الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم مالية ومحاسبة

محاضرات في مادة تقييم المؤسسات

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر علوم مالية ومحاسبة تخصص محاسبة ومالية

من اعداد: د.علية عبد الباسط عبد الصمد

استاذ محاضر – أ - بمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة

الموسم الجامعية 2025/2024

فهرس المحتويات	الصفحة
المحور الأول الإطار المفاهيمي لتقييم المؤسسات	
نظرية تقييم المؤسسة	**02**
مبادئ نظرية تقييم المؤسسة	**03**
دوافع تقييم المؤسسات	**05**
المجموعات المصنفة لأغراض تقييم المؤسسات	**07**
المحور الثاني التشخيص الإستراتيجي	
مفهوم التشخيص	**11**
هداف التشخيص في إطار عملية التقييم	**11**
أنواع التشخيص	**12**
التشخيص المالي للوضعية المالية للمؤسسة في إطار عملية التقييم	**13**
المحور الثالث التشخيص المالي	
مفهوم التشخيص المالي	**19**
أهمية التشخيص المالي	**20**
أهداف التشخيص المالي	**21**
خطوات التشخيص المالي	**22**
طرق التشخيص المالي	**22**
المقومات الأساسية للتشخيص المالي	**25**
المحور الرابع طرق التقييم وفق منظور الذمة المالية	
طريقة الاصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)	**28**
طريقة القيمة الجوهرية (VSB)	**40**
الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال	**41**
المحور الخامس طريقة المرتكزة على فارق الحيازة	
طريقة المرتكزة على فارق الحيازة (Good Will)	**44**
المحور السادس مقاربة تدفقات الخزينة	
مقاربة تدفقات الخزينة (Approches par flux de trésorerie)	**48**
المحور السابع التقييم عن طريق قسائم الأرباح	
رسملة الأرباح	**54**
التقييم عن طريق نسبة السعر إلى الربح	**57**
التقييم عن طريق قسائم الأرباح	**58**
المحور الثامن طريقة المقارنة	
التقييم وفق طرق المقارنة	**65**
طرق المضاعف الرئيسية	**66**

المضاعفات الأخرى	73
المحور التاسع طرق التقييم الحديثة	
التقييم من منظور نظرية الخيارات	79
المحور العاشر التقييم من منظور خلق القيمة	84
تمارين ومسائل	96
قائمة المراجع	126

تمهيد:

تعتبر مادة تقييم المؤسسات أحد أبرز المقاييس المهمة بالنسبة لطلبة علوم المالية والمحاسبة لما لها من أهمية بالغة في الحياة العلمية والعملية للطالب أثناء وبعد تخرجه كونها تتضمن استراتيجية وهدفًا واضحًا لتحليل أداء المؤسسة في مختلف المجالات، مثل الإدارة، الأفراد، الماليين، والإنتاج، والخدمات، وتحديد القدرات والضعف والفرص والتهديدات. تعتمد طريقة التقييم على جمع البيانات النوعية والكمية، وتوظيف مؤشرات قياس الأداء ومعايير الجودة، بما في ذلك ما يسمح بصياغة مدروسة لتحسين القدرة على تحديد الهوية الوطنية، كما أنها مهمة التقييم كأداة للرقابة والمساءلة، وتسهم في الضعف والقوة في الأعمال. تختلف منهجيات التقييم تبعاً لطبيعة المؤسسة وأهدافها، كأنواع السيرة الذاتية والموضوعية، والتقييم الداخلي للأرضيات. في ظل التطور السريع في سلوك الأعمال، أصبحت لا تزال مستمرة والتكيف التكيفي.

ومن خلال هذه المطبوعة سنحاول

ونظرا لأهمية مادة تقييم المؤسسات كأداة تحليلية من جهة وكمقرر دراسي من جهة أخرى، جاءت هذه المطبوعة تحت عنوان محاضرات في تقييم المؤسسات الموجهة لطلبة السنة الثانية ماستر علوم مالية ومحاسبة تخصص محاسبة ومالية لمحاولة تغطية معظم المقرر الدراسي المعتمد من طرف وزارة التعليم والبحث العلمي، حيث تفرعت هذه المطبوعة إستنادا إلى ذلك ضمن عشرة محاور هي:

- الإطار المفاهيمي لتقييم المؤسسات؛
- التشخيص الإستراتيجي؛
- التشخيص المالي؛
- طرق التقييم وفق منظور الذمة المالية؛
- طريقة المرتكزة على فارق الحيازة؛
- مقاربة تدفقات الخزينة؛
- التقييم عن طريق قسائم الأرباح؛
- طريقة المقارنة؛
- طرق التقييم الحديثة؛
- التقييم من منظور خلق القيمة.

المحور الأول

الإطار المفاهيمي

لتقييم المؤسسات

1- نظرية تقييم المؤسسة: ساهمت النظرية المالية في ظهور نظرية خاصة بقيمة المؤسسة، حيث تعد هذه النظرية من بين أهم النظريات المدروسة في النظرية المالية، نتيجة ارتباطها الكبير بمختلف النظريات الأخرى، إذ لا تكاد تخلو النظرية المالية من إدخال مفهوم قيمة المؤسسة، بل نجد أكبر من ذلك، حيث أن الهدف الذي تقوم عليه النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، سواء كان الهدف تعظيم القيمة لفائدة المساهمين (تعظيم ثروة الملاك أو هدف معاصر متمثل في تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة.

تدرس نظرية الهيكل المالي انطلاقا من تفاعلها مع نظرية القيمة من خلال دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة والحال كذلك بالنسبة لتوزيع الأرباح، كما نجد أن كفاءة السوق المالي، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، نظرية عدم تماثل المعلومات... الخ، هي الأخرى مرتبطة بالقيمة من خلال معرفة مدى تأثيرها عليها أو إسهامها في نظريات أخرى تعتبر القيمة أساسًا لها.

وعمومًا فهناك ارتباط بين مختلف النظريات المالية ونظرية قيمة المؤسسة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وقد يقل أو يزيد حجم الارتباط بين نظرية وأخرى إلا أنّ الثابت هو أنّ نظرية قيمة المؤسسة تمثل محور النظرية المالية الحديثة.

قد تظهر أهمية تحديد قيمة المؤسسة، مما تحاول نظرية قيمة المؤسسة الخوض فيه (تغطيته) هو البحث عن أدوات قياس القيمة دراسة تأثير مختلف القرارات المالية (خاصة منها الاستثمارية، الهيكل المالي، وتوزيع الأرباح)، وانعكاس بعض الأحداث التي تجيب عنها بعض النظريات كنظرية الهيكل المالي على مستوى القيمة (انخفاض، ارتفاع، حياد) وأخيرًا أدوات قياس تلك القيمة (طرق التقييم) (أشواق و بن قدور، 2013)، هذه الأخيرة التي كان فيها الأصل محاسبيًا ، إلا أنه مع تطور النظرية المالية أصبحت لديها أدوات خاصة بها، فمختلف أدوات قياس القيمة تقيم المؤسسة، ومن ثم مكوناتها كانت محل نظرية نحاول دراستها تدعى "بنظرية تقييم المؤسسة"، إذ تقع هذه النظرية بين النظرية المحاسبية والنظرية المالية، إلا أنها مع تطورها تميل أكثر إلى هذه الأخيرة، ولعل أهم فاصل بين النظريتين في هذا المجال يكمن في أن الطرق المعتمدة على منظور الذمة

المالية وحتى المرتكزة على العائد تجد أصولها في الفكر المحاسبي، بينما الطرق المعتمدة على مقاربة العائد (التدفقات) وبعض الطرق الحديثة كالخيارات الحديثة فنجد أصولها وتطورها في النظرية المالية.

ويعد تحديد قيمة المؤسسة عمل جد معقد، فهو عبارة عن حلقة متكونة من سلسلة طويلة، تؤدي من التشخيص إلى محضر الإنفاق النهائي، وذلك بعد المرور بعدة مراحل تقنية أو المميزات الخاصة بكل مؤسسة، والتي تقوم على الاعتبارات التالية: القطاع الوظيفي السوق القيود القانونية والجبائية، ضف إلى ذلك البسيكولوجية، والإنسانية الحاضرة طوال فترة الدراسة، والتي تأخذ مكانة مميزة في نهاية السلسلة، والتقييم، ما هو إلا أحد عناصر هذه السلسلة والكل يعرف أن المفاوضة بإمكانها تغيير أرقام القائمين بالتقييم.

2- **مبادئ نظرية تقييم المؤسسة:** تقوم نظرية تقييم المؤسسة على مجموعة مبادئ ذات أصول اقتصادية تؤثر على تقدير القيمة، تتمثل فيما يلي (عبد الكريم و خيري، 2019):

أ- **مبدأ وجود بدائل:** يقضي هذا المبدأ أنه عند الإقدام على نقل الملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة ولا يعني هذا المبدأ أن كل من البدائل مرغوب بدرجة متساوية، ولكنه يعني ببساطة أن البائع مجبرًا على البيع لمشتري معين وأن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع بعينه، فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آليات السوق سوف تتشوه، ولن يكون بالإمكان تحقيق القيمة السوقية العادلة.

ب- **مبدأ الاستبدال:** يقضي هذا المبدأ بأن المشتري الرشيد لا يدفع في أصل معين ما يزيد عن تكلفة استبداله بآخر له نفس الوظائف، فعلى سبيل المثال لتوضيح هذا المبدأ، فإن قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة، يفترض أن المشتري الرشيد لا يدفع مقابلها أكثر مما يمكن أن يدفعه مقابل أجهزة ومعدات جديدة تؤدي نفس الوظائف، ذلك لأنه على الأقل يوجد معامل القدم الذي ينبغي أن يطبق على الأصول المستعملة. ولكن تطبيق هذا المبدأ على المؤسسة ككل يواجه صعوبة كبيرة، ذلك أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة بأخرى أمر بالغ التعقيد،

ينتج أساسًا على تمييز بعض أصول المؤسسات عن بعضها البعض، مما يصعب إيجاد الأصول في سوق تتميز بنفس الخصائص، كبعض المجمعات الصناعية المركبة التي تختص في مؤسسة دون أخرى) من حيث القدرة الإنتاجية الجوانب التقنية الأخرى.... الخ)، الأمر الذي ينتج صعوبة في إعادة تكوين التكاليف الواجب إنفاقها للحصول على الأصل محل التقييم، ونجد أن مدخل التكلفة إلى تقدير القيمة، القيمة الجديدة، وقيمة الاستعمال (أحد مقومات الذمة المالية) يقوم على مبدأ الاستبدال.

ت- **مبدأ الإحلال:** يعد مبدأ الإحلال مفهوما هاما للغاية بالنسبة للتقييم، فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية، فعلى سبيل المثال، إذا كانت هناك مجموعة من المشترين تدرس إمكانية شراء مؤسسة ما فباعتبارهم مستثمرين فطينين فإنهم لم يكتفوا بدراسة المؤسسة المستهدفة فقط بل أيضا السعر المدفوع في مؤسسة مماثلة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة متساوية).

ويتضح من الوهلة الأولى أن هذا المبدأ لا يختلف عن المبدأ السابق وذلك لاستعمالها السوق كمرجع في التقييم، ويكمن الفرق بينهما في أن المبدأ فإنه يعتمد على السوق في معرفة القيمة أو السعر المدفوع في أصول أو مؤسسات لها نفس الخصائص، ويمثل هذا المبدأ الأساس النظري لمدخل السوق في تقدير القيمة (قيمة السوق) (أحد مقومات الذمة المالية).

ث- **مبدأ المنافع المستقبلية:** يقضي هذا المبدأ الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية الاندماج والاستحواذ بأن قيم الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاكه أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة المؤسسة تتحدد عن طريق القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الصافية المستقبلية المتأتية من تملك المؤسسة، ومن الناحية النظرية وفق هذا المبدأ، لا يكون لما حققته المؤسسة في الماضي أي علاقة بالقيمة إلا أنه من الناحية العملية فإنّه لا يمكن

إعفاء الأداء السابق الذي يكون عادة مؤشرًا جيدًا للأداء في المستقبل (الماضي امتداد للمستقبل ما لم تكن هناك أحداث خارجية غير عادية قد شوهت الأحداث الماضية (بكاري و بلخير، 2010).

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمر معقد جدا، ويتطلب عمل افتراضات (سيناريوهات) عديدة بشأن التنبؤ بمستقبل المؤسسة، ومع ذلك فإن القيمة الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون أفضل مقاييس للقيمة خاصة بالنسبة للمستثمرين (عملية استثمار). ويشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مدخل الدخل إلى تقدير القيمة (التدفق النقدي، المردودية والعائد أو مقاربة التدفقات).

3- دوافع تقييم المؤسسات

هناك حالات عديدة يكون فيها من الضروري تقييم المؤسسات وخصوصية كل حالة تؤدي إلى وجهات نظر مختلفة حول الطرق المستخدمة في التقييم، وسنعرض فيما يلي إلى أهم دوافع تقييم المؤسسات (مرشدي و كمال ، 2022):

أ- **دوافع تقييم المؤسسات مهمة:**

- **القيام بعمليات الاستثمار:** تعتبر هذه العملية هي الحالة الكلاسيكية للقيام بعملية التقييم، ويبحث المستثمر عن الاستثمار طويل الأجل في المؤسسة التي تشتري أغلبية أو نسبة من رأس المال، وهذا يتطلب أساليب تقييم شاملة.

- **التصفية:** قد تكون المؤسسات مضطرة إلى عملية التصفية في حالة ما إذا واجهت صعوبات مالية كبيرة مما يخضعها لعملية التقييم (بريكة ، السعيد، مسعي ، و سمير).

- **حالة الورثة** عند انتقال الملكية للورثة من خلال إيجاد حصص للورثة في المؤسسة، أو عند الهبة من طرف الأب المؤسسة لأبنائه في الشركة من خلال الوقوف على الحصص.

ب- **دوافع أخرى للتقييم:** تعد عملية التقييم وسيلة وليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف

على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة، يمكن إظهارها كما يلي (بن حمو و عصمت محمد، 2016):

- الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة؛

- التنازل عن شهرة المحل؛

- مراقبة مؤسسة عن طريق امتلاك جزء من أسهمها في رأس مالها الاجتماعي، مما يتيح مراقبتها والمشاركة في

شؤون تسييرها ويتم ذلك عن طريق امتلاك مساهمة ذات أغلبية؛

- إعادة هيكلة المؤسسة لغرض التكاليف؛

إعادة تقييم الميزانية للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف الداخلية (المسيرين الملاك) والخارجية للمؤسسة (البنوك، إدارة الضرائب...)؛

- تصفية المؤسسة عند إفلاسها لغرض الوقوف على قيمة أصولها، وتسديد مستحقات الدائنين؛

- الرفع من رأسمال المؤسسة لأجل تحديد سعر إصدار جديد، وذلك لكي لا يتم غبن الملاك القدماء أو الجدد فيتم نقل الثروة من طرف آخر. ففي حالات متكررة نجد أن قيمة الأسهم في تاريخ سابق قد تم تقييمها وفق التكلفة التاريخية، إذ تكون أقل من التكلفة الحقيقية، وما دام أن القيمة الحقيقية ستختلف عنها يفترض أن يتم التقييم لتحديد السعر الذي ينبغي أن يدفع من طرف المساهمين الجدد؛

- التقييم الجبائي؛

- إقامة الشراكة بين المؤسسات المختلفة، عندما يتم إنشاء مؤسسات تشتغل في مشاريع مشتركة بين أكثر من مؤسسة، ويظهر شكل التقييم عند تقييم أصول قائمة من طرف مؤسسة على الأقل، إذ يساعد في معرفة حصة كل شريك ؛

وعلى العموم فإنّ الدوافع الرئيسية لتقييم المؤسسات يمكن إيجازها فيما يلي (بن ثابت و علال ، 2014):

- خوصصة المؤسسات؛
- تحويل المؤسسات؛
- عمليات الشراكة؛
- تصفية المؤسسات؛
- شراء وبيع السندات في إطار تسيير المحفظة؛
- الرفع من رأس مال المؤسسة؛
- الاندماج والاستحواذ بين الشركات؛
- التخلي عن نشاط المؤسسة.

4- المجموعات المصنفة لأغراض تقييم المؤسسات:

لقد تطور مفهوم قيمة المؤسسة وعملية التقييم بشكل كبير ليصبح مقترنا بعملية التسيير، حيث نجد أن مسيري المؤسسات يقومون بتقييم ذاتي لمؤسساتهم قصد التوجيه واتخاذ قراراتهم التشغيلية والإستراتجية بما فيها القرارات المالية، ويمكن تصنيف دوافع التقييم إلى ثلاث مجموعات (رابحي، رانية كوثر، ابراهيم، و بومزايد، 2018):

المجموعة الأولى- التقييم لأغراض التفاوض: يقتضي ذلك العمليات التي يكون فيها طرفان على الأقل، ومن بين ما يميز هذا النوع من العمليات هو الظرفية (يحدث مرة أو مرات قليلة في حياة المؤسسة، كما تعتبر عملياته مكلفة نسبيًا بالمقارنة مع المجموعة الثانية، يأتي هذا التقييم لغرض إتمام الصفقة ففي حالة مؤسسة قررت التنازل عن المؤسسة أو جزء من أصولها سيكون هذا النوع من التقييم بعد هذا القرار من وجهة نظر المؤسسة) لغرض حساب قيمة المؤسسة لمعرفة الحد الأدنى الواجب التنازل به وعرضه

للمشترين المحتملين، حيث يقيمون هم أيضا المؤسسة، وإذا ما كان مجال القيمة متقارب يتم إبرام الصفقة، ويكون المقيم في هذا الإطار خارجي (خبير).

المجموعة الثانية- التقييم لغرض اتخاذ القرار:

أ- **من وجهة نظر المساهم** : تسيير المحفظة الاستثمارية وذلك بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة، يتميز بالدورية، يومي، أسبوعين سداسي ..... في العادة يكون بشكل يومي باعتبار تجدد تدفق المعلومات، كما يكون ذو كلفة أقل من السابق، ويقوم به عمومًا مقيم خارجي عن المستثمر (محلل مالي).

ب- **من وجهة نظر مسير المؤسسة (التقييم لأغراض التسيير):** إذ يستعمل التقييم في هذا المجال لغرض ترشيد قرارات المؤسسة التي تعتبر أهم فعل تسييري، ويمكن أن يصنف ذلك فيما يعرف في أدبيات التسيير بالتسيير بالقيمة إذ يصبح التقييم كأداة لتقويم القرارات واتخاذها من منظور يمكن للبديل تقديمها للمؤسسة المساهمة في رفع القيمة)، ويظهر ذلك جليًا بالنسبة للقرارات المالية والإستراتجية، بالأخص قرارات التوسع الخارجي. وما يميز هذا النوع من التقييم أنه دوري يسبق أي عملية اتخاذ قرار وتزداد دوريته إذا كان محل نظام (نظام التسيير بالقيمة) كما نجد أن المقيم يكون ضمن هيكل المؤسسة.وقد يلجأ أحيانًا إلى خبراء خارجيين ومكاتب الإشارة للمساعدة في نظام التسيير المرتبط بالقيمة، إذ بعد ذلك يكون التقييم مستمرًا حي يمثل آلية يتم على ضوئها تسيير المؤسسة، مما يستدعي وجود نظام للتقييم يتطلب مقيمين داخليين على رأسهم المدير المالي للمؤسسة.

ج- **التقييم لإغراض أخرى:** إذ يمكن أن يقوم بالتقييم أي طرف له علاقة بالمؤسسة رأى ضرورة في ذلك البنوك، الضرائب، الزبائن... الخ) للقيام بالإجراءات اتجاه المؤسسة.

وبناء على ما سبق فإن نظرية التقييم تقوم على مجموعة من المبادئ والتي تمثل قواعد تستند عليه طرق التقييم، على الخبير المقيم أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهما ومفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير، فعملية التقييم هي عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح، إذا ما كانت تعتمد على نظرية

واضحة وعملية التقييم هذه لها عدة دوافع تحيط بجميع عمليات تقييم المؤسسة (الأسهم والأصول) (رجم، نصيب ، و واخرون، 2018).

المحور الثاني

التشخيص الإستراتيجي

1- **مفهوم التشخيص:** يهدف التشخيص إلى كشف مواطن الضعف ومواطن القوة داخل المؤسسة الأولى وتقويم الثانية، واستغلال الثانية بشكل أفضل (بوالقرارة و زايد، 2017).

لتصحيح أما التشخيص المالي فيقصد به الموجود عند الممولين الخارجيين عن المؤسسة، وهو يرتبط في هذه الحالة بالتحاليل المنجزة على الأوراق انطلاقا من الوثائق المحاسبية من خلال رؤية هادفة مبنية على ضمانات قانونية ممكنة مع معايير مالية كلاسيكية مفروضة من طرف المحيط والقوانين والعلامة الضرورية لصحة مالية جيدة (وسيلة و بن سعد، 2016).

