



جامعة العربي بن مهيدي بأم البواقي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مطبوعة مستوفاة لمقياس التقييم المالي للمؤسسة

- محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية -

موجهة لطلبة السنة أولى ماستر إدارة أعمال

والسنة الثانية ماستر مالية وبنوك

من إعداد: الدكتورة خالدي فراح



﴿قَالُوا سُبْحَانَ اللَّهِ مَا عَلَّمْنَا إِلَّا مَا عَلَّمْنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

[الآية 32 من سورة البقرة]

صِدْقُ
الْعَظِيمِ

مقدمة:

قامت المؤلفة بإعداد هذه المطبوعة كمرجع في مجال مالية المؤسسة لطلبة السنة أولى ماستر إدارة أعمال والثانية ماستر مالية وبنوك (قسم علم التسيير) بصفة خاصة من جهة، ولطلبة كلية العلوم الاقتصادية بصفة عامة والذين لديهم الرغبة والميول في ترسيخ المعرفة العلمية باستخدام هذه المطبوعة كمرجع في تدعيم البحوث والمحاضرات المقررة في مقاييس مالية المؤسسة والتي تعاضم الإهتمام بها في العصر الحالي نتيجة تراكم وتفاعل العديد من العوامل والمتغيرات الاقتصادية.

ويعتبر تقييم المالي للمؤسسة في ظل الظروف الحالية للاقتصاد الوطني من الأمور المهمة، والمعقدة في آن واحد، وترجع الأهمية في التقييم إلى استبدال القيم التاريخية للمعلومات المالية بالقيم الفعلية مع مراعاة ظاهرة التضخم، بينما تكمن الصعوبة في كيفية اختيار أحسن طرق وتقنيات التقييم للعناصر المادية، والمتمثلة في إعادة تقييم الأصل والاهتلاك مع إهمال الجانب المعنوي الذي أصبح في الظروف الحالية يلعب دورًا مهمًا في تحديد قيمة المؤسسة.

فلمقياس التقييم المالي للمؤسسة أهداف أساسية تتمثل في:

- توضيح قيمة الثروة التي تمتلكها المؤسسة، وجميع الحقوق والموجودات التي تراقبها المؤسسة في لحظة زمنية معينة وجميع الالتزامات عليها؛

- تقييم الموارد التي تحقق الدخل للمؤسسة وتأمين الاستغلال الأمثل لها؛

- عرض المركز المالي للمؤسسة لأغراض تقييم أداء المالي للمؤسسة.



المحور الأول: وجهات نظر مختلفة للقيمة

تمهيد

المحاضرة الأولى: القيمة من وجهة النظر الاقتصادية

المحاضرة الثانية: القيمة من وجهة النظر المالية

المحاضرة الثالثة: القيمة من وجهة النظر المحاسبية

تمهيد:

تظهر القيمة في المؤسسة في شكل رقم معبر عنه بوحدات نقدية (مبالغ مالية)، لا يكاد يعطي أي دلالة للوهلة الأولى، إلا أنه عند تتبع مسار تشكيله نجده يختزل في ثناياه معلومات تفيد المتخصص، إذا ما سارت عملية التقييم بمنهجية سليمة وفقا للأهداف المرجوة منها، ويصبح ذلك المبلغ حصيلة نظام معلومات ينطلق من جمع البيانات لتتم معالجتها ثم الحصول عليه (المبلغ)، ليتم بعد ذلك تحليله وترجمته، ومن ثم معرفة وضعية ذلك الشيء المقيّم (سلعة، خدمة، مؤسسة أو أسهم)، والإجراء الواجب اتخاذه على ضوء ذلك، وعلى هذا الأساس يتبيّن بأنّ لكل سلعة أو مؤسسة اقتصادية قيمة معينة مختلفة في الزمان وحسب الوضعية، وحتى في نظر الأطراف المهتمة بالمؤسسة، وما دام أنّ هذه القيمة موجودة إلزاما إثباتها من خلال توفر آلية لقياسها تتمثل في تقييم المؤسسة.

المحاضرة الأولى: القيمة من وجهة النظر الاقتصادية

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة كون كل باحث يحدد المفهوم من زاوية التي ينظر إليها، وبذلك يكون التقييم أكثر تعقيداً.

1- تطور نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي:

تعتبر قيمة الشيء في اللغة عن قدره، وقيمة المتاع ثمنه ويقال: قيمة المرء ما يحسنه، وما لشيء من قيمة؛ أي ما له ثبات ودوام على الأمر، والقيمة مرادفة للثمن، إلا أنّ الثمن قد يكون مساوياً للقيم أو زائداً عليها أو ناقصاً عنها، والفرق بينهما أنّ ما يقدر عوضاً للشيء في عقد البيع يسمى ثمناً له (النقود)، بينما القيمة تطلق على كل ما هو جدير باهتمام المرء وعنايته، لاعتبارات اقتصادية أو سيكولوجية أو اجتماعية، أو أخلاقية أو جمالية⁽¹⁾.

وقيمة الشيء من الناحية الذاتية هي صفة تجعله مطلوباً ومرغوباً فيه عند شخص واحد أو أكثر كقولنا: "إن للنسب عند الإشراف قيمة عالية" أما من الناحية الموضوعية فهي ما يميّز به الشيء من صفات تجعله يكون مستحقاً لتقدير بذاته، ويطلق لفظ القيمة في علم الأخلاق على لفظ الخير، بحيث تكون قيمة الفعل تابعه لما يتضمنه من خير، ومعنى قيمة الشيء في الاقتصاد ووفائه بالحاجات، فإن كانت الحاجة إليه أشد، كانت قيمته أعظم، والعكس صحيح⁽²⁾.

وللقيمة تعريفات عديدة فهي: كلمة متواطئة للدلالة، تختلف باختلاف موضوعاتها التي تتوزع بين القيمة اليومية المرتبطة بالوعي، والقيمة المالية المتعلقة بالتفكير العلمين والقيمة الفلسفية المرتبطة بالفعل الفلسفي وميتافيزيقي⁽³⁾.

