الأردن، 2010، ص 16.

ذلك يتطلب منهم الاتصال فيما بينهم كوسيلة لتضييق مساحة الاختلاف وتوسيع منطقة الاشتراك بينهم من خلال المناقشة والحجة والإقناع والاعتراض، للتوصل إلى اتفاق مقبول للأطراف بشأن موضوعات أو قضايا التفاوض". إذن، التفاوض في بحثنا هذا يدور حول المعنى نفسه للتفاوض مع ربطه بموضوع سعر تبادل المؤسسة. يأخذ التفاوض مكانته كوسيلة لصنع القرار في عدم وجود:¹

■ لا سلطة أو تأثير من طرف معين.

■ لا سعر محدد للتبادل.

يعتمد كل من البائع والمشتري على التفاوض من اجل تحديد سعر المبادلة على أساس مجال القيمة المتوصل إليه من عملية التقييم. نحن نعتقد دائما أن تحديد السعر يكون بالتقاء العرض و الطلب فقط. لكن لا يجب أن ننسى عامل الوقت. بالنسبة للمشتري أو البائع، من يمتلك الوقت الكافي لاتخاذ القرار حول إبرام الصفقة هو من يمتلك الأفضلية الحاسمة في التفاوض



¹ William I.Zartman, revue française de gestion, lavoisier, volume30, numéro153, novembre/décembre, 2004, P15.

الشكل رقم (02)¹: الأدوات و المراحل الأساسية في عملية التقييم



¹ Jean-Etienne Palard et Franck Imbert, Guide pratique D'évaluation d'entreprise, Edition Eyrolles, Paris, 2013, P 80.

المحاضرة رقم (05): التشخيص الداخلي و الخارجي للمؤسسة

يقوم المقيم بتشخيص المؤسسة بغرض جمع المعلومات المفيدة في تطبيق أساليب وطرق التقييم، وتعزيز المعرفة الضرورية بذلك، الأهداف الأساسية للتشخيص في إطار عملية تقدير قيمة المؤسسة هي:

■ التوصل من خلال تحليل المؤسسة (الداخلي) وظيفة بوظيفة، إلى تشخيص نقاط قوة وضعف المؤسسة (Points : Forces, Faiblesses).

■ تحليل المؤسسة (الخارجي) وسط محيطها التنافسي، بهدف كشف الفرص والتهديدات (Opportunités / Menaces) المنبثقة من الوضعية الاقتصادية لقطاع النشاط الذي تنتمي إليه، والحدود أو المعلومات المرتبطة بالمهنة (الابتكار).

إن هذه العوامل تؤثر على القيمة الخامة للمؤسسة بالزيادة أو النقصان بعد تصحيح الأرقام وإعادة ترتيب الحسابات في القوائم المالية بالنسبة للعناصر التي تظهر في هذه الأخيرة، أما بالنسبة للعناصر التي لا تظهر في الميزانية (إتقان العمل مثلا) تساهم في التحديد الموضوعي لمجال قيمة المؤسسة.

1- التشخيص الداخلي (Le diagnostic Interne) :

المصدر الأول للمعلومات بالنسبة للمقيم هو بالطبع المؤسسة نفسها، ولذلك يبدأ المقيم في هذه المرحلة بالتشخيص الداخلي بتحليل كل الوظائف الأساسية داخل المؤسسة، وعادة يكون التركيز على الوظائف التالية: التشخيص التجاري، تشخيص في الإنتاج، تشخيص الموارد البشرية، تشخيص مالي، تشخيص قانوني.

1-1- التشخيص التجاري:

يعمل المقيم في الدراسة إلى التطرق للعناصر التالية¹: السوق، المنتج، شروط البيع.

السوق: الهدف من تحليل هذا العنصر هو تحديد موقع المؤسسة بالنسبة لقطاع نشاطها، وبعبارة أدق بالنسبة لسوقها.

¹ <http://www.entreprisevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d'evaluation>.

دراسة أسباب تغير حصتها السوقية عبر الزمن، هو مؤشر يساعد المقيم على التكهن بمستقبل المؤسسة. علاوة على ذلك تحديد الزبائن الرئيسيين للمؤسسة ومدى وفائهم لمنتجاتها.

وهنا محاولة كشف مدى اعتماد المؤسسة على هذا النوع من الزبائن، فإذا كان عددهم كبير نستنتج تبعية المؤسسة لهم وتسجيل خطر كبير على مستقبلها، ولذلك يجب على المقيم تدوين هذه الملاحظات وإدراجها ضمن التقييم النهائي، وتطبيق خصم شامل في القيمة إذا لزم الأمر.

المنتج: دراسة ما إذا كانت منتوجات المؤسسة تحقق بعض النجاحات في الحاضر، وطرح السؤال: كيف سيتطور الطلب عليها؟ لمعرفة ذلك، يجب على المقيم تحليل محفظة منتوجات المؤسسة وتحديد موقع كل منتج في منحنى حياته (مرحلة النضج، التراجع، الثبات). ولا ينصح باستخلاص النتائج المستقبلية للمؤسسة فقط ولكن التأكد أيضا من أن المؤسسة تقدم على تجديد هذه المنتجات وإلا فإن زيادة خطر عدم الاستدامة يفرض على المقيم تطبيق خصم أعمق في القيمة.

البيع وشروطه: على المقيم معرفة كل نقاط البيع التي تعتمد عليها المؤسسة في بيع منتجاتها وكذلك التطرق لتقنيات التوزيع المستعملة، ومن جهة أخرى دراسة ما إذا كانت هناك قواعد أو لوائح خاصة تنظم تسويق منتج معين، وبالتالي معوقات بيع هذا الأخير في ظل فرض هذه القواعد، كقانون التأمين المالي هو أفضل مثال لأسواق المنتجات المالية.

1-2- تشخيص الإنتاج:

يهتم المقيم بهذا النوع من التشخيص فيما إذا كانت المؤسسة محل التقييم صناعية، فمختلف النقاط المهمة الواجب دراستها هي: حالة الآلات ومعدات الإنتاج المستعملة وصيانتها وذلك حسب العمر، الاهتلاك، النوعية، مستوى الاستعمال، وكذلك تحديد¹: تكلفة ترقيتها أو استبدالها (ميزانية الاستثمار الضرورية) وهذا ما يسمح بتقييم قدرة المؤسسة على احترام التكاليف، مدة الإنتاج، جودة المنتج. زيارة أماكن العمل (الورشات) وتشخيص طبيعتها، حجمها، نوعها، ومختلف الإيجارات يصنع معرفة حول

¹ www.entreprisedevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

التطور التكنولوجي للمؤسسة. يمكن للمقيم الاستعانة بالخبراء التقنيين لغرض المعاينة الدقيقة لآلات ومعدات الإنتاج وبعض النقاط الأخرى¹:

- ما إذا كان الإنتاج خاص، قياسي، وحدات محددة (en série)، موسمي،...

- وجود عمليات أو إجراءات أفضل أو أرخص.

- قدرة المؤسسة على تطبيق تكنولوجيا جديدة مع موظفيها الحاليين. استنادا إلى الإجابة عن النقاط الثلاث (03) السابقة، يمكن تبرير المؤونات الخاصة بإعادة الهيكلة.

الأخذ بعين الاعتبار مستوى وأساليب تسيير المخازن لما لهذه الوظيفة من أهمية في مراقبة تسيير المؤسسة.

إن التكلم عن الإنتاج يقودنا بالضرورة للتطرق إلى الموردون بصفتهم المسؤولون عن الامتدادات الداخلية من المواد الأولية، ولهذا يتوجب على المقيم معرفة نوعية الموردين، عددهم، موقعهم، وقت التسليم... الخ.

أثناء عملية الإنتاج يقوم المقيم بكشف ما إذا كانت المؤسسة تحترم المعايير البيئية وقواعد النظافة والأمن.

انطلاقا من مواطن التشخيص السابقة، يتم التوصل تقريبا إلى تحديد قدرة المؤسسة على الإنتاج والتصرف ورد فعلها لحدث غير متوقع كانقطاع الإمدادات (التموين)، تعطل الآلات، ارتفاع كبير للطلب.

3-1- تشخيص الموارد البشرية:

الهدف العام من تشخيص هذه الوظيفة في إطار مهمة تقييم المؤسسة هو معرفة قيمة الموظفين داخل المؤسسة ومدى مشاركتهم في إنجاح نشاطها، ولذلك يبحث المقيم عن كافة الأخطار الاجتماعية في

¹ <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/méthodologie/la-démarche-d'évaluation>.

المؤسسة بالإضافة إلى تحديد مميزات كل موظفيها الممثلون للموارد البشرية. يمكن استعراض أهم النقاط الأساسية في تشخيص هذه الوظيفة كالتالي:¹

في البداية يجب على المقيم الكشف عن مختلف النزاعات الحالية والماضية التي وقعت داخل المؤسسة والاستفسار حول أسبابها. ولكن تحليل هذه النزاعات غير كافي، لأنه قد يكون هناك مشاكل أخرى والتي تتسبب في إضعاف حالتها الاقتصادية.

ولذلك يجب على المقيم تحليلها هي الأخرى مثلا: تحليل المناخ الاجتماعي (معدل دوران العمال، التغيب، الإضرابات)، العلاقة مع الهيئات الممثلة للموظفين، ثقافة المؤسسة، وسائل الاتصال بين الموظفين، مدى ارتباط العمال مع المسير وحضور الموظفين الرئيسيين (Clés)، بتحليل وضعية كل فرد داخل المؤسسة، أي مكانته داخل الهيكل التنظيمي (في الورق وفي الواقع). وبعد ذلك يقوم المقيم بالدخول صلب كل وضعية وذلك بتحليل المهام لكل وظيفة، مستوى التأهيل، درجة المسؤولية، بهدف التعرف على عمل كل فرد، عدد العمال في مختلف الوظائف، موائمة كل عامل بالنسبة للوظيفة المخصصة له وبالنسبة لأهداف واحتياجات المؤسسة، ويكون من فائدة المقيم لو رسم هرم الأعمار موظفي المؤسسة المعنية للتعرف على المشاكل الناجمة عن هذا العنصر كالتقاعد، وبالموازاة توفر الوسائل المبرمجة (Logiciels) التي تساعد على احتساب معدل الخروج إلى التقاعد، معدل التغيب الإجباري ومثل هذه الأمور. بالإضافة إلى التطرق لمخططات التكوين الخاصة بالعمال وسياسات دفع الأجور. وأخيرا لا يجب على المقيم أن ينسى التطرق للجوانب القانونية كالتدقيق في التصريحات السنوية للأجور (Les DAS)، أنواع عقود العمل (ثابتة، مؤقتة)، بالإضافة إلى عقود العمل الخاصة والتي قد ينتج عنها تكاليف مستقبلية، ولذا من الواجب إدخالها في التقييم كمنحة الخروج أو التسريح.

وبذلك يكون المقيم قد ألم بعدة جوانب (تنظيمية، مالية، قانونية ومن ناحية الاتصال).

¹ <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d'evaluation>.

1-4- التشخيص القانوني:

هذا النوع من التشخيص لا يقل أهمية عن سابقه، فبفضله يستطيع المقيم الوقوف أمام كل الوثائق والتأكد من صحتها. ولمزيد من الدقة يشمل هذا التشخيص¹: قانون العقود، الاتفاقيات المنظمة، والضمانات المقدمة، وغير ذلك كثيرا ما ينطلق المقيم بدراسة هذه القضية القانونية من منظور قانون الشركات، وذلك بالتدقيق في القوانين التأسيسية والعقود من خلال مجموعة من الوثائق القانونية الموضحة لذلك، مثل²: التشريعات القانونية، محضر اجتماع الجمعية العامة، مجلس الإدارة، تقارير التسيير، تقارير لمحافظي الحسابات.

وبعد ذلك يركز اهتمامه على هيكل رأس المال وتطوره عبر الزمن بالتدقيق في المعاملات التي أدت لتغييره، من نقل أو تحويل للملكية بمراجعة ما إذا تمّ ذلك بين قائمة المساهمين القدماء أو الداخلين الجدد، أو في حالة الزيادة في رأس المال مباشرة. ومن جهة أخرى معرفة علاوات نقل الملكية العائدة على أصحاب هذه الأخيرة الأمر الذي يشير إلى القيمة المعطاة للمؤسسة.

بعد الانتهاء من ذلك، يجب على المقيم معرفة ودراسة كل العقود التي تلزم المؤسسة على المدى الطويل، بما في ذلك العقود المبرمة مع شروط خاصة كشروط حق التصرف، الكفالة أو رهن الحيازي، وكذلك العقود الموقعة مع المسير، من الضروري تحديد الضمانات الشخصية المقدمة من طرف هذا الأخير للدائنين، وإمكانية توفير بدائل لهم حسب المبلغ والوقت المتفق عليه، يمكن للمقيم الاستفادة من استدعاء محامي مختص في قانون العقود عند اللزوم.

الاستفادة من المعلومات الموفرة من محامي المؤسسة حول النزاعات الراهنة، وجلسات الحكم في ذلك، ومقارنة ذلك مع الجلسات المحاسبية. بالإضافة إلى التطرق للوضعية الجبائية مع مصلحة الضرائب، الطلب من المصلحة التقنية لإنتاج التقارير الأخيرة الصادرة من هيئات الرقابة الصحية والأمن المحلي، على سبيل المثال:

¹ www.entrepriseevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

² <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/méthodologie/la-démarche-d'évaluation>

بالنسبة للمنتوجات، التحقق من الامتثال لمعايير الصناعية، بطريقة تسمح بتقييم وجود مخاطر ومقارنتها مع تشكيل المؤونة¹.

و بالموازات يجب عليه ضمان أن المخاطر المدنية مغطاة من طرف مختلف أجهزة التأمين المتعاملة مع المؤسسة، وإلا فيجب قياس حجم المخاطر المعنية.

وأخيرا أخذ معلومات عن الاتفاقيات التنظيمية وخاصة في حالة ما إذا كانت المؤسسة محل التقييم ضمن مجموعة، والهدف من هذه النقطة تقدير قيمتها الحقيقية لمعرفة علاقتها مع المؤسسات الأخرى في إطار تقييم الآثار المحتملة على تكاليفها ومنتوجاتها، ولذلك ينصح بالتساؤل عن وضعية المالية الأخيرة لهذه المؤسسات، وبالتركيز عن النقاط الأساسية لنشاطها التشغيلي كرفع الأعمال، المصاريف المالية².

1-5- التشخيص المحاسبي والمالي:

بما أن الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تحقيق الأرباح والعوائد المالية، فإن هذا النوع من التشخيص يعتبر الأهم من سابقه، لأنه ترجمة للعوامل أو الوظائف الأخرى في شكل مبالغ محاسبية أو نسب ومؤشرات مالية من جهة، وكأساس أو مرحلة انطلاق في استخدام الطرق المختلفة في التقييم. ويمكن الفصل في هذا إلى تشخيص محاسبي وآخر مالي.

■ **التشخيص المحاسبي:** حسب رأي هذه التسمية مغلوطة فيها، فمن الأحسن استعمال مصطلح التدقيق المحاسبي بدل التشخيص المحاسبي. يهدف المقيم من إجراء هذا التدقيق إلى: "التأكد من أن القوائم المالية تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية للمؤسسة، و أن إعدادها يتوافق مع المرجع المحاسبي الساري التطبيق"³. وذلك بالتطرق لاختبار نقدي (Critique) للحسابات السنوية للمؤسسة، بما في ذلك الطرق المحاسبية للاهتلاكات وتقييم المخزونات، وتاريخ إقفال الحسابات، الميزانية الجبائية. إذا كان المقيم خبير محاسبي للمؤسسة أو محافظ حسابات لها، فإن⁴:

¹ www.entrepriseevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

² <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d'evaluation>

³ Robert Obert et Marie- Pierre Mairesse, Comptabilité et audit, édition DUNOD, 4ém éd, Paris, 2012, p419.

⁴ www.entrepriseevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

هذه المهنة ستسهل كثيرا الوقوف على صحة هذه الحسابات، ويجب أيضا على المقيم أن يكون على علم بكل التقارير المقدمة من المدقق سواء كانت تقارير داخلية أو خارجية، والتي تتيح كذلك خفض درجة الرقابة على الحسابات. في غياب الإحتمالات السابقة، يجب على المقيم المدقق:¹ تكريس وقت كافي يسمح بتحديد نطاق الإختبارات التي سيقوم بها في هذه المرحلة.

■ **التشخيص المالي:** التسمية هنا صحيحة (التشخيص المالي)، لأن الهدف من ذلك هو:² تقييم الحالة المالية للمؤسسة والحكم عليها من جهة، وإمكانيتها في خلق القيمة وما سيحدث في المستقبل من جهة أخرى، فلتحقيق ذلك يعتمد المقيم أو المحلل المالي على مجموعة من التقنيات والمعادلات والنسب وحتى النظريات، ولهذا يتوجب عليه اختيار منها ما يناسب احتياجاته (أهدافه)، وعلى أساس طبيعة وحالة المؤسسة ووضعها التنافسي، وهذا عكس الواقع المحاسبي الذي يستدعي التطبيق الحرفي والمباشر لقواعد التقييم والتسجيل والإفصاح.

لتحقيق الهدفين السابق ذكرهما، يجب دراسة وضعية ممتلكات المؤسسة وتوازنها المالي، تحليل النتائج والمردودية، وأخيرا تحليل قدرتها على التمويل الذاتي ومقارنة ذلك مع الغلاف المالي الإجمالي للمشروع. إن تحليل هذه الوضعية الأخيرة (التمويل الذاتي) يتعلق باحتياجات المشتري المحتمل في توفير أموال لصالح المؤسسة للحصول على توازن مالي عادي³. سنتطرق لهذا بالتفصيل في المطلب الموالي تحت عنوان تشخيص الفعالية.

2- التشخيص الخارجي (Le diagnostic Externe):

يمكن تحقيق التشخيص الخارجي لأي مؤسسة بإتباع عدة أساليب أهمها نموذج Meachel Porter (1982) لتحليل هيكل الصناعة. طور بورتر من مدرسة هارفرد للأعمال منهجا تحليليا معروف باسم نموذج بورتر لتحليل وتقييم مخاطر المؤسسات المرتبطة بهيكل الصناعة، يقسم بورتر هيكل الصناعة إلى 5 قوى⁴ تؤثر على مردودية المؤسسة هي:

¹ Antoine Mercier et Philippe Merle, Audit et commissariat aux comptes, éditions Francis Lefebvre, Paris, 2010, p533.

² Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 23

³ <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d'evaluation>

⁴ Alain Desreumaux et autres, Stratégie, 2° édition, Editions Person, France, 2009 , P77.

1- المنافسة بين المؤسسات الحالية العاملة في السوق.

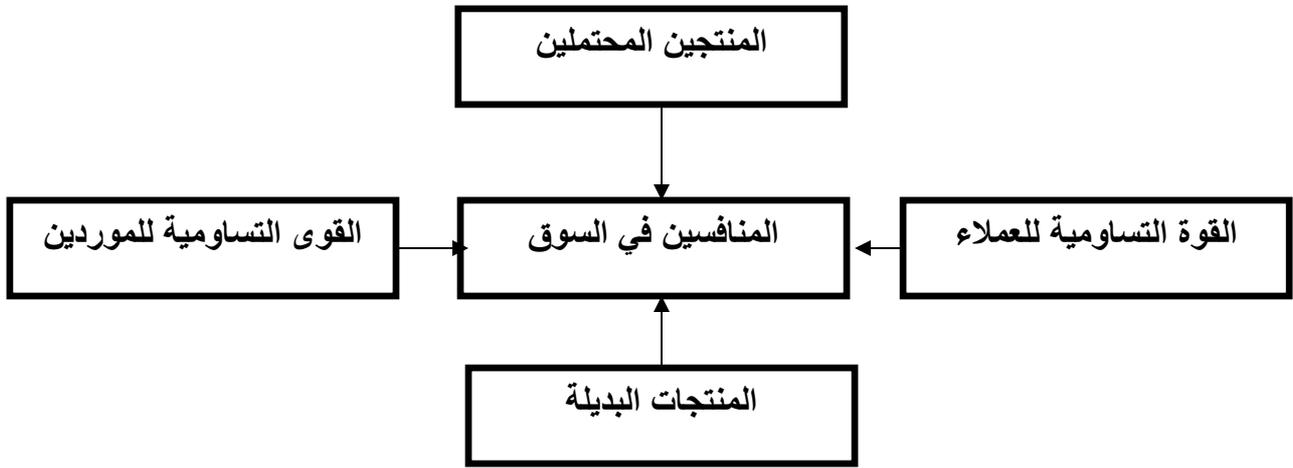
2- تهديد المؤسسات الجديدة الوافدة إلى السوق.