2- **أهداف التشخيص في إطار عملية التقييم:** يهدف التشخيص في مجال تقييم المؤسسات إلى الوقوف على النقاط التالية (قرية و معمر):

- تحليل العوامل الاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة والقطاع الذي تنتمي إليه؛

- معرفة نقاط القوة والضعف، خصوصًا التي ستؤثر على مستقبل المؤسسة وقدرتها على الاستثمار؛

- معرفة مقدرة المؤسسة في مدى تحكمها في تأرجح الفرص والعوائق التهديدات الناجمة عن محيطها للاستفادة منها في نمو وتحقيق الأرباح والوقوف على إمكانياتها في خلق التدفقات والعوائد المستقبلية التي تسمح بإعداد التنبؤات لاستعمالها في طرق التقييم الموافقة لذلك وعموما يحاول التشخيص في إطار عمليات التقييم تحليل الوضعية الحالية والمستقبلية للمؤسسة من خلال الوقوف على نقاط القوة والضعف الداخلية والفرص والتهديدات المتعلقة بالمحيط قصد تكوين وجمع معلومات ومعرفة الإمكانيات الحالية والمستقبلية لأخذها في حساب قيمة المؤسسة؛

تمتد عملية التشخيص أيضًا على ماضي المؤسسة، نظرًا لما يتضمنه من معلومات عن الخصائص والعادات المكتسبة من طرف المؤسسة عبر السنوات السابقة، والتي لا يمكن تغييرها بسهولة مما يتطلب فهمها فهما جيدًا وعميقًا من خلال ملاحظة وتشخيص الظروف التي تعرضت لها المؤسسة في السابق قصد معرفة تأثيرها ونتائجها، ومن بين تلك الظروف التي من الممكن أن تكون قد تعرضت لها نذكر ما يلي:

- تغيير الإدارة : متى تاريخ ذلك وما تأثرها على أداء المؤسسة

- ما هي أنواع المهن المتحكم فيها بشكل جيد؛
- ما هي الأزمات التي مرت بها ، وما تأثيرها على أداء المؤسسة؛
- ما هي معدلات النمو والنتائج المحققة
- ما هي الاستثمارات الأساسية (مردوديتها)؟؛
- ما مدى سرعة تطور التكنولوجيا، ومدى مواكبتها واستجابتها للتطور في القطاع ؟
- ما مدى سرعة وتطور سياستها التنافسية والتسويقية؟.

فهذه النقاط جديرة بأن تكون محل إطلاع واهتمام من طرف الخبير بالنظر لما تفيده في كشف نقاط القوة والضعف للمؤسسة، وبتالي يعطي لتشخيص ماضي المؤسسة صورة من خصائص وتقاليد المؤسسة المكتسبة، فكلما كانت النقاط الإيجابية أكثر من النقاط السلبية سيزيد ذلك من قيمتها أكثر.

3 أنواع التشخيص: يتكون التشخيص العام من التشخيص الوظيفي والتشخيص الإستراتيجي والمالي وكذلك تشخيص الهوية، وتتمثل في (عرابي و مداح الحجاج ، 2015):

- **التشخيص الوظيفي:** يقوم بفحص وظيفة أو عدة وظائف للمؤسسة (على سبيل المثال الوظيفة التقنية، الوظيفة التجارية ... الخ وهدفه إخراج واستخلاص الانحراف في الوظائف المختلفة، وأيضًا إخراج نقاط القوة ونقاط الضعف.

- **التشخيص الإستراتيجي:** يعمل على تحليل قدرات المؤسسة لمواجهة المؤسسة في البيئة الخارجية، ويسمح بتقييم أنشطة المؤسسة ووضعيتها، كما يسمح بإرساء إستراتجية مستقبلية للمؤسسة.

- **التشخيص المالي:** يحدد هذا الفحص تواجد أو غياب شيئين اثنين أساسيين وهما التوازن المالي والمردودية.

- **تشخيص الهوية:** يحاول هذا التحليل إبراز عناصر التسيير مثل نوع السلعة ، التنظيم للمعلومات، الاتصال، الثقافة.

بالنسبة لتشخيص الهوية والتشخيص الوظيفي، قد وقفنا على جانب منهما بشكل ضمني من خلال إستعراض مرحلة جمع الوثائق والمعلومات، واللذان لا يمكن فصلهما عن

التشخيص المالي والإستراتيجي، هذا الأخير الذي يطلق عليه أحيانا بالتشخيص الاقتصادي، والذي يهتم بالأسباب المؤدية إلى حسن أداء المؤسسة أو سوئه في مواجهة المنافسة التي تنعكس في مدى القدرة على تحقيق موراد مستقبلية، والتي تهم المسيرين، وكذا المستثمرين المحتملين للمؤسسة.

ونتيجة لما ذكرناه سابقا، يتضح أن جمع المعلومات وعملية التشخيص من المراحل الهامة ضمن مسار العمل (مراحل إعادة التقييم)، إذ لا يمكن لعملية التقييم أن تعرف نجاحًا ما لم يضع ويسطر الخبير مخطط العمل ويسير وفقه، باعتباره يمثل منهجية واضحة مبنية على تسلسل منطقي.

4- التشخيص المالي للوضعية المالية للمؤسسة في إطار عملية التقييم: إنّ عملية التشخيص المالي من أبرز المهام التي يتولاها المسيّر المالي في المؤسسة، حيث يساهم في اتخاذ القرارات الصائبة المنعكسة بالإيجاب على المؤسسة.

ويعرف التشخيص المالي في إطار عملية التقييم على أنه: " عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، وذلك من أجل استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية؛ أي أنه " عملية تحويل كم هائل من البيانات والأرقام المالية التاريخية المدونة في القوائم المالية إلى كم أقل من معلومات وأكثر فائدة لعملية اتخاذ القرارات".

1.4- مراحل التشخيص المالي: ونعني بها تلك الخطوات المتبعة في تحديد الوضعية المالية للمؤسسة، حيث تختلف هذه الخطوات من مؤسسة لأخرى، ومن خبير لآخر، وذلك حسب الهدف من عملية التشخيص، وبصفة عامة تتلخص الخطوات الرئيسية لمنهجية التشخيص في النقاط التالية:

- تحديد الهدف من التشخيص البيانات والقرارات المراد اتخاذها)؛
- الفترة الزمنية المعنية بالدراسة؛
- اختيار زمن المقارنة أو الطريقة المناسبة للتشخيص؛
- جمع المعلومات المالية والإضافية الخاصة بمحيط المؤسسة؛
- إجراء الحسابات اللازمة واستعمال النسب ووضع المؤشرات في الجداول؛
- تحليل ومقارنة النتائج بالمعايير المعتمدة؛

التشخيص الشامل وهو عبارة عن تحديد نقاط القوة ومواطن الضعف ووضع ملخص في حدود جودة المعلومات المتاحة ووضع التوصيات؛

- التقييم ورسم السياسات واتخاذ القرارات المناسبة.

2.4- أنواع التشخيص المالي أثناء تطبيق مراحله: يتخذ التشخيص المالي أثناء المراحل المذكورة سابقا وجهين أساسيين هما:

1.2.4- التشخيص المالي وفق المنظور الوظيفي: يعتبر التحليل الوظيفي طريقة من طرق التشخيص المالي تقوم على أساس تصنيف العمليات التي تقوم بها المؤسسة حسب الوظائف، وحسب هذا التحليل، فإن المؤسسة عبارة عن وحدة اقتصادية ومالية تضمن تحقيق وظائف التمويل الاستثمار والاستغلال.

وتعرف الميزانية الوظيفية بأنها " ميزانية تقوم على أساس إحصاء للموارد والاستخدامات في المؤسسة وفق مساهمتها في مختلف الدورات الاقتصادية، حيث تعتبر خزينة المؤسسة في لحظة ما عن صافي الموارد والاستخدامات المتراكمة، ويقصد بالدورات الاقتصادية بدورة الاستثمار، دورة التمويل، ودورة الاستغلال.

ويعيد التحليل الوظيفي بناء الميزانية المالية بإعادة ترتيب بنودها إلى كتل حسب مستوى ديمومتها، وعقد علاقة تواصلية بين الموارد الدائمة، والاستخدامات الدائمة حيث تقوم بإظهار ما يلي:

- كتلتين من الأصول الاستخدامات الثابتة (أعلى الميزانية) والاستخدامات المتداولة (أسفل الميزانية).

- كتلتين من الخصوم: الموارد الثابتة (أعلى الميزانية) والموارد المتداولة (أسفل الميزانية).

- الخزينة (موجبة أو سالبة): كنتيجة لمقارنة الكتل الأربعة الأخرى للميزانية.

وتأخذ الميزانية الشكل التالي:

الشكل رقم (01): قائمة الموارد والاستخدامات

الاستخدامات	المبالغ	الموارد	المبالغ

	الجمالية	الجمالية
الإستخدامات المستقرة Es **(الاصول غير المتداولة)** – **القيم الثابتة المعنوية** – **القيم الثابتة المادية** – **القيم الثابتة في كل إمتياز** – **القيم الثابتة الجاري إنجازها** – **القيم الثابتة المالية** – **ضرائب مؤجلة الأصول**	**الموارد الدائمة Rd** – رؤوس الأموال الخاصة. – الخصوم غير متداولة. – مخصصات الإهتلاك والمؤونات. – الديون المتوسطة والطويلة.	
إستخدامات الاستغلال Eex – **المخزومات والمنتجات قيد التنفيذ** – **حسابات الغير المدينة**	**موارد الاستغلال Rex** – الخصوم المتداولة – مستحقات المورد وملحقاته	
إستخدامات خارج الاستغلال Ehex – **العناصر الغير مرتبطة مباشرة بدون الاستغلال**	**موارد خارج الإستغلال Rhex** – العناصر غير المرتبطة مباشرة بدورة الاستغلال	
إستخدامات الخزينة ET – **الأصول المالية المتداولة بإستثناء القيم المنقولة للتوظيف**	**موارد الخزينة Rt** – المساهمات البنكية الجارية. – قروض الخزينة	
مجموع الاستخدامات بالقيم الاجمالية	**مجموع الموارد بالقيمة الإجمالية**	

2.2.4- التشخيص المالي بواسطة التوازنات المالية: يسمح التوازن المالي بقياس الملاءة والخطر المالي المتعلق بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث نجد أن هناك عدة مؤشرات يستند إليها المحلل المالي لإبراز مدى توازن المؤسسة من أهمها رأس المال العامل احتياجات رأس المال العامل، والخزينة الصافية، ويقوم هذا التحليل على البيانات المستخرجة من الميزانية المالية والميزانية الوظيفية.

* **الرأس المال العامل:** رأس المال العامل هو هامش السيولة الذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، فتحقق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش آمان يساعدها على مواجهة الصعوبات، وضمان استمرار توازن هيكلها المالي"، ويمكن فهم راس المال العامل وفقًا لمقاربتين:

الأولى: هي مقاربة للميزانية المالية والتي تقودنا إلى حساب رأس المال العامل الصافي؛

الثانية: هي مقاربة حديثة للميزانية الوظيفية، والتي تقودنا إلى حساب الرأس المال العامل الوظيفي.

* **الرأس المال العامل الصافي:** يمثل رأس المال العامل الصافي هامش أمان مستعمل من طرف المؤسسة لمواجهة حوادث دورة الاستغلال التي تمس السيولة انخفاض دورات المخزون تحت تأثير الوضع الاقتصادي الراهن غير ملائم، وذمم الزبائن غير قابلة للتحصيل.

ويتم حساب الرأس المال العامل الصافي انطلاقا من الميزانية المالية المحاسبية، حيث نجد عبارة عن الفرق بين الأصول الجارية ، أو هو عبارة عن الأموال الدائمة (الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية) المستخدمة في تمويل الأصول الثابتة الصافية.

رأسمال العامل الصافي "FRNG" = الأموال الدائمة – الأصول الثابتة الصافية (غير جارية)

رأسمال العامل الصافي "FRNG " = الأصول الجارية – الخصوم الجارية

وبصفة عامة هناك ثلاث حالات مختلفة لرأس المال العامل هي:

* **رأس المال العامل الصافي موجب** ؛ أي FRNG أكبر من 0 يشير إلى أن المؤسسة متوازنة ماليًا على المدى الطويل، وحسب هذا المؤشر فإنّ المؤسسة تتمكن من تمويل احتياجاتها الطويلة المدى باستخدام مواردها الطويلة المدى، وحققت فائض مالي يمكن استخدامه ي تمويل الاحتياجات المالية المتبقية، وهذا يشير إلى توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.

* **رأس المال العامل الصافي معدوم** ؛ أي FRNG يساوي 0؛ في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، أما الأصول المتداولة فتغطى عن طريق القروض القصيرة الأجل، فهذه الوضعية لا تتيح ضمان تمويلي في المستقبل، وتترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

* **رأس المال العامل الصافي سالب** ؛ أي FRNG أقل من 0؛ في هذه الحالة نجد أن المؤسسة تعجز عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة، وبالتالي فهي بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

المحور الثالث

التشخيص المالي

يعتبر التشخيص المالي أحد الاليات المستعملة في التسيير، فهو يساعد المؤسسة في التعرف على الاختلالات التى تعاني منها، ومن خلاله يتم التعرف على نقاط الضعف والقوة في المؤسسة.

1- مفهوم التشخيص المالي:

قبل التطرق لمفهوم التشخيص المالي نتطرق إلى موضوع التسيير المالي باختصار.

1.1 تعريف التسيير المالي :يعرف التسيير المالي على أنه ذلك المجال من علوم التسيير الذي يركز ويهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويستعمل في تحقيق ذلك العديد من الأدوات والطرق والأساليب والتقنيات الي تساعد المؤسسة ومختلف التنظيمات على الاندماج مع مكونات المحيط المالي (بعداش و الطاهر، 2021).

2.1 الخطوات العملية للتسيير المالي :لكي يحقق التسيير المالي أهدافه يقوم المسير المالي بانتهاج الخطوات التالية :

أ -**التشخيص المالي** :يقوم المسير المالي في هذه المرحلة بتحليل الحالة المالية للمؤسسة وذلك بالاستعانة بأدوات التحليل المالي من أجل الوصول إلى مؤشرات توجيهية تحكم هذه الوضعية، وذلك من أجل تحديد نقاط القوة والضعف للحالة المالية وإيجاد الحلول المناسبة لتفادي الوقوع في نقاط الضعف من جهة والمحافظة على نقاط القوة الي تعتبر المرآة العاكسة لنجاح أي مؤسسة.

ب-اتخاذ القرارات المالية :عندما يقوم المسير المالي بالحصول على المؤشرات التوجيهية المتعلقة بالوضعية المالية للمؤسسة كالمعايير الخاصة بالتوازن المالي والمردودية والنشاط الاستغلالي والنسب المالية وتطور السيولة، يمكن له أن يتخذ القرارات المالية سواء كانت متعلقة بالجانب الاستثماري أو الجانب التمويلي أو تلك القرارات المتعلقة بالجانب الاستغلالي للمؤسسة أو قرارات مالية متعلقة بتسيير المخاطر المالية.

ج-الرقابة المالية :من خلال الرقابة المالية يتم الوقوف على الأداء المالي للمؤسسة وذلك عن طريق مقارنة ما تم التوصل إليه من نتائج فعلية مع الأهداف المسطرة وفق عملية

التخطيط المالي، وذلك من أجل تحديد الاختلالات ووضع الإجراءات التصحيحية الضرورية عن طريق قرارات مالية جديدة.

وبالتالي فالتشخيص المالي هو عبارة عن عملية سابقة للتسيير المالي ومتضمنة فيها فقبل اتخاذ القرارات المالية تمر عملية التسيير بتحليل الوضعية المالية من اجل اكتشاف نقاط الضعف ونقاط القوة) بعداش &الطاهر.(2021 ,

3.1 تعريف التشخيص المالي :يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية وذلك من أجل استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية) .عبد الستار ,حميدي ,عمر ,عطية , الحسين & ,نعروره (2021 ,

ويعرف أيضا بأنه عملية تحويل الكم الهائل من البيانات والأرقام المالية التاريخية المدونة في القوائم المالية إلى كم أقل من المعلومات وأكثر فائدة لعملية اتخاذ القرارات.

فعملية التشخيص المالي من أبرز المهام التى يتولاها المسير المالي في المؤسسة حيث يساهم في اتخاذ القرارات الصائبة والتى تنعكس بالايجاب على المؤسسة.

2. أهمية التشخيص المالي:

تكمن أهمية التشخيص المالي في تقييم الأداء وتهيئة المناخ الملائم لترشيد القرارات المالية، فهو يعتبر أداة مهمة للتنبؤ بالفشل أو العسر المالي لذلك فهو منهج لتعزيز القدرة التنبؤية، بحيث تتجلى أهمية التشخيص المالي أكثر في النتائج المتوصل إليها من خلال تطبيق هذه التقنية، ويمكن إبراز هذه الأهمية في النقاط التالية (دحامنة، اسلام، دقدق ، و عبد الباسط، 2022):

- تحديد مدى تحقيق المؤسسة للتوازنات المالية المطلوبة.
- تحديد المركز المالي ودرجة الاستقلالية للمؤسسة بالنسبة لغير الممولين.
- تحديد مدى تطور أو تحسن الوضعية المالية ومدى إمكانية تسديد الديون.
- تحديد نسبة الكفاءة في استعمال الموارد المالية للمؤسسة اعتمادا على مفهوم المردودية.

- تحديد مستوى المؤسسة مقارنة مع المؤسسات من نفس القطاع والحجم في الاقتصاد ضمن البيئة الي تعمل فيها.
- استعمال مختلف النتائج للدراسات المستقبلية لتحديد سياسة مالية جديدة أو لتغيير اتجاه المؤسسة.
- اتخاذ القرارات في مجال تخطيط الاستثمارات.
- إمكانية السماح بالافتراض مجددا أو الانطلاق من هامش الاقتراض المتوفر.

3.أهداف التشخيص المالي:

يهدف التشخيص المالي في إطار عملية مرتبة وممنهجة إلى (شاكر محمد، عبد الناصر ، و إسماعيل ، 2008):

- تشخيص دقيق لممتلكات المؤسسة انطلاقا من الميزانية ومدى فعالية التسيير عبر جدول حسابات النتائج.
- فهم السلوك الاقتصادي والمالي للمؤسسة ومحاولة توقع مدى نمو الهياكل المالية عبر الزمن.
- تقييم الموقف الاستراتيجي للمؤسسة من خلال تحديده لنقاط القوة والضعف في بيئة المؤسسة الداخلية وتقييمه للفرص والتهديدات في البيئة الخارجية للمؤسسة.
- يساعد إدارة المؤسسة على رسم أهدافها وسياساتها التشغيلية ومنه يضمن لها الدقة في إعداد الخطط السنوية اللازمة.
- يساعد المسير المالي على تحديد المشاكل التقنية الاقتصادية والمالية والمساعدة في تقييم البيانات الخاصة بمعالجتها.
- يساعد في توقع مستقبل المؤسسات من حيث تحديد مؤشرات نتائج الأعمال المتعلقة بها ومنه معرفة الإجراءات المناسبة لتفادي إفلاسها وتجنيب المساهمين الخسائر المحتملة.
- يوفر مؤشرات كمية ونوعية تساعد المخطط المالي والمخطط الاقتصادي في رسم الأهداف المالية والاقتصادية والاجتماعية على مستوى المؤسسة وعلى المستوى

الوطني ومنه نلاحظ أن التشخيص المالي يعتبر من الدعائم الرئيسية للمسيرين الماليين داخل المؤسسة للقيام بمختلف الإجراءات في المجال المالي ويعتبر كقاعدة ضرورية على أساسها يتم اتخاذ قرارات العديد من المتعاملين مع المؤسسة خصوصا من تهمهم وضعية المؤسسة.

4. خطوات التشخيص المالي:

تعني خطوات التشخيص المالي تلك المراحل العملية المتبعة في عملية التشخيص حيث تختلف هذه الخطوات من مؤسسة لأخرى ومن محلل لآخر وذلك حسب الهدف من عملية التشخيص، وبصفة عامة تتلخص الخطوات الرئيسية لمنهجية التشخيص في النقاط التالية (عبد الستار ، حميدي، عمر، عطية، الحسين ، و نعروره، 2021):

- تحديد الهدف من التشخيص(السياسة والقرارات المراد اتخاذها.)
- الفترة الزمنية المعينة بالدراسة.
- اختيار زمن المقاربة أو الطريقة المناسبة للتشخيص.
- جمع المعلومات المالية والإضافية الخاصة بمحيط المؤسسة.
- إجراء الحسابات اللازمة واستعمال النسب ووضع المؤشرات في الجداول.
- التحليل ومقارنة النتائج بالمعايير المعتمدة.
- التشخيص الشامل وهو عبارة عن تحديد نقاط القوة ومواطن الضعف ووضع ملخص في حدود جودة المعلومات المتاحة ووضع التوصيات.
- القيام برسم السياسات واتخاذ القرارات المناسبة.