والقيمة تفرض تداخلاً بين خيوطها الثلاثة السابقة، وتلتحم مع كل خيوط العمل اليومي، إلا أنّها تختلف باختلاف المجال الذي تتجسد فيه، كما أنّها ترتبط بالمعيار الذي يزامن المحسوس بكل مجالاته، وتمثل تعقلاً يتأرجح بين اللامادي والمعيار والمادي الملموس، وبين الغموض والوضوح، والقرب والبعد.

(1) جميل صليبي، المعجم الفلسفي، ج2، دار الكتاب اللبناني، بيروت، دت، ص 211.

(2) مرجع نفسه، ص 212.

(3) مجدي رسلان، فلسفة القيم، دار المنار للطباعة، الإسكندرية، 2011، ص5.

ويقصد الاقتصاديون بالقيمة: " مقدار ما تساويه كل سلعة مقارنة بالسلع الأخرى، أي النسب التي يتم على أساسها مبادلة السلع ببعضها البعض " (1)، ولهذا نجد نظرية القيمة نتجت أساساً من حاجة الإنسان إلى مبادلة ما لديه بما لدى الآخرين، و حاجة إنسانية ضرورية بسبب حاجة الفرد إلى سلع وخدمات في حياته اليومية يعجز بقدرته الذاتية عن إنتاجها فيلجأ على مبادلة ما لديه بما لدى غيره.

تحدث المفكرون عن القيمة منذ أن بدأ التفكير الفلسفي البشري، فقد توصل أرسطو إلى التفريق بين القيمة الاستعمالية للمادة وهي ما اصطلح عليه فيما بعد بالمنفعة، والقيمة التبادلية لها وهي ما يحدده لها السوق أي السعر، وهذا التفريق في حد ذاته يعتبر تقدماً مهماً في نظرية القيمة في ذلك الوقت (2).

وقد استمر التفريق بين القيمتين حتى وقتنا الحالي، فبقيت قيمة الاستعمال معبراً عنها بما عرفه في الاقتصاد باسم المنفعة والإشباع، وأضيفت لفكرة قيمة المبادلة محددًا قياسيًّا هو عدد ساعات العمل المبذولة في إنتاج هذه السلعة كمعيار لمبادلتها بغيرها من السلع في السوق : أي أنّ سلعة تساوي في السوق عدد ما بذل في إنتاجها من ساعات عمل، ثم أضافت النظريات اللاحقة إلى عنصر العمل قيمة تكاليف الإنتاج كمحدد للقيمة أي سلعة فأصبحت التكاليف الإجمالية للإنتاج هي محدد القيمة التبادلية أو السعر للسلعة. إلا أنّ من تحدث عن القيمة وتأثيراتها في مختلف النظريات الاقتصادية كان " كارل ماركس " من خلال نظريته في فائض القيمة والتي تبناها على الأساس السابق، وهو أنّ قيمة السلعة تتحدد بعدد ساعات العمل المبذولة في إنتاجها، واعتبر " ماركس " إضافة لذلك أنّ عنصر العمل أيضا هو سلعة مثل أي سلعة أخرى، وبالتالي تتحدد قيمته بعد ساعات العمل اللازم لإنتاج عامل يعمل 8 ساعات عمل مثلاً، وتشمل قيمة المواد الغذائية اللازمة للمحافظة على حياة واستمرار عمل هذا العامل (3).

وأضاف أن أصحاب الأعمال يقومون بتشغيل العمال لساعات أطول من عدد الساعات المدفوعة عنها الأجر، فهم يدفعون أجر 8 ساعات مثلاً، ولكنهم دائماً يحاولون الحصول على إنتاج من العمال يفوق هذه الساعات، وبذلك هم يحصلون على فرق أرباح من بيع إنتاج العمال يفوق هذا الساعات، وبذلك يحصلون

(1) عبد اللطيف أطلوبة، تطور نظرية القيمة، <http://www.jolyana.com/veiwpage.aspx?sf=1508> ، (2015/08/15)

(2) المرجع نفسه.

(3) المرجع نفسه.

عل فرق الأرباح من بيع إنتاج العمال سماه ماركس بالتراكم الرأسمالي^(*) الذي يجعل الرأسماليون يتراكمون أرباحهم بشكل متواصل⁽¹⁾.

وأضافت المدرسة الحديثة في أواخر القرن التاسع عشر تحليلات مهمة لمفهوم قيمة الاستعمال فيما يعرف باسم المنفعة الحدية لاستخدام السلع، وهي مبنية على أن السلعة عند استعمالها من قبل أي فرد لا بد أن تنشأ عنها وتتحدد هذه القيمة بما يحصل عليه منها من منفعة، وتختلف هذه المنفعة من فرد لآخر⁽²⁾.

2- تحليل مفاهيم القيمة في الفكر الاقتصادي: تختلف المنفعة باختلاف الكمية المستخدمة من السلعة نفسها، فكلما استهلك أو استخدم الفرد وحدات إضافية من السلعة كلما تناقصت المنفعة المتحصلة منها، وهو ما يعرف في الاقتصاد بنظرية المنفعة الحدية للسلعة أي المنفعة المتحصلة من استهلاك الوحدة الأخيرة من السلعة، فمثلاً كوب الشاي الأول يعني لمستهلكه قيمة معينة، إلا أنه كلما استهلك كوباً آخر كلما تناقصت المنفعة المتحصلة منه، وبالتالي تقل الرغبة في الحصول على كوب آخر منه.

هذا ما يحدد قيمة السلعة التبادلية؛ أي أن القيمة الاستعمالية للسلعة تحدد القيمة التبادلية لها، وبهذه الطريقة تمكنوا من حل لغز قيمة الكثير من السلع أهمها لغز قيمة الماء والماس؛ إذ أن الماء سلعة ضرورية أي أن قيمتها التبادلية أو سعرها في السوق يجب أن يكون كبيراً والعكس في ذلك الماس سلعة غير أساسية للحياة، وبالتالي يجب أن تكون قيمته التبادلية أو سعره منخفضاً، ولكن الواقع غير ذلك، وهذا ما فسره أصحاب هذا المذهب بالمنفعة الحدية للسلعة أي منفعة الوحدة الأخيرة.