3- القوة التفاوضية للعملاء.

4- القوة التفاوضية للموردين.

5- تهديدات المنتجات البديلة.

الشكل رقم (01): القوى الخمس المؤثرة على درجة المنافسة في الصناعة.



1. المنافسة في السوق:

وهو مجموعة المؤسسات العارضة لمنتجات مشابهة أو بديلة للمنتجات المقدمة من طرف المؤسسة محل التشخيص يزداد حجم هذا التهديد على المؤسسة مع انخفاض تكاليف واحتياجات الدخول في قطاع الصناعة الذي تنتمي إليه، سواء كانت وجهة نظر تكنولوجية، تجارية، أو مالية¹.

تتوقف حدة المنافسة بين المنتجين الحاليين على عدة اعتبارات أهمها عدد هؤلاء المنتجين، درجة تعلقهم بالصناعة أو النشاط، مدى التنوع في المنتجات والخدمات المعروضة، وجود عوائق للخروج، ومن جهة أخرى تتوقف على نمو السوق ودورة حياة المنتجات.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P20.

2. القوة التساومية للعملاء:

يؤثر العملاء على الميزة التنافسية لأنهم يبحثون دائما على التقاط جزء من أرباح المؤسسة، عن طريق خفض أسعار مبيعاتها. فكلما كانت قدرتهم التفاوضية عالية كلما انخفض الربح المحقق من طرف المؤسسة، ترتفع القدرة التساومية للعملاء في عدة حالات أهمها:

- عندما تمثل مشترياته نسبة كبيرة من حجم أعمال البائع.
- وجود عدد كبير من البائعين قياسا على عدد المشترين.
- عندما يمتلك العميل معلومات كاملة عن عمليات المنتج من حيث الأسواق والتكلفة والطلب.

3. القوى التساومية للموردين:

يستطيع المورد امتلاك قوة تفاوض يطبقونها على المؤسسات المتعاملة معهم في حالة ندرة المواد الأولية أو بإتباع أساليب غير قانونية بهدف الرفع من قيمة هذه المواد، وبالتالي قد يرتفع الضغط على المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الربح.

4. المنتجين المحتملين:

يتمثل أحد مصادر المنافسة المحتملة في أولئك الذين يودون الدخول في مجالات أنشطة الصناعة، ويتوقف دخولهم الفعلي للصناعة على عدّة اعتبارات أهمها الحجم وطبيعة عوائق الدخول للصناعة، ومن ثم فإن تحليل العوائق يعتبر أمرا هاما في تحليل درجة المنافسة المحتملة وبالتالي مستويات الربحية في المستقبل أيضا يتم تحليلها. وتتضمن تلك العوائق ما يلي:

- حجم رأس المال المطلوب.
- إقتصاديات الحجم.
- قنوات التوزيع.
- تنويع المنتج.

5. المنتجات البديلة:

ونقصد بهم مجموعة المنتجات التي تشبع نفس الرغبة التي تشبعها منتجات المؤسسة المعنية بالتشخيص، حيث تعتبر المؤسسات المنتجة لها مصدرا للمنافسة أقل حدة من المنافسين المباشرين، إلا أنها تؤثر على أرباح ومستقبل المؤسسة، والتقليص من حجم الصناعات في بعض الحالات.

إن تحديد وتحليل القوى الخمس المؤثرة على الميزة التنافسية في الصناعة غير كافية لمعرفة كل التهديدات والمعوقات الممكن أن تصادفها المؤسسة على المدى المتوسط والقريب، إن تحليل عناصر البيئة العامة أو البيئة الكلية لأمر هام للتنبؤ بمستقبل المؤسسة ومثباتها من نفس الصناعة، دون تأثير هذه المؤسسات عليها كالتكنولوجيا، الدولة، الطبيعة الاجتماعية والثقافية، البيئة الاقتصادية.

المحاضرة رقم (06): تشخيص الفعالية

إن الهدف من تشخيص الفعالية هو إجراء تقييم للحالة المالية للمؤسسة، ومعرفة أيضا إمكانيتها في إعطاء أو تحصيل قيمة، وهو مبني على دراسة الوثائق المالية (الميزانية، حسابات النتائج، وملحقات أخرى) وفي إطار تقييم المؤسسة الهدف من هذا التشخيص قبل كل شيء هو تقديم مفاتيح لفهم وتفسير الوضع الحالي والماضي للمؤسسة، مما يسمح لها بالتنبؤ الأفضل لمستقبلها ولذلك وفي نفس الإطار يقال أن التحليل المالي ذو طابع نوعي أكثر منه كمي، حيث يهتم بالمعلومات الموجودة في القوائم المالية وتركيزه على مؤشرات القيمة التالية: المردودية بنوعيتها، أثر الرافعة المالية ومعدل نمو الأرباح.

1- المردودية الاقتصادية و المالية :

المردودية بصفة عامة هي العلاقة بين دخل متحصل عليه أو متوقع، مع الموارد المستخدمة للحصول عليه (الدخل)، ولذلك فهذا المفهوم لا ينطبق على المؤسسات فقط بل على أي استثمار آخر. إن حساب المردودية يقيس قدرة المؤسسة على توليد نتيجة باستخدام المواد المتاحة لها، وتقييما لأداء المواد المستثمرة. تمثل الموارد المستثمرة الموارد المتاحة للمؤسسة، والتي تنقسم بدورها إلى نوعين:¹ الأموال الخاصة والديون المالية. إذن نستنتج نوعين فقط من المردودية في إطار تقييم الأداء، وهي المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

1-1 المردودية الاقتصادية: (La rentabilité Economique)

تمثل المردودية الاقتصادية والتي يرمز لها حسب اللغة الإنجليزية ROCE (Return on capital employed) قياسا للأداء الاقتصادي للمؤسسة بتكامل العوامل: رؤوس أموال المساهمين والديون المقترضة من جهة وباقي عوامل الإنتاج الأخرى كالعمال، المسير، المعلومات المتاحة، وبالتالي حساب هذه المردودية (R_{eco}) هو قياس المردودية الإجمالية للمؤسسة، والتي تمثل الأرباح الواجب تقاسمها من طرف المساهمين والدائنين الماليين (المقرضين) كالبنوك، والالتزامات الأخرى.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 39 .

إن حساب هذه المردودية يتوقف على تحديد كل من النتيجة الاقتصادية (RE) ما يسمى كذلك بنتيجة الاستغلال، أو النتيجة العملية بعد احتساب الضريبة على الأرباح (IMP)، والأصول الاقتصادية (AE). وأخيراً قسمة الأول على الثاني كما هو موضح في القانون التالي:

$$\text{Reco} = \frac{\text{RE} - \text{IMP}}{\text{AE}}$$

بحيث:

Reco : المردودية الاقتصادية.

RE : النتيجة الاقتصادية.

IMP : الضريبة على الأرباح.

AE : الأصول الاقتصادية.

- النتيجة الاقتصادية = نتيجة الاستغلال + النواتج المالية - المصاريف المالية (دون احتساب الفوائد) - الضرائب (بعد تعديلها).
- الأصول الاقتصادية = الأموال الخاصة + الديون المالية أو = الأصول الثابتة (تقييمها) + احتياجات رأس المال العامل BFR.

تجدر الإشارة إلى ثلاث (03) نقاط مهمة فيما يخص حساب النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة¹:

1. لا يأخذ بعين الاعتبار اهتلاكات الربح الممتاز (فارق الشراء) Good Will
2. نقصد بالضرائب بعد تعديلها، في حالة امتلاك المؤسسة لفروع أو دخولها في شراكة مع مؤسسات أخرى في دول أخرى، وبالتالي تطبيق معدل ضرائب على الأرباح مختلفة من مؤسسة لأخرى. حتى لا يقع المحلل أو المقيّم في خطأ منهجي، لا بد عليه تعديل معدل الضريبة أولاً ثم ضربه في النتيجة الاقتصادية (RE).

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 41-42.

3. إذا اشتملت الأصول الاقتصادية عند الحساب على التثبيتات المالية وقيم التثبيتات الموظفة VMP، يجب كذلك أن تتضمن النتيجة الاقتصادية على النواتج المالية.

معدل المردودية الاقتصادية هو ناتج ضرب لاثنين من النسب هما¹:

هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول الاقتصادية.

$$\text{Reco} = \frac{RE}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$



بحيث CA يمثل رقم الأعمال.

1) هامش الاستغلال والذي يحسب بقسمة النتيجة الاقتصادية على رقم الأعمال، وهو يعبر عن النتيجة العملية بعد الضريبة.

2) معدل دوران الأصول الاقتصادية، ناتج بقسمة رقم الأعمال على الأصول الاقتصادية. يعد هذا التقسيم للمردودية الاقتصادية بالغ الأهمية، لان في الكثير من الأحيان، وبسبب الضغوط التنافسية يميل المعدل الأول للتآكل عبر الزمن، أما المعدل الثاني فيقيس كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها.

ملاحظة²: لا يجب الخلط بين مفهوم المردودية والهامش.

- الهامش، هو نسبة نتيجة معنية إلى مستوى النشاط كرقم الأعمال مثلاً.
- المردودية، هي نسبة نتيجة معنية إلى رأس المال المطلوب لتحقيق هذه النتيجة.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 43.

² [Http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilité-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html](http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilité-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html)

1-2- المردودية المالية: (La rentabilité Financière)

في الكثير من الأحيان لا تعتبر المردودية الاقتصادية المقاسة بنتيجة الاستغلال الإجمالية، والتي تمثل المكاسب التي سوف يتقاسمها المساهمون في رأس المال والدائنين الماليين هامة بالنسبة للمساهمين. ما هو هام بالنسبة لهم، هي المردودية التي لا تأخذ بعين الاعتبار الديون المالية بل الأموال الخاصة (CP) فقط.

المردودية المالية والتي تسمى أيضا بمردودية الأموال الخاصة (ROE : Return on Equity) هي المؤشر الذي يهتم به المساهمون الماليون أو مشتروا الأسهم، لأن التغير في هذا المعدل يؤثر على استحقاقاتهم، فهي تقيس معدل تدفق الأرباح على المساهمين فقط، وبالتالي تعبر عن قدرة الأموال المستثمرة من قبل الشركاء على تحقيق مستوى معين من الأرباح. تحسب هذه المردودية بقسمة النتيجة الجارية بعد احتساب الضريبة أو النتيجة الصافية على الأموال الخاصة فقط.

$$RF = \frac{RN}{CP}$$

بحيث:

RF : المردودية المالية.

RN : النتيجة الصافية.

CP : الأموال الخاصة.

إذا تمت العملية في إطار النتيجة الخاصة (Exceptionnel) يتم تعديل العناصر المتكررة المتصلة بنشاط المؤسسة وتبين أنها تحوي الكثير من العناصر ذات الطبيعة الاستثنائية (Extraordinaire) والتي من المرجح أنها ستفسد أي محاولة في تقدير الأداء العادي، فمن الأحسن استخدام النتيجة الجارية بعد خصم الضريبة بدل النتيجة الصافية¹. يمكن تحليل المردودية الاقتصادية على أنها مردودية مالية إذا كانت الديون تساوي الصفر (0). وتعتمد هذه الأخيرة (المردودية المالية) على المردودية الاقتصادية

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P44

للمؤسسة ومستوى الديون وتكلفتها، وهنا تكمن العلاقة بين المردوديتين والتي يمكن تناولها من خلال علاقة أثر الرافعة المالية.

2- الرافعة المالية (L'effet de levier):

قبل كل شيء يعتمد على هذه الرافعة كتنقية في حساب المردودية المالية، ولكن الاستغلال الأهم لها هو: معرفة ما إذا كانت لديون المؤسسة تأثير سلبي أو إيجابي على مردودية الأموال الخاصة، والعلاقة مشكلة كالتالي:

المردودية المالية (R_F) = المردودية الاقتصادية + (المردودية الاقتصادية - معدل الفائدة) \times الديون المالية / الأموال الخاصة.

معدل الفائدة أو معدل الديون (K_D) يحسب بقسمة الفوائد المرتبطة بالديون المالية بما في ذلك الفوائد على القرض الإيجاري على مبلغ هذه الديون (DF). يمثل الكسر الظاهر في العلاقة السابقة (DF/CP) الهيكل التمويلي للمؤسسة. تجدر الإشارة إلى ان المردودية المالية يستحسن حسابها بقيمتها الصافية (R_{Fn})، وذلك بفصل الطرف الثاني من العلاقة عند الإشارة زائد (+) وضرب كل جهة في (-) T ، مع T معدل الضرائب.

أثر الرافعة التي نحن بصدد دراستها هي عملية تبين استعمال الديون، وقدرة هذا المصدر في توليد وتراكم المردودية المالية، ولذلك يطلق عليها بأثر الرافعة المالية. إن أثر الرافعة على المردودية المالية أو الأموال الخاصة، يعمل بالفرق الواضح بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة، فإذا كان هذا الفرق موجب فإن اللجوء للديون له تأثير إيجابي على المردودية المالية، والعكس صحيح، فإذا كان الفرق سالب فنقول أن الاستعانة بالديون له أثر سلبي على المردودية. أمّا ما يسمى بالرفع المالي والذي نتكلم عنه عموماً في الحالة الأولى (تأثير إيجابي) يتأثر بهيكل التمويل (DF/CP) الذي يزيد تأثير الرفع المالي¹. بالمقابل كل ما تقدم في هذا العنصر، يبقى أثر الرافعة المالية مجرد تقنية لها أهداف، فلا يجب أن ننسى بأن استعمال الديون كمصادر للتمويل يزيد من المخاطر المرتبطة بالأموال الخاصة، ولا يخلق القيمة².

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P44.

² [http:// www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_effet_de_levier.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_effet_de_levier.html) .

3- دراسة النمو (l'étude de la croissance)

دراسة نمو المؤسسة يتحقق بحساب و تقدير معدل نمو النتائج المتوصل إليها من خلال تضافر الجهود داخلها، في إطار تقييم المؤسسات تلعب هذه الدراسة دورا رئيسيا في التنبؤ بمستقبل وآفاق المؤسسة لما لذلك التنبؤ من أهمية في تقييمها. بالرجوع إلى الجملة الأولى وتحديدًا لكلمتي حساب و تقدير معدل نمو، يمكن الفصل في تحليل هذا العنصر إلى: حساب معدل نمو نتائج السنوات السابقة و تقدير النمو المستقبلي.

3-1- حساب معدل نمو السنوات السابقة¹:

تحديد النمو الذي حققته المؤسسة في الماضي يكون عن طريق إقنا:

تطور رقم الأعمال، النتيجة العملية، النتيجة الصافية، ثم حساب المتوسط ل 3 أو 5 سنوات للحصول على معدل نمو متوسط. لاعتبارات كثيرة من الباحثين (المقيمين) ينصح باستعمال المتوسط الهندسي على المتوسط الحسابي.

$$\text{معدل نمو متوسط} = \left(\frac{\text{رقم الأعمال } T}{\text{رقم الأعمال } (n-T)} \right)^{1/n} - 1$$

مع: T: سنة حساب المعدل.

n: عدد السنوات.

3-2- تقدير النمو المستقبلي :

يمكن تقدير النمو المستقبلي لمؤسسة ما على أساس العوامل المرتبطة مع بعضها والمؤثرة بشكل مباشر على نموها. في الواقع، إن النمو ليس ظاهرة دخيلة فهو مرتبط مباشرة مع السياسة المالية داخل المؤسسة والمتمثلة في سياسة الاستثمار، سياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح². فيمكن من خلال سياسة استثمار المؤسسة تقدير معدل نمو المؤسسة، لأن دراسة النمو مرتبطة بالمدى الطويل لذلك هي مرتبطة بسياسة الاستثمار، والاستثمار بدوره مرتبط بسياسة التمويل، وهذا الأخير مرتبط أيضا بسياسة الأرباح.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P45.

² Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, p 46

من المهم تميز نمو نتيجة الاستغلال (أو رقم الأعمال) من النتيجة الصافية (أو النتيجة الجارية بعد الضريبة)، المتأثرة بالهيكل المالي للمؤسسة. فالأول يقدر قبل اقتطاع مصاريف الفوائد، في حين الثاني منقوص منه مصاريف هذه الفوائد.

■ تقدير معدل نمو النتيجة الصافية:

يمكن تقدير معدل نمو النتيجة الصافية (G_{RN}) من خلال المردودية (R_F) والجزء من النتيجة الذي لن يوزع (b).

1- المردودية المالية والمعدل b ثابتان في المستقبل.

2- زيادة رأس المال يكون مصدره الاحتياطات فقط.

معدل نمو النتيجة الصافية: المردودية المالية X معدل دوران الأرباح.

$$G_{RN} = R_F \times b$$

إذا كانت زيادة رأس غير محصورة بالاحتياطات فقط، ومن أجل رفع هذه الفرضية يجب تقدير نسبة رأس المال المعاد استثماره في التثبيتات واحتياجات رأس المال للعامل (BFR).

معدل نمو النتيجة الصافية (G_{RN}) = المعدل المعاد استثماره X المردودية المالية (R_F). مع: المعدل الاستثماري = رأس المال المعاد استثماره / النتيجة الصافية.

رأس المال المعاد استثماره = تغيرات التثبيتات الإجمالية

- مخصصات الاهتلاك

+ تغيرات احتياجات رأس المال للعامل (ΔBFR)

- تغيرات الديون

■ تقدير معدل نمو نتيجة الاستغلال¹:

بنفس الطريقة يمكن تقدير هذا المعدل بضرب المردودية الاقتصادية (R_{eco}) في معدل الاستثمار داخل المؤسسة (TI) الذي يمثل حصة من النتيجة الاقتصادية (الاستغلال) التي تستخدم في تمويل الزيادة في الأصول الاقتصادية.

معدل نمو النتيجة الاقتصادية (G_{REX}) = المردودية الاقتصادية (R_{eco}) x معدل الاستثمار (TI).

مع TI: استثمار الدورة / النتيجة الاقتصادية.

– استثمار الدورة = الاستثمار الخام + التغيرات في احتياجات رأس المال (ΔBFR)
مخصصات الاهتلاك.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, p 47 .

المحاضرة رقم (07): تطبيق منهج المردودية في تقييم المؤسسة

ترجع أهمية طرق الاستحداث إلى جملة من المزايا أهمها، التوافق مع النظرية المالية عكس منهج الممتلكات، فما يهم المستثمر هو أداء المؤسسة في المستقبل و ليس قيمة أصولها الحالية. ثانيا، تطبيق طرق الاستحداث يعتبر الأكثر ملائمة بالنسبة للمؤسسات التي لا تعتمد في نشاطها على أصول مادية معتبرة، ونقصد بذلك المؤسسات الخدمائية. بالإضافة إلى المؤسسات التي تتميز بتعدد النشاطات، لأنها سوف تساعد على تقييم كل نشاط على حدة، بالأخذ بعين الاعتبار آفاقه ومستوى المخاطرة الخاصة بكل منها. تطبيق طرق الاستحداث يتطلب دراسة معمقة وديناميكية للمؤسسة، لتسليط الضوء على العوامل والموجهات الرئيسية التي تتحكم في أدائها، مما يسمح بتقييمها بشكل موضوعي وقيادتها عن طريق القيمة. في هذه المحاضرة سنحاول التركيز على أهم النقاط التي يدور حولها منهج الاستحداث في إطار تقييم المؤسسات. إذ سنتطرق إلى مبدأ استعمال المنهج، أهم طريقة مستعملة ضمن هذا المنهج، و المتمثلة في استحداث تدفقات الخزينة.