5. طرق التشخيص المالي:

يستخدم التشخيص المالي مجموعة من الطرق والي تستعمل لتحليل البيئة المالية الداخلية للمؤسسة، ونلخص هذه الطرق فيما يلي (أحمد، 2011) :

1.5 التشخيص التطوري :يقوم التشخيص التطوري على دراسة الوضعية المالية للمؤسسة لعدة دورات مالية متتالية حيث يتم تحليل الوضعيات المالية السابقة وذلك من أجل تشخيص الوضع الحالي وتقدير الوضعية المالية المستقبلية، ومن أجل إجراء هذه الدراسة

يجب على المؤسسة أن تمتلك نظام معلومات محاسبي ومالي متطور وفعال من أجل أن يتمكن المحلل المالي من رسم التطور المستقبلي للوضعية المالية ويرتكز التشخيص المالي التطوري على العناصر التالية:

أ –**تطور النشاط** :ويعني ذلك متابعة التغيرات في النشاط عبر الزمن ويكون اعتمادا على التغير في رقم الأعمال أو القيمة أو النتائج المحاسبية...الخ ومنه الحكم على نمو النشاط فيما إذا كان يتطابق مع أهداف المؤسسة ومعطيات السوق، واستنادا إلى حالات النمو هل هو مرتفع أو مستقر أم منخفض، ويمكن للمشخص المالي تتبع التطور في هيكل التكاليف والذي من المفترض أن يتناسب طردا مع تطور النشاط.

ب –**تطور أصول المؤسسة** :الأصول هي مجموعة الإمكانيات المادية والمعنوية والمالية المستخدمة في ممارسة النشاط وتطورها يبين مستوى النمو الداخلي والخارجي للمؤسسة ويعتبر مؤشرا عن الوجهة الإستراتيجية للمؤسسة إن كانت تتجه نحو النمو أو البقاء أو الانسحاب من السوق.

ج –**تطور هيكل دورة الاستغلال** :يتكون هذا الهيكل من العملاء والموردين والمخزونات وهي الي تشكل الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال ولابد من مراقبة تطورها عبر الزمن ومقارنة نموها بنمو النشاط وذلك من أجل الحكم على مستوى الاحتياجات المالية.

هـ –**تطور الهيكل المالي** :يتكون الهيكل المالي من مصادر تمويل المؤسسة والمتمثلة في الأموال الخاصة ا ولديون، حيث يمكن مراقبة مستويات الاستدانة والتمويل الذاتي ومساهمة الشركاء وتحديد قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها وقدرتها على السداد ومدى استقلاليتها المالية وتأثير الاستدانة على المردودية.

و –**تطور المردودية** :يستند الهدف الاقتصادي لكل مؤسسة على المردودية لأنها تعتبر ضمانة للبقاء والنمو والاستمرارية، وعليه فإن مراقبة تطور معدلات المردودية يعتبر قاعدة أساسية للتشخيص المالي التطوري وذلك بواسطة نسب المردودية وآلية أثر الرافعة المالية.

2.5 التشخيص المالي المقارن :يعتمد هذا التشخيص على مقارنة الوضعية المالية للمؤسسة مع مؤسسات مماثلة في النشاط وفي معظم وأغلب الأحيان المؤسسات المنافسة

أو الرائدة في نفس القطاع ، ويكون ذلك باستعمال مجموعة من الأرصدة والأدوات والمؤشرات المالية ويهدف المشخص المالي من خلال التشخيص المقارن إلى مراقبة الأداء المالي للمؤسسة بناءا على التغير في المحيط، خصوصا في حالات المحيط غير المستقر.

3.5 التشخيص المالي المعياري :وهو امتداد للتشخيص المقارن ويختلف عنه في اعتماده على معدلات معيارية يتم اختيارها بناءا على دراسات شاملة ومستمرة لقطاع معين من قبل مكاتب دراسات متخصصة أو من قبل الخبراء والمحللين العاملين في البورصات، ويعتمد هذا التشخيص على مجموعة من المعايير الي اعتمدت من قبل مجموعة من المؤسسات وذلك في نشاطات مختلفة ومن أمثلتها:

- معدل الهيكل المالي(الديون/الأصول الخاصة)للمؤسسات البنكية المقدر ب. % 8
- نسبة رقم الأعمال إلى المتر المربع بالنسبة إلى كبريات الأسواق والمعارض.
- الديون متوسطة وطويلة الأجل لابد أن لا تتعدى ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي.

4.5 أدوات التشخيص المالي:

يسعى المشخص المالي إلى تحديد ومعرفة نقاط القوة والضعف للجوانب المالية للمؤسسة وذلك من أجل تحسين الوضع في المستقبل وضمان استمرار التسيير الفعال، ويكون ذلك باستخدام العديد من الأدوات المتكاملة فيما بينها وهي (محمد سيد درويش، 2010):

- **تحليل الهيكل المالي** :الهدف منه ضمان تمويل الاحتياجات دون التأثير على التوازن المالي والمردودية والملائمة المالية، وهذا بالاعتماد على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق أو على المنظور الوظيفي بالفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل.
- **تقييم المردودية** :هي وسيلة تمكن من مقارنة النتائج المحققة مع الوسائل الي ساهمت في تحقيقها، وهو المؤشر الأكثر موضوعية في تقييم الأداء ويمكن من خلاله اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار وغيرها.

- **تحليل التدفقات المالية** :يمثل التحليل الأكثر تطورا ويمكن من تحليل التوازن المالي والوقوف على أسباب العجز أو الفائض في الخزينة وتحديد الدورة المسئولة عن هذا العجز، كما يحتوي هذا التحليل مجموعة من المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي والي تساعد في اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتقييم الإستراتيجية المالية المعتمدة.

- **تقييم النشاط والنتائج** :يهتم بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية وذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير، وهي عبارة عن أرصدة تبين مختلف مراحل النتيجة وأسباب تحققها مما يمكن من اتخاذ القرارات المناسبة.

6.5 المقومات الأساسية للتشخيص المالي:

يعتمد نجاح تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة على مجموعة من المقومات والي يمكن حصرها في النقاط التالية:

-أن يسلك المشخص المالي في عملية التحليل منهجا علميا يتناسب مع أهداف عملية التحليل، ولابد أن يعتمد على استخدام أساليب وأدوات تجمع هي الأخرى بقدر متوازن بين الموضوعية والملائمة للأهداف الي تسعى إليها من جراء عملية تشخيص حالة المؤسسة، ومن أجل أن يحقق القائم على عملية التشخيص المتطلبات والأهداف المنشودة من هذه العملية لابد له أن يراعي العناصر التالية:

-أن تكون لديه خلفية كافية عن المؤسسة ونشاطها والمحيط الذي تنتمي إليه بنوعيه الداخلي والخارجي وما يتضمنه هذا الأخير من تأثيرات اقتصادية واجتماعية وسياسية.

-أن يبرز الفروض الي يبنى عليها عملية التشخيص وأيضا المتغيرات الكمية والنوعية والي ترتبط بالمشكلة محل الدراسة.

-أن لا يقف المشخص عند مجرد كشف عوامل القوة ومواطن الضعف في نشاط المؤسسة بل أن يركز على أسبابها واستقراء اتجاهاتها.

-أن يتسم المشخص نفسه بالموضوعية وذلك بالتركيز على فهم دوره والمتمثل في كشف الحقائق كما هي قبل أن يقوم بتفسيرها بشكل مجرد بعيد عن التحيز الشخصي، من أجل

أن يقوم بعدها بتقديم تقريره وما يتضمن من مؤشرات وبدائل أو حلول تخدم متخذ القرار وذلك بمراعاة التوصية بما يراه البديل الأنسب.

-أن تتمتع مصادر المعلومات الي يستقي منها المشخص معلوماته بقدر معقول من المصداقية أو الموثوقية ولابد أن تتسم بنوع من الموازنة بين الموضوعية من جهة والملائمة من جهة أخرى.

7.5 نتائج التشخيص المالي:

بعد اجراء عملية التشخيص المالي وذلك من خلال الفحص الدقيق للمعلومات المالية للمؤسسة ومعالجتها باستخدام ادوات مختلفة تصل هذه العملية للنتائج التالية :

- تقييم الوضعية المالية ومدى استعداد المؤسسة للاستدانة وقدرتها على تسديد مستحقاتها في الآجال المحددة.
- تقييم الحالة المالية ومدى ضمان مصالح المساهمين والمشتركين.
- تقييم مكانة المؤسسة بين منافسيها ونصيبها من الأسهم في السوق المالية.
- تقييم النتائج المالية لتحسين مقدار الخزينة.
- تحديد الأخطار، الخطر المالي أو خطر الاستغلال.
- اتخاذ القرارات الإستراتيجية لمستقبل المؤسسة، قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، قرارات توزيع الأرباح...الخ.
- إعطاء حكم على التسيير المالي للفترة محل التشخيص.
- الحكم على مدى صلاحية السياسات المالية والإنتاجية والتنموية والتوزيعية للفترة محل التشخيص.
- التحقق من المركز المالي للمؤسسة والأخطار المالية التى قد تتعرض لها.
- تقديم أحكام على مدى تطبيق التوازنات المالية في المؤسسة وعلى المردودية فيها.
- القيام باتخاذ قرارات حول الاستثمار او التمويل او توزيع الارباح او تغيير راس المال.

- وضع النتائج المتوصل اليها كأساس للتقديرات المستقبلية من اجل وضع الميزانيات التقديرية للاستثمارات أو الخزينة، فالتشخيص المالي يكمل التسيير التقديري في المؤسسة.

المحور الرابع

طرق التقييم وفق منظور الذمة المالية

1. طريقة الاصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)

يجب العمل على اجراء تصحيح لمختلف عناصر الميزانية، أي نستعمل مفهوم الأصل الصافي المصحح Actif Net Comptable Corrigé "(ANCC) ، والهدف المراد الوصول إليه من خلال هذه الطريقة هو الوصول إلى معادلة الآتية (عبد الحسين دلول، 2017):

قيمة المؤسسة بطريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح = الأصول المصحح – الخصوم المستحقة المصححة.....(01)

تقييم عناصر الأصول بطريقة صافي المحاسبي المصحح

عملية التقييم بطريقة الأصل الصافي المصحح تتم من خلال أخذ نقطتين مهمتين في عملية التقييم عناصر الأصول وهما:

- عناصر الأصول داخل الاستغلال تقييم بقيمة الاستعمال.
- عناصر غير ضرورية لاستغلال (أو خارج الاستغلال) تقييم بواسطة قيمة السوق.

قبل الشروع في التقييم وفق طريقة "ANCC" هناك أعمال يجب الوقوف عليه من قبل الخبير المقيم ومنها:

– التأكد من الوجود الحقيقي لعناصر الذمة المالية تاريخ التقييم، فمن جهة نجد أن بعض عناصر الأصول موجودة في الميزانية قد تم التنازل عليها، ومن جهة نجد البعض غير مبين في الميزانية.

– تقدير الاستعمال الحقيقي، وهو ضروري جدا لتفرقة بين عناصر داخل الاستعمال وعناصر خارج الاستغلال.

– فحص وضعية الأصول من حيث مدى تقادمها ودرجة الاهتلاك، غير أن ذلك لا يمنع أن يكون آداء الأصل القديم أحسن من أداء الأصل الجديد، وفي مثل هذه الحالة سيكون من الملائم تقييم الأصول حسب قيمتها الاستعمالية.

– آلة غير مستعملة مثلا ومؤكد أنها لن تستعمل فتعامل على أساس خردوات (La Casse).

– مراقبة الوضعية الحالية للأصول (عمرها نوعية صيانتها درجة تقدمها التقنية....).

1. تقييم عناصر الأصول غير الجارية

1.1. عناصر الأصول غير جارية المادية

أ) الأراضي: هناك عديد طرق مستعملة للتقييم الأراضي، يمكن حصرها ضمن طريقتين أساسيتين وهما (حسن و مصطفى، 2024):

أ.أ التقييم المباشر (تقييم بواسطة سعر م^2): يتم تقدير قيمة الأراضي الموجهة للاستغلال عن طريق مقارنتها مع أرض تملك نفس الخصائص (المواصفات) من حيث النوعية، المساحة والموقع، يعتبر الموقع أهم عامل في تحديد قيمة الأراضي من حيث ارتفاع أو انخفاض السعر.

يجب التميز بين قيمة أرض مبنية وقيمة أرض غير مبنية، وبحصولنا على سعر المتر المربع نقوم بضربه في

المساحة، وطريقة الحساب تكون كتالي بالنسبة للنوعين:

قيمة أرض غير مبنية: المساحة x سعر م^2 ..... (02)

قيمة أرض مبنية : قيمة أرض غير مبنية – التخفيض الجزافي 30%.....(03)

أ.ب) التقييم بواسطة التكلفة العقارية: يتم استعمال هذه الطريقة في تقييم الأراضي المبنية، ويمكن معرفة التكلفة العقارية للمتر المربع الواحد عن طريق بنايات أنجزت حديثا في مناطق مجاورة، وتحسب قيمة الأراضي المبنية كما هو موضح في الآتي:

قيمة الأرض المبنية = قيمة التكلفة العقارية لـ م^2 x مساحة الأرض..... (04)

ب) المباني:

يمكن حسابها انطلاقاً. من منظورين وهما:

ب.أ) منظور مقاربة قيمة اعادة البناء: تحسب قيمته بالمقاربة مع مبنى أخر جديد له نفس المميزات والمردودية والنشاط إلى حد بعيد، ونجد القيمة الاستعمالية (المصححة) للمبنى، وذلك على نحو الآتي:

القيمة الاستعمالية للمبنى = المساحة المبنية x تكلفة البناء لـ م^2 x معامل القدم x معامل الإهتلاك..... (05)

معامل القدم= المدة المتبقية / المدة الكلية للاصل..... (06)

المدة المستخدمة = الاهتلاك المتراكم / قسط الاهتلاك السنوي..... (07)

المدة الكلية = تكلفة الحيازة / قسط الاهتلاك السنوي..... (08)

ب.ب) منظور مقاربة قيمة الحيازة: يمكن أن تكون المباني متعلقة بنشاط معين، حيث حصلت عليها المؤسسة بعد قيامها بعدة استثمارات وأشغال عبر سنوات حسب هذه الطريقة يقوم الخبير باستحداث التكاليف المتعلقة بكل سنة لمختلف الاستثمارات، بغية الحصول على قيمة جديدة بالنقد الجاري، هذا بعد تطبيق معاملي القدم والإهتلاك.

تم التعرض لتقييم هذا النوع الأصول الأراضي والمباني والذي نص عليه النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 121-21 حيث نص على ما يلي: "... القيمة الحقيقية للأراضي

والمباني هي في العادة قيمتها في السوق وتحدد هذه القيمة استنادا إلى تقرير تجربة مقيمون محترفون مؤهلون".

ب.ج)طريقة المقارنة تعتمد هذه الطريقة في تقييما للمباني خارج الاستغلال من خل إيجاد مبني جديد شبيه للمبنى المراد تقييمه وتطبيق معامل القدم عليه.

قيمة المبنى= القيمة الجديدة × (1- معامل القدم) ..... (09)

ج) المعدات :

لا تختلف كثيرا في تقييمها عن طرق المستخدمة في المباني، ويمكن توضيح هذا في الآتي:

ج.أ) التقييم بواسطة قيمة الاستعمال: تحسب قيمة الاستعمالية (المصححة) كما يلي:

قيمة الاستعمالية للمعدات = القيمة المحاسبية x القيمة الجديدة/ القيمة الإجمالية..... (10)

ج.ب) التقييم عن طريق المقارنة: تعتمد طريقة المقارنة في تقييمها للمعدات على إيجاد قيمة معدات موجودة في سوق الأدوات المستعملة، حيث يتعين على الخبير هنا إيجاد آلة من نفس الطبيعة والنوعية وتخصصات الاستعمال والقدرة التقنية وهذا للآلة المراد تقييمها.

على الرغم من موضوعية الطريقة إلا أن الخبير يواجه صعوبات تمكن في إيجاد آلة مماثلة في سوق الأدوات المستعملة.

ج.د) التقييم عن طريق تكلفة الحيازة: تقييم المعدات وفق هذه الطريقة بتكلفة الحيازة التي يتم تصحيحها بمعامل إعادة التقييم، وكذا معامل القدم، حيث يوجد نماذج معيارية لحساب هذا الانخفاض، والنموذج المستعمل في هذه الحالة هو كالآتي:

$$Vr= P(1+i)(D-A)/D \quad \text{.....(11)}$$

حيث أن :

Vr: تمثل القيمة المصححة للآلة.

P: تكلفة الحيازة.

i: مؤشر السعر.

D: المدة الكلية لحيازة الآلة.

A: عمر الآلة.

ويمكن استعمال هذه الطريقة في تقييم المباني.

ج.هـ) **التقييم عن طريق إعادة التقييم:** تقوم هذه الطريقة على استحداث الاستثمارات في حالة تعدد سنوات الحيازة عليها، وذلك باستعمال معامل الاستحداث ومعامل القدم ويمكن استخدامها لمجموعة من الآلات

المتجانسة.

تم التعرض لتقييم المعدات في الجزائر من خلال نص الذي جاء في النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة

21-121 حيث نص على ما يلي: القيمة الحقيقية لمنشآت الإنتاج هي أيضا قيمتها في السوق، وعند

غياب مؤشرات تدل على قيمتها في السوق منشأة متخصصة فإنها تقوم بتكلفة تعويضها الصافية من

الاهتلاك " .

د) **الاستثمارات قيد الانجاز:** تقيم هذا النوع من الاستثمارات (الأصول) يتم عموما على أساس تكلفة الانجاز لكن في قطاعات أين تتم الأشغال حسب الكشف، كقطاع المباني الأشغال العمومية ينبغي مراعاة التأخر في الانجاز أو التجاوزات بالمقارنة مع الكشف

قيمة الاستثمارات قيد الانجاز= تكلفة الانجاز – تكلفة التأخير في انجاز الاصل..... (12)

فالتأخر يتسبب عموما في عقوبات تأخر الانجاز، وعليه يجب تطبيق التخفيضات اللازمة.

هـ) الاستثمارات المحصل عليها عن طريق القرض الإيجاري:

قيمة القرض الإيجاري = قيمة الأصل في تاريخ التقييم – [القيمة الحالية لإيجار (قسط+ الفوائد) + القيمة الحالية لمبلغ التنازل عن الأصل]..... (13)

أو:

قيمة القرض الإيجار = V – L..... **(14)**

حيث أن:

$V = Vo(1-a)^n$

Vo: قيمة الاستثمار (عنصر الاستثمار).

A: معدل الاهتلاك الاقتصادي.

n عدد سنوات الاستعمال (استخدام).

$L= L_0 \{1-(1+i)^{-t} /i \}+OP/(1+i)^t$ .....**(15)**

حيث أن :

LO قيمة الإيجار الاستثمار (قسط إيجار السنوي).

i: معدل الفائدة.

t: سنوات متبقية لعقد الإيجار.

OP: مبلغ التنازل.

و. حق الإيجار: يمكن تقييم حق الإيجار بواسطة الطرق الآتية:

و. أ. طريقة المقارنة: يتم تقييم حق الإيجار وفق هذه الطريقة بضرب مساحة المحل بمعاملات ترجيحية ليتم تحديد المساحة المصححة وبعدها الحصول على قيمة حق الإيجار، فمثلا نجد:

- محلات ذات زاوية معاملها من 1.20 إلى 1.50
- المحلات الخلفية معاملها من 0.50 إلى 0.80.

يتم ضرب محلات ذات زاوية لتصحيح مساحتها وذلك بضرب مساحة المحل في المعامل الذي يتراوح ما

بين 1.20 و 1.50 ونفس الشئ لنوع الثاني.

و. ب .طريقة القيمة الحالية: حسب هذه الطريقة فإن قيمة حق الإيجار يساوي إلى المجموع المستحدث للفرق بين الإيجار بسعر السوق والإيجار المدفوع فعليا.

فارق حق الإيجار= (تكلفة الإيجار السوقية – تكلفة الإيجار المدفوعة)$(1+i)^{-1}$+(تكلفة الإيجار السوقية – تكلفة الإيجار المدفوعة)$(1+i)^{-2}$+.....+(تكلفة الإيجار السوقية – تكلفة الإيجار المدفوعة)$(1+i)^{-n}$ ..... (16)

1.2 **حقوق الملكية الصناعية والتجارية**: تتمثل في:

أ. **براءات الإختراع**: تتوفر للمؤسسة حالتان تجاه البراءة:

- **حالة التنازل (البيع)**: في حالة قيام المؤسسة بالتنازل عن استغلال البراءة لطرف أخر لمدة معينة مقابل

الحصول على أقساط سنوية كحق لإستغلالها، تحسب على النحو الآتي:

$$V=V_0\{1-(1+i)^{-n}\}/I \quad \text{.....(17)}$$

- **حالة الإقتناء (الشراء):** عند حصول المؤسسة على براءة الإختراع فإنها تدفع مبلغاً مقابل انتفاع بها،

وتحسب قيمة البراءة على النحو الآتي:

قيمة براءة الإختراع = المبلغ المدفوع – الإهتلاك الاستثنائي ..... (18)

ب. **المهارة (الإمتياز):** يجب أن نشير إلى أنه رغم المكانة الهامة التي تتمتع بها المهارة في المبادلات الدولية لكنها تبقى مفهوماً مبهماً غير متفق عليه، حيث أنها لم تلقى إجماع الاخصائيين في ميدان التعريف بحق الملكية.

المهارة مشابه لتقييم البراءة فقد يكون ملكاً للمؤسسة وتنازلت عليه لصالح الغير، أو قد تحصلت عليه تقييم عن طريق الشراء.