والسبب في ذلك حسب تحليل المدرسة الحدية هو أن الماء بمجرد الحصول على وحدة واحدة منه يفقد قيمته؛ أي أن الفرد يصل إلى الإشباع منه بسرعة، ولذا فسعر الوحدة التالية منه تنخفض سرعة، فينخفض سعره بالتالي، والعكس يحصل لسلعة الماس التي لا يشعر الفرد بالتشبع أو الإشباع من امتلاك وحدات نقدية إضافية منه، وبالتالي تبقى منفعته الحدية عالية، وكذلك سعره بناء على ذلك.

(*) تعرض مفهوم القيمة للكثير من الجدل والتحليل في القرن التاسع عشر (19) حيث اتسم بظهور الكثير من الاقتصاديين الذين تركوا بصماتهم في تاريخ الفكر الاقتصادي.

(1) عبد الله محمد عبد الرحمان، النظرية في علم الاجتماع (الكلاسيكية)، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 20.

(2) المرجع نفسه، ص 35.

من خلال ما سبق ذكره نستنتج أنّ الفكر الاقتصادي للقيمة باعتبارها نوعية الشيء الذي يعكس الحاجة لاستعماله ؛ قيمة إستعمالية، كما يعكس العلاقة بين العرض والطلب أي قيمة تبادلية، والتكاليف الضرورية للحصول عليه أي قيمة مضافة .

إذن القيمة تعبر عن العلاقة بين نوعية الشيء ودرجة الإشباع لحاجة المستهلك والموارد المخصصة للحصول عليه، فكلما زاد الإشباع مقابل سعر معين زادت القيمة، وكلما انخفض السعر المدفوع في ظل نفس مستوى الإشباع زادت القيمة أيضاً.

وما يمكن ملاحظته المفهوم الأول يركز على ثلاث جوانب للقيمة: الجانب الأول يعكس وجهة نظر المستهلك (المشتري) الذي يركز على القيمة الإستعمالية، هذه الأخيرة تتمثل في المنفعة أو الإشباع الذي يمكن تحقيقه من استخدام السلعة أو الخدم المختلفة من شخص لآخر، وهذا ما يعكس الجانب الذاتي للقيمة، أما الجانب الثاني فيعكس وجهة نظر المنتج (البائع)، الذي يركز على التكاليف الضرورية للحصول على السلعة أو الخدمة، وهو ما يعكس الجهد المبذول أما الجانب الثالث فيتمثل في القيمة التبادلية التي تعكس التفاعل بين جوانب العرض والطلب في السوق، وتنتج على الانفاق بين البائع والمشتري، وبالتالي فهي تعكس الجانب الموضوعي للقيمة لأنها تنتج عن إجماع العديد من الأطراف.

أما المفهوم الثاني فلا يختلف كثيراً عن الأول في اعتباره أن القيمة تعكس المنفعة المنتظرة من السلعة أو الخدمة ودور عملية التبادل في تحديدها، كما ينظر للقيمة كعلاقة بين الاتساع والسعر المدفوع مقابل تحقيق ذلك المستوى من الإشباع، وبالتالي تتغير القيمة كلما تغيرت العلاقة بينهما، وما يمكن ملاحظته أن المفهومين قد أهملوا أحد العوامل الاقتصادية التي يكون لها دوراً هاماً في تحديد القيمة وهي الندرة، كما أهملوا دور السلع والخدمات الأخرى في تحديد القيمة (السلع والخدمات البديلة والمكملة).

المحاضرة الثانية: القيمة من وجهة النظر المالية

لا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محل اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين، والخبراء المحاسبين كون أن أغلب القرارات الآلية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة، «لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة، ويكاد يكون مصطلح القيمة يجاور مصطلح المؤسسة في أغلب الأبحاث المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان ومقترنان ببعضهما البعض، دلالة على أهمية الأول واقتارانه بالثاني»⁽¹⁾.

1- مفهوم الوظيفة المالية: تعتبر الوظيفة المالية واحدة من أهم الوظائف في نشاط المؤسسة، فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو بالحصول أو غيرها من الوظائف الأخرى دون توافر الأموال اللازمة تمويل أوجه النشاط المتنوعة، إلا أن مفهومها يطرح مشاكل عديدة تبرز على مستوى النظرية، أكثر ما تبرز على المستوى التطبيقي لتسيير المؤسسات، «فالوظيفة المالية هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها على البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة في إطار محيطها المالي، بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية»⁽²⁾؛ أي أنّها: الوظيفة التي تهتم بالحصول على الأموال اللازمة للمؤسسة، وإدارة الأموال»⁽³⁾؛ فهي: «وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار، وفي مجال التمويل، كما تختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية»⁽⁴⁾.

من خلال التعاريف نستنتج أنّ الوظيفة المالية تتألف من عمليات اتخاذ القرارات المتعلقة بتقرير حجم الأموال اللازمة، وكيفية الحصول عليها واستثمار الأموال المتاحة، إذ أن قرارات الاستثمار التي من خلالها تتحدد أنواع الأصول الثابتة أو المتداولة الواجب اقتنائها، وحجم كل منها والمبرر الاقتصادي لاقتناء كل منها، وكذا المكاسب المتوقعة والمخاطر المرتبطة باقتناء كل أصل من الأصول، أما بالنسبة لقرارات التمويل فيتم

(1) عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، 2006، ص 43.

(2) ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 285.

(3) جميل أحمد توفيق علي شريف، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1980، ص 18.

(4) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط2، 1991، ص 8.

من خلالها تحديد الطريقة المثلى لتمويل أصل أو مجموعة من الأصول، وكذا المخاطر المالية المرتبطة بكل تمويل إلى جانب معرفة مصادر الحصول على مختلف أنواع الأموال الممكنة، وتكلفة الحصول عليها، وهذا بغرض تحقيق الهدف الأسمى للمؤسسة وهو البقاء والاستمرار والنمو.

2- مفهوم القيمة في الفكر المالي: «ربط الفكر المالي القيمة بمفهوم المؤسسة من خلال محاولة التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة، وفي ظل وجود نظرية مالية أو فكر مالي باعتباره مجالاً واسعاً وأكاديمياً منفصلاً عن الاقتصاد، وبروز تطوره عبر مراحل عكس تطور البحث في هذا المجال، والذي لمس في بداية القرن العشرين (20) على الخمسينات من هذه الفترة»⁽¹⁾.

وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة في: «المبلغ النقدي العادل الذي خلص إلى خبير متخصص، حيث يحظى ذلك المبلغ بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائمين وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط»⁽²⁾.

1.2- تحليل مفهوم القيمة في الفكر المالي⁽³⁾: ينصرف الفكر المالي في دراسة القيمة إلى القيمة المرتبطة بالمؤسسة، وذلك على عكس نظرية والقيمة في الفكر الاقتصادي التي كانت تدور حول قيمة السلعة. ولعل لك سوف لن ينجز عنه اختلاف في المبدأ بين النظرة إلى قيمة السلعة وقيمة المؤسسة، باعتبار أنّ المؤسسة مكونة من مجموعة من عوامل الإنتاج من بينها السلع بمفهومها الواسع سواء كانت استثمارات أو غير ذلك أو الأصول بمفهوم أشمل، وعليه تحاول النظرية المالية (الفكر المالي) التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بنظرية قيمة المؤسسة التي تستمد مرجعيتها في الأساس من الفكر الاقتصادي في الجانب النظري، كما نجدها تستعير جانباً من أدوات القياس في الفكر المحاسبي.

أفرزت الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى عليه المؤسسة ظهور تعظيم قيمة المؤسسة كبديل للهدف السابقة، فالقيمة قبل أن تكون هدفاً للمؤسسة كانت موضوع دراسة في النظرية المالية،

(1) هواري سيوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 17-27.

(2) مرجع نفسه، ص 37.

(3) إبراهيم الدسوقي عيد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة القاهرة، 1995، ص ص 7-10.

ويرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي " جون بار وليامس – *John Burr Williams*"، وذلك سنة 1938، حيث بين بأن قيمة الأصل (مادي أو مالي) تتحدد إنطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرّة التي يطرحها هذا الأصل، وتعود أصول هذه الفكرة إلى أعمال الاقتصادي " إرفينغ فيشر – *Irving Fisher*" الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة المالية التي تعتبر ركيزة نظرية الاستثمار، وما ينبغي الإشارة إليه، هو أنّ أحد لم يسبق " جون بار وليامس – *John Burr Williams*" في تطوير المفهوم بشكله الكامل، وخاصة عند تحديد القيمة الجوهرية (الحقيقية) "*Intrinsèque*" للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج استحداث توزيعات الأرباح، والذي أدخلت عليه تحسينات من طرف "م.ج.قودرن- *M.J.Gordon*" و"إ.شبيرو- *E.Shapiro*" سنة 1956 حيث أصبحت قيمة السهم بمقتضاها تساوي مجموع توزيعات الأرباح المستحدثة مضافاً عليها معدل نمو الأرباح.

ويمول نظرية القيم كن القول أنّ كلا من أعمال " فيشر" و "وليامس" و "قوردين" تعد أصول نظرية القيمة في إطار النظرية المالية، كما نجد أنّه ابتداء من سنة 1958 تاريخ ظهور مقال "مودجلياني وميلر – *Modigliani et Miler*" حول تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة، حيث بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام، وبدقة أكثر موضوع تأثيرات القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة أكثر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث تمت دراسة نوعين من القرارات المالية في تأثيرها على قيمة المؤسسة علاوة على قرارات الاستثمار والمتملّين في الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، والإشكال المطروح في هذا الإطار هو:

* فيما يرتبط بالهيكل المالي، هو معرفة النسبة التي يمكن للمؤسسة أن تغيّر وفقها هيكلها المالي (التوليفة: أموال خاصة/ديون)، ومدى تأثيرها المحتمل على تكلفة لرأس المال، ومن ثم تأثيرها على قيمة المؤسسة.

* فيما يرتبط بسياسة توزيع الأرباح، هو البحث عن دور توزيعات الأرباح في تحديد قيمة السهم. فانطلاقاً من ظهور النظرية المالية الحديثة بإدخالها حالة عدم التأكد في الدراسات والنماذج المستعملة، ومن الثورة الجديدة في مالية المؤسسة من خلال المعالجة الجديدة والمبتكرة للقرارات المالية الكبرى (خاصة منها ما يرتبط بالهيكل المالي) من جهة، ومع محدودية وكثرة الانتقادات

الموجهة للربح كهدف للمؤسسة، وعليه أصبح الاهتمام يركز على تأثير الهيكل المالي وقرارات الاستثمار وباقي القرارات المالية على قيمة المؤسسة.

وعليه يمكن القول أن نظرية قيمة المؤسسة ظهرت كما هي عليه الآن مع ظهور النظرية المالية الحديثة، بالتحديد مع بداية دراسات "مودجليلني وميلر" سنة 1958، أما مفهوم القيمة في المالية التي تمثل إطار لقيمة المؤسسة من خلال القياس، فقد ظهر مع أعمال وليامس سنة 1938.

2.2- مؤشرات خلق القيمة: «تهدف أي مؤسسة مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق تزام الذي يقاس بمؤشرات خلق القيمة»⁽¹⁾.

عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985، اتصفت هذه المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي فهي ترتبط بالعوائد والأرباح، واستمرت هذه النظرية إل غاية سنة 1995 أين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، « ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي تصور واضح حول إمكانيات المؤسسة، ومدى قدرتها في تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية، فضلاً عن عدم جدوى المؤشرات المحاسبية في فترات التضخم والوهم النقدي، وحتى سنة 1995 تيقظت النظرية المالية إلى المؤشرات المحاسبية ذات الصلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو الأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت البعد المحاسبي دون الإهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء، وقياس القيمة»⁽²⁾.