1- مبادئ طرق الاستحداث:

كما أشرنا سابقا، جميع الطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث تتفق مع النظرية المالية (La théorie financier)، والتي ترى أن قيمة أي أصل تقاس فقط من خلال التدفقات النقدية المتولدة منه في المستقبل. فكان مبدأ هذه الطرق اعتبار المؤسسة كأصل أو استثمار مالي ينتج عنه تدفقات مستقبلية، ومنه فإن قيمة المؤسسة تحسب بجمع هذه الأخيرة بعد طرح الضريبة، واستحداثها بواسطة معدل¹ فائدة يعكس المخاطر المرتبطة بهذه التدفقات، فكلما ارتفع الخطر كلما طبق معدل استحداث عالي من أجل الإنقاص أو الخصم من قيمة التدفق، لذلك تسمى طرق الاستحداث كذلك بطرق الخصم. يمكن حصر المخاطر المرتبطة بالتدفقات المستقبلية في نقطتين، قيمة المبلغ و/أو تاريخ تحققه.

¹ Hervé Hutin, Tout la finance d'entreprise (en pratique), Editions D'organisation, 2^o édition, Paris, 2002, P 697.

لحساب قيمة المؤسسة بهذه الطريقة يتوجب علينا إتباع منهجا في ذلك، وهو¹ كسر رياضي مكون من بسط ومقام، حيث يمثل البسط التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، بينما المقام قياسا لكمية المخاطر وعدم التأكد المرتبطين بتلك التدفقات المستقبلية.

إذا كان : $V_0 =$ قيمة المؤسسة.

$F =$ التدفقات النقدية إلى ما لا نهاية.

$R =$ معدل الاستحداث (الخصم).

$T =$ مدة التنبؤ بالسنة.

تُحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F}{(1+R)^t}$$

عناصر القانون أعلاه منبثقة أساسا من تساؤل المشتري:² نظرا للأداء المالي للمؤسسة، إلى أي مدى أنا مستعد للاستثمار؟ للإجابة عليه، يستلزم تقدير كل من التدفقات المستقبلية، معدل الاستحداث ومدة التنبؤ.

ارتفاع قيمة التدفقات المستقبلية (F) المتوقعة يزيد من قيمة المؤسسة. وفي نفس السياق، كلما زادت مدة التنبؤ كلما زادت قيمة المؤسسة. بعكس ذلك، نلاحظ أن كلما ارتفع معدل الاستحداث (R) كلما زادت قيمة المقام، و بالتالي نقصان قيمة الكسر أي التدفقات. التفكير في استحداث التدفقات إلى ما لا نهاية لا يطرح إشكال تضخيم قيمة المؤسسة. لأنه كلما اتجهنا نحو المستقبل كلما انخفض التدفق (بعد استحداثه) نتيجة للدور الذي يلعبه الأس الذي يمثل عدد السنوات في الرفع من قيمة المقام.

بسبب استحالة إجراء التوقعات الخاصة بالتدفقات النقدية للمؤسسة إلى ما لا نهاية، غالبا ما يتم تقسيم نشاط المؤسسة المستقبلي إلى فترتين. الفترة الأولى، تسمى الفترة الصريحة لأنها تمثل موضوع

¹ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 174.

² Hervé Hutin, Toute la finance d'entreprise (En Pratique), op cit, P 697.

التوقعات السنوية للتدفقات المتنبأ بها صراحة. تبدأ هذه الفترة من السنة الأولى و تستمر حتى N السنة. تطبيقياً، غالباً ما تكون هذه الفترة محصورة بين ثلاث و عشر سنوات. وفيما يخص الفترة الثانية تمتد من العام $N+1$ إلى ما لا نهاية. في هذه الفترة يتم افتراض ثبات معدل الاستحداث (R). بهذا فإن قيمة التدفقات تقترب من قيمة تسمى القيمة النهائية (VT_n)، والتي تمثل قيمة استحداث التدفقات النقدية ما بعد الفترة الصريحة (الأولى)¹، أي قيمة المؤسسة بعد هذه الأخيرة.

وتصبح العبارة كالتالي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+R)^t} + \frac{VT}{(1+R)^n}$$

التدفقات النقدية المستقبلية التي تخلق من الاستثمار في المؤسسة تعود إلى طرفين اثنين (2) هما المستثمرون والدائنون. في إطار تطبيق طرق الاستحداث يتم تحديد المستفيد من التدفقات بوضوح حتى لا يتم الخلط بينهم، واستخدام هذه الطريقة بشكل صحيح. الفكرة هنا هي ضرورة إجراء التوافق بين نوع التدفق و معدل الاستحداث الذي يوافقه، أي أن يكون خصائص المقام (معدل الاستحداث) من خصائص البسط (التدفقات النقدية). فإذا كانت التدفقات الجاري استحداثها هي النتيجة الصافية، فيجب استحداثها بمعدل فائدة الأموال الخاصة (R_c)، لان هذا النوع من التدفق (النتيجة الصافية) يمثل فائدة المساهمين في تكوين الأموال الخاصة. أما إذا كان الهدف هو تقييم الديون، فيجب استحداث التدفقات التي تعود للدائنين (الفوائد على القروض) بمعدل الفائدة على القروض (R_d). أما في حالة التدفقات التي تعود لكلي الطرفين (تدفقات صافية من الضرائب قبل إنقاص الفوائد المالية) معدل الاستحداث هنا هو تكلفة رأس المال ($CMPC$)، و هو محصور بين المعدلين السابقين معدل تكلفة الأموال الخاصة (R_c) و معدل تكلفة الديون (R_d).

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P101.

للتوضيح أكثر انظر الجدول التالي: ¹

القيمة الجارية تقديرها	التدفقات المستحدثة	معدل الاستحداث
القيمة الإجمالية للمؤسسة (V _{GE})	تدفقات تعود للدائنين المالية والمساهمين (FTD)	تكلفة رأس المال (CMPC)
الديون المالية (V _{dF})	تدفقات تعود للعملاء الماليين فقط (FTC)	معدل الفائدة (R _d)
الأموال الخاصة (V _{CP})	تدفقات تعود للمساهمين (FTA)	تكلفة الأموال الخاصة (R _c)

الجدول رقم (01): أنواع التدفقات ومعدل الاستحداث الموافق لها.

2- استحداث تدفقات الخزينة:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+R)^t} + \frac{VT_n}{(1+R)^n}$$

إذا أردنا تقييم المؤسسة بشكل إجمالي، يجب علينا العمل بالتدفقات الآتية من الأصل الاقتصادي، أي تدفقات الخزينة المتاحة (FTD) (flux de trésorerie disponibles). تمثل هذه التدفقات فائدة مجموع حاملي الأموال (رؤوس الأموال)، مساهما كان أو دائن مالي. لذلك معدل الاستحداث المستخدم هو تكلفة رأس المال (CMPC)، الذي يمثل معدل المرودية المتوسطة المرجحة المطلوبة من حاملي رأس المال بنوعيتها.

تحسب القيمة الإجمالية بالاستحداث FTD المستقبلية خلال فترة التنبؤ وكذلك القيمة النهائية (VT) (valeur terminale)، التي تمثل قيمة FTD بعد فترة التنبؤ.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P101.

$$VGE = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n}$$

و من ثم يكفي إنقاص القيمة السوقية للديون، للحصول (للتوصل) إلى القيمة السوقية للأموال الخاصة (V_{CP}):

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n} - V_{df}$$

تدفق الخزينة الواجب أخذه هو تدفق موجه لكل حاملي رؤوس الأموال، وهم المساهمين (الأرباح والأموال الموضوعة كاحتياط، أي النتيجة الصافية)، والدائنون الماليون (المصاريف المالية وتسديدات رأس مال الدين)، بعد تمويل الاستثمارات.

إذن تدفقات الخزينة المتاحة (FTD)¹ = نتيجة الاستغلال أو نتيجة العمليات.

- الضرائب المعدلة على النتيجة.

+ مخصصات الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال (DAP).

- استرجاعات مخصصات الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال (RPA).

- تغيرات احتياطات رأس المال العامل للاستغلال (BFRE).

- الاستثمارات الإجمالية.

حتى يكون الحساب منطقي وصحيح، يجب أن يكون هناك توافق بين التدفقات الواجب استحداثها والأصل الذي يمثل المقام. فمن اجل تقييم أصل معين، يجب اخذ مجموع تدفقات الخزينة (الداخلية والخارجية) المعنية به.

¹ Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Edition Pearson, France, 2013, P 70.

مطبوعة محاضرات تقييم المؤسسة

د. بركاني عبد الرحمان

حذف تدفقات الخزينة المتاحة لنواتج المالية يقود إلى عدم تقييم الأصول التي تولد هذه النواتج (الثبتيات المالية وقيم الثبتيات الموظفة (VMP)).

هذه الطريقة ممكنة (الأسلوب)، لكن في هذه الحالة يجب تقييمها بشكل منفصل من اجل التوصل إلى القيمة الإجمالية للمؤسسة (VGE).

اللجوء إلى القيمة النهائية يجنبنا التنبؤ بتدفقات الخزينة خلال فترة طويلة. تقدير هذه القيمة النهائية له تأثير كبير على قيمة المؤسسة. لذلك يجب الحذر من قيم المحددات الداخلة في حسابها.

كقاعدة عامة، وباعتبار أن المؤسسة و صلة إلى مرحلة النضج، وأن تدفقاتها من الخزينة ستشهد استقرار بمعدل "g" إلى ما لا نهاية.

تحسب القيمة النهائية بالعلاقة التالية:

$$VT_n = \frac{FTD_{n+1}}{CMPC - g}$$

فرضية نضج نشاط المؤسسة أساسية هنا. فبذلك تكون السبب أو الحجة في طول فترة التنبؤ الصريحة أو قصرها. بمعنى يجب اخذ الفترة الأولى بصورة تضمن الحصول على مردودية الاستثمارات الجديدة، وبذلك يكون معدل النمو رقم الأعمال ومعدل إعادة الاستثمار ثابت.

تقدير التدفق النهائي (الأخير) (FTD_{n+1}) قد يكون عن طريق آخر تدفق مقدر من الفترة الصريحة.

المحاضرة رقم (08): تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسة

في إطار تقييم المؤسسات يعتبر منهج الممتلكات من أول المناهج التي تم استعمالها، وذلك لارتكازه بشكل كبير على ميزانية المؤسسة محل التقييم. حسب هذا المنهج قيمة المؤسسة من قيمة ممتلكاتها الصافية، وكأها صورة فوتوغرافية لقيمة أصولها منقوصا منها قيمة ديونها وقت التقييم.

1- مبدأ منهج الممتلكات:

بما أن قيمة المؤسسة في هذا المنهج تبنى على رؤية ثابتة للمؤسسة في وقت معين، دون الأخذ بعين الاعتبار تحقيقها للمردودية مستقبلا، تلقى الطرق المدرجة عنه عدة انتقادات من وجهة نظر النظرية المالية. ورغم ذلك يبقى استعمالها ضروري لأسباب سيكولوجية. ففي الواقع، من الصعب إقناع مستثمر أن قيمة أسهمه اقل من القيمة المحققة من أصول المؤسسة منقوصا منها الديون. من جهة أخرى، تعد الأسلوب المناسب في تقدير قيمة المؤسسات ذات الأنشطة كثيفة رأس المال، بالإضافة إلى بعض حالات التقييم كالتصفية.

من أهم طرق التقييم المستعملة في منهج الممتلكات نجد: طريقة الأصول المحاسبية الصافية وطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها. قيمة المؤسسة حسب الطريقة الأولى تحسب مباشرة من الميزانية بإجراء الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون. المبلغ المتحصل عليه يساوي القيمة المحاسبية للأموال الخاصة بعد ترحيل نتيجة الدورة الجارية. أما بالنسبة لطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها، والتي تعتبر امتدادا للأولى، فهي ترى أن المبالغ المحاسبية المكتوبة في ميزانية المؤسسة والتي تمثل قيمة موجوداتها لا تعبر ولعدة أسباب عن القيمة الحقيقية لها، مما يستدعي إعادة ترتيب بعض الحسابات وإعادة تقييم كل من الأصول والخصوم، بالإضافة إلى عدم إهمالها لقيمة الأصول المعنوية الغير الواردة في الميزانية والمعروفة بالربح الممتاز والذي يتم تقديره بعدة أساليب.

في هذه المحاضرة سنتطرق إلى كيفية تطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها، لأنها تغطي كل جوانب منهج الممتلكات.

حسب هذه الطريقة قيمة المؤسسة هي من قيمة موجوداتها المكتوبة والغير مكتوبة في الميزانية والتي تمثل ممتلكاتها، وأن ثراء المؤسسة يقاس عن طريق الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، وهو الفرق بين القيمة السوقية لأصولها والقيمة السوقية لديونها.

الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR) = القيمة السوقية للأصول – قيمة السوقية الديون

نقطة البداية لهذه الطريقة هي ميزانية المؤسسة محل التقييم، لذلك توقيف حسابات الميزانية لأمر ضروري أن يتوافق مع تاريخ التقييم¹. أي محاولة المقيم الحصول على الميزانية الختامية قريبة قدر الإمكان من تاريخ التقييم فرصة لضمان الوجود الفعلي للعناصر الواردة في الميزانية داخل المؤسسة. ورغبة منا في الوصول إلى حساب قيمة الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR) عن طريق العلاقة السابقة، لا نستطيع اشتقاق الأصول والديون الفعلية مباشرة من الميزانية، وذلك لعدة أسباب²:

- التسجيل المحاسبي مبني على أساس التكلفة التاريخية.
- فرض طريقة تسجيل كل من الاهتلاكات والمؤونات من طرف المصالح الجبائية.
- وجود عناصر معنوية مسجلة في الميزانية وغياب عناصر أخرى.
- قيمة سندات المساهمة.
- الأصول خارج الاستغلال.
- الخصوم الغير ظاهرة في الميزانية.

شكل التالي نوضح من خلاله تغير مفاهيم العناصر الأساسية في الميزانية بعد إجراء التعديلات الضرورية للانتقال من الميزانية المحاسبية (أساسها تطبيق طريقة الأصول المحاسبية الصافية) إلى الميزانية المعاد تقييمها (أساسها تطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها)، مع تحديد قيمة المؤسسة التي تتمثل في الأموال الخاصة لكل من الطريقتين.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 175

² Florence PIERRE et Eustache Besançon, Valorisation d'entreprise et théorie financière et théorie financière, édition d'Organisation, 2 éd, 2004, Paris, p68-69.

الميزانية المحاسبية: الموضحة في الجدول التالي:

الشكل رقم (01): طريقة الأصول المحاسبية الصافية (ANC)

الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة)	الأصول المحاسبية الصافية
الديون	

بعض حسابات الأصول لا وجود لها، ومبالغها المكتوبة في الميزانية تمثل مصاريف. هذه الحسابات تدرج ضمن ما يسمى بالأصول الوهمية، وهي¹:

- المصاريف الإعدادية.
- مصاريف عملية الاقتراض.
- علاوات تعويض السندات.
- فوارق التحويل أصول، و لكن في حالة عدم تعويضه بمؤونة خسائر الصرف في الخصوم.

الميزانية المحاسبية المعاد تقييمها: و الموضحة في الجدول التالي:

الشكل رقم (02): طريقة الأصول المحاسبية الصافية المعاد تقييمها (ANR)

الأموال الخاصة المعاد تقييمها (قيمة المؤسسة)	الأصول الصافية المعاد تقييمها
الديون المعاد تقييمها	

¹ Alain Burlaud, DSCG 4 Comptabilité et audit manuel et applications, 7 édition, éditions foucher, Paris, 2013/2014, P 77.

إجراء تعديلات على معطيات الميزانية المحاسبية بغرض تقييم المؤسسة من عدمه يعتبر نقطة الفصل التي من خلالها يتم التمييز بين الطريقتين مع بقائهما ضمن منهج واحد.

تتمحور التعديلات المشار إليها حول إعادة ترتيب بعض الحسابات، و إعادة تقييم حسابات الأصول والديون بقيمتها السوقية، وصولاً إلى قيمة مجموع الأصول المعاد تقييمها وقيمة مجموع الديون المعاد تقييمها، وبالتالي حساب الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR) بتطبيق الفرق بين المجموعين. نلاحظ أن تطبيق هذه الطريقة يتم بإتباع مراحل معينة أكثر من كونها طريقة تقييم. يمكن للمقيم إتباع الخطوات التالية:

1. استخراج كل عناصر الأصول و الالتزامات الظاهرة في ميزانية المؤسسة.
2. تحديد الأصول و الخصوم الغير ظاهرة في الميزانية.
3. إعادة تقييم مختلف العناصر الواردة والغير واردة في الميزانية.
4. حساب قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها.
5. وضع القيمة المتحصل عليها ضمن مجال يعكس نتائج التشخيص الداخلي والخارجي للمؤسسة.

يقيم كل أصل بشكل مستقل عن الأصول الأخرى، وبنوع القيمة المناسبة له. فإذا أخذنا الأراضي مثلاً، فهي تقيم غالباً بدلالة سعر المتر المربع الواحد (م²) للأراضي المجاورة والتي لها نفس الخصائص. إن تقييم الأصول خاصة لا يتأثر بطريقة التقييم فقط، بل بموضوعه أيضاً. فقيمة أي أصل تتغير حسب ما إذا كانت النية هي مواصلة نشاط المؤسسة مع الأصل أو الاستغناء عنه.

2- تقييم عناصر الميزانية:

بعد إعادة الترتيب المحاسبي، تدخل طريقة تقييم الممتلكات مرحلتها الأطول والأكثر حساسية. كل عنصر يدخل في تشكيل أصول وديون ميزانية المؤسسة يكون محل إعادة تقييم بشكل منفصل، وذلك باستعمال عدة مفاهيم للقيمة تماشياً وطبيعة كل منها. من أهم مفاهيم القيمة المعتمدة هو القيمة العادلة. تسجيل الأصول (أو الخصوم) بالقيمة العادلة، معناه:¹ التسجيل بقيمة ناتجة عن عملية تحديد صحيحة

¹ Benoit Pigé et Xavier Paper, Reporting financier et gouvernance des entreprises: le sens des normes IFRS, Editions EMS, Paris, 2005, P 33.

بالنسبة لكل الأطراف، وبذلك يصبح الاعتماد على قيمة السوق ضروري. لكن من اجل تجنب الاعتماد على السعر الملاحظ في السوق مباشرة، يمكن الاستعانة ببعض تقنيات التقييم. يشير المعيار (IFRS 13) من الفقرة B 5 حتى B 30 إلى هذه التقنيات:¹

- السعر الملاحظ بالنسبة لتحويلات قابلة للمقارنة.
- تكلفة الاستبدال.
- استحداث التدفقات النقدية المستقبلية.
- نماذج تقييم أخرى، كنماذج (Black)، (Scholes و Merton)، أو نموذج (Binomial).

1-2- تقييم عناصر الأصول:

- الأصول المعنوية:

قبل الشروع في إعادة تقييم هذا النوع من الأصول، يجب تحديد مختلف العناصر المعنوية التي تمتلكها المؤسسة. من وجهة نظر محاسبية، إذا أظهرت الميزانية كل من هذه الأصول، و كانت محل تسجيل محاسبي واضح و صريح، يمكن للمقيم إعادة تقييمها كل على حدا، بفصل كل منها عن الآخر. أما في حالة عدم ظهورها في الميزانية، يلجا المقيم إلى تقييمها بشكل عام بتطبيق طريقة الربح الممتاز.