- **حالة التنازل (البيع):** في حالة قيام المؤسسة بالتنازل عن الامتياز لطرف أخر لمدة معينة مقابل

الحصول على أقساط سنوية كحق لإستغلالها، تحسب على النحو الآتي:

$$V=V_0\{1-(1+i)^{-n}\}/i \quad \text{.....(19)}$$

- **حالة الإقتناء (الشراء):**

قيمة الامتياز = المبلغ المدفوع – الإهتلاك الاستثنائي..... (20)

ج. **العلامة:** عملية تقييم العلامة صعبة إلا أنها ممكنة، فتقيمها مثلا من خلال طريقة قيمة إعادة الإنشاء والتي تساوي إلى مبلغ النفقات الإشهارية بعد الضريبة – مبلغ النفقات الضرورية لإعادة إنشاء العلامة.

3.1 الاصول المالية: من بين أهم هذه الأصول نجد:

1 سندات المساهمة هناك حالتان هما:

1.1. الحالة الأولى: عندما تكون المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات أخرى فإن هذه الأخيرة تعتبر فروعاً من المؤسسة المساهمة (الأم)، والتي يجب تقييمها تبعا لنفس المبادئ المستعملة في المؤسسة الأم ومن ثم دمجها معها.

2.1. الحالة الثانية: أما في الحالة أين تكون المؤسسة مساهمة بنسبة صغيرة، أي أن المؤسسة تكون متنوعة لحافظتها المالية فإن عملية تقييمها تتم بطريقة منفصلة عن المؤسسة المساهمة ، وتعتبر ضمن قيم خارج الإستغلال وتحسب على أسس عدة منها استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم أو استخدام سعر السوق كأساس للتقييم أ استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم.

أ. استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم: يعني ذلك عدم إجراء أي تعديلات على القيمة الدفترية لسندات المساهمة، أي أ هذه الطريقة لن تعكس القيمة الجارية لذلك الأصل وهو ما يعاب عليها، وهذا ما يؤثر على

سلامة الإفصاح عن المركز المالي للمؤسسة.

ب. استخدام سعر السوق الجاري كأساس للتقييم: يتطلب استخدام ذلك الأساس تعديل القيمة الدفترية لسندات المساهمة لكي تعكس القيمة السوقية الجارية.

ج. استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم: يوجد خياران هنا:

- **استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم:** إذا لم يحدث تغيير في أسعار شراء تلك السندات أو اتجهت أسعار إلى الارتفاع.
- **استخدام سعر السوق كأساس للتقييم:** عندما تتجه الأسعار إلى الانخفاض أي أن هذه الطريقة تعترف بالخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار السوق دون الاعتراف بالإيرادات، أي أنها تعترف بتقلبات أسعار في اتجاه واحد، وهي بذلك تعتمد على مبدأ الحيطة والحذر. كما يمكن تقييم المساهمات الصغيرة باستخدام عديد الطرق كقيمة المؤسسة التفاوضية، رسملة الأرباح الموزعة لخمسة حتى عشرة سنوات وغيرها.

بصدور النظام المحاسبي المالي حسم هذا الأمر، وهذا من خلال الفقرة 112-06 التي جاء نصها: "تقييم القيمة القابلة للتحصيل للأصل بأعلى قيمة بين ثمن البيع الصافي والقيمة النفعية".

2. **عناصر الأصول الأخرى:** تتمثل فيما يلي:

1.2. **المخزونات:** لا بد من القيام بجرد حقيقي (مادي)، يسمح بالوقوف على القيمة الحقيقة لهذا النوع من الأصول وتصحيح الأخطاء الموجودة في المحاسبة، إن تقييم المخزون لدى المؤسسة يمكن تميزه بحالتين:

- **الحالة الأولى:** عندما تتميز المؤسسة بدورة استغلال قصيرة أو لها سرعة دوران مخزون مما يجعل عملية التقييم سهلة، عكس المؤسسة التي لها دورة استغلال طويلة أكثر من سنة أو دوران مخزونها بطيئ، مما يطرح مشكلا في التقييم كمؤسسات التي تعاني مشكلات في تسويق منتجاتها.

فيما يلي عرض عملية تقييم عناصر المخزون حسب ترتيبها في الميزانية:

أ. **البضائع:** هنا نميز حالتين:

بضائع قيد البيع: يتم تقييم قيمتها حسب سعر بيعها منقوص منها التكاليف المرتبطة بها من

مصاريف الشحن والنقل عمولة ...الخ.

بضائع لم يحن بيعها بعد: يتم تقديرها على أساس تكلفة شرائها.

ب. **المواد الأولية:** تتم عملية التقييم إما من خلال السعر الجاري في السوق أو بمتوسط الأسعار للفترة الأخيرة، وإما من خلال سعر تكلفة المشتريات أو بمتوسط التكلفة.

ج. **المنتجات نصف المصنعة والمنتجات قيد التصنيع:** تقييم هذين النوعين من المخزون على أساس تكلفة التصنيع المرافقة لنظام المحاسبة التحليلية.

د. **المنتجات التامة:** لتقييم المنتجات التامة يجب التفريق بين حالتين:

منتجات قيد البيع: يتم تقييم بسعر البيع منقوص منها مجمل تكاليف البيع والتوزيع.

منتجات لم يحن بيعها بعد: تقييم على أساس تكلفة الصنع.

هـ. الفضلات والمهملات: عموما نجد أن الفضلات والمهملات تقييم على أساس سعر الخردة (La casse) أو على أساس سعر المستعمل (L'occasion).

2.2. الزبائن: لا بد من التأكيد من مناسبة وكفاية مبلغ المؤونات المشكلة للزبائن المشكوك فيهم، كما يجب على الخبير ترتيب قيمة مختلف زبائن المؤسسة حسب مدة تواجدهم في الميزانية، مما يسمح بتحديد مخاطر عدم تسديد الحقوق المشكوك في تحصليها، بغية تشكيل مؤونات لها أو إعدامها بصفة نهائية عندما يتم التأكيد من عدم تحصيلها (كحالة إفلاس العميل مثلا).

3.2. الخزينة: تقييم عناصر الخزينة للمؤسسة بالقيمة التي تظهر في الميزانية ما عدا سندات التوظيف التي تقدر بسعر البورصة.

عموما يتم حساب فوائض أو نواقص القيمة بالنسبة لعناصر الأصول كما يلي:

3. الخصوم:

تقيم الخصوم لدى إدراجها الأولي في الحسابات على أساس تكلفتها التاريخية التي لا تعكس عادة قيمتها الاقتصادية، وعليه يعمد وفق بعض الشروط إلى إعادة مراجعة قيمتها استنادا لقيمتها العادلة (السوقية) أو قيمتها المحينة.

1.3. المؤونات الاحتياطية:

هذه المؤونات يجب إعادة دمجها في الأصول الصافية، فإذا كانت الاحتياطات الموضوعة خاضعة للضرائب يتوجب على المقيم أن يطرح منها القيمة الحالية للمصاريف الجبائية.

2.3. مؤونات الأعباء والخسائر:

وهي المؤونات التي تم تشكيلها لمواجهة الخسائر والأعباء المحتملة وهنا يجب التمييز بين نوعين من أخطار:

- **الأخطار مؤكدة:** هدفها واضح وتظهر بصورة جلية عند غلق السنة المالية (مثل مؤونات الضرائب مؤونات العطل مدفوعة الأجر، ... إلخ) هذه المؤونات تمثل خصم حقيقي للمؤسسة؛
- **أخطار غير مؤكدة:** هذا النوع من المؤونات شبيه جزئيا بالمؤونات الاحتياطية لذا يجب إعادة دمجها في الأصل الصافي مع الأخذ بعين الاعتبار الضرائب المستترة.

3.3 عناصر الخصوم الأخرى:

كقاعدة عامة أول واهم تصحيح يقوم به المقيم يتعلق بالقروض، فالقروض طويلة الأجل التي تم الحصول عليها بفائدة منخفضة تتحدد قيمتها من خلال القيمة الحالية للفارق الناتج بين سعر لفائدة المطبق في السوق وسعر الفائدة المتعلق بالقرض، أما باقي القروض فيتوجب عليه استحداثها لضمها للخصوم المستحقة.

تعتبر طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح من طرق التقييم الأكثر استعمالا بالنظر إلى بساطتها وباعتبارها أحد أقدم طرق التقييم، وما يؤخذ على هذه الطريقة أنها مقاربة ساكنة تعتمد على معطيات سنوات سابقة فتتجاهل بذلك ربحية المشروع، وإمكانياته المستقبلية، إضافة إلى صعوبة تحديد القيمة السوقية لبعض عناصر الميزانية كالعلامات الامتيازات، شهرة المحل، ...إلخ.

فائض / ناقص قيمة عناصر الأصول = القيمة المصححة (القيمة السوقية) – القيمة المحاسبية (ق.م.ص)

2- طريقة القيمة الجوهرية (VSB)

أدخل مفهوم القيمة الجوهرية القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من طرف خبراء الألمان سنة 1960 وتعرّف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول الممتلكات والحقوق التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة، وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكوّنة لها عن نمط تمويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقًا من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافًا إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة العتاد المحصل عنه بواسطة القرض الإيجاري والمستعار)، آخذين في الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار والأتعاب المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة تجديد والحفاظ على المعدات، كما يجب إستبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للإستغلال (حسين محمد عبدالمنعم و محمد السعيد إبرهيم، 2025).

القيمة الجوهرية الخام (VSB) = مجموع الأصول +/- تغيرات عناصر الاستغلال + عناصر مستغلة غير مدرجة في الميزانية – عناصر مدرجة في الميزانية غير ضرورية للاستغلال..... (21)

أو؛

القيمة الجوهرية (VSB)= الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية (الأصول المصححة) مصاريف الاستثمار الضرورية للإستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال..... (22)

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

- **القيمة الجوهرية الإجمالية المخفّضة** : تساوي إلى القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحًا منها الديون بدون فوائد (كالأموال المتروكة مجانا تحت تصرف المؤسسة من طرف مسيريها وكذلك قروض الموردين)؛ أي أن:

القيمة الجوهرية المخفضة) = القيمة الجوهرية الإجمالية – الديون بدون فوائد..... (23)

- **القيمة الجوهرية الصافية:** تساوي إلى القيمة الإجمالية مطروحًا منها مجموع الديون:

القيمة الجوهرية (الصافية) = القيمة الجوهرية الإجمالية – مجموع الديون ..... (24)

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

العناصر المستأجرة أو المستعارة الضرورية للاستغلال.

3- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

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

وتحسب الأموال الدائمة والضرورية للاستغلال بالمعادلة التالية:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال(CPNE) = القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال + احتياج رأس المال العامل (BFR)..... (25)

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

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

إن التقييم عن طريق الذمة المالية يعتمد قبل كل شيء على جرد وتعريف كل العناصر التي هي بصدد التقييم، فالغرض من التقييم على أساس الذمة المالية هو إعطاء تقدير موضوعي مستقل على التوقعات والتنبؤات.

المحور الخامس

طريقة المرتكزة على

فارق الحيازة

طريقة المرتكزة على فارق الحيازة (Good Will)

إن قيمة المؤسسة في هذه الحالة تساوي المؤسسة بالطريقة الأصل الصافي المصحح (الذممية) مضافا إليها فارق الحيازة أو ما يسمى "Good Will" الذي تتحصل عليه المؤسسة بفضل شهرتها وبفضل أدائها الجيد في السوق. في هذه الطريقة قد تستعمل عناصر خارج الميزانية كاستعمال مخازن أو الآلات أو تجهيزات يتصرف بها المسيرين وغير مدرجة في الميزانية تحقق لها عوائد ايجابية وتولد خلالها أصول تزيد من قيمة المؤسسة، وأيضا لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر الموجودة في الميزانية ولا تستعمل (تحذف) أو تستعمل جزئياً كأراضي والآلات وتجهيزات التي تستخدمها في العملية الانتاجية، حيث أن تحديد القيمة بهذا المفهوم الأخير يعني تحديد القيمة الجهورية الخام "La Valeur Substantielle (VSB).

من خلال فارق الحيازة فإن قيمة المؤسسة تساوي صافي المركز المالي المصحح مضاف إليه فارق الحيازة "good will". فارق الحيازة هو القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتأتية من استثمارات أصول المؤسسة، يعني أن هذه العوائد في السوق المالي وبدون أي خطر (صافي، 2024).

قيمة المؤسسة = الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) + فارق الحيازة (GW)..... (26)

- **القوانين الأساسية**

القيمة الجوهرية الخام:

القيمة الجوهرية الخام = مجموع الأصول +/- تغيرات عناصر الاستغلال + عناصر مستغلة غير مدرجة في الميزانية – عناصر مدرجة في الميزانية غير ضرورية للاستغلال..... **(27)**

النتيجة المرتبطة بالقيمة الجوهرية الخام:

النتيجة المرتبطة "VSB" = النتيجة العملياتية – مخصصات الاهتلاكات أو المؤونات من فائض القيمة – مكافآت المسيرين + مصاريف العمليات غير المدرجة في الميزانية (مصاريف كراء المستودعات) – إيرادات العمليات غير المدرجة في الميزانية(إيرادات كراء المستودعات)..... **(28)**

النتيجة الصافية المرتبطة بالقية الجوهرية الخام:

النتيجة الصافية المرتبطة "VSB" = النتيجة المرتبطة "VSB" – (النتيجة المرتبطة "VSB" X معدل الضريبة)..... **(29)**

المكافآة العادية للقيمة الجوهرية الخام:

المكافآة العادية للقيمة الجوهرية الخام = القيمة الجوهرية الخام " VSB" X معدل المردودية..... **(30)**

العائد السنوي:

العائد السنوي – النتيجة الصافية "VSB" – مكافأة على القيمة الجوهرية الخام..... **(31)**

فارق الحيازة (GW):

فارق الحيازة = العائد السنوي/ i^n أو العائد السنوي/ i

فارق الحيازة = العائد السنوي/ $(1+t)^n$ ..... **(32)**

حيث أن :

i: معدل الرسملة.

t: معدل الاستحداث.

n: عدد السنوات، وهي في العادة سنة واحدة.

إن فارق الحيازة قد يكون شهرة جيدة "Good Will" عندما نتحصل على قيمة موجبة، وقد يكون شهرة سيئة "Bad Will" عندما نتحصل على قيمة سالبة.

ملاحظة: بطريقة فارق الحيازة يتم حذف العناصر المعنوية التي تدخل في تكوين فائض القيمة كشهرة المحل وبعض عناصر القيمة المعنوية الأخرى (أنظر الملحق)، حيث تحذف من صافي المركز المالي المصحح "ANCC" المحسوب بطريقة الذممية لأجل تجنب ازدواجية الحساب، حيث أن فارق الحيازة الموجودة في الميزانية والذي يعبر عن القيم المعنوية وذلك من الناحية المحاسبية فقط، بينما فارق الحيازة المحسوب من خلال القيمة الجوهرية الخام "ANCC"

يعبر عن ذلك من الناحية الاقتصادية وليس المحاسبية.

مميزات طريقة فارق الحيازة

من بين أهم مميزات هذه الطريقة نجد:

- طريقة تمزج بين ماضي المؤسسة "ANCC" وبين مستقبلها (G.W).
- تمثل نظرة نوعية من تقييم نشاط المؤسسات.
- تمثل ربط بين طريقة صافي المركز المالي المصحح " ANCC" وطريقة التدفقات.
- تستعمل هذه الطريقة بكثرة في حالة المؤسسات الخدماتية وتستعمل أيضاً في حالة المؤسسات غير المدرجة في البورصة.

المحور السادس

مقاربة تدفقات الخزينة

مقاربة تدفقات الخزينة (Approches par flux de trésorerie): ظهرت طريقة التقييم عن طريق تدفقات الحزينة المتاحة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 من قبل أساتذة المالية في كليات إدارة الأعمال، وتنطلق من مبدأ أساسي وهو أن قيمة أي أصل اقتصادي تحدده القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يولدها، أي أن قيمة المؤسسة تتحدد انطلاقا من قدرتها على تحقيق تدفقات نقدية متاحة مستقبلا أي قدرتها على تحقيق الأرباح ، ومنه فقيمة المؤسسة تساوي مجموع التدفقات النقدية المتاحة المتوقعة مستقبلا والمستحدثة بمعدل يعكس القدرة الشرائية ودرجة المخاطر التي تصاحب هذه التدفقات، وتكتب العلاقة كمايلي (المحتوى المالي لجدول تدفقات الخزينة دراسة حالة مؤسسة سلسلة الأوراسي2013 المجلد 7 العدد 01، 2016):

$$V_E = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FTD_T}{(1+K)^T} \quad \text{.....(33)}$$

حيث أن:

V_E: قيمة المؤسسة؛

FTD :تمثل تدفقات الخزينة المتاحة للسنة t؛

K :التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (CMPC).

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

$$V_E = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FTD_T}{(1+K)^T} + \frac{VT_N}{(1+K)^N} \quad \text{.....(34)}$$

حيث:

VT_N: *القيمة المتبقية للمؤسسة*

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

$$V_{CP} = V_E - V_{DN} \quad \text{.....(35)}$$

ومنه:

$$V_{CP} = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FTD_T}{(1+K)^T} + \frac{VT_N}{(1+K)^N} - V_{DN} \quad \text{.....(36)}$$

حيث أن V_{DN} تمثل القيمة السوقية الصافية للديون

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

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

	نتيجة الاستغلال
-	**الضرائب العادية على نتيجة الاستغلال**
=	**نتيجة الاستغلال بعد الضريبة**
+	**مخصصات الإهتلاكات والمؤونات**
-	**التغيير في احتياج رأس المال العامل**
-	**صافي الاستثمارات**
=	**تدفقات الخزينة المتاحة للمؤسسة FTD de l'entreprise** ..... (37)

- **معدل الاستحداث:**

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

حيث أن:

$$K = CMPC = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_{DN}} K_{CP} + \frac{V_{DN}}{V_{CP} + V_{DN}} K_{DN}(1 - T_i) \dots (38)$$

V_{CP} القيمة السوقية للأموال الخاصة

V_{DN} القيمة السوقية للديون الصافية

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

K_{DN} تكلفة صافي الديون.

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

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

$$VT = \sum_{i=N}^{\infty} \frac{FTD\ i}{(1+K)\ i} \quad \text{.....(39)}$$

حيث أن:

VT القيمة النهائية بتاريخ n

FTD تدفقات الخزينة المتحصل عليها بتاريخ i

K التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

- **تقييم الديون الصافية (Évacuer la Dette Nette):**

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

$$V_{DN} = \sum_{i=1}^{N} \frac{I\ i}{(1+K_{DN})\ i} \quad \text{.....(40)}$$

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

المحور السابع

التقييم عن طريق

قسائم الأرباح

1. رسملة الأرباح (La capitalisation des benefices):

ترتكز هذه الطريقة على عنصرين رئيسيين هما معرفة القدرة الربحية وتحديد معدل الرسملة، وغالبا ما تستعمل عندما لا تعرف المؤسسة مرحلة نمو كبيرة ولا تعرف استثماراتها تغيرات كبيرة وتكون تدفقاتها النقدية متقاربة، وقياس القدرة الربحية انطلاقا من النتيجة المصححة (النتيجة الاقتصادية) يفيدنا في التنبؤ بالنتائج المستقبلية، ويمكن الوصول إلى قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية (غيدة ، 2021) :

	الربح الصافي قبل الضريبة
+	**التصحيحات الضرورية**
=	**الربح الصافي قبل الضريبة**
-	**الضريبة**
=	**الربح الصافي بعد الضريبة**
×	**معدل الرسملة**
=	**قيمة الرسملة**
+	**فائض قيمة الأصول**
=	**القيمة السوقية العادلة**..... (41)

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

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

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

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

العلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{B}{(1+i)^t} \quad \text{.....(42)}$$

حيث أن:

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

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

$$\bar{B} = \frac{B_{t-1}+B_{t-2}+B_{t-3}}{3} \quad \text{.....(43)}$$

ملاحظة : يمكن استعمال متوسط ترجيحي يحدده المقيم.

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

المرحلة الأولى: تحديد معدل الأساس، الذي يمثل معدل العائد المنتظر من قبل المستثمر بالاعتماد على عدة أسس مرجعية منها (معدل الفائدة السائد، معدل إصدار السندات المعدل المتوسط للسوق المالي تكلفة رأس المال، ... إلخ) مع الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم؛

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

على العموم يتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعا لاختيار الربح المأخوذ في الحسبان فإذا تم الاعتماد على أرباح سنوات ماضية فإن المعدل يساوي معدل الفائدة لرؤوس الأموال طويلة الأجل، أما إذا تم الاعتماد على الربح المتوقع فيجب إضافة علاوة المخاطر إلى معدل الأساس لتلافي تأثيرات عدم التأكد وقد اجتهد (Brilman Jean et Maine Claude) باقتراح أربعة تصنيفات لعلاوة المخاطر وهي:

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

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

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

$$V = PER \times B = \frac{P}{E} \times B \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (45)$$

حيث أن:

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

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

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

– **الربح** : على عكس السعر، يتم استقاء الربح من مصادر خارج السوق، ويتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية، ويلاقي هو الآخر اختلافا بين الممارسين بالنظار لتعدد مفاهيمه (الربح الصافي من الضرائب، النتيجة الجارية، ...) الأزمنة المختلفة التي

ينشأ فيها (ماضي حالي أو مستقبلي)، مما سيؤدي إلى اختلاف قيم المضاعف فيما لو تم استعمال مفاهيم مختلفة له، لذا نجد أن البعض يوصي باستعمال الربح للسهم والذي يمثل الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية دون أن يكون ذلك إلزاميا.