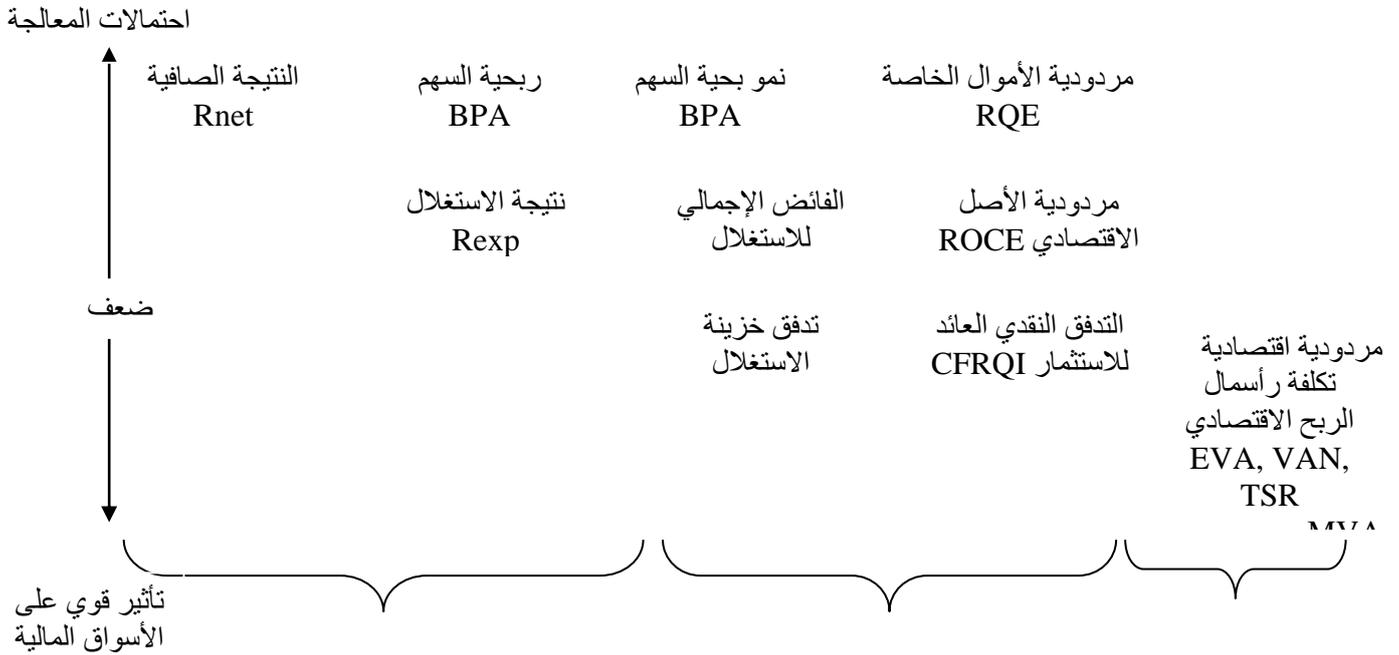
(1) هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص55.

(2) عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 42.

ولا ننسى أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية بالإضافة إلى المؤشرات السوقية (البورصية)، لما تكتسبه هذه

المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة .

الشكل رقم (01): تطور المؤشرات المالية



Source : pierre vernimmen, *finance d'entreprise*, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p 668.

3.2- أنواع مؤشرات خلق القيمة: يمكن تصنيفها إلى مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مؤشرات ذات طبيعة

مالية، مؤشرات ذات طبيعة مهجنة، مؤشرات ذات طبيعة بورصية، وفيما يلي شرح لهذه المؤشرات⁽¹⁾:

- مؤشرات ذات طبيعة محاسبية: حتى منتصف الثمانينات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات

النتيجة الصافية "Rnet"، ربحية السهم الواحد "BPA"، نتيجة الاستغلال "Eexe"، والفائض الإجمالي

للاستغلال.

أما الجيل الثاني ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس

الأموال، وهي العائد على الأموال الخاصة، العائد على الأموال المستخدمة، وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة

بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات، كما أنّها مؤشرات للأداء الاقتصادي⁽²⁾.

(1) pierre vernimmen, *finance d'entreprise*, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p 668

(2) Ibid., P640.

- مؤشرات ذات طبيعة مالية: يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية وهو القيمة الحالية الصافية، «وهي تعتبر أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حي تعكس القيمة الحالية الصافية عن مدى خلق (إنشاء) أو تدمير القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك سعيًا دائمًا لتحديد التدفقات المالية، ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين، إذن خلق القيمة من قبل الممولين، إذن خلق القيمة يساوي الفرق بين الأصل الاقتصادي والقيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي، هذه الأخيرة التي تمثل قيمة الأموال المستثمرة في المؤسسة»⁽¹⁾.

خلق (إنشاء) / تدمير القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي – القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي⁽²⁾
«هذا المؤشر يتطور وفقًا لتوقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيراد الأموال المستثمرة لمدة معينة حتى يسمحوا للأصل الاقتصادي للمؤسسة بأن يكون أعلى من قيمته المحاسبية»⁽³⁾

- القيمة الاقتصادية "EVA": تعبر القيمة الاقتصادية المضافة على " الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة، وتكلفة الموارد التي استخدمها" ⁽⁴⁾.
وتحسب بالعلاقة التالية⁽⁵⁾:

الربح الاقتصادي = الرأس المال المستثمر × (معدل على رأس المال المستثمر – معدل تكلفة رأس المال

- القيمة البورصية أو القيمة السوقية المضافة "MVA": وتحسب بالقانون التالي:

خلق القيمة = الرسملة البورصية – القيمة المحاسبية للأموال الخاصة⁽⁶⁾

- العائد الكلي للمساهمين "TSR": يحسب " TSR " مثل معدل مردودية المساهمين، حيث يشتري السهم في بداية المدة، ثم يلمس توزيعات، والتي يفترض غالبًا أن يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم

⁽¹⁾ pierre vernimmen, *op.cit*, P 640.

⁽²⁾ عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 20.

⁽³⁾ pierre vernimmen, *op.cit*, P 640

⁽⁴⁾ هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص 61.

⁽⁵⁾ المرجع نفسه، ص 62.

⁽⁶⁾ pierre vernimmen, *op.Cit*, P.673

جديدة، بالإضافة أن المساهم يقدر محفظته للأوراق المالية في نهاية المدة، على أساس أن سعر السهم يحسب بالعلاقة التالية¹:

إنّ قيمة المؤسسة في الفكر المالي تختلف باختلاف طريقة القيم لهذا الغرض نميز بين ثلاثة أنواع لقيمة المؤسسة " القيمة المحاسبية"، " قيمة العائد/ المردودية"، " القيمة الاقتصادية"، ويكاد مصطلح القيمة يجاور المؤسسة أغلب الأبحاث والمقالات المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان دلالة أهمية الأول واقتارانه بالثاني وربما أيضاً دلالة على أهمية الثاني واقتارانه بالأول.