التعمق في طبيعة الأصول المعنوية، يبين لنا ارتباط قيمة البعض منها بقيمة استعمال المؤسسة، فترتفع بارتفاعها والعكس. العلامات التجارية والنماذج والرسومات، من الصعب فصلها عن قيمة شهرة المحل. فشهرة علامة معينة والسمعة الناتجة عنها تأتي أساسا من جودة الإنتاج أو الخدمة المقدمة، وبالتالي قيمة الاستعمال وأداء المؤسسة.

فيما يلي سنبين كيفية تقييم الأصول المعنوية كل على حدا، وذلك بعد افتراض أنها محددة ومنفصلة عن بعضها. أما تقييمها بشكل عام عن طريق الربح الممتاز (Good will) سنتطرق إليه بالتفصيل في المبحث الموالي.

¹ Alain Burlaud, DSCG 4 Comptabilité et audit manuel et applications, op cit, P 65.

▪ الشهرة التجارية (Fonds Commercial):

قبل الشروع في تقييم هذا الأصل المعنوي، تجدر الإشارة أولاً إلى توضيح الفرق بين المصطلحين: الشهرة التجارية (شهرة المحل) و المحل التجاري. يمكن تعريف شهرة المحل كما يلي:¹ تمثل العناصر المعنوية للمحل التجاري فقط.

أما المحل التجاري:² يمثل جميع الموجودات اللازمة لنشاط مؤسسة تجارية.

من خلال التعريفين نستنتج أن المحل التجاري يتكون من مجموع العناصر المادية كالمقر، المعدات اللازمة للاستغلال، البضاعة... والمعنوية كالحق في الإيجار الاسم التجاري... التي تجتمع مع بعضها من أجل ممارسة نشاط تجاري.

بالنسبة لشهرة المحل، فهي تتكون من العناصر المعنوية للمحل التجاري فقط، إذ لا تكون محل تقييم و تسجيل محاسبي منفصل عن الميزانية، والتي تساعد على الحفاظ أو التطوير المحتمل لنشاط المؤسسة. محاسبياً، في حالة شراء المحل التجاري، تختلف العناصر المكونة له تسجل بشكل منفصل في حساباتها الموافقة لها كحساب البضاعة مثلاً. نفس الشيء بالنسبة للعناصر المعنوية التي يمكن تقييمها بشكل منفصل. حساب "شهرة المحل" يمثل إذا الفرق بين السعر المدفوع لشراء المحل التجاري والقيمة تختلف العناصر المكونة له، و التي كانت محل تسجيل محاسبي واضح. بعكس ذلك، عندما يتم خلق المحل التجاري من طرف المؤسسة، لا وجود لتسجيل محاسبي، مما يؤدي إلى اللجوء للتحليل.

المشكل في تقييم شهرة المحل يطرح في حالة شراء المحل التجاري، و الذي يجب إعادة تقييمه، وكذلك في حالة المحل المنشأ من المؤسسة، والذي ينبغي تقييمه. أفضل طريقة، تتمثل في إجراء المقارنة مع

¹ Nicole Ferry-Maccario et autres, Gestion juridique de l'entreprise, Editions [Pearson, France](#), 2006, P113.

² Annie Chamoulaud-Trapiers, Droit des affaires, [Editions Bréal](#), France, 2007, P 97.

تحويلات حديثة للمحلات التجارية. هذه الطريقة صعبة نسبياً، لأنه يجب أن تتوفر القدرة على إيجاد محلات مشابهة، كانت محل تحويل في الماضي القريب، و معرفة السعر.

▪ الحق في الإيجار (Le droit au bail):

يعد الحق في الإيجار من أهم الأصول المعنوية التي يمكن إظهارها في الميزانية، وذلك للسهولة النسبية في تقدير قيمته. يتم التخلي عن الحق في الإيجار في نفس وقت التخلي عن المحل التجاري، وبالتالي يمثل:¹ احد ممتلكات المؤجر.

قيمة الحق في الإيجار تتوقف إذا: على الحماية القانونية التي ترخص للمؤسسة استغلال المحل التجاري، وعلى الاقتصاد المحقق من كرائه. محاسبياً:² يسجل في هذا الحساب المبلغ المدفوع أو المقدم للمستأجر السابق. يمكن إعادة تقييم الحق في الإيجار عن طريق المقارنة أو الاستحداث. فبالنسبة للأولى، يجب البحث عن تحويلات يمكن الاعتماد عليها في المقارنة، و تحديد سعر(م²). إما طريقة الاستحداث يمكن تطبيقها فقط في حالة تحقيق المستأجر الجديد اقتصاد في الإيجار.

▪ براءة الاختراع و الشهادات (Les brevets et licences) :

لبراءة الاختراع قيمة جوهرية في المؤسسة خاصة في مجال الصناعة التكنولوجية. حيث نجد عدة مؤسسات تحقق إيرادات صافية من كراء البراءة أعلى من مداخيلها التشغيلية. تعرف براءة الاختراع:³ بالملكية التي تسمح لصاحبها بحظر استغلال طرف آخر للاختراع أو العملية الصناعية لفترة محدودة من الزمن. ومن ثم فهي تمنح احتكاراً مؤقتاً، تتمثل مهمته في جعل أرباح البحث والتطوير مربحة وضمن ميزة تنافسية للأطراف المتبكرة.

قيمة هذه الأصول تتوقف على العوائد المنتظرة من جهة، وعلى مدة التدفق من جهة أخرى. لذلك استحداث هذه التدفقات أحسن طريقة في تقدير القيمة.

¹ Nicole Ferry-Maccario et autres, op cite, P113.

² Le plan comptable annoté, 17^e édition, édition groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2010, P 136.

³ <https://www.journaldunet.com/business/dictionnaire-economique-et-financier/1199135-brevet-definition-traduction/>.

▪ أصول معنوية أخرى (Autres actif incorporels):

القيمة المحاسبية الصافية (VNC) لتقييم البرامج الإلكترونية (Les logiciels)، بعد افتراض أن معدل الاهتلاك المطبق يعبر إلى حد كبير عن النقصان في القيمة. في حالة العكس، يتم اللجوء إلى قيمتها في السوق مع إجراء تعديل.

▪ الأراضي (Terrains):

تعد مساحة الأراضي من أهم العوامل المؤثرة على قيمتها. لذلك، غالباً ما تقيم بدلالة سعر المتر المربع (م²) للأراضي الأخرى بنفس الخصائص والموقع. يكون هذا الأسلوب مناسباً للتقييم في حالة توفر معلومات حول تحويلات حديثة نسبياً لأراضي يمكن المقارنة بها. حتى يكون للتقييم معنى، من الأفضل عدم الاكتفاء بحساب السعر المتوسط للمتر المربع الواحد. ولكن محاولة تحديد وكشف المزايا والعيوب الخاصة بكل أرض محولة، وبالتالي تفسير الاختلاف في السعر.

▪ المباني (Constructions):

الكثير من رجال الأعمال يتهورون في القطاع العقاري، وبالتالي نسبة تظليلهم مرتفعة، متناسين أن سبب وجود أعمالهم يكمن في معرفة صناعية و/أو تجارية، وبالتالي الحذر من مسألة العقار في أعمالهم الأساسية، خاصة أنه يعد من أثقل الأصول في ميزانية المؤسسة¹.

يمكن تقييم هذا النوع من الأصول باستخدام المناهج الثلاث: منهج التكلفة، الاستحداث ومنهج المقارنة. فيما يلي سنوضح كيفية توظيفها.

مبدأ التقييم حسب منهج التكلفة، هو أن المشتري لن يقبل بدفع سعر أعلى من المبلغ الواجب تحمله عن طريق الشراء أو الإنشاء، للحصول على أصل له نفس الخصائص. بمنهج الاستحداث، الأصول العقارية تقيم باستحداث العوائد الصافية المحتملة تحصيلها من طرف مالكيها. تتمثل العوائد هنا في مبالغ الإيجار منقوص منها مصاريف الأعمال في الأصل التي يتحملها المالك. فترة الاستحداث غالباً ما تكون المدة المتبقية من عمر الأصل. أما بالنسبة لمعدل الاهتلاك المستعمل، فيجب أن يتوافق مع طبيعة التدفقات

¹ Jean-François Regnard, lire un bilan c'est simple, Editions Chiron, Paris, 2001, P 203-204.

(المقدرة غالبا قبل الضرائب)، و يعكس درجة المخاطرة في تحصيلها. المعدل الواجب أخذه هو معدل القرض العقاري بالنسبة لنوع الأصل العقاري المعني.

يمكن استعمال منهج المقارنة في حالة وجود سوق نشط في العقارات. وكما هو شائع في هذا المجال، الاعتماد على سعر المتر المربع (م²) كمرجع لتقييم المباني.

▪ التركيبات التقنية، المعدات والأدوات الصناعية:

(Installations techniques, matériels et outillages industriels)

عموما، هذا النوع من الأصول لا يخضع لإعادة التقييم لأن الاهتلاك المطبق عليها يمثل الخسارة في القيمة، وفي هذه الحالة القيمة المحاسبية الصافية (VNC) هي أفضل تقدير لقيمتها السوقية.

- أصول مادية أخرى (Autres actifs corporels): بالقيمة المحاسبية الصافية.

- التثبيتات المالية (Immobilisations financières):

قبل إعادة تقييمها، يجب أولا الفصل بين التثبيتات المالية التي تمثل مساهمات في رأس المال من القروض المقدمة.

▪ الأسهم و السندات:

بالنسبة للمساهمات في رأس المال، والتي نقصد بها الأسهم والسندات، يجب التمييز ما إذا كانا محل تسعير أم لا. فإذا كانا مسعران في السوق المالي، وحجم التبادل في الماضي القريب كافٍ ليبدل على قيمتها، فإن سعرها في البورصة يمثل قيمة ملائمة لها. أما في حالة ما إذا كانت غير مسعرة، يضطر المقيم إلى تقييم المؤسسة التابعة (المساهم فيها) ككل باستعمال المناهج والطرق المختلفة. ثم تقدير قيمة الأسهم والسندات عن طريق نسبة المساهمة.

■ القروض المقدمة:

يقيم هذا النوع من التثبيات المالية بالتأكد من استرداد مبلغ الدين بالفائدة في تاريخ الاستحقاق. إذا كان موعد استحقاق القرض يفوق سنة، يجب تقييمه باستحداث التدفقات التي ستقبض بمعدل يمثل قدرة المستفيد من القرض على الاستدانة في الوقت الحالي. وإذا كانت القروض بالعملية الصعبة، يجب تقييم القرض المقدم بسعر الصرف في آخر يوم من عملية التقييم.

■ المخزونات (Stocks):

من المهم القيام بمراجعة محاسبية فيما يخص الجودة والكمية، وكذا القيمة الاستعمالية الحقيقية للمخزون. تقودنا هذه الخطوة إلى تحديد قيمة المخزونات بناء على تكلفتها (وهي نوع القيمة التي غالبا ما يظهر بها هذا النوع من الأصول في الميزانية)، ومن جهة أخرى إلى تكوين مؤونة أو العكس في حالة الزيادة في قيمة المخزونات التامة. نلاحظ انه، وبالنسبة للحالتين تطبيق المحاسبة التحليلية أمر ضروري. إذا كانت القيمة السوقية لمخزون معين اقل من تكلفته، يتم اخذ القيمة السوقية.

■ الذمم (Créances):

إعادة تقييم الذمم يكون على أساس مخطط يبين القدرة على الوفاء بها، وبالتالي التأكد من استرجاعها. ثم تعديل المبالغ بمؤونات خسائر القيمة المحتملة. بالنسبة للذمم التي ستقبض بعد أكثر من سنة، من المناسب إعادة تقييمها باستحداث مبالغها بمعدل يعكس مستوى الخطر في تحصيلها.

■ الخزينة (Trésorerie):

تتكون خزينة المؤسسة من الأموال المتاحة المتمثلة في المبالغ الموجودة في الصندوق ورصيد حساباتها البنكية والبريدية، بالإضافة إلى المبالغ الموظفة الممكن تحقيقها. ليست هناك إعادة تقييم لأموال الصندوق والأرصدة البنكية والبريدية للمؤسسة، لأن هذه الأخيرة تبرز قيمتها بنفسها (النقود هي النقود). أما بالنسبة للتثبيات الموظفة، والتي تمثل سندات توظيف، يمكن تقدير قيمتها استنادا على آخر متوسط سعرها في السوق (إذا كانت المؤسسة مسعرة)، أو استحداث الأرباح المستقبلية.

2-2- تقييم عناصر الخصوم:

تقييم الخصوم يكون فقط على الحسابات المكونة للديون، فلا مجال لتقييم الأموال الخاصة (راجع مبدأ الطريقة). و من المهم الفصل بين الديون الطويلة و الديون القصيرة في إعادة التقييم.

▪ الديون الطويلة الأجل (Dettes a long terme):

بالنسبة للديون الطويلة الأجل، قد يتولد منها فوارق مهمة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية ناتجة عن الاختلاف في أسعار الفائدة، لذلك يجب على المقيم فحص أسعار الفائدة السوقية في تاريخ التقييم. ويمكن إعادة تقييمها أيضا باستحداث التدفقات المستقبلية المرتبطة بالدين (القسط مع الفائدة) بمعدل يمثل قدرة المؤسسة المعنية على الاستدانة يوم تقييمها.

▪ الديون القصيرة الأجل (Dettes a court terme):

بالنسبة لهذا النوع من الديون (الأقل من سنة)، نادرا ما يقوم خبراء التقييم بإعادة تقييمها، لان قيمتها المحاسبية غالبا ما تتساوى مع القيمة السوقية الحقيقية لها. المشكل الوحيد الذي يطرح هنا يتمثل في البحث عن الديون الغير مسجلة محاسبيا.

2-3- الأصول والالتزامات خارج الميزانية¹:

أصول المؤسسة خارج الميزانية تتكون أساسا من القرض الإيجاري والأصول الغير ملموسة، فيما يخص القرض الإيجاري، كما شرحناه في المطلب الرابع من المبحث السابق، يجب أن ينظر إليه على أنه نوع من التمويل بنفس طريقة الاقتراض. وبهذا يجب إظهاره في جانب الأصول بقيمته السوقية كباقي الأصول المادية الأخرى. وفي الكثير من الأحيان بالقيمة المحاسبية الصافية، محسوبة على أساس مدة حياته الاقتصادية وليست على أساس مدة عقد القرض الإيجاري. من جانب الخصوم، يتوافق الدين مع رأس المال الإيجار المتبقي المستحق.

بالنسبة للأصول الغير ملموسة خارج الميزانية، إذا كان يمكن تمييزها، تقييم حسب نفس مبادئ تقييم الأصول الأخرى من نفس النوع. وإلا من الممكن تقييمهم بفضل طريقة الريح الممتاز Good Will.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 185.

تشتمل الالتزامات خارج الميزانية على جميع الحقوق والالتزامات التي تحقق تأثير على ممتلكات المؤسسة وهي ضمانات، الكفالة، رهن الحياة، رهن عقاري، الشراء والبيع لمدة غير مؤمنة، الدعاوي القضائية المعلقة أو المهدد بها. يجب على المقيم أن يمارس بعض اليقظة في تحديد هذه العناصر خارج الميزانية. وقياس مثل هذه الالتزامات كليا يمكنه أن يكون صعبا.

3- الربح الممتاز (Good Will) :

القيد، أو الحد الرئيسي لتقييم المؤسسة باستعمال طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، هو أنها لا تسمح بتقدير المؤسسة من كل جوانبها، خاصة لعدم إدراجها المنهجي لكل العناصر المعنوية الغير ظاهرة في الميزانية التي تقدم للمؤسسة مزايا تنافسية والمتمثلة أساسا في العلامة التجارية، سمعة المؤسسة، المهارات الخاصة لموظفيها وانضباطهم. ويهدف عدم إهمال هذه المزايا (أصول معنوية) يجب تصحيح قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها على أنها قيمة المؤسسة، وذلك بإضافة قيمة هذه العناصر المعبر عنها بالربح الممتاز (Good Will).¹

بما أن قيمة المؤسسة من قيمة أموالها الخاصة (V_{CP}) فإن:

$$V_{cp} = ANR + \text{Good Will}$$

يمكن تعريف الربح الممتاز في إطار تقييم المؤسسة كما يلي:² "هو المبلغ الذي يكون المشتري على استعداد، لدفعه مقابل المزايا الاقتصادية المتوقعة تحقيقها بفضل الأصول التي لا يمكن تحديدها وتسجيلها محاسبيا بشكل منفصل".

بصفة عامة، هو مقدار الربح الإضافي الناتج من كل العناصر الداخلية أو الخارجية للمؤسسة. نقصد بالربح الإضافي كل العوائد الزائدة عن الربح العادي للأموال المستثمرة و(أو) اللازمة للسير الحسن لنشاط المؤسسة. في حالة ما إذا كان مستوى أرباح المؤسسة اقل من معدل العائد الأدنى للقطاع الذي تنتمي إليه، يتم حساب هذه الخسارة في الربح (Bad Will) لتعمل على إنقاص قيمة المؤسسة.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 188.

² Hervé Stolowy et autres, Comptabilité et analyse financière: Une perspective globale , 4^e éditions, Editions [De Boeck Supérieur](http://www.deboeck.com), Paris, 2017, P 418.

تقدير قيمة العناصر المعنوية من خلال الأساليب المعتمدة في حساب الربح الممتاز، يؤدي إلى تقييم هذه الأصول بصورة إجمالية. هناك بعض من الأصول المعنوية يمكن تقييمها بشكل مستقل كالحق في الإيجار، في حين البعض الآخر لا يمكن تحديده بدقة كقدرة عمال المؤسسة على تطوير النوعية ومنتجات جديدة، أو مثلا نوعية العلاقة مع النقابات. في إطار تقييم المؤسسة غالبا ما يتم تقسيم الأصول المعنوية إلى فئتين. الفئة الأولى، هي الأصول المعنوية التي لها قيمة خاصة مستقلة عن المؤسسة، وتقيم بصورة منفصلة كما شرحنا سابقا. أما الفئة الثانية، هي العناصر التي لها قيمة مرتبطة باستغلال المؤسسة ونشاطها. إذا تكمن أهمية استخدام طرق الربح الممتاز في تقييم الأصول المنتمة للفئة الثانية، والتي لا يمكن تقدير قيمتها إلا بصورة إجمالية. في نفس السياق أثبتت دراسة Yosra Bejar (2009) أن¹ المحللين الماليين ومسيري المحافظ في السوق الفرنسية، أكدوا أن نشر المؤسسات لجميع المعلومات المتعلقة بالرأس المال المعنوي هو جهد مثالي لكشف فرص النمو السوق المالية وقيمتها الحقيقية.

بما أن الربح الممتاز (Good Will) هو الأرباح الإضافية الممكن تحقيقها في المستقبل، يتم التوصل إلى حسابه عن طريق²: إجراء الفرق بين نتيجة المتوقع تحقيقها (RP) ونتيجة قياسية عادية، والمحسوبة بضرب الأموال المستثمرة (C.I) في معدل العائد الصناعي (R). ثم استحداث نتيجة هذا الفرق (Rente) الذي يمثل إيراد الربح الإضافي عن كل سنة مستقبلية بمعدل (R_{gw}) لمدة زمنية (t) يمكن للأصول الغير ملموسة الاستمرار في خلق القيمة الزائدة.

$$GW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rente}{(1 + R_{gw})^t}$$

$$Rente_t = RP - (CI_t \times R)$$

يتم استحداث إيرادات الربح الممتاز (Les rentes) بمعدل استحداث (R_{gw}) أكبر من معدل العائد الصناعي (R) الذي يعتمد على المخاطر المتصلة بالتدفقات المتولدة من الأصول الملموسة، لأن

¹ Yosra Bejar, revue Comptabilité - Contrôle - Audit, Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs : une étude exploratoire par la méthode Delphi, 2009, Paris, P 94.

<https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrrole-audit-2009-2-page-165.htm>

² Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, 1^{ère} édition, Pearson éducation, Paris, 2006, P193.