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

3. **التقييم عن طريق قسائم الأرباح (L'évaluation par les 59ividends):**

تنطلق هذه الطريقة من مبدأ أن قيمة المؤسسة تحددها قدرتها على خلق الأرباح، فعند حيازة مؤسسة لا يقوم المشتري بشراء التدفقات الحالية بل يهمه التدفقات المستقبلية المتوقعة ، فقيمة المؤسسة تتحدد من خلال القيمة الحالية للأرباح المتوقع توزيعها ،مستقبل، أي أن قيمة السهم تساوي القيمة المستحدثة لقسائم الأرباح مستقبلا ، وهناك عدة طرق مرتكزة على قسائم الأرباح نذكر منها:

1.3. نموذج فيشر (Modèle Lrwing Fisher):

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

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+i)^t} \quad \text{.....(46)}$$

حيث أن :

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

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

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad \text{.....(47)}$$

حيث أن : n تمثل المدة المتوقعة لاستحداث قسائم الأرباح.

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

2.3. نموذج (Gordon Shapiro):

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

أنطلق هذا النموذج من النموذج السابق (Fisher) الذي يعتبر الربح الموزع مؤشرا هاما للحكم على مقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، كما يعتبر عاملا رئيسيا لتحديد قيمتها من خلال العلاقة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+i)^t} \quad \text{.....(49)}$$

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

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

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

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_i+(1+g)^t}{(1+i)^t} \quad \text{.....(50)}$$

حيث أن g تمثل معدل نمو قسائم الأرباح والذي يمكن تحديده من خلال العلاقة : g = (1 – d)× i

حيث d يمثل معدل توزيع قسائم الأرباح.

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

$$P = \frac{D}{(K-g)} \quad \text{.....(51)}$$

حيث أن:

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

رغم أن هذه الطريقة معروفة جدا إلا أنها نادرا ما تطبق من قبل المهنيين بسبب فرضياتها المفرطة في التبسيط، فلكي تكون قابلة للتطبيق من المفروض أن يكون معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين أكبر من معدل الأرباح (K>g) وهذا لا يحدث بالضرورة في الواقع، كما أن البنية الاقتصادية سريعة التغير لذا فأرباح السهم الواحد تختلف بانتظام ومعدل نمو أو تطور الأرباح نادرا ما يكون ثابت.

3.3. نموذج مولدوفسكي (Modèle Molodovsky):

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

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

وعليه تتحدد قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n1} \frac{D_i + (1+g_1)^t}{(1+i)^t} + \frac{D_0}{(1+i)^{n_1}} \times \sum_{t=1}^{n2} \frac{(1+g_1)^t}{(1+i)^t} + \frac{D_0}{(1+i)^{n_1+n_2}} \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+i)^t} \dots\dots\dots (52)$$

4.3. نموذج (Bates):

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

$$V_E = \frac{D_1}{(1+i)^1} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n} \dots\dots\dots\dots\dots (53)$$

علما أن:

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

تختلف هذه الطريقة عن باقي الطرق المرتكزة على قسائم الأرباح في أن قسائم الأرباح والأرباح ينموان بمعدل ثابت كما أن معدل التوزيع ثابت، وتفترض أن المؤسسة ستنتهي من مرحلة النمو الاستثنائي في السنة n وعليه تتحدد القيمة الباقية للسهم من خلال المضاعف البورصي PER (السعر البورصي / ربحية السهم)، من خلال العلاقة التالية:

$$PER_n = PER_0\ A - dB \quad \text{.....(54)}$$

حيث أن:

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

$$A = \left[\frac{1+i}{1+g}\right]^n \quad , \quad B = \left[\frac{1+i}{1+g}\right](1-A) \ \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (55)$$

5.3. نموذج (Holt):

ظهر هذا النموذج سنة 1962 إلا أنه لا يطبق على المؤسسات النامية بل على المؤسسات التي لها PER عالي، ومع ذلك لا يمكن لهذا المضاعف أن يبقى إلى الأبد

في المستوى العالي، وعليه مضاعف بورصي يكون من الضروري إيجاد المستوى العادي ل PER والذي يتحدد انطلاقا من العلاقة التالية :

$$C_0 = \sum_{t=1}^{RD} \frac{NSP}{(1+i)^t} \quad \text{.....(56)}$$

حيث أن:

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

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

المحور الثامن

طريقة المقارنة

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

-أن تكون ناشطة في نفس القطاع؛

-أن تكون أحجامها متشابهة نسبيا؛

-أن يكون مستوى تطورها أو نموها متقاربا.

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

1. التقييم وفق طرق المقارنة

وفق هذه الطرق تقييم المؤسسة بناءا على أسعار تداول أسهم مؤسسات متخصصة في مجالات مماثلة تعمل في نفس القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة التي يجرى تقييمها، وتتطلب هذه الطرق تحديد مضاعف المناسب والذي يتم حسابه وفق مؤشرات السوق للمؤسسات المماثلة ومقارنتها المؤشرات المالية للمؤسسة، انطلاقا من فرضية الكفاءة وأن المؤشرات ممثلة لقيمة المؤسسة محل التقييم، وتنطلق هذه الطريقة في التقييم من أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال القيمة السوقية لحقوق المساهمين كمايلي (صافي، 2024):

قيمة المؤسسة = القيمة السوقية لحقوق المساهمين + الديون المالية الصافية

Valeur entreprise = Capitalisation boursière + Dette financière nette……..**(57)**

وتعتبر عملية حساب مضاعفات التقييم عملية بسيطة نسبيا، فهي علاقة ذات طرفين يأخذ أحدهما السعر الذي يكون القيمة السوقية لحقوق المساهمين أو لرأس المال المستثمر بتاريخ التقييم، أما الطرف الثاني فيمثل المؤشر المستخدم والذي يتم استخرجه من القوائم المالية، وكقاعدة عامة :المضاعف = السعر/المؤشر

كما يمكن التعبير على المضاعف من خلال العلاقة التالية:

$$Multiple = \frac{VE_{sujet}}{I} \text{.....(58)}$$

حيث أن:

Multiple : المضاعف؛

VE_{sujet} : قيمة المؤسسة موضوع التقييم؛

I : المؤشر المستعمل.

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

$$VE = \left[\left(\frac{Multiple}{I}\right) \text{compa} \times I_{\text{sujet}}\right] - D_{\text{sujet}} \text{ ... ... (59)}$$

حيث أن:

I: المؤشر المستعمل؛

D: الدين الصافي.

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

2. طرق المضاعف الرئيسية.

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

أ- مضاعف السعر على الربح P/E

يطلق عليه أيضا مضاعف النتيجة الصافية، ويقيس الأرباح الصافية المحققة في السوق خلال فترة معينة مقارنة بالقيمة السوقية الحالية للأسهم، كما يمكن القول أنه من خلال هذا المضاعف يمكن تحديد الفترة الزمنية اللازمة لاستعادة المبلغ المستثمر حسب الأسعار السائدة في السوق بافتراض ثبات أرباح المؤسسة خلال الفترة القادمة، وتعتبر هذه الطريقة من أبسط وأسرع طرق التقييم فالمضاعف البورصي هو نسبة بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة و النتيجة الصافية للمجموعة المرجعية أو مجموعة النشاط.

$$\text{PER} = \frac{CB_t}{\text{RNPG}_{\text{compa}}} \quad \text{.....(60)}$$

حيث أن :

CB: السعر السوقى للأسهم؛

RNPG : النتيجة الصافية للمجموعة المرجعية.

يتحدد السعر السوقي للأسهم من خلال حاصل ضرب سعر السهم خلال أخر جلسة للبورصة في عدد الأسهم المتداولة، كما يمكن تحديد مضاعف النتيجة الصافية من خلال العلاقة التالية:

$$\text{PER} = \frac{p_t}{BPA_{\text{compa}}} \quad \text{.....(61)}$$

حيث أن :

P :سعر السهم في أخر جلسة للبورصة ؛

BPAcompa : ربحية السهم لمجموعة المرجعية.

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

VE = résultat net courant X PER.....**(62)**

ونظرا للاختلافات المتوقعة في ربحية السهم بين مختلف قطاعات النشاط وبين المؤسسات داخل نفس مجموعة النشاط نظرا لاختلاف معدل نموها، يجب إعادة بيان مضاعف السعر

للمجموعة المرجعية لكي يعكس معدل نمو المؤسسة المراد تقييمها، لارتباط هذا المضاعف بمعدل الخصم ومعدل النمو، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال العلاقة التالية:

$$PER = \frac{P}{E} = \frac{1}{i} = \frac{1}{K-g} \text{.....(63)}$$

حيث:

i : معدل الرسملة؛

K: معدل الخصم؛

g: معدل النمو.

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

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

$$PER_{relatif} = \frac{PER_{\text{société}}}{PER_{marche}} \qquad \frac{\text{فعاضملا يصروبلا ةسسؤملل}}{\text{فعاضملا يصروبلا قوسلل}}$$

المضاعف البورصي النسبي = ... (64)

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

$$P_t = PER_{relatif} \times PER_{marche} \times BPA_{\text{société}} \text{ ... ... (65)}$$

حيث :

PERrelatif: المضاعف البورصي النسبي؛

PERmarché: المضاعف البورصي للسوق؛

BPA société: ربحية سهم المؤسسة.

ت- **مضاعف رقم الأعمال (Le multiple de chiffre d'affaires)**. تعتمد مقاربة التقييم على أساس مضاعف رقم الأعمال على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد خلال من حصتها في السوق أو حجم مبيعاتها، أي أن قيمة المؤسسة أو قيمة أصولها (أصول الاستغلال) تساوي عدد معين من مرات دوران المبيعات، وبعبارة أخرى يتحدد مضاعف رقم الأعمال من خلال النسبة بين قيمة المؤسسة بتاريخ t ورقم الأعمال المتوقع في الفترة t+1.

حيث:

$$X = CAmultiple = \frac{VE_t}{CA_e} \qquad \textbf{(66)}$$

CA_e : رقم الأعمال المتوقع للمتوقعة للفترة t+1

VE : قيمة المؤسسة للفترة t

x : مضاعف رقم الأعمال

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

قيمة المؤسسة = التثبيتات + الاحتياج في رأس المال العامل
Valeur entreprise = Immobilisations + BFR…………………..**(67)**

ومنه يمكن القول:

قيمة المؤسسة = القيم الثابتة للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل + التثبيتات المالية
VE= Immobilisations d'exploitation + BFR + Immobilisations Financières……….**(68)**

وبعبارة أخرى يمكن القول:

قيمة المؤسسة =أصول الاستغلال + التثبيتات المالية

VE= Actifs d'exploitation + Immobilisations Financières.....**(69)**

وكما رأينا سابقا أن:

قيمة المؤسسة – القيمة السوقية لحقوق المساهمين + الديون المالية الصافية

Valeur entreprise = Capitalisation boursière + Dette financière nette.....**(70)**

ومنه نستنتج أن:

Actifs d'exploitation = VE - IF = CB + DF – IF.....**(71)**

وعليه نقول أن:

$$muiltiple\ CA = \frac{actifs - d'exploitation}{CA} = \frac{CB+DN+IF}{CA} \text{.....(72)}$$

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

ث- مضاعف النتيجة (Le multiple de résultat).

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

أ- مضاعف نتيجة الاستغلال (EBIT).

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

رقم الأعمال
- الاستهلاكات الوسيطية، التغيير في المخزون
= **هامش الربح الإجمالي Marge brute**
- المصاريف الخارجية - الضرائب والرسوم - مصاريف العاملين + النواتج الأخرى – الأعباء الأخرى
= **الفائض الإجمالي للاستغلال المعدل Excédent brut d'exploitation retraité (EBITDA)**
- **مخصصات الاهتلاكات والمؤونات**
= **نتيجة الاستغلال المعدلة Résultat d'exploitation retraité (EBIT)**.....(73)

لا يطبق مضاعف النتيجة على (EBIT) أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب بل يطبق على نتيجة الاستغلال التي تمثل مكافئة المساهمين والدائنين بعد دفع الضرائب، فالنتيجة تمثل القدرة الربحية للمؤسسة ومنه فمن الضروري خصم الديون الصافية للحصول على حقوق المساهمين.

قيمة الأموال الخاصة – مضاعف النتيجة (أرباح الاستغلال بعد الضريبة – صافي الديون المالية).....**(74)**

Valeur des capitaux propres = Multiple d'exploitation × (Bénéfice d'exploitation après impôts - Dettes financières nettes)

ويتحدد مضاعف النتيجة من خلال العلاقة التالية :

$$muiltiple\ EBIT = \frac{actifs - d'exploitation}{EBIT} = \frac{CB+DN+IF}{EBIT} \quad \text{.....(75)}$$

نعتمد على أصول الاستغلال لتحديد هذا المضاعف لأن قيمة المؤسسة تتكون من إجمالي قيمة الديون وقيمة حقوق المساهمين السوقية مطروح منها قيمة الأصول التي تم الاستغناء عنها، فقيمة المؤسسة . من المفروض أن تعبر على إجمالي القيمة السوقية للأصول المنتجة للمؤسسة.

ب- مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (EBITDA).

يمكن تقييم المؤسسة بالاعتماد على المجاميع أعلى جدول حسابات النتائج عن طريق الفائض الإجمالي للاستغلال، ويستخدم هذا المضاعف على نطاق واسع لتقييم المؤسسات خلال عمليات الاندماج والاستحواذ وأن الفائض الإجمالي للاستغلال لا يأخذ بعين الاعتبار مخصصات الاهتلاكات والمؤونات التي يمكن أن تصل إلى حدود 15% من رقم الأعمال في بعض القطاعات، ولتحديد قيمة المؤسسة وفق مضاعف (EBITDA) يجب استبعاد صافي الديون.

قيمة الأموال الخاصة = مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (EBITDA – صافي الديون المالية)..... **(76)**

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

ويتحدد مضاعف النتيجة من خلال العلاقة التالية :

$$muiltiple\ EBITDA = \frac{actifs - d'exploitation}{EBITDA} = \frac{CB+DN+IF}{EBITDA} \quad \text{.....(77)}$$

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

3. المضاعفات الأخرى (Les autres multiples).

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

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

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

$$X = muiltiple\ FTD = \frac{VE}{FTD_e} \quad \text{.....(78)}$$

حيث:

FTD_e: تدفقات الخزينة المتاحة للمتوقعة للفترة t+1:

VE: قيمة المؤسسة للفترة t

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

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

القدرة على التمويل الذاتي= النتيجة الصافية للمجموعة + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات..... **(79)**

CAF = Résultat net du groupe + dotation aux amortissements et provisions

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

الفائض الإجمالي للاستغلال
- **المصاريف المالية الصافية**
- **المصاريف الاستثنائية الصافية**
- **الضرائب على الأرباح**
= **القدرة على التمويل الذاتي CAF**.... (80)

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

$$X = muiltiple\ CAF = \frac{VE}{CAF_e} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (81)$$

حيث:

CAF_e : القدرة على التمويل الذاتي المتوقعة للفترة t1؛

VE: قيمة المؤسسة للفترة t

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

$$X = muiltiple\ ANC = \frac{VE}{ANC_e} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (82)$$

حيث :

ANC_e : الأصل الصافي المحاسبي المتوقعة للفترة t+1؛

VE: قيمة المؤسسة للفترة t.

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

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

مهدت الأبحاث والدراسات المالية والمحاسبية إلى ظهور بعض المقاربات الحديثة في التقييم منها من ينطلق من القدرة على خلق القيمة الذي يعتبر هدف المؤسسة مهما كان نوعها، فإنشاء المؤسسة وإستمراريتها النشاط مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة

وتعتبر القيمة السوقية المضافة أهم مؤشر لقياسها، كما ظهرت طرق أخرى للتقييم كنموذج (Feltham et Ohlson) الذي ينطلق من منظور محاسبي يعتمد على المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية وتستخدم المنظور المالي خصوصا نموذج التدفقات النقدية المتاحة المخصومة للوصول إلى القيمة السوقية للمؤسسة.

المحور التاسع

طرق التقييم الحديثة

يعتبر موضوع تقييم المؤسسة من أحد المسائل الهامة في مجال الإدارة المالية، فلم يعد القدرة على تحقيق الأرباح مؤشرا كافيا لتحديد قيمة المؤسسة، حيث وجه لهذا الهدف مجموعة من الانتقادات ليظهر فيما بعد الهدف الجديد للإدارة المالية الحديثة وهو تعظيم الثروة عن طريق تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه قام من الباحثين والمحللين الماليين بعرض مجموعة من الطرق الحديثة للتقييم، استطاعت أن تعالج بعض نقاط الضعف المأخوذة عن الطرق الكلاسيكية منها على سبيل المثال أنها لا تراعي بعض المؤشرات كأخطر النمو إضافة إلى أنها تقوم على فرضية ديمومة واستمرارية النتائج المحققة ولا تأخذ بعين الاعتبار المعطيات المحاسبية التي لا تطابق الواقع.

عرفت مقاربات التقييم الكلاسيكية انتشار واستعمالا واسعا من قبل المقيمين والمحللين الماليين، إلا أن هذا لم يمنع ظهور بعض المقاربات الحديثة لعل أهمها مقاربة التقييم من منظور نظرية الخيارات التي تعتبر أحد الوسائل الهامة المستخدمة في مجال اجتناب نقل المخاطر المالية، وقام (choles & Black) بتطويرها بناءا على مجموعة من الفرضيات إلى نموذج لتحديد قيمة الأموال الخاصة، الاستدانة ومن ثمة قيمة المؤسسة محل التقييم كما ظهرت مقاربة أخرى للتقييم انطلاقا من القدرة على خلق القيمة اعتمدت هذه المقاربة على الهدف

الحديث للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها السوقية، واستعملت في ذالك طريقة تسمى بطريقة القيمة السوقية المضافة، وظهرت مقاربة أخرى حاولت الانطلاق من المعطيات التي توفرها القوائم المالية للوصول إلى القيمة السوقية للمؤسسة، حيث اعتمدت هذه الطريقة التي جاء بها (Feltham et Ohlson) على مرجعية محاسبية، تربط بين الأرباح، التوزيعات النقدية والقيمة المحاسبية لحقوق الملكية بالقيمة السوقية لحقوق المساهمين يعكس هذا النموذج بصورة مباشرة العلاقة الموجودة بين الأرباح المحاسبية وحقوق المساهمين ويربطها بالقيمة السوقية للمؤسسة.

1. التقييم من منظور نظرية الخيارات.

تعتبر نظرية الخيارات إحدى أهم النظريات الحديثة المستعملة في مجال الهندسة المالية، لعبت دور هام في تنشيط البورصات العالمية وساهمت في تسيير عملية التداول لغرض الاستثمار المضاربة والتحوط من تقلبات السوق، فضلا على الأثر الذي أحدثته في مجال التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية فالخيارات تعطي للمستثمر فرصة مهمة في تقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود أخر بسعر محدد في موعد محدد، ظهرت هذه النظرية في بداية السبعينات ولقيت استعمالا واسعا من قبل المتعاملين والمحللين الماليين ليتم تطويها فيما بعد واستخدامها لتقييم المؤسسة.

أ- مفهوم الخيار ومحدداته:

يعرف الخيار على أنه عقد قابل للإلغاء يعطي لصاحبه الحق في الخيار بين الشراء (البيع) من عدمه لأصل معين بسعر محدد مسبقا بتاريخ لاحق، فخيار الشراء يتم لتغطية مخاطر الارتفاع وخيار البيع يتم لتغطية مخاطر الانخفاض في سعر الأصل محل التعاقد، وتتمثل قيمة الخيار في الفرق بين السعر السوقى للأصل وسعر الممارسة خلال فترة الاستحقاق، وعليه يمكن القول أن السعر السوقي للأصل محل التعاقد هو المحدد الرئيسي لقيمة الخيار، إلا أنه ليس سعر الوحيد بل توجد عدة عناصر تؤثر عليه نذكر منها:

- التنفيذ أو الممارسة Le prix d'exercice؛
- تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد La volatilité du sous-jacent؛
- مدة حياة الخيار La durée de vie de l'option؛
- معدل المردودية دون مخاطرة Le taux de rentabilité sans risque؛
- التوزيعات المتولدة عن الأصل Le dividende؛
- المخاطر النظامية Le risque systemique.

يعتبر خيار الشراء بمثابة الوعد بالبيع، فعند بلوغ تاريخ التنفيذ فإن مالك خيار الشراء له الحرية تنفيذ هذا الخيار أما بائع هذا الخيار (من قدم الوعد) يكون مجبر على التنفيذ

إذا ما طلب منه مشتري خيار الشراء ذلك، وعليه فمالك خيار الشراء لا ينفذ خياره إلا إذا كان السعر الذي تم الاتفاق عليه أقل من السعر السوقي للأصل موضوع التعاقد يوم تنفيذ العقد، أما خيار البيع فهو وعد بالشراء يكون البائع محبر على شراء الأصل موضوع الاتفاق ولو كانت القيمة السوقية للأصل موضوع التعاقد يوم التنفيذ أقل من السعر المتفق عليه في خيار البيع، وبالمقابل تحفظ مشتري خيار البيع بميزة تنفيذ الخيار من عدمه.