وتهدف النظرية المالية الحديثة إلى تعظيم قيمة المؤسسة من أجل استفادة الأطراف المتفاعلة في التنظيم وبالدرجة الأولى المساهمين.

ونظراً لأهمية الموضوع تمت مجهودات في مطلع التسعينات من قبل مجلس "Steven Stewart" و"CO" بتحديد مؤشرات التسيير المدرجة في "EVA" والتي تعرف بالقيمة الاقتصادية المضافة وهو ذاته قياس لأداء عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي دو إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.

المحاضرة الثالثة: القيمة من وجهة النظر المحاسبية

ينطوي القياس المحاسبي على تحديد القيم المتعلقة بكل العناصر التي تشملها القوائم المالية للمؤسسة، وعرض هذه القوائم المالية لمعلومات ذات مصداقية وشفافية، وترتكز عملية القياس المحاسبي على مجموعة المفاهيم، والأركان والأساليب التي تساعد في عملية قياس القيمة.

1- تعريف القياس المحاسبي: ينسب أول تعريف علمي محدد لعملية القياس المحاسبي بشكل عام إلى "Campelle" الذي عرفه بأنه: " يتمثل بشكل عام في قرن الأعداد بالأشياء للتعبير عن خواصها، وذلك بناء لقواعد طبيعية ثم اكتشافها إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، لكن "Steven" أضاف بعداً رياضياً لتعريف

(1) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: حالة بورصة الكويت (2006-2008)، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008، ص 10.

ويعتبر القياس بموجب المعايير المحاسبية الدولية بأنه: "عملية تحديد القيم النقدية للعناصر سيعترف بها في البيانات المالية والتي ستظهر بها الميزانية وقائمة الدخل" (1).

وحسب الجمعية الفرنسية للتقييس، فإن القياس يتمثل في (2):

* **التحديد:** ويكون بالدقة التامة، التوحيد هو أن يتبع طرق متماثلة في ميدان معين.

* **التبسيط:** إلغاء كل ما هو ضروري في إنتاج معين.

إذن القياس هو تخصيص قيم رقمية أو عنصر معين مرتبط بالمؤسسة على أن يشمل القياس على عمليات التعريف والتبويب لهذا الحدث.

وبتحليل التعارف الثلاثة السابقة لعملية القياس يمكن الخروج بمفهوم مبسط لعملية القياس المحاسبي، ويمكن بموجبه تعريفه على النحو التالي (3):

عملية القياس المحاسبي بالمفهوم العلمي، هي عملية مقابلة يتم من خلالها قرن خاصية معينة هي خاصية التعدد النقدي لشيء معين، هو حدث اقتصادي يتمثل فيها بعنصر معين في مجال معين هو المشروع الاقتصادي، بعنصر آخر محدد هو عدد حقيقي، في مجال آخر هو نظام الأعداد الحقيقية، وذلك باستخدام مقياس معين هو وحدة النقد وبموجب قواعد اقتران معينة هي قواعد الاحتساب.

ونشير على أنّ أكثر التعريفات تحديدا لعملية القياس المحاسبي هو ذلك الصادر في تقرير جمعية المحاسبين الأمريكية "AAA" سنة 1996، وورد في نصه: " يتمل القياس المحاسبي في قرن الأحداث المنشأة والماضية والجارية والمستقبلية، وذلك بناء لملاحظات ماضية، أو جارية بموجب قواعد محددة (4).

2- دور مفهوم القيمة الاقتصادي في القياس المحاسبي: يعتمد العرض المحاسبي للمؤسسة على مجموعة من المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، والتي تشكل نموذجا محاسبي يستمد فعاليته من الجمع، التقييم، التلخيص، والمتابعة عبر الوقت للمعلومات المتعلقة بالمعاملات التي تؤثر على ثروة المؤسسة، والذي يسمح

(1) عفاف إسحاق أبو زيد، المحاور الرئيسية للقياس المحاسبي للأصول باستخدام مفهوم القيمة العادلة في إطار المعايير

المحاسبية الدولية، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة تشرين، الأردن، 2008، ص 3.

(2) رولا كاسر لايقة، القياس والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف، ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار، مذكرة

ماجستير، غم، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة تشرين، سوريا، 2008، ص 41.

(3) عفاف إسحاق أبو زيد، مرجع سابق، ص 4.

(4) وليد ناجي الحياي، نظرية المحاسبة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك، 2007، ص 100-101

بتحديد النتيجة وحقوق الملكية وفقاً لاحتياجات مستخدمي القوائم المالية، ويرتكز هذا النموذج على مفهوم القيمة في العلوم الاقتصادية، والذي يرجع كما ذكرنا سابقاً إلى التكلفة أو قيمة المبادلة، أو المنفعة، وقد عرّف الاقتصادي "Smith" القيمة كتالي: "لكلمة القيمة مفهومين في بعض الأحيان تعني منفعة الأصل، وفي بعض الأحيان تعني القيمة الاستبدالية للأصل، أما الاقتصادي "Marx" فقد أيد الاتجاه القائل بان المنفعة هي أساس تحديد القيمة.

وبناء على المفاهيم الاقتصادية للقيمة يمكن التمييز بين ثلاثة نماذج أساسية للقياس المحاسبي: (1)

- النموذج القائم على قيمة الدخل والذي يتمثل إما في ثمن الاقتناء أو التكلفة الاستبدالية؛

- النموذج القائم على قيمة الخروج؛ أي الثمن الذي يمكن الحصول عليه عند التخلص من الأصل؛

وبما أنّ القياس المحاسبي يرتكز على عملية تحديد ووضع القيمة، فغن عملية تقييم بنود القوائم المالية تتم بالاختيار بين مستويين:

المستوى الأول: مستوى وحدة القياس النقدي لقياس خاصية القيمة، حيث يوجد هناك وحدتان للقياس:

* وحدة القياس النقدي الاسمية؛ التي تقوم على افتراض ثبات القوة الشرائية لوحددة النقد، وهو افتراض مقبول في نموذج التكلفة التاريخية؛

* وحدة قياس القوة الشرائية العامة؛ حيث تعتمد الأرقام القياسية لتحديد تغيرات مستوى العام لأسعار السلع والخدمات، وهو افتراض تعتمده محاسبة التضخم.