معدل الاستحداث الربح الممتاز (R_{gw}) يعبر عن المخاطر المتصلة بالتدفقات المتولدة عن الأصول الغير ملموسة، وبهذا مستوى عدم التأكد بحدوث التدفقات الأخيرة أعلى من سابقتها.

يكمن الاختلاف في طرق حساب الربح الممتاز في طبيعة الأموال المأخوذة كمرجع لتقدير الأرباح العادية، و هي الأرباح المفروض تحقيقها بافتراض عدم وجود أصول معنوية ترفع من قيمتها. أهم الطرق المعتمدة في ذلك هي: تقدير الأرباح العادية على أساس القيمة الجوهرية الخامة، أو على أساس الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال. في الدول المتقدمة، يعتمد المقيم على سلم للتحقق معد من طرف مصلحة الضرائب لتقدير قيمة العناصر المعنوية بشكل إجمالي. في هذا السلم يتم الفصل بين كل النشاطات، فمثلا القيمة المعنوية لمقهي تساوي 100 مرة رقم أعمالها اليومي. تطبيق السلم في تقييم الأصول المعنوية يعطي قيم¹ تأخذ بعين الاعتبار المعدات، مع استبعاد المخزونات. فيما يلي سنتطرق بالتعاقب للأسلوبين الأولين:

3-1- القيمة الجوهرية الخامة (La valeur substantielle brute):

القيمة الجوهرية الخامة هي مجموع الأصول الخامة المتوفرة لغرض الاستغلال، دون الأخذ بعين الاعتبار طريقة تمويل هذه الأصول. حسب هذه الطريقة تحسب الأرباح النظرية بضرب القيمة الجوهرية الخامة (VSB) دون احتساب قيمة العناصر المعنوية في معدل الفائدة. فكلما زادت القيمة الجوهرية، كلما ارتفعت أجرها (أي الأرباح النظرية).

لاستنتاج القيمة الجوهرية الخامة (VSB) يجب القيام بالتعديلات التالية:²

- إضافة كل الاستثمارات اللازمة للاستغلال، حتى لو لم تكن ملك للمؤسسة. إذا يتوجب احتساب كل التثبيات المؤجرة، المقترضة، المهداة (الممنوحة)، والممولة عن طريق القرض الإيجاري.
- حذف كل العناصر المادية و المعنوية الغير ضرورية للاستغلال.

¹ Alain GUILMONT, Comment évaluer une entreprise, club des repreneurs 77, pages 25.

<http://www.seineetmarne.cci.fr/sites/default/files/ressources/creation-reprise-transmission/comment-evaluer-une-entreprise.pdf>

² Patrice vizzavona, "évaluation des entreprises", Editions Atol, Paris, 1999 , P14.

- حذف من جهة أخرى قيمة شهرة المحل (الريح الممتاز) الذي نحن بصدد البحث عن قيمته. فالهدف هو تحديد الريح النظري دون تأثير الأصول المعنوية. العناصر المعنوية التي لها قيمة مستقلة عن المؤسسة يمكن تقدير قيمتها كبراءة الاختراع، يجب الاحتفاظ بها.
- بالنسبة للأصول الجارية، فهي مدرجة في القيمة الجوهرية. لكن، يدعوا بعض الكتاب إلى حذفها، بحجة تغييرها المستمر. هذه الحجة تثير مشكلة عدم الدقة، والتي لا تظهر لنا أنها كافية لتبرير إعادة ترتيب الأصول الجارية.

فباستثناء حالات خاصة، القيم المتقلبة للأصول القصيرة الأجل تكون معوضة في مجملها، هذا ما يجد بشكل ملموس خطر الخطأ. مبلغ الأصول المتداولة له علاقة مباشرة مع حجم نشاط المؤسسة.

الهدف من استعمال القيمة الجوهرية كأساس في حساب الريح الممتاز هو تقدير الأرباح القياسية الممكن تحقيقها من خلال الأصول المتوفرة لدى المؤسسة في الظروف العادية. لذلك، لا مجال للبحث عن حقوق ملكية هذه الأصول. القيمة الجوهرية تأخذ بقيمتها الخامة وليس الصافية.

**القيمة الجوهرية الخامة = مجموع الأصول الحالة المستعملة في الاستغلال -
قيمة شهرة المحل**

2-3- الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال (Les capitaux permanent)
1: (nécessaires à l'exploitation)

بخلاف الطريقة السابقة، تحسب الأرباح النظرية من خلال كتلة رأس المال الدائم اللازم للاستغلال (CPNE). بما أن رأس المال الدائم يمولى التثبيتات المادية وجزء من الأصول المتداولة حتى تكون المؤسسة في حالة توازن مالي، فإن قيمة رأس المال الدائم اللازم للاستغلال مرتبط إذا بالاحتياجات الخاصة بالاستثمار ورأس المال العامل، ويحسب (CPNE) بجمع مبالغ هاذين العنصرين.

**الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال (CPNE) = التثبيتات المادية + رأس المال العامل
اللازم للاستغلال**

لكن، هذه الفكرة تقوم على أساس مستقبلي، أي يجب إدراج قيمة الاستثمارات ورأس المال العامل اللازمين للاستغلال خلال فترة التنبؤ. نلاحظ أن تقدير رأس المال الدائم اللازم للاستغلال خلال فترة التنبؤ يتحقق بإعداد مخطط التمويل. فمن خلال هذا الأخير نستطيع تتبع الحركة التراكمية للأموال الدائمة (CPNE) من سنة لأخرى طول فترة التنبؤ.

الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال (CPNE) للسنة ن = الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال (CPNE) للسنة ن-1 + الاستخدامات اللازمة للسنة ن

الاستخدامات اللازمة = الاستثمارات اللازمة + رأس المال العامل اللازم + تسديد القروض

بعد تقدير قيمة (CPNE) لكل سنة، تضرب بمعدل فائدة لتقدير الأرباح النظرية المستقبلية. ثم حساب إيراد الربح الممتاز لكل سنة مستقبلية بإجراء الفرق مع الأرباح المتوقعة من المؤسسة بإدراج شهرة المحل، و أخيرا استحداث هذه الإيرادات.

المحاضرة رقم (09): تطبيق منهج المقارنة في تقييم المؤسسة

يلقى هذا المنهج البديل عن المناهج الأخرى اليوم استخدام واسع جدا من طرف المحللين الماليين، نظرا لتوفرها لعدة مزايا، فهي تسمح بتقييم أي مؤسسة بطريقة بسيطة، سريعة، وبصورة هادفة. نظرا لاعتماد هذه الطريقة على المؤسسات المقارنة المسعرة في السوق المالي، وكذلك إلى تطوير قواعد البيانات المحاسبية وأخرى المتحصل عليها من البورصة.

تختلف طرق هذا المنهج باختلاف متغير النشاط، وهو في معظم الأحيان رصيد تسييري ملائم للوصول إلى مبلغ يمثل القيمة الإجمالية للمؤسسة أو أموالها الخاصة. ولذلك، ففي صدد عرضنا لهذا المنهج سنقوم بالتمييز بين هذه المضاعفات بتقسيمها إلى مجموعتين أساسيتين هما: - مضاعفات قيمة الأصول الاقتصادية ومضاعفات قيمة الأموال الخاصة، وذلك بالتركيز على مضاعف واحد في كل مجموعة، بالإضافة إلى التطرق لمضاعفات المبادلات.

1- مبدأ منهج المقارنة:

يقوم هذا المنهج بصفة عامة على ثلاث (03) مبادئ أساسية هي¹:

- تقييم المؤسسة بصفة عامة.
- تباع المؤسسة من أجل مضاعف يمثل قدرتها في الحصول على الأرباح.
- الأسواق في حالة توازن، وبذلك فالمقارنات إذن مبررة.

بالنسبة لطرق المقارنة، تقييم المؤسسة عن طريق عينة من مؤسسات يمكن اتخاذها كأساس للمقارنة. هذا المنهج يستعمل بكثرة في قطاع العقارات وتحويلات المحلات التجارية. في العقارات، سعر المتر المربع (م²) يعد مرجعا بالنسبة لغالبية التحويلات إذا توفر سوق نشيط لهذا النوع من الأصول. بنفس الطريقة، قد يباع محل تجاري على أساس مضاعف رقم أعماله.

بالنسبة لحالة المؤسسة، المبدأ نفسه. المؤسسات التي لها نفس طبيعة النشاط ومستوى الأداء سيكون لها مضاعفات متقاربة. يجب تكوين عينة من المؤسسات المسعرة المختارة كونها قابلة للمقارنة مع

¹ Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, édition Dalloz, 6^{ém} éd, Paris, 2005, p 851.

المؤسسة محل التقييم. بالنسبة لكل مؤسسة من العينة، يتم تقدير مضاعف. هذا المضاعف يمثل العلاقة بين رأس المال في البورصة أو القيمة الإجمالية للمؤسسة و مؤشر القيمة.

M : المضاعف

Inducteur de valeur : مؤشر القيمة

$$M = \frac{VGE/CapitauxPropres}{Inducteur\ de\ valeur}$$

بعد ذلك يتم تطبيق متوسط المضاعفات (المضاعف المتوسط للعينة) على مؤشر المؤسسة لتقدير قيمتها.

$$V_E = M \text{ échantillon } \times \text{ Inducteur de valeur entreprise}$$

التقييم المقترن على تطبيق طرق مبنية على أساس مقارنة بسيطة بالمضاعفات، قد تكون غير موضوعية في حالة عدم توازن السوق. لذلك يبقى إستعمالها إما¹ من أجل الدلالة أو تكملة لطرق أخرى أكثر تعمقا.

لتطبيق الطريقة، يجب احترام عدة شروط توافقية. إذ يجب قبل كل شيء مراعاة التوافق بين القاسم و المقسوم عليه.

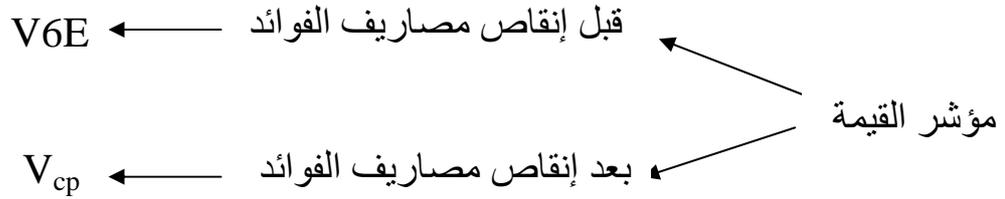
يوجد نوعان من القاسم: القيمة السوقية للأموال الخاص (V_{cp}) والقيمة الإجمالية للمؤسسة (V_{6E})، و التي تساوي مجموع رأس مال المؤسسة و ديونها المالية.

في الحالتين: يجب تقييم القاسم بالقيمة السوقية وليس بالمبالغ المحاسبية. فبالنسبة للأموال الخاصة، فهي قيمتها في البورصة أو سعر السهم إذا اعتمدنا طريقة حساب على أساس السهم. أما بالنسبة للديون المالية، فقيمتها السوقية غالبا ما تكون متقاربة جدا مع مبالغها المحاسبية، إلا في حالة ما تكون الديون محل تسعير (ديون)، والتي تكون نادرة.

¹ Florence Pierre et Eustache Besançon, valorisation d'entreprise et théorie financière, éditions d'organisation, Parie, 2004, p 76.

إذا كان القاسم (مؤشر القيمة) يمثل تدفق موجه لفائدة مجموع حاملي الأموال (المساهمين والدائون المليون)، أي تحديده يكون قبل إنقاص (الأخذ بعين الاعتبار) مصاريف الفوائد، إذن يكون القاسم القيمة الإجمالية للمؤسسة (V6E). المؤشرات في هذه الحالة يكونون خاصة رقم الأعمال، نتيجة الاستغلال و تدفقات الخزينة للاستغلال.

من أجل التوصل إلى قيمة السهم، يجب في هذه الحالة إنقاص قيمة ديون السهم من القيمة المتحصل عليها. بعكس ذلك، إذا كان مؤشر القيمة يمثل تدفق خاص لفائدة المساهمين، فإن القاسم يكون القيمة السوقية للأموال الخاصة (Vcp). المؤشرات الأساسية في هذه الحالة هم: النتيجة الجارية و النتيجة الصافية.



عندما لا يكون المؤشر بيانا محاسبة يجب الاستفسار لمعرفة ما إذا كان المؤشر يمثل نتيجة استغلال أو النتيجة الصافية. بالنسبة للمثال السابق، عدد المتعاملين الدائمين يمثل رقم الأعمال وهو إذا يتضمن الديون المالية. لذلك يجب الأخذ كقاسم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

بالنسبة للمؤسسات الغير مسعرة، من الممكن تطبيق اقتطاع على القيمة المتحصل عليها بما أن المؤسسة غير مسعرة، عكس المؤسسات المختارة كعينة. وهي نسبة مئوية تطبق على القيمة لتخفيضها، والتي من المفترض أن تمثل صعوبة التخلص من أسهم شركة غير مدرجة في سوق مالي منظم، و هذا يعني غياب ميزة السيولة.

يعتمد في تحديد نسبة الاقتطاع على المؤشرات التالية:¹

¹ Hugues Fronville et Alexandre Streel, Les principales techniques d'évaluation d'entreprises, Forum financier, 2011, page 24.

مطبوعة محاضرات تقييم المؤسسة

د. بركاتي عبد الرحمان

- طبيعة الأصول التي تحتفظ بها الشركة.
- شركة الحجم المؤسسة.
- الوضعية المالية للمؤسسة.
- القدرة على توليد تدفقات نقدية.
- حجم محفظة الأسهم الواجب تقييمها.

اختيار مؤشر القيمة يجب أن يتحقق بطريقة توافقية. للمؤسسة قيمة لأنها تعطي ربح. متولد من الخزينة أو رقم الأعمال أو امتلاك الأصول. وهي العناصر التي تمثل الأصل في قيمة المؤسسة. لذلك يجب أخذها كمؤشرات للقيمة.

بالنسبة لمنهج الاختيار بينها، يجب قبل كل شيء توفر صفة التوافق بين موضوع التقييم ومؤشر القيمة المعمول به. فان كان موضوع هو شراء حصة سوقية (في السوق)، يجب تفضيل مؤشر رقم الأعمال. بعكس ذلك، إذا كانت مردودية الشراء هي المستهدفة، وهي التي تمثل غالب الحالات، فنتيجة الاستغلال أو النتيجة الصافية هي المؤشرات المناسبة.

بالمقابل يجب أن يكون هناك توافق بين المضاعف وقطاع نشاط المؤسسة، ففي حالة مؤسسة عقارية، مؤشر الأصول الصافية هو الأنسب. ومن جهة أخرى ليس له معنى في حالة مؤسسة خدماتية، أين الأصول المادية محدودة جدا.

2- تشكيل العينة:

بالنسبة لمؤسسات العينة المختارة، يجب احتساب مؤشر القيمة بطريقة متجانسة. ولذلك يجب مراعاة المبادئ المحاسبية المطبقة في كل مؤسسات العينة، فإذا كانت غير متشابهة، فيؤثر ذلك على حساب المضاعف، يطرح هذا المشكل في حالة اختيار مؤسسات من بلدان مختلفة. ولذلك يجب التأكد من تطابق المعايير المحاسبية المعمولة بها.

في حالة وجود اختلاف في هذه المعايير المحاسبية، يجب إجراء تعديل و إعادة ترتيب الحسابات لمختلف المؤسسات المختارة لتشكيل العينة من اجل تحقيق ميزة التجانس.

تطبيقاً، المؤشرات الأساسية المستعملة هي :

- النتيجة الصافية، التي تعود إلى RER.
- نتيجة الاستغلال (EBIT).
- الناتج الخام للاستغلال (EBITDA).
- رقم الأعمال.

حتى يكون التقييم ملائماً، يجب أن تضم العينة مؤسسات مقارنة (تمثل صفة المقارنة). بالإضافة إلى تجانس هذه المؤسسات. تمكن الصعوبة في تكوين هذه العينة.

لاعتبار المؤسسات قابلة للمقارنة، يجب أن يكون لها نفس النشاط. لكن، نقول أن مؤسستين قابلتين للمقارنة على أساس معيار (مؤشر) (critère) بسيط هو خطأ.

لإجراء المقارنة، يجب أولاً، اختيار بعض المعاملات المرتبطة بالمؤسسات المسعرة الممكن الاعتماد عليها كأساس للمقارنة. تتوقف صعوبة هذا الاختيار غالباً على طبيعة نشاط المؤسسة محل التقييم. فبالنسبة:¹ للمؤسسات ذات التكنولوجيا والتقنيات العالية (high tech)، إيجاد مؤسسات قابلة للمقارنة غاية في الصعوبة لانفرادها في معظم الحالات بتطوير تقنية معينة، لذلك لا يجد السعي في تطبيق مضاعفات السوق فقط. بالإضافة إلى مقارنة نتائج تقييم هذا المنهج مع النتائج المتحصل عليها اعتماداً الطرق المحاسبية والاستحداث. في هذه الحالة يصعب على المقيم تفسير الاختلاف بين قيمة السوق والقيم الأخرى، فقد يكون ناتج عن قيمة العناصر الغير ملموسة بالنسبة للمؤسسات (high tech)، أو بسلوك المستثمرين الداعي لعدم الاستثمار في هذا النوع لارتفاع درجة المخاطرة.

يركز المقيم في اختياره للمؤسسات المسعرة لتشكيل العينة على النقاط التالية:²

¹ Safwan Mchawrab et autre, Les dessous de l'évaluation des entreprises high tech, revue finance contrôle stratégie, numéro 18-2, 2015.

<https://fcs.revues.org/1641>.

²Jean Baptiste Tournier et Jean Claude Tournier, Evaluation d'entreprise – Que vaut une entreprise?, 4^e édition, Edition d'organisation, 2007, p 196.

- يجب اختيار مؤسسات تعمل في نفس القطاع. في هذا الصدد لا يجب الخوض في البحث عن مؤسسات تنشط في نفس القطاع الاقتصادي العام، وإنما الاكتفاء بالمؤسسات القريبة من نشاط المؤسسة محل التقييم.
- يجب أن تكون المؤسسات المختارة لها نفس الحجم تقريبا. هنا تجدر الإشارة إلى صعوبة تقييم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME) بمنهج المقارنة، وذلك لصعوبة إيجاد مؤسسات مسعرة من نفس الحجم، ويصبح التقييم مستحيل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة جدا.
- يفضل أن تكون مؤسسات العينة لها نفس الجنسية، رغم أن ظاهرة العولمة تميل إلى تحقيق تقارب في الأرقام و معايير التقييم.

استنتج من خلال دراسة منشورة كمقال في 2014، أن العوامل الأساسية المأخوذة بعين الاعتبار من قبل المحللين الماليين في تقديرهم لقيمة المؤسسة مرتبة حسب الأهمية كما يلي:¹

- المؤسسات الناشطة في بلدان ذات معدلات نمو مرتفعة.
- النمو الخارجي.
- تكرر التدفقات النقدية.

آخر نقطة نأخذها بعين الاعتبار أثناء اختيار العينة هي توافق التطبيقات المحاسبية.

فلما يكون:² السوق الوطني فقير من حيث المؤسسات الممكن اتخاذها كأساس للمقارنة، من الضروري اللجوء إلى مؤسسات تنشط خارج الوطن للتمكن من استعمال طرق المقارنة. المعوق الرئيسي الذي يواجه المقيم هو توافق التطبيقات المحاسبية بين المؤسسات الأجنبية المختارة والمؤسسة محل التقييم. فاختلاف القواعد المحاسبية يؤدي إلى إعداد قوائم مالية مختلفة، لا تصلح للمقارنة. أصبح هذا المشكل

¹ Nicolas Klapisz . Valorisation des entreprises - Que regardent les marchés financiers ?
. Avril 2014 . P 7.

www.3ds.com/Financial/Business

² Alain Burlaud et Arnaud Thauvron et autres , DSCG Finance, 4 édition, éditions
foucher, Paris, 2010, P 364.