يتم اللجوء إلى تقنية الخيارات نتيجة لتزايد مخاطر عدم التأكد من تحقق التنبؤات لعدم تطابق المعلومات، وعليه لا وجود للخيارات في عالم خالي من المخاطر يمكن فيه التنبؤ بالمستقبل بدقة، ومنه تعتبر الخيارات حل للمتعاملين في السوق المالية من أجل التقييم وتعويض الخطر، ويتضح مما سبق أن قيمة الخيار دالة متعددة الخيارات تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي يعتبر معلوم ومحدد في العقد وعليه يجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي، وقد ظهرت عدة طرق لتحديد قيمة الخيار أهمها نموذج (Black & Scholes).

ب- نموذج (Scholes & Black 1973):

ظهر هذا النموذج في بداية السبعينات من القرن الماضي من قبل العالميين (Ficher Black و Myron Scholes) ولقيت استعمالا واسعا من قبل المحللين الماليين، انطلق من فكرة بناء نموذج لتقييم سعر الشراء وبالتالي التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، ومنه تقدير تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لخصم تلك التدفقات ، وقام الباحثان بتطوير هذا النموذج الذي بني أساسا لتقدير خيارات الأسهم ليشمل الأدوات المالية الأخرى ويأخذ بعين الاعتبار التوزيعات ليعرف شكله النهائي الحالي (مسعودي، 2015).

ت- فرضيات النموذج.

يقوم النموذج على عدة فرضيات تتمثل فيما يلي:

الفرضية الأولى: الخيار محل التعاقد من النوع الأوروبي وليس الأمريكي؛

الفرضية الثانية: توجد إمكانية للبيع على المكشوف من دون قيود؛

الفرضية الثالثة: يأخذ السهم الصفقات على الأداة الأصلية) ، قيما مستمرة وموزعة طبيعيا، أي لا توجد قفزات في الأسعار كتلك التي تحدث بعد الإعلان عن عملية استيلاء مثلا؛

الفرضية الرابعة: رشادة المتعاملين؛

الفرضية الخامسة: لا توجد تكلفة للمعاملات، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية مهما صغر حجمها، إضافة إلى افتراض أن المعلومات عن السوق تتاح للجميع في ذات اللحظة ؛

الفرضية السادسة: العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ثابت؛

الفرضية السابعة : سعر الفائدة ثبات

الفرضية الثامنة: لا توجد توزيعات على السهم المعني خلال فترة الخيار (أي حتى تاريخ الاستحقاق)؛

الفرضية التاسعة : ثبات تذبذب الأداة الأصلية خلال الفترة.

ث- الصيغة الرياضية للنموذج.

قام (Scholes & Black) بصياغة العلاقة للنموذج على النحو التالي:

$$C = S\,N(d_1) - Ee^{-rT}\,N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \frac{(r+\delta^2)}{2}T}{\delta\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T} \quad \text{.....(83)}$$

علما أن:

T: الفترة حتى تاريخ الاستحقاق (% سنوات)

In: اللوغريتم الطبيعي

δ^2 : تقلبات سعر الأصل محل التعاقد (التباين)

S :قيمة السوقية للأصل محل التعاقد بتاريخ t = 0

E :سعر الممارسة

e : Napier's Constant عدد ثابت=2.7182818284

r :معدل المردودية دون مخاطر

$N(d_1)$: احتمال أن متغير وفق قانون (Gauss) له قيمة أقل من d (دالة كثافة القانون الطبيعي)

ج- تقييم المؤسسة وفق نظرية الخيارات:

يتم تقييم المؤسسة وفق نظرية الخيارات على خلفية أن الأموال الخاصة تعطي لصاحبها الحق في امتلاك الأصول التي تكون لديهم بعد تسديد الديون للدائنين، وعليه حسب هذه الطريقة الأموال الخاصة تمثل خيار الشراء على الأصول الصافية للمؤسسة، ولامتلاك الأصول يجب تسديد حقوق الدائنين وعليه الديون تمثل سعر التنفيذ أو الممارسة والذي يمكن حسابه انطلاقا من العلاقة أعلاه.

لتطبيق هذه العلاقة على الأسهم لا بد من القيام ببعض التعديلات وهي:

- استبدال C سعر الممارسة بقيمة للأسهم؛
- استبدال S بالقيمة السوقية للأصول الاقتصادية؛
- استبدال E مبلغ الديون (والفائدة) المسددة في نهاية الفترة؛
- δ^2 يمثل تباين الأصول الاقتصادية.

تسمح طريقة التقييم وفق نظرية الخيارات بالأخذ بعين الاعتبار عند تطبيق العلاقة إستراتجية الإدارة للمسيرين و تقلبات الأرباح، كما تجدر بنا الإشارة إلى أن هذا النموذج سيتم الاعتماد عليه كثير في عمليات التقييم مع انتشار معايير المحاسبة الدولية التي تتجه نحو التقييم وفق القيمة السوقية

المحور العاشر

التقييم من منظور خلق القيمة

تهدف المؤسسة مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة في البورصة أم لا إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها والمساهمين وكل الأطراف المهتمة بها، ولعل ما يفسر ذالك أن إنشاء المؤسسة واستمراريتها في النشاط مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى قدرتها على خلق القيمة، وهناك عدة مؤشرات لقياس القدرة على خلق القيمة أهمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (Economico Value Added) الذي عرف استعمالا واسعا في هذا المجال.

تندرج مؤشرات خلق القيمة فيما يعرف بنظام تقييم الأداء، كانت بدايات ظهوره مرتكزة على مرجعية محاسبية ومع تطور المؤسسات ومحيطها ظهرت عدة محاولات لتطوير هذا المفهوم، ويعود الفضل في تطوير هذا النموذج إلى شركة الدراسات الأمريكية (Stern Et Stewart) ، ثم تطبيقه على العديد من المجمعات الاقتصادية الأنجلوسكسونية، أما في فرنسا تعود بدايات تطبيق هذا النموذج إلى بعض المؤسسات منها (Siemens SA Lafarge Danone)

أ- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة.

القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة، وهي الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي الذي يقيس نتيجة المؤسسة بالفرق بين مبيعاتها وتكاليفه الخاصة بعد أن نضيف إلى هذا الأخير المصاريف المالية المرتبطة بالأصول، كما تعد طريقة للتحفيز ، حيث تقوم بقياس حيث تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسة أمام المساهمين وعليه تصبح وسيلة لدفع المسيرين إلى بذل مجهود أكبر لتحسين أداء مؤسساتهم، وتصبح بذلك طريقة للتسيير يتم بموجبها ربط المسيرين وتحسيسهم بما وفق منطق النتائج مقابل الوسائل من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف المسيرين، وبعد التعديلات التي طرأت على هذا المؤشر أصبح أداة متكاملة لقياس الأداء وربطه بخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، ويمكن التعبير عن القيمة الاقتصادية

المضافة من خلال العلاقة التالية (عبد الحسين دلول، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية)، 2017):

$$EVA = R(1-T) - (CMPC \times CE) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (84)$$

R : النتيجة الصافية للاستغلال؛

T: معدل الضريبة؛

CMPC: التكلفة المتوسطة لرأس المال؛

CE : رأس المال المستثمر؛

إذا يمكن القول أن القيمة الاقتصادية المضافة الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوم منها تكلفة رأس المال المستثمر، وعليه يمكن القول:

القيمة الاقتصادية المضافة = الربح التشغيلي بعد الضريبة – (تكلفة رأس المال x رأس المال المستثمر)

EVA = NOPAT – (CMPC x CE).....**(85)**

تمثل صافي الأرباح الناتجة عن عملية التشغيل بعد الضريبة (NOPAT) هي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأرباح، ويمكن حساب قيمته كمايلي:

نتيجة الاستغلال قبل الضريبة على الأرباح EBIT avant impôt	
-	**الضريبة النظرية على الأرباح Impôt théorique sur l'EBIT**
+	**نتائج الشركات الزميلة**
+	**نتائج الشركات التابعة غير المدمجة**
صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة NOPAT..... (86)	

ويمكن حساب الأرباح الصافية الناجمة عن عملية التشغيل بعد الضريبة من خلال العلاقة التالية:

$$NOPAT_t = (1-T_t)(CA_t - Cex_t) \quad \text{.....(87)}$$

CA_t : رقم الأعمال للفترة t؛

Cex_t : مصاريف الاستغلال ومخصصات الإهتلاك للفترة t؛

وكما نعلم التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMPC) تتحدد من خلال العلاقة:

$$K = CMPC = \frac{V_{CP}}{VE} K_{CP} + \frac{V_{DN}}{VE} K_{DN}(1 - T_i) \quad \text{.....(88)}$$

أما معدل مردودية الأموال المستثمرة يتحدد من خلال العلاقة التالية:

$$r = \frac{NOPAT}{CE} \quad \text{.....(89)}$$

ومنه يمكن تحديد القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة التالية :

$$EVA = (r - K)CE \quad \text{.....(90)}$$

مما سبق يمكن القول أن المفهوم الأساسي لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة يمثل الهامش الذي ينتج

عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة رؤوس الأموال المستخدمة والذي يعرف اقتصاديا بالربح الاقتصادي ، ومنه يمكن الحكم على

مؤسسة ما أنها قامت بخلق القيمة عندما تكون نتيجة الاستغلال للسنة تفوق تكلفة رأس المال، فالقيمة الاقتصادية المضافة تقيس القدرة على خلق الثروة خلال فترة (سنة) أما إذا أردنا معرفة هذه القدرة خلال مجموعة من السنوات فيتم تحديدها من خلال القيمة السوقية المضافة.

ب- القيمة السوقية المضافة:

تمثل القيمة السوقية المضافة القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم والمستحدثة بمعدل يساوي التكلفة المتوسطة لرأس المال، فهي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة زمنية طويلة ويمكن التعبير عن القيمة السوقية المضافة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{MVA} = \sum_{i=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t} \quad \text{.....(91)}$$

عكس القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتبر مؤشر لقياس الأداء الداخلي للمؤسسة، القيمة السوقية المضافة تعتبر طريقة لقياس الأداء من وجهة نظر خارجية، فهو يعطي صورة عن فائض القيمة التي سيحققها المساهمين في حالة التنازل عن المؤسسة ، فائض القيمة هذا يمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة المحاسبية الأموال الخاصة.

إذا تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة انطلاقا من القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر مضاف إليه القيمة السوقية المضافة، وهذا على النحو التالي:

$$\text{VM} = CE_0 + \sum_{i=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t} \quad \text{.....(92)}$$

CE: القيمة المحاسبية لرأس المال.

بعد استعراضنا للنموذجين الحدثين للتقييم المرتكزين على خلق القيمة يمكن القول أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة له جذور اقتصادية، تبلورت بشكل عملي مع ظهور

مؤشر الأداء (الربح المتبقي) فالقيمة المضافة ما هي إلى مؤشر لقياس الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال، أما القيمة السوقية المضافة فترتكز على مرجعية مالية لكونها انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية، ورغم أن طريقة القيمة الاقتصادية المضافة تقيس العائد الحقيقي لإجمالي رأس المال المستثمر أخذتا بعين الاعتبار تكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض، إلا أن نموذج القيمة السوقية المضافة تعطي نتائج مماثلة لطريقة التدفقات النقدية المتاحة وذلك لأن البسط في كلا المعادلتين متساوي، أما المقام يعطي صورة للتدفقات النقدية المتاحة في شكل عوامل لخلق القيمة، وعليه فطريقة القيمة السوقية المضافة تعتمد على خلفية ترتكز على منظور التدفقات النقدية المتاحة المخصومة التي تعود لنظرية الاستثمار، مع اعتماد بعض التعديلات للخروج بمؤشر يستطيع قياس القدرة على خلق القيمة بشكل عملي، يسمح للمؤسسة باتخاذ قرارات لها تأثيرات على المدى الطويل.

تمارين ومسائل

السلسلة رقم 01

التمرين الأول

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، طلب منك استشارة حول حيازة مؤسسة اقتصادية ما محل التقييم، وأسندت إليك عملية التقييم ، وفي سبيل إنجاز المهمة على أكمل وجه قمت بجمع الوثائق المختلفة(المحاسبية، والمالية، وغيرها)...، الخاصة بالمؤسسة محل التقييم، وكانت ميزانيتها كمايلي

الأصول	القيمة الإجمالية	الإهتلاكات ةخسائر القيمة	القيمة المحاسبية الصافية	الخصوم	المبالغ
الأصول غ الجارية				**الأموال الخاصة**	
التثبيتات المعنوية	500.000	120.000	380.000	راس المال الجماعي	3.000.000
التثبيتات العينية	2500.000	400.000	2.100.000	نتيجة السنة المالية	150.000
التثبيتات المالية	450.000	60.000	390.000	**مجموع الأموال الخاصة**	**3.150.000**
مجموع الأصول غ الجارية	**3.450.000**	**580.000**	**2.870.000**	**الخصوم الغير جارية**	
الأصول الجارية				اقتراضات لدى مؤسسات القرض	300.000
المخزونات والمنتجات قيد الصنع	650.000	80.000	570.000	**مجموع الخصوم الغير جارية**	**300.000**
الزبائن والحسابات الملحقة	400.000	50.000	350.000	**الخصوم الجارية**	
المدينون الآخرون	180.000	-	180.000	موردو المخزونات و الخدمات	600.000
القيم المنقولة للتوظيف	150.000	-	150.000	الضرائب الدائنة	250.000
أموال الخزينة	340.000	-	340.000	مساهمات بنكية جارية	160.000

مجموع الأصول الجارية	1.720.000	130.000	1.590.000	مجموع الخصوم جارية	1.010.000
مجموع الأصول	5.170.000	710.000	4.460.000	مجموع الخصوم	4.460.000

بعد تطلعك على الوثائق الملحقة والمعلومات المحاسبية اكتشفت المعلومات التالية:

-من بين المدينون الآخرون مبلغ 80.000دج كأعباء معاينة مسبقا ومتعلقة بنشاط خارج الاستغلال؛

-من بين الموردون والحسابات الملحقة : موردو المخزونات بقيمة 420.000دج

-من ضمن حساب الضرائب مبلغ 50.000دج كضرائب على النتائج .

المطلوب:

-باعتبارك خبير في التقييم، إستخرج الميزانية الوظيفية؟

-حلل الميزانية الوظيفية بواسطة الرأسمال العامل الصافيFRNG "" وحلل وضعية المؤسسة؟

التمرين الثاني:

ليكن لديك المعطيات التالية حول مؤسسة إقتصادية بتاريخ 2013/12/31

الإستخدامات	المبالغ	%	الموارد	المبالغ	%
الإستخدامات الثابتة	**1.250.000**	؟	**الموارد الثابتة**	**1.500.000**	؟
			الموارد الخاصة	.....	؟
			الديون المالية	.....	12
الإستخدامات المتداولة	.....	؟	**الموارد المتداولة**	.....	**40**
الإستخدامات المتداولة للإستغلال	.....	30	الموارد المتداولة للإستغلال	.....	؟
الإستخدامات المتداولة خارج الإستغلال	.....	؟	الموارد المتداولة خارج الإستغلال	.....	20
إستخدامات الخزينة	.....	12	الموارد الخزينة	180.000	؟
مجموع الإستخدامات		**100**	**مجموع الموارد**	.....	**100**

.....

المطلوب:

- إتمام الميزانية الوظيفية
- حساب مؤشرات التوازن المالي (FRNG, BFR, TN,)
- حدد نسب الهيكلة المالية
- قدم تقريرا على الوضعية المالية بناء على النتائج السابقة

حل السلسلة 01

التمرين الأول:

1/ إستخراج الميزانية الوظيفية

- الإهتلاكات وخسائر القيمة تحول إلى الأموال الخاصة إلى جانب الموارد الدائمة (الثابتة).

الإهتلاكات وخسائر القيمة=

120.000دج+400.000دج+60.000دج+80.000دج+50.000دج =

710.000دج

- المدينون الآخرون قيمتها 180.000دج تنقسم إلى قسمين:

مدينون آخرون بقيمة 100.000دج (إستخدامات للإستغلال)

أعباء معاينة مسبقا 80.000دج (إستخدامات خارج للإستغلال)

- الموردون والحسابات الملحقة 600.000دج تنقسم إلى قسمين:

موردو المخزونات 420.000دج (موارد الإستغلال)

موردو الخدمات 180.000دج (موارد خارج الإستغلال)

- الضرائب الدائنة 250.000دج تنقسم إلى قسمين:

ضرائب دائنة 200.000دج (موارد الاستغلال)

ضرائب على الارباح 50.000دج (موارد خارج الاستغلال)

الميزانية الوظيفية:

الاستخدامات	المبالغ الجمالية	الموارد	المبالغ الجمالية
الإستخدامات المستقرة Es	3450000	**الموارد الدائمة Rd**	4160000

(الاصول غير المتداولة)		**الأموال الخاصة.**	3860000
– القيم الثابتة المعنوية	500000	– رأس المال الجماعي	3000000
– القيم الثابتة المادية	2500000	– الإهتلاكات وخسائر القيمة	710000
– القيم الثابتة المالية	450000	– نتيجة السنة المالية	150000
		الديون المالية.	300000
		– الاقتراضات لدى مؤسسات القرض	300000
		موارد خارجية	1010000
إستخدامات الاستغلال Eex	1720000	**موارد الاستغلال Rex**	620000
– المخزومات والمنتجات قيد التنفيذ	650000	– موردو المخزونات	420000
– الزبائن والحسابات الملحقة	400000	– الضرائب الدائنة	200000
– حسابات الغير المدينون الآخرون	100000		
إستخدامات خارج الاستغلال Ehex	230000	**موارد خارج الإستغلال Rhex**	230000
– القيم المنقولة للتوظيف	150000	– موردو الخدمات	180000
– أعباء معاينة مسبقا	80000	– الضرائب على النتائج	50000
إستخدامات الخزينة ET	340000	**موارد الخزينة Rt**	160000
		– المساهمات البنكية الجارية.	160000
مجموع الاستخدامات بالقيم	**5170000**	**مجموع الموارد بالقيمة**	**5170000**

الاجمالية		**الإجمالية**	

2- تحليل نسبة FRNG:

المؤشر	القيمة	التحليل
FRNG (RD-ES)	710000	هذا يعني أن الموارد الثابتة تمول الاستخدامات المستقرة بالكامل إضافة إلى فائض (هامش الأمان) قدره 710000دج وهذه هي الوضعية الجيدة والصحيحة للمؤسسة
BFRNG (Eex+Ehex)-(Dex+Dhex)= (Ec+Et)-(Dc+Dt)	530000	وهدا يعني بأن الموارد المالية الجارية المتاحة بالنسبة للمؤسسة ير كافية لتغطية دورة الاستغلال والدورة خارج الاستغلال وهذا يعني أن المؤسسة بحاجة إلى مورد مالى جديد لتغطية هذا العجز ، ويمكن تفسير هذه الوضعية ايضا على أن هناك بطئ في دوران المخزون إضافة إلى منح آجال طويلة للزبائن لدفع مستحقاتهم المالية في مقابل أن فترة تسديد الديون قصيرة
TN (Et+Dt)	180000	القيمة موجبة وهذا جيد للمؤسسة وفي نفس الوقت لابد أن لاتكون كبيرة لأنها أموال عاطلة عن العمل

سلسلة الأعمال الموجهة رقم (02)

التمرين الأول:

بغرض شراء مؤسسة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (**بولايــة ميلة**)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، كانت المعلومات التي تحصل عليها الخبير كما يلي:

أولا: الأصول: الميزانية بتاريخ 2019/12/31:

الأصـــــــــــول	الإجمالي في 2020	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2019
الأصول غير الجارية			
برمجيات المعلومات	700.000	150000	550000
مساهمات وحسابات دائنة	900.000	400000	500000
مجموع الأصول غير الجارية	**1.600.000**	**550000**	**1050000**
الأصول الجارية			
مخزونات البضائع	675.000	10000	665000
الزبائن	100.000	-	100000
الاعباء المعاينة مسبقا	40.000	-	40000
أموال الخزينة	120.000		120000
مجموع الأصول الجارية	**935.000**	**10000**	**925000**
مجموع الأصول	**2.535.000**	**560000**	**1975000**

ثانيا: الخصوم

الخصـــــــــــــوم	الصافي في 2019
الأموال الخاصة	
رأس المال جماعي	800000
نتيجة السنة المالية	225000
مجموع الأموال الخاصة	**1025000**
الخصوم غير الجارية	
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	375000
مجموع الخصوم غير الجارية	**375000**
الخصوم الجارية	
موردو المخزونات والخدمات	200000
الضرائب الدائنة	350000
مساهمات بنكية جارية	25000
مجموع الخصوم الجارية	**575000**
مجموع الخصـــوم	**1975000**

المطلوب: أحسب الأصل المحاسبي الصافي

التمرين الثاني: بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال إستشارة بما أنّه بصدد التفاوض حول حيازة مؤسسة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (**بولاية ميلة**)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان،والبيانات التي تحصل عليها الخبير قوائمها المالية كما يلي:

1- الميزانية بتاريخ 2019/12/31

أولا: الأصول:

الأصـــــــــــول	الإجمالي في 2019	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2019	الصافي في 2018
الأصول غير الجارية				

أراضي	4000000	-	4000000	4000000
مباني	8000000	**2000000**	**6000000**	6200000
منشآت تقنية – معدات صناعية-	2000000	1000000	1000000	1200000
معدات نقل	2400000	**1440000**	**960000**	1440000
الحسابات الدائنة المرتبطة بالمساهمات	1000000	-	1000000	1000000
مجموع الأصول غير الجارية	**17400000**	**4440000**	**12960000**	**13840000**
الأصول الجارية				
منتجات مصنعة	400000	-	400000	450000
الزبائن	500000	-	500000	400000
بنوك حسابات جارية	720000	-	720000	400000
مجموع الأصول الجارية	**1620000**	**00**	**1620000**	**1250000**
مجموع الأصول	**19020000**	**4440000**	**14580000**	**15090000**

ثانيا: الخصوم

الخصـــــــــــــوم	**الصافي في 19 20**	**الصافي في 2018**
الأموال الخاصة		
رأس المال جماعي	8900000	8900000
الاحتياطات	880000	880000
نتيجة السنة المالية	1800000	1300000
مجموع الأموال الخاصة	**11580000**	**11080000**
الخصوم غير الجارية		
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	**1600000**	2250000
مجموع الخصوم غير الجارية	**1600000**	**2250000**
الخصوم الجارية		
موردو المخزونات والخدمات	1400000	1760000
مجموع الخصوم الجارية	**1400000**	**1760000**
مجموع الخصـــوم	**14580000**	**15090000**

2- إليك المعطيات التالية المستخرجة من وثائق المؤسسة والمصالح المختصة:

- **الأراضي:** مساحتها الإجمالية 4000 م^2، وهي على صنفين أراضي مبنية بمعدل 75% والباقي غير مبنية، ووفقًا للسوق العقارية يبلغ سعر المتر الواحد 1200 دج.