المستوى الثاني: مستوى أسس قياس قيمة بنود القوائم المالية، حيث هناك أربع أسس هي (2):

- أساس التكلفة التاريخية؛

- أساس سعر الدخل؛ أي خاصية تكلفة الاستبدال؛

- أساس سعر الخروج الجاري أي خاصية صافي القيمة البيعية.

3- مبادئ تحديد القيمة في الفكر المحاسبي:

(1) المرجع نفسه، ص 102.

(2) رضوان حلوة حنان، بدائل القياس المحاسبي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص 52-53.

1.3- مبدأ التكلفة التاريخية: يعد مبدأ التكلفة التاريخية من أهم المبادئ المحاسبية التي تحكم إعداد القوائم المالية، وهي أقدمها، والتي يعتمد عليها في القياس وتقييم الأصول الثابتة، الخصوم ومصادر التمويل والمصروفات والإيرادات حسب القيمة والتكلفة التاريخية لشراء أو الإنتاج، بغض النظر عن التغيرات في القيمة الشرائية للعملة المتداول بها خصوصاً في فترات التضخم المالي أو الركود الاقتصادي.

وعرفها "Kieso and ALL" في كتابهم المحاسبة المتوسطة بأنها: " سعر أو تكلفة الأصل أو الالتزام أثناء حدوثه أو حيازته، وهي أداة لقياس معظم الأصول والالتزامات"⁽¹⁾؛ وعرفها المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين "AICPA" التكلفة التاريخية بأنها: " المبالغ المقاسة بالوحدة النقدية، للنقد المنفق أو الممتلكات الأخرى التي تم تحويلها للغير أو أسهم رأسمال المصدر، أو الخدمات التي تم إنجازها أو الالتزامات التي قدمت مقابل سلع وخدمات التي تم استلامها أو سوف يتم استلامها"⁽²⁾.

كما تعرف بأنها:

- كل ما تم إنفاقه على كل أصل لكي يصبح هذا الأصل مشاركاً في العملية الإنتاجية؛

- كل ما تتكبده الوحدة الاقتصادية في سبيل الحصول على أي شيء من الأصول؛

- سعر الاستحواذ على الأصل ناقصا الخصومات ومضافا إليه جميع التكاليف الثانوية العادية اللازمة لوضع الأصل في حالة وموقع الاستخدام، ومن أمثلة تلك التكاليف مصاريف التركيب، النقل، التأمين.

ومصلح التكلفة التاريخية يطلق على المحاسبة المالية على التكلفة الأصلية، والتي تتجاهل الزيادات الناتجة عن التضخم وتقلبات الأسعار.

من خلال التعاريف السابقة، وبالاعتماد على المستندات والوثائق المتوفرة عن العمليات مثل الفاتورة، فإن التكلفة التاريخية لها موثوقية عالية أكثر من أي أساس آخر للقياس.

ونجد من أهم المبررات التي دعمت التكلفة التاريخية، والتي كانت بمثابة ركائز استند عليها⁽³⁾:

(1) المرجع نفسه، ص 54.

(2) شبكة المحاسبين العرب، <http://www.acc4arab.com/acc/forum.php>، (12/12/2014)

(3) رضوان حلوة حنان، مرجع سابق، ص 57.

* الموضوعية: يجب أن تكون البيانات على أساس إثبات أو دليل موضوعي وخالية من الحكم الشخصي، وهذا ما يوفره مبدأ التكلفة التاريخية؛

* الموثوقية: تعد من أهم المبررات مقارنة مع الأسس الأخرى المتعلقة بمبدأ التكلفة التاريخية؛

* اتساق مبدأ التكلفة التاريخية مع كثير من العناصر المكونة لإطار الفكر المحاسبي المالي مثل الاعتراف بالإيراد، مبدأ الحيطة والحذر، وفرض وحدة القياس؛

* يشترط مبدأ التكلفة التاريخية حدوث عملية تبادلية حقيقية للاعتراف ، والقياس وهذا يضيف عليها موضوعية وموثوقية أكبر.

وقد تعرض هذا المبدأ لعدة انتقادات أهمها⁽¹⁾:

- ضعف وعدم ملائمة المعلومات المحسوبة على أساس التكلفة التاريخية، حيث تعتبر أهم الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، وعليه يجب أن تكون هي الأهم في القياس؛

- تعتبر التكلفة التاريخية تكلفة فارقة، وينعكس ذلك أثناء اتخاذ القرار، وهذا ما يؤكد عدم ملاءمتها في العملية المهمة ألا وهي اتخاذ القرار؛

- يرغب المستثمر والمقرض في وضع أهمية أكبر على الملاءمة (أكثر من الموثوقية) من أجل اتخاذ قرارات سليمة، وهذا ما لا يوفره مبدأ التكلفة التاريخية.

- التضخم: يتم تجاهل التدفق النقدي وارتفاع الأسعار، فهذا العامل من شأنه أن يؤدي إلى عرض القوائم المالية بشكل غير سليم، مقارنة بما هو عليه الواقع الاقتصادي؛

- مبدأ التكلفة التاريخية لا يتماشى ومتطلبات بعض القطاعات كقطاع البنوك الذي يحتاج إلى معلومات وبيانات متجددة ومتوافقة مع السوق؛

- عملية التحليل المالي لا تكون بشك كبير إذا كانت الأرقام المحاسبية لا تعكس ما عليه في الواقع.

(1) المرجع نفسه، ص 58.

2.3- مبدأ القيمة العادلة: لعل أهم تحول وانتقال إلى القيمة السوقية العادلة هو إصدار مجلس معايير المحاسبة الدولية، المعيار المحاسبي الدولي رقم 39، الأدوات المالية، الاعتراف، القياس، وكذلك إصدار معايير الإبلاغ المالي الدولية وخصوصًا المعيار السابع منها⁽¹⁾.