مطروحا بكثرة في أوساط المقيمين والمحللين الماليين، لان القيام بإجراء إعادة ترتيب حسابات مؤسسات العينة يكلف المقيم مصاريف إضافية زيادة عن الوقت.

بمجرد اختيار مؤسسات العينة، من الضروري في بعض الحالات إجراء تعديل على المضاعفات من اجل مراقبة أساسياتها، عدة طرق تعديل موجودة.

الأولى: تتمثل في تطبيق تعديل شخصي، ففي حالة وجود مؤسسة لها مضاعف يتعد كثيرا عن الآخرين، يجب البحث عن الأسباب الرئيسية، إما احد أساسياتها (مؤشر) مختلف عن البقية، إما تقييم المؤسسة من طرف السوق (القيمة السوقية) كان أعلى أو منخفض. إذا يجب الأخذ بعين الاعتبار هذا في التقييم. و هنا إما أن نقوم بتعديل المضاعف الخاص بالمؤسسة، و إما أن نقوم بترجيحه بطريقة مختلفة عن الآخرين.

الطريقة الثانية: هي تعديل المضاعف بقسمته على متغير مفتاحي (Clé) من اجل الحد من تأثير هذا الأخير. نأخذ مثال المضاعف PER ، المضاعف PER بمؤسسة من نفس القطاع، يمكن أن تختلف لان معدل نمو أرباحها مختلف، لذلك نقوم بقسمته على معدل النمو (g)، تأثير هذا المتغير المفتاحي منخفض وبالتالي تصبح المقارنة أكثر ملائمة.

أخيرا، عندما يكون الاختلاف في المضاعفات بين المؤسسات يفسر بعدة عوامل، من الممكن تحقيق انحدار خطي للمضاعف بدلالة مختلف المتغيرات الأساسية المسببة للاختلاف. معاملات الانحدار تستعمل فيما بعد في تقدير مضاعف المؤسسة محل التقييم.

المشكلة الأساسية في تطبيق هذه الطريقة ينشا من الحصول على معنى إحصائي، يجب القدرة على توفير عينة واسعة نسبيا، والذي يستدعي الحصول على قاعدة بيانات من البورصة.

3- تطبيق مضاعفات التقييم:

3-1- مضاعفات النتائج:

استنتج بعض الباحثين:¹ استنادا إلى قياس معدل الخطأ المطلق للتقييم، إلى تفضيل استخدام المضاعفات استنادا إلى النتائج المتوقعة. وبالإضافة إلى ذلك، فإنها تبين أن عملية اختيار المؤسسات المماثلة يمكن تحسينها باستخدام نسب الأداء، ولا سيما معدل النمو المتوقع للنتائج.

¹ Pierre Astolfi et autre, Revue française de gestion, Méthode des multiples Contribution à l'évaluation des entreprises, N° 242, Paris, 2014, P 1.
<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-83.htm>

مضاعفات النتائج هم الأكثر استعمالا في تقييم المؤسسات. المضاعفات PER هو الأكثر انتشارا و هو مضاعف النتيجة الصافية. مع ذلك هناك عدة مضاعفات أخرى تستعمل بكثرة، خاصة PER النسبي (relatif)، PEG ومضاعف EBITDA . بالنسبة لاستعمالها، فلا يجب تجاهل الفرضيات التي تقوم عليها كل مضاعف. فالوقوع في ذلك يمثل تحمل خطر تقييم المؤسسات بطريقة خاطئة.

3-1-1- المضاعف PER (Price Earnings Ratio):

بدون جدال، هو المضاعف الشائع بالنسبة للجمهور، وبالمقابل هو المضاعف الأكثر استعمالا بطريقة غير ملائمة.

يسمح هذا المضاعف بتقييم مؤسسة وذلك بضرب نتيجة ربحها في المضاعف PER. هذه البساطة في الحساب غالبا ما تقود إلى استعمال هذا المضاعف بطريقة خاطئة، أي تجاهل كل الفرضيات التي يرتكز عليها هذا النموذج، من اجل استعماله بطريقة ملائمة، يجب حسابه بطريقة مناسبة و استعماله بطريقة متناسقة.

المضاعف PER يمثل العلاقة بين سعر السهم و الربح الخاص به:¹

$$PER = \frac{Cours}{BPA}$$

Cours : سعر السهم

BPA : الربح من السهم

يمكن برهنة هذا المضاعف نظريا كما يلي:²

إذا كان:

V : قيمة المؤسسة.

I : النتيجة الجارية الصافية (خارج العناصر الاستثنائية و الغير المتكررة).

¹ Eric normand, Réussir l'examen certifié AMF, 3^e éditions, Edition Pearson, France, 2013, P 554.

² Anne-Marie Keiser, Gestion financière, 5 édition, Editions ESKA, Paris, 2001, P 540.

t : معدل الاستحداث.

n : مدة الحياة المستقبلية للمؤسسة، و المفروضة إلى ما لا نهاية.

قيمة المؤسسة حسب منهج الدخل تتوافق مع مجموع النتائج المحققة في المستقبل.

$$V = r(1+t)^{-1} + r(1+t)^{-2} + \dots + r(1+t)^{-n}$$

$$V = r \times \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t}$$

بافتراض أن قيمة المؤسسة (V) = رأس مالها في البورصة، فإن:

$$\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} = \frac{V}{r} = \text{PER}$$

السعر الواجب أخذه هو آخر سعر معروف أو السعر المتوسط للسهم خلال الشهر الأخير. بالنسبة للريح من السهم، فتحديده أكثر تعقيدا، إذ يجب ضمان أن احتسابه يكون بنفس الطريقة بالنسبة لكل مؤسسات العينة. كقاعدة عامة، يجب اخذ النتيجة الصافية المجمعة حصة المجمع. هذه النتيجة هي إما نتيجة الدورة الحالية، أو النتيجة المستقبلية، بدلا عن النتيجة الخاصة بالدورة الأخيرة المقفلة. ففي الواقع سعر السهم يأخذ بعين الاعتبار توقعات الريح بالنسبة للدورات المستقبلية، مما يجعل إسناد سعر السهم لدرجة الجاري تكوينه أمر منطقي و يتميز بالتناسق. في (Wall Streets journal)، المضاعف PER المنشور لكل سهم يوافق العلاقة بين آخر سعر في البورصة و الريح من السهم (BPA) خلال الثلاثيات الأربعة الأخيرة.

من أجل اخذ مكونات النتيجة المذكورة، غالبا ما يتم حذف النتيجة الاستثنائية (extraordinaire). حتى يكون للمقارنة معنى، يجب أن تكون النتيجة محسوبة بنفس المبادئ المحاسبية بالنسبة لكل المؤسسات. ولهذا السبب غالبا ما يتم أخذها قبل اهتلاكات الثبنيات، خاصة الريح الممتاز (good Will) والتي تتميز بتعدد طرق حسابها حسب المرجعيات المحاسبية.

بالنسبة لحساب الربح من السهم (BPA)، غالبا ما يعتمد المقيمون على الربح القاعدي للسهم. و الذي يساوي:¹ الربح العائد من الأسهم العادية عدد الأسهم العادية

$$\frac{\text{الربح العائد من الاسهم العادية}}{\text{عدد الاسهم العادية}} = \text{الربح القاعدي للسهم}$$

يمكن في بعض الحالات الأخذ بعين الاعتبار عدد الأسهم المحتمل إصدارها (المخزون من الأسهم، سندات قابلة للتحويل الى اسهم) و تأثيرها سواء على مستوى النتيجة الصافية أو على عدد الكلي للأسهم المتداولة.

هذه النقطة مهمة جدا في بعض القطاعات خاصة أولئك الذين ينشطون في إبداع تكنولوجيا قوي، لان المخزون من الأسهم هنا يمثل طريقة لدفع الفوائد الحالية. نسبة الأسهم والسندات التي ستصدر مقارنة بالمتداولة يمكن أن تكون مرتفعة.²

من اجل تقييم مؤسسة، يجب ضرب ربحها من السهم (BPA) في المضاعف (PER) المتوسط للعينة.

Be

$$\text{قيمة السهم} = \text{الربح من السهم} \times \text{المضاعف (PER) المتوسط للعينة}$$

حتى نستعمل المضاعف (PER) بحكمة، يجب فهم المتغيرات التي يقوم عليها. نفترض، وبغرض التبسيط أن ربح المؤسسة سيرتفع بمعدل ثابت (g) و خلال فترة لا متناهية. في هذه الحالة، قيمة السهم بالرجوع إلى نموذج استحداث الحصص، و (R_c) هو معدل تكلفة الأموال الخاصة:

$$\frac{(D_1)}{g - RC} = \text{قيمة السهم (action)}$$

¹ Benard Raffournier, Les Normes Comptables Internationales (IFRS), 4^e édition, édition économique, Paris, 2010, P 328.

² Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 158

وبما أن الحصة المتوقعة (D_1) تساوي الربح من السهم للدورة الحالية مضروب في معدل توزيع الأرباح (d)، إذن :

$$D_1 = BPA_0 \times d$$

بالرجوع إلى العلاقة السابقة:

$$V. action = \frac{BPA_0 \times d}{RC - g}$$

$$\frac{V. action}{BPA_0} = PER_0 = \frac{d}{RC - g}$$

حتى ولو لن يتم مراجعة فرضية النمو الثابت إلى مالا نهاية للحصص، فهذا التقسيم للمضاعف (PER) يوضح المتغيرات الأساسية الثلاث: النمو المتوقع، خطر السهم، ومعدل توزيع الأرباح. يرتفع PER كلما كان معدل توزيع الأرباح مهم، الخطر ضعيف والنمو مرتفع.

3-1-2- مضاعف إجمالي فائض الاستغلال (EBE):

المضاعف (EBE) حسب المحاسبة الفرنسية، أي الفائض الخام للاستغلال، هو مضاعف عرف كثير من الشهرة في بداية سنوات 2000.

اللجوء إلى المضاعف (EBE) يسمح بإجراء مقارنات سطحية بين مؤسسات مختلفة كثيرا، وهذا بسبب حساسيته الضعيفة للمبادئ المحاسبية بما انه يقدر قبل مخصصات الاهتلاكات و المؤونات.

استعماله الشائع في بعض القطاعات يفسر بكونه لا يهمل المؤسسات التي لها نتائج سلبية، والذي يجعل استعمال المضاعف (PER) في هذه الحالة مستحيل.

بالنسبة لاستعمال هذا المضاعف في تقييم المؤسسات، فيجب الأخذ في الحساب انه مضاعف للقيمة الإجمالية للمؤسسة (VGE) وليس لأموالها الخاصة في الواقع، المضاعف (EBE) يسمح بمنح الفائدة لمجموع حاملي الأموال (المساهمين والدائنون المليون).

$$\text{Multiple}_{\text{moyen}} = \frac{VGE}{EBE}$$

ومنه :

$$V_{cp} = (\text{Multiple}_{M.EBE} \times EBE_{\text{Entreprise}}) - Dette_{\text{Entreprise}}$$

استعمال هذا المضاعف يفيد في عدة مزايا، فهو يسمح بمقارنة المؤسسات على أساس أدائهم الاستغلالي.

ولذلك هو مضاعف الاستغلال الأكثر انتشارا. فهذا الرصيد هو الأكثر استقلال من المعايير المحاسبية وأهمها مدة الاهتلاكات، الهيكل المالي بعدم إدخاله لفوائد القروض، وجباية المؤسسة التي تختلف من بلد لآخر. فهذه العوامل الثلاث [الجباية، معدل الفائدة، القواعد المحاسبية (خاص الاهتلاك)] هي العناصر الأكثر حساسية للمعايير المحاسبية الغير متجانسة.

3-1-3- مضاعف نتيجة الاستغلال (REX) :

بعكس المضاعف (PER) الذي يحدد عن طريق النتيجة الصافية والذي يقودنا إلى تقييم الأموال الخاصة للمؤسسة، فان استعمال نتيجة الاستغلال (REX) بعد الضرائب على الأرباح يقودنا إلى تقييم المؤسسة بكاملها (VGE). في الواقع، نتيجة الاستغلال تسمح بتقييم الفائدة لمجموع حاملي الأموال (المساهمون والدائنون الماليين) بما انه يحسب قبل الأخذ في الحسبان الفوائد على القروض.

تطبيقيا، نتيجة الاستغلال (REX) للدورة الحالية هي التي تأخذ في حساب المضاعف المتوسط.

المضاعف لنتيجة الاستغلال (REX) هو الأكثر ملائمة من المضاعف (PER) بسبب تجنبه خفض القيمة الناتجة عن الديون.

3-2- مضاعفات أخرى:

يبقى كثير من المضاعفات الأخرى، والتي يمكن استعمالها في تقييم المؤسسات.

البعض من هذه المضاعفات يستعمل بشكل عام (أي لكل المؤسسات)، كمضاعف رقم الأعمال، بينما القيمة فهي خاصة ببعض القطاعات.

3-2-1- مضاعفات رقم الأعمال:

يمكن استعمال مضاعف رقم الأعمال بطريقتين بتحميله أما على سعر في البورصة (سعر الأموال الخاصة) للمؤسسة، أو على القيمة الإجمالية.

بالنسبة للحالة الأولى فهو يتعلق بمضاعف (PSR) (price-to-sales ratio). هذه العلاقة بين السعر ورقم الأعمال غالبا ما تمثل خطأ في استعمالها، لأنها لا تحترم مبدأ التناسق بين القاسم والمقسوم عليه، وتقود غالبا إلى تقييم أعلى للمؤسسات الأكثر استنادة.

بعد التوصل إلى تقدير مجموعة من القيم عن طرق المضاعفات المستعملة، من المهم¹ تقريب القيمة النهائية (الأموال الخاصة) من موجهات القيمة المعتمد عليها في التقدير (الأموال الخاصة السابقة، رقم العمال، النتيجة الصافية، نتيجة الاستغلال) يسمح للمقيم بالتحقق من مدى توافق القيمة النهائية مع عناصر التحليل ومستقبل المؤسسة.

3-2-2- مضاعفات القطاعات:

في بعض الحالات، يوجد مؤشرات قيمة خاصة بقطاع معين. فمثلا، حالة التامين أين يكون مبلغ العلاوات السنوية المحقق هو المأخوذ غالبا كأساس للمضاعف، مؤخرا، وأمام استحالة استعمال المضاعفات الكلاسيكية في حالة (start-ups)، فتم استعمال عدة مؤشرات خاصة . ففي الواقع، وأثناء غياب

¹ Direction général des finances publiques. Guide de L'évaluation des entreprise et des titres des sociétés. Version de novembre 2006. P 13.

https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3.../guide_eval_entreprises.pdf

الريح وكذلك رقم الأعمال، كان يجب إيجاد مؤشرات أخرى للقيمة. وهذا ما يقود بعض المحللين إلى اخذ عدد متصفح موقع الكتروني كمؤشرات. فالفكرة هنا هي اعتبار عدد المتصفحين مؤشر جيد للقيمة، لان كلما زاد تصفح موقع معين، كلما زاد احتمال تحقيق رقم أعمال أعلى مستقبلا.

3-2-3- مضاعف التحويلات:

بالنسبة لهذا النوع من المضاعفات، الطريقة تبقى نفسها، إذ نأخذ رأس المال في البورصة لمؤسسات العينة على انه قيمة تحويل هذه المؤسسات المقارنة. تكوين العينة يصبح إذا أكثر حساسية، لأنه زيادة على شرط أن تكون المؤسسات قابلة للمقارنة مع المؤسسة محل التقييم، يجب أن تكون هذه المؤسسات محل تحويل خلال فترة قريبة نسبيا.

غالبا ما يكون بهذه الطريقة عدة مزايا، فمن الممكن استعمالها في حالة المؤسسات الغير مسعرة، بما أن القيمة السوقية للأسهم والسندات تعوض بسعرها المحول به. كل الصعوبات تكمن في إلزامية معرفة سعر تحويل هذه المؤسسة الغير مسعرة. النقطة الايجابية الثانية لهذه الطريقة، هي قيامها على أساس التحويلات، فالمضاعفات تتضمن علاوة المراقبة فهي إذن كذلك تقييم اخذ المراقبة بالأغلبية.

حدود هذه الطريقة تأتي من كون التحويلات المعمول بها غالبا ما تكون في فترات مختلفة، لذلك يجب التأكد من أن الشروط الاقتصادية خاصة لم تتطور بشكل هام.

المحاضرة رقم (10): أهمية النظام المحاسبي المالي في تقييم المؤسسة

1- تعريف النظام :

يمكن التطرق لتعريف النظام المحاسبي المالي (SCF) من ناحيتين: قانونية واقتصادية.

- من الناحية الاقتصادية: عرفت المادة الثالثة (3) من القانون رقم 11/07 المحاسبة المالية على أنها¹ : « نظام لتنظيم المعلومة المالية، يسمح بتخزين معطيات قاعدية عددية، وتصنيفها، وتقييمها، وتسجيلها، وعرض كشوف تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية، وممتلكات المؤسسة، ونجاعتها، ووضع خزينتها في نهاية السنة المالية ». و « يتضمن هذا النظام المحاسبي المالي إطارا مرجعيا للمحاسبة المالية ومعايير محاسبية ومدونة حسابات تسمح بإعداد قوائم مالية على أساس الفروض و المبادئ المحاسبية المعترف بها وهي: محاسبة التعهد- استمرارية الاستغلال- قابلية الفهم- الدلالة- المصدقية- قابلية المقارنة- التكلفة التاريخية- أسبقية الواقع الاقتصادي على المظهر القانوني² ».

- من الناحية القانونية³: يمكن تعريف النظام المحاسبي المالي على أنه:

«مجموعة من الإجراءات والنصوص التنظيمية التي تنظم الأعمال المالية المحاسبية للمؤسسات المحبزة على تطبيقه وفقا لإحكام القانون 11 /07 ».

ويهدف قانون المحاسبة الجديد إلى تحديد النظام المحاسبة المالي الذي يدعى في صلب النص القانوني بالمحاسبة المالية وكذا شروط وكيفيات لتطبيقه.

يعرف القانون رقم 11/07 الخاص بالنظام المحاسبي المالي في مادته السابعة (07) الإطار المفاهيمي كالتالي:⁴ « يشكل الإطار التصوري للمحاسبة المالية دليلا لإعداد المعايير المحاسبية و تفسيرها، واختيار

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المادة رقم 03، ص 3.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المادة رقم 06، ص 3-4.

³ نسيلي حديجة، مداخلة "أهمية متطلبات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد في الجزائر"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"، 29 و 30 نوفمبر 2010، جامعة الجليلي ليايس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ص 14.

⁴ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، مرجع سابق، المادة رقم 07، ص 4.

الطرق المحاسبية الملائمة، عندما تكون بعض المعاملات وغيرها من الإحداث غير معالجة بواسطة معيار أو تفسير.

الإطار المفاهيمي يعرف: - مجال التطبيق.

- المبادئ و الاتفاقيات المحاسبية.

- الأصول، الخصوم، الأموال الخاصة، الإيرادات، التكاليف.

يحدد الإطار التصوري للمحاسبة المالية عن طريق التنظيم «.