- **المباني:** استلمتها في بداية سنة 2009 وهي عبارة عن ورشات ومخازن ومباني أخرى موجهة كلّها للاستغلال، وتقدر تكلفة بناء المتر الواحد حسب المكاتب العقارية بـ: 4000 دج، ومعامل الامتلاك (1.00).

- **المعدات الصناعية:** تشهد انخفاض في أسعارها بمعدل 10% بسبب ظهور آلات وعتاد متطور من الناحية التكنولوجية.

- **بالنسبة لمعدات النقل:** حازت عليها المؤسسة في بداية 2019 تبلغ حاليا قيمتها الجديدة حسب خبراء التأمين 1500000 دج وهي موجهة كلّها للاستغلال.

- **سندات المساهمة:** لدينا أسهم لفندق الأوراسي سعر شراء السهم بلغ: 500 دج، وأسهم مجمع صيدال عددها 500 سهم بسعر شراء 1000 دج للسهم الواحد بلغت قيمها حاليا 400 دج، 1360 دج للسهم الواحد على التوالي.

- **المنتجات المصنعة:** بلغ سعر البيع التقديري لها 600000 دج، وتقدر مصاريف إتمام عملية البيع 50000 دج.

- **الزبائن:** التوقعات تشير إلى عدم قدرة الزبون " مؤسسة نوميديا" على سداد ديونها تجاه المؤسسة، والمقدرة بـ: 50000 دج.

- **عملية المقاربة البنكية**: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ: 50000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 30000 دج لم تسجل.

<u>المطلوب:</u> أحسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل المحاسبي المصحح (***ANCC***)؟

أحسب قيمة الذمة المالية للمؤسسة ؟

الحل:

التمرين الأول:

- **حساب الأصل المحاسبي الصافي:**

الطريقة الأولى: من أعلى الميزانية

الأصل المحاسبي الصافي = مجموع الأصول – مجموع الديون

= مجموع الأصول – الخصوم الجارية – الخصوم الغير جارية = 1975000- 375000- 575000 = 1025000 دج

الطريقة الثانية: من أسفل الميزانية

الأصل الصافي المحاسبي = رأس المال + الاحتياطات + النتيجة السنة المالية

= 800000 + 225000 = 1025000 دج.

الحل: التمرين الثاني

-حساب قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

- **تصحيح الأراضي:** المساحة الإجمالية 4000 م^2،

المساحة المبنية = 0.75 × 4000 م^2= 3000 م^2

المساحة غير المبنية = 0.25 × 4000 م^2 = 1000 م^2

قيمة الأراضي المبنية = المساحة المبنية × سعر متر المربع – التخفيض المطبق (30%)

= 3000×1200 – (0.3×3000×1200) =3600000-(3600000× 0.3)

= 3600000-1080000 = 2520000 دج

قيمة الأراضي غير المبنية = المساحة × سعر المتر المربع = 1000 × 1200

= 1200000 دج

قيمة الأراضي = قيمة الأراضي المبنية + قيمة الأراضي غير المبنية

= 2520000 + 1200000 = 3720000 دج

قيمة الأراضي = 3720000 دج

- **تصحيح المباني:** مباني موجهة كلها للاستغلال إذن:

القيمة الإستعمالية للمباني = المساحة× تكلفة بناء المتر الواحد× معامل الامتلاك× معامل القدم

$$\text{معامل القدم} = \frac{\text{مدة الاستخدام}}{\text{العمر الإجمالي للتثبيت}} \qquad \text{عدد سنوات الاهتلاك} = \frac{\text{مجموع الاهتلاكات المتراكمة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

$$\text{العمر الكلي للتثبيت} = \frac{\text{تكلفة الحيازة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

عدد سنوات الإهتلاك = 200000/2000000 = 10 سنوات

العمر الكلي للتثبيت = 200000/8000000 = 40 سنة

معامل القدم = 40/10 = 4/1

ومنه قيمة المباني = 3000 × 4000 × (1) × ¼ = 3000000 ضج

قيمة المباني = 3000000 دج

- **تصحيح المعدات الصناعية:** تشهد انخفاض في أسعارها بمعدل 10%

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

قسط الإهتلاك السنوي =

= 1200000-1000000 = 200000 دج

$$\text{عدد سنوات الاهتلاك} = \frac{\text{مجموع الاهتلاكات المتراكمة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}} \qquad \text{العمر الإنتاجي} = \frac{\text{تكلفة الحيازة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

عدد سنوات الاهتلاك = 200000/1000000 = 5 سنوات

العمر الإنتاجي = 200000/2000000 = 10 سنوات

المدة المتبقية = العمر الإنتاجي – عدد سنوات الاهتلاك = 10 – 5 = 5 سنوات

قيمة المعدات الصناعية = 2000000 (1-0.1)× 10/5 = 900000 دج

قيمة المعدات الصناعية = 900000 دج

- تصحيح معدات النقل: بلغت قيمتها الجديدة 1500000 ضج

$$\textbf{القيمة الاستعمال} = \frac{\textbf{(القيمة المحاسبية الصافية× القيمة الجديدة)}}{\textbf{القيمة الإجمالية}} = \frac{\textbf{(1500000 ×960000)}}{\textbf{2400000}}$$

قيمة معدات النقل = 600000 دج

قيمة المعدات النقل = 600000 دج

- تصحيح سندات المساهمة :

المساهم الأول فندق الاوراسي = 500 x، المساهم الثاني = 500× 1000، ق إ = 1000000 دج

$$\textbf{x} = \frac{\textbf{500000-1000000}}{\textbf{500}} = \textbf{1000}$$

إذن: 1000000 = 500 x + 500000 ومنه

أي أنّ عدد أسهم فندق الأوراسي هي: 1000 سهم

ولدينا قيمة سندات المساهمة = عدد الأسهم × القيمة الحالية للأسهم

= 1000× 400+500×1360 = 1080000 دج

قيمة سندات المساهمة = 1080000 دج

- تصحيح المنتجات المصنعة = سعر البيع التقديري – مصاريف إتمام البيع

= 600000-50000 = 550000 دج

- تصحيح الزبائن:

قيمة الحقوق على الزبائن المصححة = رصيد الحقوق على الزبائن في 2012- خسائر القيمة الجديدة= 500000-50000 = 450000 دج

- **تصحيح البنك:**

رصيد الحساب البنكي المصحح = الرصيد في 2012- فوائد لصالح البنك + الفوائد الدائنة (لصالح المؤسسة)

= 720000-50000 ·30000 = 700000 دج

قيمة البنك = 700000 دج

ومنه مجموع الأصول المصححة = 3720000 + 30000000 + 600000 +900000+ 450000 +550000+700000 + 1080000 = 11000000 دج

مجموع الخصوم المستحقة المصححة = 1600000 +1400000 = 3000000 دج

من الأصل المحاسبي الصافي المصحح = مجموع الأصول المصححة – مجموع الخصوم المستحقة المصححة = 11000000- 3000000 = 8000000 دج

الأصل الصافي المصحح (ANCC) = 8000000 دج

ومنه: قيمة الذمة المالية للمؤسسة تحسب بـ:

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

= 11580000 + 80000000= 19580000 دج

قيمة الذمة المالية = 19580000 دج

سلسلة الأعمال الموجهة رقم (03)

التمرين الأول:

باعتبارك خبير مالي في التقييم طلب منك مستثمر المساعدة، لغرض حيازة شركة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية،قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية والمالية وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها الحالية بعين المكان، حيث كانت المعلومات التي تحصل عليها الخبير كما يلي:

- مجموع الأصول المصححة: 4590000 دج
- مجموع الخصوم غير الجارية =290.000دج
- مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة = 20% VSB + 910000
- مصاريف الضرورية لتجديد والحفاظ على المعدات والعتاد = 50% من مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة.
- عناصر خارج الاستغلال " مباني وأراضي"= 600000 دج
- النتيجة الصافية للسنة المالية = 670000 دج
- نواتج استثنائية = 30000 دج
- أعباء إستثنائية = 60000 دج
- مصاريف مالية، مصاريف الاستئجار بلغت: 100000 دج، 200000 دج على التوالي.

المطلوب:

1- إستنتج قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل الصافي المصحح "ANCC"؟
2- أحسب الربح المصحح "B" والقدرة الربحية "CB"؟
3- أحسب القيمة الجوهرية الإجمالية "VSB"؟
4- إذا علمت أنّ معدل الفائدة السائد في القطاع 10%، أحسب قيمة المؤسسة وفقا لمنظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة (الصافية- الإجمالية)؟
5- أحسب قيمة المؤسسة وفقا لمنظور فائض القيمة بالطريقة المباشرة (الإجمالية، الصافية)؟

التمرين الثاني:

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال استشارة بما أنّه بصدد التفاوض حول حيازة مؤسسة اقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (**بولاية بسكرة**)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، وكانت الخبير بيانات قوائمها المالية كما يلي:

1- الميزانية في 2019/12/31

أولا: الأصول:

الأصـــــــــــول	الإجمالي في 2018	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2019	الصافي في 2018
الأصول غير الجارية				
أراضي	4500000	-	4500000	4500000
مباني	12000000	2400000	9600000	9840000
منشآت تقنية – معدات صناعية-	6000000	15000000	4500000	4800000
معدات نقل	1800000	1080000	7200000	1080000

الحسابات الدائننة المرتبطة بالمساهمات	3000000	-	3000000	3000000
مجموع الأصول غير الجارية	**27300000**	**4980000**	**22320000**	**23220000**
الأصول الجارية				
بضاعة	900000	-	900000	850000
الزبائن	1000000	-	1000000	750000
بنوك حسابات جارية	600000	-	600000	750000
مجموع الأصول الجارية	**2500000**	**000000**	**2500000**	**2350000**
مجموع الأصول	**29800000**	**4980000**	**24820000**	**25570000**

ثانيا: الخصوم

الخصـــــــــــــوم	**الصافي في 2019**	**الصافي في 2018**
الأموال الخاصة		
رأس المال جماعي	6205000	6392500
الاحتياطات	3723000	3835500
نتيجة السنة المالية	2482000	2557000
مجموع الأموال الخاصة	**12410000**	**12785000**
الخصوم غير الجارية		
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	6205000	6392500
مجموع الخصوم غير الجارية	**6205000**	**6392500**
الخصوم الجارية		
موردو المخزونات والخدمات	6205000	6392500
مجموع الخصوم الجارية	**6205000**	**6392500**
مجموع الخصـــوم	**24820000**	**25570000**

ومن جدول حسابات النتائج لسنة 2019 تم استخراج ما يلي: مصاريف الاستئجار: 300000 دج، المصاريف المالية: 200000 دج، إيرادات استثنائية = 100000 دج، المصاريف الاستثنائية = 200000 دج.

2- إليك المعطيات التالية المستخرجة من وثائق المؤسسة والمصالح المختصة:

- **الأراضي:** مساحتها الإجمالية 4000 م^2، وهي عل صنفين أراضي مبنية بمعدل 80% والباقي غير مبنية، (موجهة للإستغلال) تكلفة حيازة المتر الواحد 500 دج.
- **المباني: عبارة عن ورشات ومخازن فقط،** وتقدر تكلفة بناء المتر الواحد حسب المكاتب العقارية بـ: 1000 دج، ومعامل الامتلاك (4.00). للإستغلال
- **المعدات الصناعية:** تشهد إرتفاع في أسعارها بمعدل 10% بسبب ظهور آلات وعتاد متطور من الناحية التكنولوجية. خ الإستغلال
- **بالنسبة لمعدات النقل:** تبلغ حاليا قيمتها الجديدة حسب خبراء التأمين 2000000 دج وهي موجهة كلّها للاستغلال.
- **سندات الماهمة:** هناك أسهم مجمع سوفيتال وسعرها 1000 دج، وأسهم فندق الزيبان وسعرها 5000 دج لكل سهم، وأسهم فندق نسيم وسعرها 2000 دج لكل سهم، حيث تشكل مساهماتهم

حدود متتابعة لمتتالية حسابية، حدها الاول مساهمة مجمع سوفيتال المقدرة بـ: 100000 دج، وبلغت قيمها الحالية 1500 دج، 1200 دج، 1800 دج للسهم الواحد على التوالي.

- **بضاعة:** بلغ سعر البيع التقديري لها 1000000 دج، وتقدر مصاريف إتمام عملية البيع 200000 دج.
- **الزبائن:** التوقعات تشير إلى عدم قدرة الزبون " عبد الرزاق" على سداد ديونها تجاه المؤسسة، والمقدرة بـ: 200000 دج، وعدم قدرة الزبون "كمال" على سداد ديونه أيضا المقدرة بـ: 50000دج .
- **عملية المقاربة البنكية**: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ: 10000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 40000 دج لم تسجل أيضًا.

المطلوب:

1- احسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل الصافي المصحح "ANCC"؟
2- أحسب القدرة الربحية "B"، والربح المصحح "CB"؟
3- أحسب القيمة الجوهرية الإجمالية للمؤسسة "VSB"، إذا علمت أن:

- مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة = 40% VSB
- مصاريف الضرورية لتجديد والحفاظ على المعدات والعتاد = 50% من مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة.

علما أن:

- معدل الفائدة السائد في القطاع هو 10%
- برمجيات المعلوماتية وما شابهها = 220000 دج
- تثبيتات عينية أخرى = 600000 دج عبارة عناصر خارج الاستغلال ؟

4- أحسب قيمة المؤسسة من منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة (الصافية، الاجمالية)؟

الحل: التمرين الأول

1- إستناج قيمة المؤسسة وفق الأصل الصافي المصحح "ANCC":

لدينا:

(ANCC) = مجموع الأصول المصححة – مجموع الخصوم المستحقة المصححة

= مجموع الأصول المصححة – مجموع الخصوم غير جارية – مجموع الخصوم الجارية

= 4590000-290000 – 800000 = 3500000 دج

2- حساب الربح المصحح "B" والقدرة الربحية "CB":

* الربح الصحح "B" = نتيجة السنة المالية (الربح المحاسبي) + (أعباء استثنائية + نواتج إستثنائية)

= 670000 + (60000 – 30000) = 700000 دج

* القدرة الربحية "CB" = الربح المحاسبي "B" + مصاريف مالية + مصاريف الاستئجار

= 700000 + 100000 + 200000 = 1000000 دج

3- حساب القيمة الجوهرية الإجمالية "VSB":

القيمة الجوهرية (VSB)= الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية (الأصول المصححة)+ مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات- العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال

ومنه: VSB = 4590000 + (910000+ VSB 0.2) + 0.5 (910000+ VSB 0.2) – 600000

VSB = 4590000 + VSB 0.2 + 910000 + VSB 0.1 – 455000 – 600000

VSB = VSB 0.3 + 5355000

5355000 = VSB 0.3 -VSB

5355000 = VSB 0.7 إذن 5355000/0.7 = 7650000 دج

4- حساب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة:

*** الصافية:**

$$V = GW + ANCC$$

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

$$GW = \frac{1}{2(0.1)}(700000 - 0.1 \times 3500000) = 1750000 \text{ دج}$$

$$V = GW + ANCC = 1750000 + 3500000 = 5250000 \text{ دج}$$

*** الإجماليــة:**

$$GW = \frac{1}{2i}(CB - i \times VSB)$$

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

$$V = \frac{1}{2} \times 7650000 + \left(\frac{1000000}{0.1} + 600000 - 290000\right) = 11185000 \text{ دج}$$

حساب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة المباشرة:

*** الطريقة الصافية:**

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

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

$$V = 3500000 + \frac{1}{0.25}(1000000 - 0.1 \times 7650000) = 4440000 \text{ دج}$$

*** الطريقة الإجمالية :**

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

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

$$V = 3500000 + \frac{1}{0.25}(1000000 - 0.1 \times 3500000) = 6100000 \text{ دج}$$

الحل: التمرين الثاني

1- حساب قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

- **تصحيح الأراضي:** المساحة الإجمالية 30000 م^2،

المساحة المبنية = 0.8 × 30000 م^2= 24000 م^2

المساحة غير المبنية = 0.2 × 30000 م^2 = 6000 م^2

قيمة الأراضي المبنية = المساحة المبنية × سعر متر المربع – التخفيض المطبق (%30)

= 500×24000 – (0.3×500×24000) =12000000-(0.3 ×12000000)

= 12000000-3600000 = 8400000 دج

قيمة الأراضي غير المبنية = المساحة × سعر المتر المربع = 500 × 6000 = 3000000 دج

قيمة الاراضي = قيمة الأراضي المبنية + قيمة الاراضي غير المبنية

= 8400000 + 3000000 = 11400000 دج

قيمة الأراضي = 11400000 دج

- **تصحيح المباني:** مباني موجهة كلها للاستغلال إذن:

القيمة الإستعمالية للمباني = المساحة× تكلفة بناء المتر الواحد× معامل الامتلاك× معامل القدم

$$\text{معامل القدم} = \frac{\text{مدة الاستخدام}}{\text{العمر الإجمالي للتثبيت}} \qquad \text{عدد سنوات الاهتلاك} = \frac{\text{مجموع الاهتلاكات المتراكمة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

$$\text{العمر الكلي للتثبيت} = \frac{\text{تكلفة الحيازة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

قسط الإهتلاك السنوي = ق م ص 2014- ق م ص 2015

= 9840000 -9600000 = 240000

لكن المباني مقسمة إلى ورشات ومخازن، إذن قسط الاهتلاك السنوي = 2/240000= 120000 دج

مجموع الاهتلاكات المتراكمة = 2/2400000 =1200000 دج

عدد سنوات الاهتلاك = 120000/1200000 = 10 سنوات

العمر الكلي للتثبيت = 120000/12000000 = 100 سنة

معامل القدم = 100/10

ومنه قيمة المباني = 24000 × 1000 × (4) × 100/10 = 9600000 دج

قيمة المباني = 9600000 دج

- **تصحيح المعدات الصناعية:** تشهد إنخفاض في أسعارها بمعدل 10%

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

قسط الإهتلاك السنوي = ق م ص $_{2014}$- ق م ص $_{2015}$ = 4800000 -4500000

= 300000 دج

$$\text{عدد سنوات الاهتلاك} = \frac{\text{مجموع الاهتلاكات المتراكمة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}} \qquad \text{العمر الإنتاجي} = \frac{\text{تكلفة الحيازة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

عدد سنوات الاهتلاك = 1500000/300000 = 5 سنوات

العمر الإنتاجي = 6000000/300000 = 20 سنوات

المدة المتبقية = العمر الإنتاجي – عدد سنوات الاهتلاك = 20 – 5 = 15 سنوات

قيمة المعدات الصناعية = 6000000 (1+0.1)×15/20 = 900000 دج

قيمة المعدات الصناعية = 4950000 دج

- **تصحيح معدات النقل:** بلغت قيمتها الجديدة 1500000 دج

$$\textbf{القيمة الاستعمال} = \frac{\textbf{(القيمة المحاسبية الصافية× القيمة الجديدة)}}{\textbf{القيمة الإجمالية}} = \frac{\textbf{(2000000 ×720000)}}{\textbf{1800000}}$$