مجال التطبيق:¹

بموجب نص المادة 2 و 4 و 5 من القانون 11/07، تلتزم كل المؤسسات التالية بمسك المحاسبة المالية

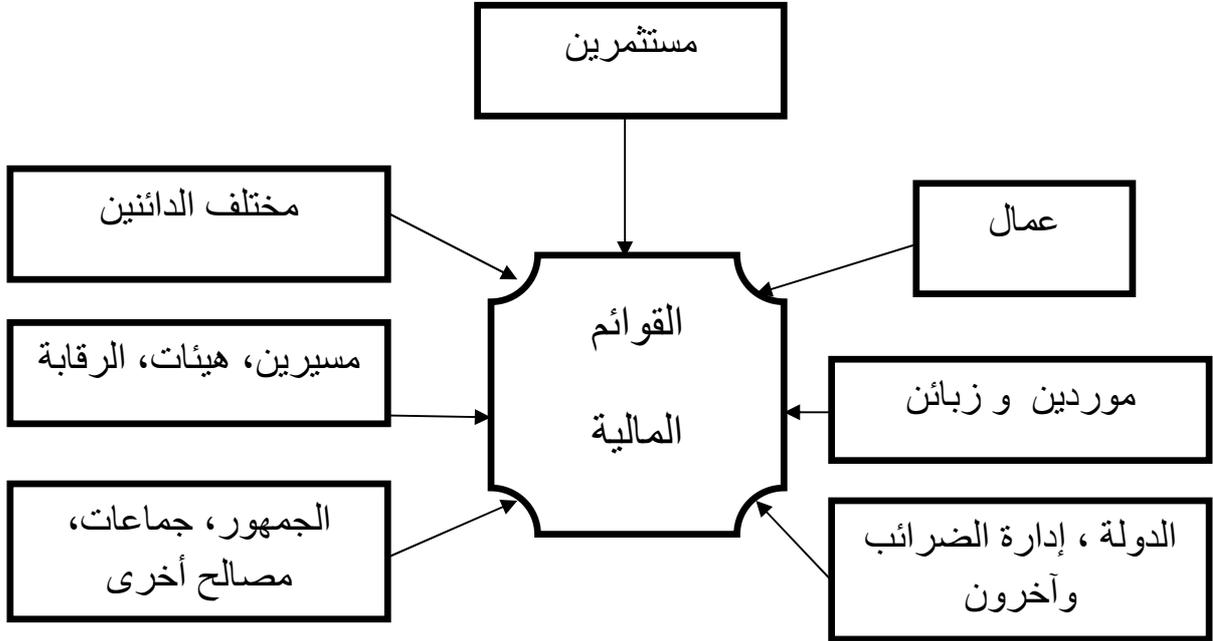
و هي:

- الشركات الخاضعة لأحكام القانون التجاري.
- التعاونيات.
- الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون المنتجون للسلع أو الخدمات التجارية والغير تجارية، وفي حالة ممارستهم لنشاطات اقتصادية مبنية على عمليات متكررة.
- وكل الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الخاضعين لذلك بموجب نص قانوني أو تنظيمي. أما المؤسسات الصغيرة والتي لا يتعدى رقم أعمالها وعدد عمالها ونشاطها حد معين، أن تمسك محاسبة مالية مبسطة.

أما مستعملو المعلومات المحاسبية و المالية الناتجة عن هذا النظام الجديد (SCF) هم مجموعة غير متجانسة تضم: المستثمرون- الدولة وإدارة الضرائب - التأمين والجمهور - الزبائن والمورد - أعضاء الإدارة والمسيريون - مختلف الدائنين.

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، مرجع سابق، المادة رقم 04-05، ص 3.

الشكل رقم (01)¹: أهم مستخدمي معلومات القوائم المالية المحاسبية.



2- قواعد تقييم عناصر القوائم المالية:

عرف النظام المحاسبي المالي عناصر القوائم المالية (الأصول، الخصوم، الأموال الخاصة، الأعباء، الإيرادات، النتيجة الصافية) بمفاهيم جديدة، أي مختلفة عن مفاهيم المخطط الوطني المحاسبي (PCN). يمكن التطرق لها كما جاء تماما في المرجع السابق لشعيب شنوف.²

قبل التطرق إلى قواعد تقييم مختلف العناصر، لا بد الإشارة أولا إلى شروط إدراج هذه العناصر في القوائم المالية.³

- إن المعاملات التي تخص الأصول والخصوم ورؤوس الأموال الخاصة والمنتجات والأعباء كما هي محددة في هذا النظام يجب أن تقيّد في المحاسبة.

¹ محمد بوتين، المحاسبة المالية و معايير المحاسبة الدولية، دار النشر "Pages Bleues"، الجزائر، 2010، ص 50

² شعيب شنوف، "محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)" مرجع سابق، ص 32-33.

³ ن جاح علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، دار بلقيس للنشر (دار البيضاء الجزائر)، 2009، ص 41.

- لا يمكن تبرير عدم إدراجها في الحسابات أو تصحيحه بمعلومة سرديّة أو عددية من طبيعة أخرى مثل الإشارة في الملحق.
- يدرج عنصر الأصول والخصوم والأعباء والمنتجات في الحسابات عندما:
 - يكون من المحتمل أن تعود منه وإليه أية منفعة اقتصادية مستقبلية مرتبطة بالكيان.
 - للعنصر كلفة أو قيمة يمكن تقييمها بطريقة صادقة.

حسب هذا النظام المحاسبي الجديد (NSCF) سنتطرق إلى تقييم عناصر القوائم المالية، بالتطرق إلى القواعد عامة للتقييم فقط.

قواعد عامة للتقييم:

كقاعدة عامة، تركز طريقة تقييم العناصر المقيّدة في الحسابات على¹ اتفاقية التكاليف التاريخية، في حين يعتمد حسب بعض الشروط التي يحددها هذا التنظيم وبالنسبة إلى بعض العناصر إلى مراجعة تجرى على ذلك التقييم بالاستناد إلى:

- القيمة العادلة (السوقية): وهي المبلغ الذي من أجله يتم تبادل أصل، أو خصوم منهجية بين الأطراف على دراية كاملة ومستعدة للتبادل ضمن المنافسة العادية² وهو نفس التعريف الذي جاء به المعيار (IAS₃₂).
- القيمة المحققة (الإنجاز): وهو مبلغ من أموال الخزينة الذي يمكن الحصول عليه حالياً من خلال بيع أصل معين وخروجه بشكل إيرادي.
- قيمة الاستخدام (النفعية): وهي قيمة المدخلات والمخرجات من النقود المستقبلية محينة في تاريخ القياس، فتظهر الأصول بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلة مستقبلاً، وتظهر الخصوم بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجة المتوقعة للوفاء بالالتزامات تبعاً لمجريات العمل العادية.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 44.

² Wolfgang Dick et Franck Missonier, Comptabilité en IFRS, op, cit, P69.

2- قواعد تقييم عناصر القوائم المالية:

من خلال التطرق لأهم ما جاء به النظام المحاسبي المالي على مستوى تقييم عناصر القوائم المالية أو، نستنتج أن التطبيق السليم لهذا النظام سيساهم إلى حد كبير في عملية تقييم المؤسسات، حيث سنوضح هذه العلاقة في النقاط التالية:

1/ تركز عملية تقييم المؤسسة بمختلف مناهجها على مرحلة إعادة ترتيب حسابات القوائم المالية بغية إعطاء رؤية اقتصادية جيدة تعبر عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة، فمجرد تطبيق قواعد التسجيل المحاسبي وفق النظام المحاسبي المالي الجديد تكون هذه المرحلة قد تمت فعلا، أي أن معظم الحسابات المستهدف لإعادة الترتيب (الموظف المؤقت، الوكالة، إعانات التشغيل، النتيجة المالية، النتيجة الخاصة، مؤونة الخسائر والتكاليف، فارق الشراء، عقود الإيجار التمويلية، الضرائب المؤجلة، مصاريف البحث والتطوير) والتي قد ينجم عنها اختلافات في التسجيل والإدراج في الحسابات نتيجة التمايز بين الممارسات المحاسبية جاهزة للاستعمال ضمن جدول حسابات النتائج والميزانية الختامية ولا تستدعي أي إعادة للترتيب. وبالتالي تسهيل بناء الميزانية الاقتصادية وتشخيص الفعالية بدقة للمؤسسة محل التقييم، إذ تصبح عملية حساب المر دودية الاقتصادية والمالية وكذا احتساب النمو الخاص بالسنوات السابقة مجرد تطبيق عددي لا يستدعي أي خبرة في مجال المحاسبة و المالية.

2/ في إطار تطبيق طرق التقييم الشائعة في مختلف مناهج تقدير قيمة المؤسسة (طريقة التدفقات النقدية، طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها، طريقة المضاعفات) نستنتج أن تطبيق قواعد النظام المحاسبي المالي يدعم كل هذه الطرق بدون استثناء:

- إن تقدير التدفقات النقدية المستقبلية هي أساس طريقة الاستحداث، وغالبا ما تكون المعلومات المالية التاريخية بمثابة منطلق لإجراء تقدير هذه المنافع. فالامتثال لقواعد نظام محاسبي المالي الجديد لعدة سنوات يشكل أرضية صادقة من المعلومات تضمن للمقيد دقة التعبير عن الوضعية الاقتصادية والمالية للمؤسسة، بالإضافة إلى إمكانية تحليل هذه التدفقات من خلال عرض جدول التدفقات الخزينة المقسم إلى تدفقات نقدية متولدة عن الأنشطة العمليانية، والتدفقات المتولدة عن أنشطة الاستثمار، وأخيرا التدفقات المالية المتولدة عن أنشطة التمويل.

- في ما يخص طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها، فبمجرد عرض ميزانية المؤسسة وفق ما نص عليه النظام المحاسبي المالي بالنسبة لتقييم عناصر الميزانية (استخدام القيمة العادلة، القيمة المحقق، القيمة الحالية) بشكل دوري وإدراجها في الحسابات تتحصل على مجموع ميزانية يمثل إلى حد كبير قيمة ممتلكات المؤسسة في تلك اللحظة. وبالتالي يكفي فقط طرح الديون طالما أنها تحوي مؤونات الخسائر والتكاليف، وإضافة الربح الممتاز (good Will) المعبر عن قيمة كل الأصول المعنوية والغير واردة في الميزانية كالمهارات الخاصة بالموظفين وانضباطهم، العلامة التجارية، سوء السمعة... الخ.

- أما بالنسبة لطريقة المضاعفات التي تركز على حساب مضاعف متوسط للمؤسسات المسعرة المشكلة للعينة المختارة للمقارنة، نستنتج أن تطبيق كل المؤسسات (المسعرة و الغير مسعرة) لقواعد النظام المحاسبي المالي على مستوى التسجيل و التقييم وعرض القوائم المالية يدعم هذه الطريقة، لأنه يوفر معلومات محاسبية و مالية صادقة مبنية على أسس صريحة ومتشابهة تضمن للمقيم حسن استخدام الأرصدة (بالنسبة للمضاعفين المختارين في الجانب النظري الرصيدين هما: نتيجة الاستغلال "REX" والنتيجة الصافية للمؤسسة أو الربح المتولد من كل سهم "BPA") المختار في حساب المضاعف الموافق لها وإجراء تقييم صحيح. وبهذا نقول أن تطور هذا النوع من الطرق في تقييم المؤسسات مرهون بالمعلومات المحاسبية و المالية المقدمة للمقيم من طرف البورصة، وبالتالي التطبيق الجيد للنظام المحاسبي المالي كفيل بتوفير هذه المعلومات كما و نوعا، بالإضافة إلى مساهمته في زرع الثقة في أدهان المستثمرين والمحللين الماليين مما قد يؤدي غالى تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر.

بما أن قواعد النظام المحاسبي المالي تتوافق إلى حد كبير مع المعايير المالية و المحاسبة الدولية (IAS/IFRS)، تكتسب عملية تقييم المؤسسات الجزائرية صبغة و تأييد عالمي لاعتمادها على نفس المعطيات المالية و المحاسبية اللازمة للتقييم مقارنة مع الدول المتطورة المعتمدة على المعايير (IAS/IFRS) كمرجع محاسبي.

المحاضرة رقم (11): صعوبات تقييم المؤسسة في الجزائر

1- صعوبات تطبيق طرق الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

بعد عرض منهج الاستحداث، نلاحظ أن تطبيق هذه الطرق في تقييم المؤسسات الجزائرية ينتج عنه مجموعة من المشاكل والصعوبات. بما أن جميع طرق الاستحداث، بدون استثناء تركز على مبدأ واحد، الملخص في المحددات الثلاثة الأساسية في تطبيقها (تدفقات مستقبلية، معدل الاستحداث، فترة الاستحداث) والتي تكون بدورها عناصر القوانين المكونة لكل طريقة، ارتأينا الانطلاق من هذه العلاقات في تحليل أهم المشاكل الميدانية في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وهي مرتبة كما يلي:

1-1- تقدير معدل الاستحداث:

بافتراض أن الطريقة المستعملة هي استحداث تدفقات الخزينة المستقبلية، اذن معدل الاستحداث الواجب استعماله هو التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (CMPC). تقدير هذا المعدل يرتكز أساساً على معلومات من السوق المالي. فبمراجعة العلاقة:

$$CMPC = R_c \times \frac{VCP}{V_{cp} + V_{df}} + R_d (1 - T) \times \frac{Vdf}{V_{cp} + V_{df}}$$

حيث:

- (R_c) : المردودية المطلوبة من الأموال الخاصة.
- (R_d) : المردودية المطلوبة من الدائنين.
- (V_{cp}) : القيمة السوقية للأموال الخاصة.
- (V_{df}) : القيمة السوقية للديون المالية.
- T : معدل الضريبة.

أول مشكل يواجه المقيم هو تقدير الأموال الخاصة (R_c) بالقيمة السوقية في حالة ما إذا كانت المؤسسة غير مسعرة في السوق المالي. باستبعاد استعمال برنامج الإكسل (EXCEL) مع التطبيق (ITERATION) كحل لاشتقاق القيمة السوقية للأموال الخاصة، والمشار إليه سابقاً تحت عنوان

تقدير معدل الاستحداث، لان اغلب المقيمين يتفادون استعمال هذا الأسلوب الإحصائي الجامد. يصبح اللجوء إلى أساليب المقارنة بمؤسسات أخرى مسعرة حتمي. هنا تكمن المشكلة في عدم وجود مؤسسات كافية في السوق المال الجزائري لإجراء هذه المقارنة و تقدير القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة الجزائرية محل التقييم.

المعوق الثاني، وهو الأهم، يكمن في تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_d). ومراجعة نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) المستعمل بكثرة من قبل المقيمين:

$$E(R_C)_{\square} = R_F + [E(R_m) - R_F] \times \beta$$

نلاحظ أن تقدير علاوة الخطر $[E(R_m) - R_F]$ انطلاقا من بيانات السوق المالي، والتي تمثل المردودية الاضافية المتوسطة الممكن تحقيقها نتيجة الاستثمار في السوق المالي غير ممكن في كل حالات التقييم في الجزائر. فلا يمكن على العدد القليل جدا من المؤسسات المسعرة في سوقها المالي. بالإضافة إلى التذبذب المستمر في المردودية من سنة لأخرى.

نفس الشيء بالنسبة لتقدير معامل المخاطرة (β). فلتقديره يجب دراسة العلاقة بين مردودية

$$R_i = \alpha + \beta (R_m)$$

الأصل المالي (R_i) ومردودية السوق (R_m) من نوع:

تحديد المتغيرات α و β لهذه العلاقة يتم إجراء دراسة رجعية خطية، فبالنسبة لكل سنة مالية سابقة يتم ربط مردودية الأصل المدروس بمردودية السوق المالي.

من أجل تقدير المعامل (β) لهذه الدراسة الرجعية يعتمد غالبا على أسلوب المربعات الصغرى العادية (Moindres carrés ordinaires). يهدف هذا الأسلوب إلى¹ تحديد العلاقة بين متغيرين أو أكثر، ويستند مبدأ هذه الطريقة إلى إيجاد ذلك الخط المستقيم الذي يتخلل نقاط الشكل

¹ Jérôme Hubler, Statistique descriptive appliquée à la gestion et à l'économie, [Editions Bréal](#), France, 2007, P 136.

الانتشاري بالشكل الذي يجعل مجموع مربعات أبعاد النقاط عنه أقل ما يمكن، أي تحديد قيمة (β) التي تجعل هذا المجموع أقل ما يمكن في حالة الانحدار الخطي المتعدد.

إذا يجب حساب التباين المشترك لمتوسط مردودية الأصل و مردودية السوق، ثم قسمة ذلك على التباين المتوسط في مردودية السوق. الخطوات السابقة ملخصة في العلاقات التالية:¹

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{V(R_m)}$$

بحيث:

$$\sum_{t=1}^n (R_{it} - R_i) \times (R_{mt} - R_m) \frac{1}{n-1} = Cov(R_i, R_m)$$

و

$$\sum_{t=1}^n (R_{mt} - R_m) \frac{1}{n-1} = V(R_m)$$

R_{it} : مردودية الأصل i في الفترة t .

R_i : المردودية المتوسطة للأصل i خلال المدة المدروسة.

R_{mt} : مردودية السوق في الفترة t .

R_m : المردودية المتوسطة للسوق خلال مدة الدراسة.

n : عدد الفترات التي حسبت فيها المردودية.

¹ عبد اللطيف مصيطفي و عبد الله عنيشل، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، العدد 03، 2017، ص 41.

نلاحظ أن محدد مردودية السوق (R_m) يعود من جديد كمشكل محوري في تقدير المعامل (β). فوجود 4 أو 5 مؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر لا يمكن ان يعكس الخطر النظامي المرتبط بالاستثمار في هذا السوق المالي، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على مردودية هذه المؤسسات.

1-2- التنبؤ بالتدفقات المستقبلية:

جميع طرق الاستحداث ترتكز على التنبؤ بالتدفقات المستقبلية وإعداد مخطط أعمال تفصيلي على شكل ميزانية وحسابات النتائج مستقبليين، يمثلان ترجمة رقمية لمستقبل المؤسسة خلال فترة التنبؤ. يجب التذكر دائما أن المقصود من التنبؤ هو تقدير السيناريو الأكثر احتمالا. لذلك يجب الأخذ كأساس البيانات المعبرة عن أداء السنوات الماضية، وتقدير مستوى تطورها في السنوات المستقبلية. أي طرح السؤال التالي: انطلاقا من الأداء المحقق في السنوات السابقة، ما هي النتائج الممكنة تحقيقها مستقبلا؟ للإجابة على هذا السؤال يجب على المقيم الأخذ بعين الاعتبار المعلومات المستقبلية المتعلقة بالظروف العامة للاقتصاد، المتعلقة بقطاع النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة والمتعلقة بالأهداف الإستراتيجية للمؤسسة. تحليل هذه المعلومات حسب هذا الترتيب مهم جدا، فمنطقيا الظروف الاقتصادية العامة تؤثر على ربحية قطاع النشاط، وربحية القطاع في إطار المنافسة تؤثر على أداء المؤسسة.

تحلل الظروف الاقتصادية عن طريق مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدل نمو الاقتصاد، معدل الفائدة على القروض، معدل التضخم، سعر الصرف.

بالنسبة لبيئة الأعمال في الجزائر، تحليل هذه المؤشرات صعب جدا، نتيجة تأثير المرحلة الانتقالية إلى اقتصاد السوق. وبالتالي ينعكس ذلك مسار عملية التنبؤ بمستقبل المؤسسات. فعدم القدرة على وضع فرضيات أساسية للظروف الاقتصادية مستقبلا، يمثل مشكل في تحليل هذه الظروف علي أي قطاع نشاط كان، وبالتالي التنبؤ بأداء المؤسسات في إطار المنافسة.

إذا كان لعدم الاستقرار في مؤشرات الاقتصاد الجزائري تأثير نسبي على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية على المدى القصير، يطرح المشكل مجددا فيما يخص تقدير القيمة النهائية (VT) للمؤسسة محل التقييم. لأنها تمثل من 60% إلى 80% من قيمة أي مؤسسة مستمرة في نشاطها.

2- صعوبات تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

من أهم صعوبات تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسة هو تقدير قيمة الأصول المعنوية. فإذا كانت هذه العناصر مرتبطة بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث لا يمكن فصل بعضها عن بعض، يطرح مشكل في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. بمراجعة الأسلوب العام لتقدير قيمة الأصول المعنوية (Good will) التي تمثل شهرة المحل، نلاحظ انه يعتمد على مبدأ الاستحداث.

تطبيق مبدأ الاستحداث في تقدير شهرة المحل، مرتبط بتقدير عناصر العلاقة: التنبؤ بالإيرادات من الربح الإضافي، معدل الاستحداث، فترة الاستحداث. أهم صعوبة يواجهها المقيم في تقييمه للمؤسسات الجزائرية هو تقدير معدل الاستحداث. ففي غياب سوق مالي نشط لا يمكن تقدير معدل علاوة الخطر، والتي تمثل الفرق بين معدل العائد المنتظر تحقيقه ومعدل التوظيف دون مخاطرة.

أما إذا كان هناك أصول معنوية غير مرتبة بنشاط المؤسسة، بمعنى العوائد المنتظرة منها لا تتأثر بحجم نشاط المؤسسة، وبالتالي يمكن فصل بعضها عن بعض. تقييم هذا النوع من الأصول الغير ملموسة، والتي نخص بالذكر كل من: الحق في الإيجار، العلامات التجارية، براءة الاختراع يكون منفصل، أي تقييم كل أصل على حدا.

بالنسبة للحق في الإيجار، تقدير قيمته يكون باستعمال منهج المقارنة بأخذ مبالغ كراء المحلات المجاورة المشابهة. في حالة وجود صعوبة في تطبيق منهج المقارنة يلجأ المقيم إلى منهج الاستحداث إذا كان المستأجر الجديد يحقق اقتصاد في الإيجار. بالنسبة للمنهجين لا يطرح أي مشكل بالنسبة لبيئة الأعمال في الجزائر. فالمنهج الأول يعتمد على المقارنة، مما يستدعي الاستعانة بخبراء في مجال العقارات. واستعمال المنهج الثاني يكون بأخذ معدل استحداث دون مخاطرة في خصم الربح من الإيجار.

أحسن طريقة لتقدير قيمة براءة الاختراع هي استحداث العوائد المنتظرة منه خلال مدة التنبؤ بمعدل يعكس درجة المخاطرة المرتبطة بتحصيل هذه العوائد. هنا يطرح مشكل بالنسبة لاستعماله في إطار تقييم المؤسسات الجزائرية، والذي ينحصر أساسا في تقدير معدل الاستحداث الخاص بالعناصر المعنوية. نظريا، معدل الاستحداث المستعمل في تقدير قيمة الأصول المعنوية يقدر بدراسة حجم الطلب المستقبلي

على الاختراع ومعدل التضخم. كلا المحددين لا يمكن التنبؤ بمستواهما نظرا لضبابية مناخ الأعمال في الجزائر نتيجة التخبط في المرحلة الانتقالية من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق.

تقييم قيمة العلامات التجارية من خلال كرائها له نفس خصوصيات براءة الاختراع، و بالتالي نفس المعوقات المذكورة سابقا.

3- صعوبات تطبيق منهج المقارنة في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

بعد عرض منهج المقارنة المعتمد عليه بكثرة من قبل المختصين في تقييم المؤسسات، والإشارة إلى أهم الطرق و المضاعفات المستعملة ضمنه، نلاحظ تطبيق هذا المنهج في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية غير ممكن. لان اغلب المضاعفات تتركز على بيانات مصدرها سوق مالي نشط. أي يضم عدة مؤسسات مختلفة من ناحية الحجم والنشاط، وله حجم تداول معتبر على الأصول المالية. وهو الأمر الذي لا يتوفر في الاقتصاد الجزائري. فبورصة الجزائر تضم خمسة (05) مؤسسات فقط، هي: مجمع صيدال، شركة اليانس للتأمينات، مؤسسة روية للعصائر، فنادق الاوراسي و مؤسسة بيوفانغم.

إذن، عدم كفاءة بورصة الجزائر يمثل معوقات أساسية في استعمال المضاعفات التي تشترط كفاءة الأسواق المالية. و التي سنحاول الإشارة إليها و تحليلها بالترتيب التالي:

- أول مشكل يواجه المقيم هو استحالة تشكيل عينة من المؤسسات المسعرة القابلة للمقارنة. لان عدد المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر يحسب باليد الواحدة، وبالتالي تمثيلها لأغلب القطاعات غير وارد. حتى بافتراض أن المؤسسة محل التقييم لها نفس نشاط إحدى المؤسسات المسعرة، يطرح مشكل مصداقية قيمة رأس مالها في هذا السوق المالي، وذلك للتداول الضعيف جدا والمتذبذب كما هو مبين في الفصل الثاني تحت عنوان كفاءة السوق المالي في الجزائر.
- لاستحالة استعمال بيانات بورصة الجزائر للمقارنة في إطار تقييم المؤسسات المحلية لعدم كفاءتها، قد يلجأ المقيم إلى الأسواق الأجنبية النشطة، تضم عدد كبير من مؤسسات مختلفة الأحجام و الأنشطة. هذا التوجه حتمي إذا ما أراد المقيم استنتاج قيمة رأس مال المؤسسات الجزائرية عن طريق المقارنة المبنية على الأسواق المالية. لكن، استعمال الأسواق المالية الأجنبية في تشكيل عينة المؤسسات المسعرة القابلة للمقارنة مع المؤسسات المحلية، ومحاولة تطبيق مختلف المضاعفات يشير

مسألة مهمة جدا، تتمثل في درجة التوافق في القواعد و المبادئ المحاسبية المعمول بها في الجزائر والبلد الذي ينشط فيه السوق المالي المختار. الأمر الذي يلزم المقيم مراجعة كل المبادئ والقواعد التي تحكم و تنظم المحاسبة في البلد الأجنبي، وإجراء المقارنة مع مثيليهما بالنسبة للنظام المحاسبي المالي (SCF). وفي حالة اكتشاف اختلاف جوهري من ناحية الإدراج في الحسابات والتسجيل المحاسبي، التقييم والإفصاح المحاسبي. يجب على المقيم إجراء سلسلة من إعادة ترتيب للحسابات وتصحيحها لكل مؤسسات العينة المختارة في البورصة الأجنبية. بشكل يضمن له درجة معينة من التوافق بين القوائم المالية تمكنه من استعمال المقارنة لتقييم المؤسسات المحلية.

أهم النقاط الواجب مراجعتها، والتي تمثل الاختلاف هي: الجباية، الاهتلاكات والمؤونات، معدل الفائدة على الديون.

توجه المقيم للأسواق الأجنبية يكلف المقيم جهد ووقت إضافيين. بحيث، غالبا ما يستعين المقيم بمجموعة من الخبراء في المحاسبة والمالية والجباية، مما ينعكس ذلك على التكلفة المالية الإجمالية للجهة الموجه إليها تقرير التقييم. وبالتالي الوقوع في حتمية إعادة التفاوض بين المقيم والجهة المستفيدة من التقييم حول الغلاف المالي الذي يمثل أجرة المقيم وفريق عمله.

■ إشكالية تشكيل عينة من المؤسسات المسعرة يؤثر مباشرة على استعمال المضاعفات التي تركز على وجود ونشاط السوق المالي. يمكن للمقيم تجاوز هذه المسألة، والاعتماد على مؤسسات محلية غير مسعرة كمؤسسات للمقارنة وبالتالي تكوين العينة. هنا، يكون المقيم قد خرج منا إطار المقارنة المعتمدة على السوق المالي، والاكتفاء بالمقارنة على أساس القوائم المالية (ميزانية، حسابات النتائج) لمؤسسات غير مسعرة. يعد هذا الأسلوب اختيار حتمي في حالة صعوبة تشكيل عينة من المؤسسات المسعرة في بورصات أجنبية، أو تقييم المؤسسات الصغيرة الحجم، أين يصبح تقييمها مقارنتها بمؤسسات مسعرة مستحيل، لعدم وجود مثيلاتها في الحجم في كل الأسواق المالية. ومن جهة أخرى نوع من تكييف منهج المقارنة في غياب سوق مالي نشط في الجزائر. النقاط الأساسية الممكن الإشارة إليها هنا تتمحور حول كيفية اختيار مؤسسات العينة ومؤشرات القيمة. بالنسبة لتكوين العينة، يجب على المقيم اخذ أكبر عدد ممكن من المؤسسات المحلية الغير مسعرة، وصولا لتحقيق ميزة تمثيل العينة لأغلب المخاطر تواجهها المؤسسات الأخرى المحلية من نفس قطاع النشاط ولها نفس الحجم. لتسهيل هذه الخطوة يستطيع المقيم الاعتماد في تشكيل

هذا النوع من العينات على منشورات السجل التجاري "BOAL". فيما يخص اختيار مؤشر القيمة أي المضاعف المستعمل، من المستحسن استعمال المقيم أكبر عدد ممكن من مؤشرات القيمة، والتركيز على المؤشرات التي تخدم أكثر غرض التقييم. مع إجراء ترجيح مناسب لاستنتاج قيمة رأس مال المؤسسة الجزائرية محل التقييم. فإذا كانت القيمة المستهدفة هي الأرباح المستقبلية، تيم التركيز على مضاعفات النتائج. أما إذا كانت الحصة السوقية للمؤسسة هي الأهم، يتم التركيز على مؤشر رقم الأعمال مثلاً.

النقطتين السابق ذكرهما (تشكيل عينة من المؤسسات المحلية واختيار مؤشر القيمة) مهمان جداً، طالما أن المقيم لا يمكن الاعتماد على المؤسسات المسعرة في المقارنة. فمن وجهة نظر بسيكولوجية، قد يثير هذا الأسلوب في المقارنة المعتمد على مؤسسات غير مسعرة عدة تساؤلات لدى الجهة المستفيدة من التقييم والطرف الأخر المهتم بنشاط المؤسسة، خاصة إذا كانت المضاعفات المستعملة لها نتائج متباعدة. استعمال تقييم متنوعة مع اتساع العينة يكون بمثابة الإجابة على هذه التساؤلات.

■ بما أن استعمال معطيات السوق المالي في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية غير ممكن. والاعتماد على المؤسسات الغير مسعرة في المقارنة قد ينتج عنه عدة تساؤلات منهجية وبسيكولوجية. يبقى استعمال مضاعفات القطاع والتحويلات الأصح من ناحية التوافق مع الجانب النظري ضمن منهج المقارنة.

استعمال مضاعفات التحويل يعني اعتبار رأس المال المسعر في البورصة على انه قيمة تحويل إذا كانت المؤسسة محل تحويل للملكية طبعاً. إذا يجب على المقيم البحث على عدد كافي من المؤسسات المحلية لها نفس النشاط كانت محل تحويل للملكية، والاعتماد عليها في تقدير قيمة المؤسسة الجزائرية محل التقييم بشكل مباشر. الصعوبات التي يمكن مواجهتها في هذا التطبيق هي معرفة سعر التحويل الحقيقي للمؤسسات المختارة. بالإضافة إلى كيفية استعمال هذه المعلومات إذا كانت التحويلات في فترات زمنية مختلفة.

خاتمة

تقيم المؤسسة بهدف تقدير قيمتها، حيث تقع هذه القيمة ضمن مجال يرسم من طرف المقيم نتيجة للتكهنات أو العناصر التي لا يتضمنها التقييم في بعض الحالات. المراحل العملية للتقييم التي تبدأ بجمع معلومات عامة عن المؤسسة محل التقييم وصولاً إلى تحديد مجال للقيمة، يبرهن أن هذه المهنة تمثل وضعية متكاملة في تطبيقها على المؤسسة، حيث تأخذ بعين الاعتبار كل العناصر والعوامل المؤثرة على المؤسسة وبالتالي على قيمتها، والمعبر عنه بالتشخيص الداخلي والخارجي.

إن الهدف في إطار الدراسات المالية هو التوصل إلى طرق تقييم عالمية، لأن الغرض المتكرر من تطبيق هذه المهنة هو دخول المؤسسات إلى الأسواق المالية وتحويل ملكية المؤسسات بدرجة أقل، إن هاتين السببين مهمان جداً، فهما يمثلان التطبيق الواسع للنظام الرأسمالي الذي يقود العالم إلى وجهة تكاد يكون الرجوع منها شبه مستحيل بانتشار ظاهرة العمولة. ولكن في الواقع العملي يعترض هذا الهدف عدة معوقات أهمها اختلاف المؤسسات فيما بينها والاختلاف القائم إلى يومنا هذا حول حالات تطبيق أسلوب عن آخر ضمن المناهج الأساسية، منج الدخل، منهج المحاسبة، منهج السوق، كما لهذه المناهج من مزايا وعيوب.

قائمة المراجع

أولا- الكتب:

1- باللغة العربية:

1. سامح عبد المطلب عامر وآخرون، إدارة التفاوض، الطبعة الأولى، دار النشر "دار الفكر"، عمان، الأردن، 2010.
2. شعيب شنوف، "محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)"، مكتبة الشركة الجزائرية، بومرداس، الجزائر، 2008.
3. طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
4. محمد بوتين، المحاسبة المالية و معايير المحاسبة الدولية، دار النشر "Pages Bleues"، الجزائر، 2010.
5. ن. حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، دار بلقيس للنشر، دار البيضاء، الجزائر، 2010.

2- باللغة الأجنبية:

1. Alain Burlaud et arnaud thauvron et autres , DSCG Finance, 4^o édition, éditions Foucher, Paris, France, 2010.
2. Alain Burlaud, DSCG 4 Comptabilité et audit manuel et applications, 7^o édition, éditions Foucher, Paris, France, 2013.
3. Alain Desreumaux et autres, Stratégie, 2^o édition, Editions Person, Paris, France, 2009.
4. Anne-Marie Keiser, Gestion financière, 5^o édition, Editions ESKA, Paris, France, 2001.
5. Annie Chamoulaud-Trapiers, Droit des affaires, Editions Bréal, France, 2007.
6. Antoine MERCIER et Philippe MERLE, Audit et commissariat aux comptes, éditions FRANCIS LEFEBVRE, Paris, France, 2010.
7. Arnaud Thauvron, Evaluation d'entreprise ,2^o édition, ECONOMICA, Paris, France, 2007.

8. Benard Raffournier, Les Normes Comptables Internationales (IFRS), 4[°] édition, édition Economica, Paris, France, 2010.
9. Benoit Pigé et Xavier Paper, Reporting financier et gouvernance des entreprises: le sens des normes IFRS, Editions EMS, Paris, France, 2005.
10. Damodaran A., Damodaran on Valuation , Second Edition, Editions Wiley, USA, 2006.
11. De La Chapelle.P, l'évaluation des entreprises, 3[°] édition, ECONOMICA, Paris, France, 2007.
12. Eric Normand, Réussir l'examen certifié AMF, 3[°] éditions, Edition Pearson, Paris, France, 2013.
13. Florence Pierre et Eustache Besançon, Valorisation d'entreprise et théorie financière et théorie financière, édition d'Organisation, 2[°] édition, Paris, France, 2004.
14. Hervé Hutin, Tout la finance d'entreprise (en pratique), Editions D'organisation, 2[°] édition, Paris, France, 2002.
15. Hervé Stolowy et autres, Comptabilité et analyse financière: Une perspective globale , 4[°] éditions, Editions De Boeck Supérieur, Paris, France 2017.
16. Horacio Ortiz, " Valeur financière et vérité Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse", Editions Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Paris, France, 2014.
17. Jean Baptiste Tournier et Jean claude Tournier, Evaluation d'entreprise – Que vaut une entreprise?, 4^e edition, Edition d'organisation, Paris, France, 2007.
18. Jean-Etienne Palard et Franck Imbert, Guide pratique D'évaluation d'entreprise, Edition Eyrolles, Paris, France, 2013.
19. Jean-françois Regnard, lire un bilan c'est simple, Editions Chiron, Paris, Franca, 2001.
20. Jérôme Hubler, Statistique descriptive appliquée à la gestion et à l'économie, Editions Bréal, France, 2007.
21. Nicole Ferry-Maccario et autres, Gestion juridique de l'entreprise, Editions Pearson, France, 2006.
22. Patrice Vizzavona, évaluation des entreprises, Edition Atol, Paris, France, 1990.

23. Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, édition Dalloz, 6^{em} éd, Paris, France, 2005.
24. Robert OBERT et Marie- Pierre MAIRESSE, Comptabilité et audit, édition DUNOD, 4^o édition, Paris, France, 2012.
25. Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, 1^o édition, Edition Pearson, Paris, France, 2006.
26. Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Edition Pearson, Paris, France, 2013.
27. Thierry Meloux, Analyse 360° : Pratique de l'Analyse Financière des Entreprises, Editions Books on Demand, France, 2008.
28. Wolfgang Dick et Franck Missonier-Piera, comptabilité financière en IFRS, 2^{em}e édition, Pearson éducation, paris, 2010.

ثانيا- المجالات:

1- بالعربية:

1. عبد اللطيف مصيطفي و عبد الله عنيشل، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، العدد 03، 2017.

2- بالأجنبية:

1. William.I.Zartman, revue française de gestion, Lavoisier, volume30, numéro153, novembre/décembre, 2004.
2. Jean-Jacques Pluchart, Latifa Barbara, Vers une approche constructionniste du processus d'évaluation de l'entreprise, revue *Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión*, n°100, p. 49 à 70, <http://www.cairn.info/revue-recherches-en-sciences-de-gestion-2014-1-p52>
3. Safwan Mchawrab et autre, Les dessous de l'évaluation des entreprises high tech, revue finance contrôle stratégie, numéro 18-2, 2015. <https://fcs.revues.org/1641>
4. Gérard Hirigoyen, Revue française de gestion, N° 242, Valeur et évaluation des entreprises familiales, Paris, 2014.

- <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-119.ht>
5. Pierre Astolfi et autre, Revue française de gestion, Méthode des multiples Contribution à l'évaluation des entreprises, N° 242, Paris, 2014.
- <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-83.htm>
6. Yosra Bejar, revue Comptabilité - Contrôle - Audit, Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs : une étude exploratoire par la méthode Delphi, 2009, Paris.
- <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrôle-audit-2009-2-page-165.htm>
7. Jean-François Pansard et Pierre Péau, Convergence Revue de la CCEF, Les 10 erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise, N° 06, Novembre, Paris, 2012.

ثالثا- المداخلات:

1. نسيلي خديجة، مداخلة "أهمية متطلبات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد في الجزائر"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"، 29 و30 نوفمبر 2010، جامعة الجيلالي ليابس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

رابعا- القوانين:

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007.

خامسا- المواقع الالكترونية:

1. <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/value>
2. http://www.ibisonline.net/research_tools/glossary
3. http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_valeur_d_usage.html
4. <http://ebookborrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise.pdf>
5. https://www.isec-aix.fr/wp-content/uploads/2012/.../ISEC_-_22-11-11_TRIPONEL.pd

6. www.uhpc.be/.../20100520_-_L_evaluation_des_societes_en_pratique_-_J.Marko.pdf
7. www.entrepriseevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf
8. <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d-evaluation>
9. [Http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilite-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html](http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilite-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html)
10. <http://www.seineetmarne.cci.fr/sites/default/files/ressources/creation-reprise-transmission/comment-evaluer-une-entreprise.pdf>
11. www.3ds.com/Financial/Business
12. https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3.../guide_eval_entreprises.pdf
8. <https://www.journaledunet.com/business/dictionnaire-economique-et-financier/1199135-brevet-definition-traduction/>

قائمة المحتوى

01	تمهيد
02	مقدمة عامة
03	المحاضرة الأولى: مدخل للقيمة و تقييم المؤسسة
11	المحاضرة الثانية: حالات و مناهج تقييم المؤسسة
13	المحاضرة الثالثة: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة
17	المحاضرة الرابعة: مراحل تقييم المؤسسة
25	المحاضرة الخامسة: التشخيص الداخلي و الخارجي للمؤسسة
35	المحاضرة السادسة: تشخيص الفعالية
43	المحاضرة السابعة: تطبيق منهج المردودية في تقييم المؤسسة
49	المحاضرة الثامنة: تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسة
65	المحاضرة التاسعة: تطبيق منهج السوق في تقييم المؤسسة
79	المحاضرة العشرة: أهمية النظام المحاسبي المالي في تقييم المؤسسة
85	المحاضرة الحادية عشر: صعوبات تقييم المؤسسة في الجزائر
93	خاتمة
94	قائمة المراجع
99	الفهرس