قيمة معدات النقل = 800000 دج

قيمة المعدات النقل = 800000 دج

ـ تصحيح سندات المساهمة :

نرمز للمساهم الأول: A_1، **المساهم الثاني**:A_2 ، **المساهم الثالث**: A_3

المساهم الأول "A_1 "= 100000 دج

مجموع المساهمات: (I)……$A_1+A_2+A_3=3000000$

يجب حساب أساس المتتالية الحسابية: $An=A1+(n-1)\times r$

$A_2=100000+(2-1)\times r$, $A_2=100000+r$, $A_3=100000+(3-1)\times r = 100000+2r$

بالتعويض في (I) نجد:

$3000000 = 100000+2r + 100000+r +100000$

$3000000 = r3 + 300000$ ، $r = 3000000 -300000/3$، **r = 900000 دج**

$A_1= 100000 = 1000\times x_1$ **x_1 = 100 سهم**

$A_2= 100000 + 900000 = 10000000 = 5000 \times x_2$ **x_2 = 200 سهم**

$A_3= 100000 + 2 \times 900000 = 1900000 = 2000 \times x_3$

x_3 = 950 سهم

قيمة الاسهم = عدد الأسهم × قيمة الحالية للأسهم

$= 100 \times 1500 + 200\times 1200 + 950\times 1800$

قيمة سندات المساهمة = 2100000

ـتصحيح البضاعة = سعر البيع التقديري – مصاريف إتمام البيع

= 1000000- 200000 = 800000 دج

- تصحيح الزبائن:

قيمة الحقوق على الزبائن المصححة = رصيد الحقوق على الزبائن في 2015- خسائر القيمة الجديدة

= 1000000- 200000 - 50000 = 750000 دج

قيمة الزبائن = 750000 دج

- تصحيح البنك:

رصيد الحساب البنكي المصحح = الرصيد في 2015- فوائد لصالح البنك + الفوائد الدائنة (لصالح المؤسسة)

= 600000- 10000 + 40000 = 700000 دج

قيمة البنك = 630000 دج

ومنه مجموع الأصول المصححة = 11400000 + 9600000 + 4950000 +800000 +2100000+ 750000 + 630000 = 30230000 دج

مجموع الخصوم المستحقة المصححة = 6205000 +6205000 = 12410000 دج

من الأصل المحاسبي الصافي المصحح = مجموع الأصول المصححة – مجموع الخصوم المستحقة المصححة = 30230000- 12410000 = 17820000 دج

الأصل الصافي المصحح (ANCC) = 17820000 دج

2- حساب الربح المصحح"B"، القدرة الربحية"CB":

* الربح الصحح "B" = نتيجة السنة المالية (الربح المحاسبي) + (أعباء استثنائية + نواتج إستثنائية)

= 2482000 + (200000 – 100000) = 2582000 دج

* القدرة الربحية "CB" = الربح المحاسبي "B" + مصاريف مالية + مصاريف الاستئجار

= 2582000 + 300000 + 200000 = 3082000 دج

3- حساب القيمة الجوهرية الإجمالية "VSB":

القيمة الجوهرية (VSB)= الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية (الأصول المصححة)+ مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات- العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال

ومنه: VSB = 30230000 + (VSB 0.4) + 0.5 (VSB 0.4) – 900000

VSB = 30230000 + VSB 0.4 + VSB 0.2 – 230000

VSB = VSB 0.6

VSB 0.4 -VSB = 30000000

VSB 0.6 = 30000000 إذن 0.6/30000000 = 50000000 دج

4- حساب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة:

*** الصافية:** $V = GW + ANCC$

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

$$GW = \frac{1}{0.1 \times 2}(2582000 - 0.1 \times 17820000) = 4000000 \text{ دج}$$

$$V = GW + ANCC = 4000000 + 17820000 = 21820000 \text{ دج}$$

*** الإجماليــة:**

$$GW = \frac{1}{2i}(CB - i \times VSB)$$

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

$$= 0.5 \times 50000000 + \left(\frac{3082000}{0.1} + 230000 - 6205000\right) = 24845000 \text{ دج}$$

سلسلة الأعمال الموجهة رقم (04)

التمرين الأول:

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال إستشارة بما أنّه بصدد التفاوض حول حيازة مؤسسة اقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (**بولاية سطيف**)، قام الخبير المالي بجمع الوثائق المختلفة (المحاسبية، المالية، وغيرها...) الخاصة بالشركة محل التقييم، وقام بجولة ميدانية في الشركة لتفقد موجوداتها وممتلكاتها المالية بعين المكان، وكانت الخبير بيانات قوائمها المالية كما يلي:

1- الميزانية في 2019/12/31

أولا: الأصول:

الأصـــــــــــول	الإجمالي في 2019	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2019	الصافي في 2018
الأصول غير الجارية				
أراضي	4000000	-	4000000	4000000
مباني	8000000	2400000	5600000	5800000
منشآت تقنية – معدات صناعية-	2000000	1400000	600000	800000
الحسابات الدائنة المرتبطة بالمساهمات	1000000	-	1000000	1000000
مجموع الأصول غير الجارية	**15000000**	**3800000**	**11200000**	**11600000**
الأصول الجارية				
بضاعة	400000	-	400000	450000
الزبائن	500000	-	500000	400000
بنوك حسابات جارية	720000	-	720000	400000
مجموع الأصول الجارية	**1620000**	**0000000**	**1620000**	**1250000**
مجموع الأصول	**16620000**	**3800000**	**11820000**	**12850000**

ثانيا: الخصوم

الخصـــــــــــــوم	الصافي في 2018	الصافي في 2019
الأموال الخاصة		
رأس المال جماعي	8900000	8900000
الاحتياطات	880000	880000
نتيجة السنة المالية	2740000	2720000
مجموع الأموال الخاصة	**12520000**	**12500000**

الخصوم غير الجارية		
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	150000	175000
مجموع الخصوم غير الجارية	**150000**	**175000**
الخصوم الجارية		
موردو المخزونات والخدمات	150000	175000
مجموع الخصوم الجارية	**150000**	**175000**
مجموع الخصـــوم	**12820000**	**12850000**

ومن جدول حسابات النتائج لسنة 2019 تم استخراج ما يلي:
200000 دج، إيرادات استثنائية = 300000 دج، المصاريف المالية: 400000مصاريف الاستئجار: دج.300000دج، المصاريف الاستثنائية =

2- إليك المعطيات التالية المستخرجة من وثائق المؤسسة والمصالح المختصة:

- **الأراضي:** مساحتها الإجمالية 3000 م^2، وهي عل صنفين أراضي مبنية بمعدل 70% والباقي غير مبنية، ووفقًا للسوق العقارية يبلغ سعر المتر الواحد 1000 دج.
- **المباني: عبارة عن ورشات ومخازن فقط،** وتقدر تكلفة بناء المتر الواحد حسب المكاتب العقارية بـ: 1200 دج، ومعامل الامتلاك (4.00).
- **المعدات الصناعية:** تشهد انخفاض في أسعارها بمعدل 10% بسبب ظهور آلات وعتاد متطور من الناحية التكنولوجية.
- **سندات المساهمة:** هناك أسهم فندق نسيم سعر السهم الواحد بلغ 1500 دج، وأسهم فندق الأمل عددها 250 سهم، سعر شراء السهم الواحد بلغ 1000دج، بلغت قيمتها الحالية 1200دج، 900 دج للسهم الواحد على التوالي.
- **بضاعة:** محل عقد بيع بسعر إجمالي قدره 1000000 دج، وتقدر مصاريف التوزيع بـ: 50000 دج.
- **الزبائن:** التوقعات تشير إلى عدم قدرة الزبون " عبد الرزاق" على سداد ديونها تجاه المؤسسة، والمقدرة بـ: 200000 دج، وعدم قدرة الزبون "كمال" على سداد ديونه أيضا المقدرة بـ: 60000 دج .
- **عملية المقاربة البنكية**: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ: 300000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 50000 دج لم تسجل أيضًا.

المطلوب:

"؟ANCCاحسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل الصافي المصحح "
"؟CB"، والربح المصحح "Bأحسب القدرة الربحية "
أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة علما أن معدل الفائدة السائد في القطاع هو 10%، والقيمة الجوهرية الإجمالية " دج VSB=2000000 "
tأحسب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة المباشرة علما أنّ معدل الاستحداث بخطـــر " =40%؟"
" علما أنّ القدرة CAFأحسب قيمة المؤسسة وفق منظور التدفقات النقدية بطريقة التمويل الذاتي " المحصلة هي لفترة سنة واحدة؟

الحل:

حساب قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

- **تصحيح الأراضي:** المساحة الإجمالية 3000 م^2،

المساحة المبنية = 0.7 × 3000 م^2= 2100 م^2

المساحة غير المبنية = 0.3 × 3000 م^2 = 900 م^2

قيمة الأراضي المبنية = المساحة المبنية × سعر متر المربع – التخفيض المطبق (%30)

= 2100×1000 – (0.3×1000×2100) =2100000-(2100000× 0.3)

= 2100000-360000 = 1470000 دج

قيمة الأراضي غير المبنية = المساحة × سعر المتر المربع = 900 × 1000 = 900000 دج

قيمة الاراضي = قيمة الأراضي المبنية + قيمة الأراضي غير المبنية

= 1470000 + 900000 = 2370000 دج

قيمة الأراضي = 2370000 دج

- **تصحيح المباني:** مباني عبارة عن ورشات ومخازن فقط:

القيمة الإستعمالية للمباني = المساحة× تكلفة بناء المتر الواحد× معامل الامتلاك× معامل القدم

معامل القدم = مدة الاستخدام / العمر الإجمالي للتثبيت

عدد سنوات الاهتلاك = مجموع الاهتلاكات المتراكمة / قسط الإهتلاك السنوي

$$\text{العمر الكلي للتثبيت} = \frac{\text{تكلفة الحيازة}}{\text{قسط الإهتلاك السنوي}}$$

قسط الإهتلاك السنوي = ق م ص 2013- ق م ص 2014

= 5800000 -5600000 = 200000

لكن المباني **عبارة عن ورشات ومخازن فقط، إذن** : قسط الاهتلاك السنوي ومجموع الاهتلاكات المتراكمة تقسم على **2.**

قسط الاهتلاك السنوي = 2/200000 = 100000 دج

الاهتلاكات المتراكمة = 2/2400000 = 1200000 دج

عدد سنوات الإهتلاك = 100000/1200000 = 12 سنوات

العمر الكلي للتثبيت = 100000/8000000 = 80 سنة

معامل القدم = 80/12

ومنه قيمة المباني = 2100 × 1200 × (1) × 80/12 = 378000 دج

قيمة المباني = 378000 دج

- تصحيح المعدات الصناعية: تشهد انخفاض في أسعارها بمعدل 10%

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

قسط الإهتلاك السنوي = ق م ص $_{2013}$- ق م ص $_{2014}$ = 800000- 600000= 200000 دج

عدد سنوات الاهتلاك = مجموع الاهتلاكات المتراكمة / قسط الإهتلاك السنوي العمر الإنتاجي = تكلفة الحيازة / قسط الإهتلاك السنوي

عدد سنوات الاهتلاك = 1400000/200000 = 7 سنوات

العمر الإنتاجي = 2000000/200000 = 10 سنوات

المدة المتبقية = العمر الإنتاجي – عدد سنوات الاهتلاك = 10 – 7 = 3 سنوات

قيمة المعدات الصناعية = 2000000 (1-0.1)×10/3 = 540000 دج

قيمة المعدات الصناعية = 540000 دج

ـ تصحيح سندات المساهمة :

المساهم الأول: فندق نسيم = 1500× x_1، **المساهم الثاني**= 250 × 1000 = 250000

مجموع المساهمات = 1000000 دج، ومنه: 1000000 = 250×1000+ 1500× x_1

ومنه: عدد أسهم فندق نسيم هي: x_1 = 1000000- 1000 × 250 / 1500 = 500 سهم

قيمة الأسهم = عدد الأسهم × القيمة الحالية = 500 × 120 + 250 × 900 = 285000 دج

قيمة سندات المساهمة = 285000 دج

- تصحيح البضاعة = سعر البيع التقديري – مصاريف إتمام البيع

= 1000000- 50000 = 950000 دج

قيمة البضاعة = 950000

- تصحيح الزبائن:

قيمة الحقوق على الزبائن المصححة = رصيد الحقوق على الزبائن في 2014- خسائر القيمة الجديدة + أرباح القيمة الجديدة= 500000- 60000 + 20000 = 460000 دج

قيمة الزبائن = 460000 دج

1- تصحيح البنك:

رصيد الحساب البنكي المصحح = الرصيد في 2014- فوائد لصالح البنك + الفوائد الدائنة (لصالح المؤسسة)

= 720000- 300000 + 50000 = 700000 دج

قيمة البنك = 470000 دج

ومنه مجموع الأصول المصححة = 2370000+ 378000 + 540000 +285000 +950000+460000 + 470000 = 5453000 دج

مجموع الخصوم المستحقة المصححة = 150000 +150000 = 300000 دج

من الأصل المحاسبي الصافي المصحح = مجموع الأصول المصححة – مجموع الخصوم المستحقة المصححة = 5453000- 300000 = 5153000 دج

الأصل الصافي المصحح (ANCC) = 5153000 دج

1- حساب الربح المحاسبي المصحح "B"، والقدرة الربحية "CB":

* الربح المحاسبي المصحح "B " = النتيجة الصافية + (مصاريف إستثنائية – إيرادات استثنائية)

= 2740000 + (300000 – 200000) = 2840000 دج

القدرة الربحية "CB" = الربح المحاسبي المصحح "B" + مصاريف الاستئجار + مصاريف مالية =2840000 + 400000 + 300000 = 3540000 دج

2- حساب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة (الصافية، الإجمالية):

*** الصافية:**

$$V = GW + ANCC$$

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

$$GW = \frac{1}{2(0.1)}(2840000 - 0.1 \times 5153000) = 11623500 \text{ دج}$$

$$V = ANCC + GW = 5153000 + 11623500 = 16776500 \text{ دج}$$

*** الإجماليــة:**دج VSB= 2000000

$$GW = \frac{1}{2i}(CB - i \times VSB)$$

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

$$V = \frac{1}{2}(2000000) + \left(\frac{3540000}{0.1} + 0 - 150000\right) = 36250000 \text{ دج}$$

3- حساب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة المباشرة (الصافية، الإجمالية):

*** الإجمالية:**

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

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

$$GW = \frac{1}{0.4}(3540000 - 0.1 \times 2000000) = 8350000 \text{ دج}$$

$$V = 5153000 + \frac{1}{0.4}(3540000 - 0.1 \times 2000000) = 13503000 \text{ دج}$$

***الصافية:**

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

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

$$GW = \frac{1}{0.4}(3540000 - 0.1 \times 5153000) = 7561750 \text{ دج}$$

$$V = 5153000 + \frac{1}{0.4}(3540000 - 0.1 \times 5153000) = 12714750 \text{ دج}$$

4- حساب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض التدفقات النقدية بطريقة التمويل الذاتي:

القدرة على التمويل الذاتي "CAF" = الربح الصافي + مخصصات الإهتلاك والمؤونات

القدرة على التمويل الذاتي "CAF" = 60000 + 3800000 + 2740000

= 6600000 دج

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

$$V = \frac{6600000}{1+0.1} = 6000000 \text{ دج}$$

1. المراجع

2. وسيلة، و بن سعد. (2016). *تقييم المؤسسة و دوره في تحقيق الميزة تنافسية ، رسالة ماجستير*. الجزائر: جامعة سيدي بلعباس.

3. المحتوى المالي لجدول تدفقات الخزينة دراسة حالة مؤسسة سلسلة الأوراسي2013 المجلد 7 العدد 01. (2016). *مجلة دراسات الاقتصادي*، الصفحات 209-231.

4. أشواق، و بن قدور. (2021). *تقييم المؤسسات وفقا لرأي المال غير العادي.ط02*. الأردن: الراية للنشر والتوزيع.

5. العداسي أحمد. (2024). *التحليل المالي للقوائم المالية وفقاً للمعايير الدولية*.ط2، الأردن: دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع.

6. بريكة ، السعيد، مسعي ، و سمير. (بلا تاريخ). *تقييم المنشاة الاقتصادية :مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA*.

7. بعداش ، و الطاهر. (18 06, 2021). انعكاسات تطبيق التنظيم المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية والأفران 2015-2018) SMIF). *مجلةدراسات العدد الاقتصادي*، الصفحات 319-333.

8. بكاري ، و بلخير. (2010). *اثرالتقييم املالي على مسارالشراكة بالنسبة ملؤسسات قطاع املحروقات في الجزائر–دراسة حالة املؤسسة الوطنية لخدمات االبار ENSP، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ، علوم التسيير*. الجزائر: جامعة الجزائر.

9. بن ثابت، و علال . (01 جانفي, 2014). تقييم املؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر العدد االقتصادي . *دراسات*.

10. بن حمو ، و عصمت محمد. (2016). *طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل ستراتيجية الخوصصة –دراسة مؤسستي صيدال والاوراسي ،اطروحة دكتوراه في علوم التسيير*. الجزائر: جامعة ابو بكر لقايد تلمسان .

11. بوالقرارة ، و زايد. (جوان , 2017). دور تقييم المؤسسة العمومية الاقتصادية في تكريس عمليات الخوصصة في القانون الجزائري والمقارن. *الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية العدد 18*، الصفحات 2177-225.

12. حسن، و مصطفى. (2024). *دور تقييم الأداء باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين الربحية المصرفية وانعكاسها على أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية*. العراق: كلية الإدارة والاقتصاد /الجامعة المستنصرية.

13. دحامنة، اسلام، دقدق ، و عبد الباسط. (2022). *دور التحليل المالي في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية*. الجزائر: جامعة محمد بشيرالراهيمي.

14. رابحي، رانية كوثر، ابراهيم، و بومزايد. (ديسمبر , 2018). مقاربات و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية . *مجلة الباحث الاقتصادي ، المجلد 6 ،العدد 11 جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة*، الصفحات 367-395.

15. رجم، نصيب ، و واخرون. (2024). *تقييم املؤسسات –دروس وتطبيقات محلولة*. لبجزائر: الدار الجزائرية للنشر والتوزيع.

16. عبد الستار ، حميدي، عمر، عطية، الحسين ، و نعروره. (2021). *استعمال أساليب التحليل المالي الحديث في الحكم على الوضعية الماليةللمؤسسة*. الجزائر: جامعة الشهيد حمه لخضر.

17. عبد الكريم ، و خيري. (2019). *اثرصنع القرارات املالية على قيمة املؤسسة االقتصادية الجزائرية ،أطروحةدكتوراه ، تخصص علوم تجارية* . الجزائر: جامعة محمد بوضياف املسيلة .

18. عبدالناصر محمد سيد درويش. (2023). *مبادئ المحاسبة المالية*. الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.

19. عرابي، و مداح الحجاج . (2024). *ادارة االعمال االستراتيجية* . الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية .

20. عماد عبد الحسين دلول. (2017). تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية). *مجلة الإدارة والاقتصاد*.

21. عماد عبد الحسين دلول. (2017). تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية). *مجلة العلوم الادارية والاقتصادية*.

22. عيد الهادي مسعودي. (2024). *الاسس الرياضية والاقتصادية لتطبيق معادلة بلاك وشولز في حل مشاكل وتسعير الخيارات المالية: دراسة تحليلية لتطبيق معادلة الحرارة في السوق المالي (نموذج بلاك)*. الجزائر: المركز الجامعي أحمد زبانة غليزان.

23. فوزية غيدة . (2021). نظام تقييم أداء الموارد البشرية كأداة إستراتيجية لتفعيل تنافسية المؤسسة. *الملتقى الوطني حول: الاتجاهات الحديثة لإدارة الموارد البشرية ودورها في تميز أداء المنظمات*. الجزائر: جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة.

24. قرية ، و معمر. (بلا تاريخ). *التشخيص المالي والاقتصادي ودوره في بناء الا هداف في مؤسسة مطاحن الاغواط، مذكرة ماجستير، .* الجزتئر: جامعة سعد دحلب، البليدة.

25. محمد صافي. (2024). *دور المدقق الخارجي في تقييم استمرارية نشاط المؤسسة - دراسة ميدانية أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه الطور الثالثي ميدان: العلومالاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير*. الجزائر: جامعة غرداية.

26. مرشدي ، و كمال . (2022). *مدى كفاءة مقاربة التدفقات النقدية المخصومة في تقييم المشاريع الاستثمارية واثر على قيمة المؤسسة ،اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية ، تخصص الادارة المالية للمؤسسات* . الجزائر : جامعة الجزائر 3.

27. منير شاكر محمد، نور عبد الناصر ، و إسماعيل إسماعيل . (2008). *التحليل المالي ومدخل صناعة القر*. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

28. هناء حسين محمد عبدالمنعم، و إسلام محمد السعيد إبرهيم. (2025). *فعالية برنامج تدريبي قائم على مبادئ تعليم الكبار في تعزيز مشاركة طلابالجامعات بمحو الأمية من منظور تقييم القيمة المضافة*. مصر: جامعة عين شمس.