يعد مصطلح القيمة العادلة "*Faire value*" مصطلح انجليزي يثير فينا إحساس عميق والرغبة في المعاملة العادلة والثروة الحقيقية "*True Worth*" للاعتراف بها وتثمينها، لكن المشكل يكمن في استعمالها من قبل واضعها بطريقة تجعل القوائم المالية غير مفهومة؛ أي أنّ « مصطلح المستعمل للقيمة العادلة من قبل هيئة المعايير المحاسبية الدولية "*IASB*" هو أساسًا القيمة السوقية "*Market Value*" ، وبالتالي فهي غالبًا ما تستعمل مصطلح "*Mark-To-Market*" كمرادف لـ "*Fair Value*" ، أين يتم تبادل الأصول والخصوم في سوق نشطة وأن القيمة العادلة يمكن تحديدها بسهولة من قبل معدي القوائم المالية وقابلة للفهم من قبل مستخدميها، بالإضافة إلى أنّ العديد من الأصول والخصوم التي سيتم قياسها بالقيمة العادلة لا يوجد لها سوق»⁽²⁾.

ولحل هذا المشكل بادروا واضعو المعايير باستخدام الحساب الرياضي لحساب سوق افتراضي كقيمة عادلة من خلال سلسلة القيمة العادلة التي تم تطويرها من قبل هيئة المعايير المحاسبية المالية "*FASB*" في الولايات المتحدة، وتم اعتناقها من قبل هيئة معايير المحاسبة الدولية "*IASB*" والتي تبين لا العملية التي يجب على المؤسسات اتباعها لتحديد القيمة العادلة.

وتعرف القيمة العادلة بأنها: " القيمة التي يتمن خلالها تبادل أصل أو تسوية الالتزام بين الأطراف مطلعة وراغبة في عقد صفقة تتم وفقًا لألية السوق"⁽³⁾، كما تعرّف على أنّها: " المبلغ الذي يمكن به مبادلة أصل أو تسوية التزام بين طرفين متراضيين ولديهما معلومات كافية ولا توجد علاقة بينهما"⁽⁴⁾.

(1) هوام جمعة، مدى ملائمة القيمة العادلة للتقرير المالي، ورقة بحثية مقدمة في ملتقى وطني حول المؤسسة في ضوء التحولات المحاسبية الدولية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007/ 11/ 22/21، ص 8.

(2) المرجع نفسه، ص 10.

(3) المرجع نفسه، ص 12.

(4) طارق حماد عبد العال، معايير المحاسبة الدولية والمعايير المتوافقة معها (معايير المحاسبة الدولية 32-41) والمعايير الدولية للتقارير المالية الجديدة من 1-7، ج2، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص94.

وقد أصدرت هيئة المعايير المحاسبية المالية مؤخرًا معيارًا لقياس القيمة العادلة، يضم تعريف وحيد للقيمة العادلة حيث عرّفها بأنّها: " السعر الممكن استلامه عند بيع أصل أو عند تسوية التزام في عملية منظمة بين المتعاملين في السوق في تاريخ القياس"⁽¹⁾.

وللقيمة العادلة عدة مقومات تتمثل في⁽²⁾:

- تمثل القيمة العادلة أحد القيمتين، قيمة يمكن مبادلة الأصل بها، أو القيمة التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأصل؛

- قيمة سداد الالتزام، وتمثل القيمة التي تتحملها المؤسسة مقابل إطفاء التزام؛ أي أن القيمة العادلة يجب أن تتحدد في ضوء عملية معينة قد تمت لمبادلة الأصل أو الالتزام وفق طرق المبادلة.

أسئلة عامة

1- كيف ساهم الفكر الاقتصادي في ظهور قيمة المؤسسة؟

2- هل ساهمت نظرية المالية في تعظيم قيمة المؤسسة؟

3- لماذا يعتبر الفكر المالي محددًا أساسيًا لقيمة المؤسسة؟ برر إجابتك؟

3- هل تساهم المؤشرات المالية في تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة؟

4- ما دور الفكر المالي والفكر الاقتصادي في عملية القياس المحاسبي؟

5- ما دور القياس المحاسبي في تحديد القيمة؟ برر إجابتك؟

(1) هوام جمعة، مرجع سابق، ص 25.

(2) طارق حماد عبد العال، مرجع سابق، ص 95.

المحور الثاني: تقييم المؤسسات

تمهيد

المحاضرة الأولى: المفاهيم الأساسية للقيمة

المحاضرة الثانية: ماهية تقييم المؤسسات

المحاضرة الثالثة: دوافع تقييم المؤسسات

المحاضرة الرابعة: مخطط عمل الخبير (مراحل تقييم المؤسسات)

المحاضرة الخامسة: المعلومات والوثائق الضرورية لعملية التقييم

المحاضرة (06): الأدوات التي يحتاجها الخبير لتشخيص وضعية المؤسسة

مسائل عامة حول تشخيص وضعية المالية للمؤسسة

تمهيد:

لقد عرفت القيمة في الفكر الاقتصادي جدلاً واسعاً بين مختلف المفكرين والمدارس، إذ كانت محل اهتمام كبير، الأمر الذي جعلها تحوز على حجم كبير من الدراسة ضمن النظرة الاقتصادية، ولقد جاءت الدراسات لتبحث في مجالات قياس قيمة المؤسسة في ظل إجراءات التفاوض الناتجة أساساً عن عمليات الخصخصة، التصفية، الاندماج، أو الشراكة أو أي عملية تستدعي وجود طرفي التفاوض بشأن المؤسسة.

ويتعين على المهتمين بالمؤسسة أن يعتمدوا تقييماً موضوعياً يقف على القيمة الحقيقية لها، ولعل ذلك لن يكون بالشكل المرجون ما لم يتبع الخبير المقيم عملية تستند إلى إطار نظري واضح، تساعد في إتمام عملية التقييم بشكل جيد، هذه المنهجية المعتمدة في التقييم تنطلق أولاً من خلال معرفة أهم الدوافع لعملية التقييم ثم الانتقال إلى مرحلة جمع المعلومات والبيانات الضرورية لعمل المقيم لتشخيص وضعية المؤسسة ثم الانتقال إلى تقييمها.

المحاضرة الأولى: المفاهيم الأساسية للقيمة

1- القيمة، التكلفة والسعر: يعتبر كل من السعر والتكلفة من المفاهيم الاقتصادية التي تعبر عن القيمة في لحظة زمنية معينة أو عند حدث اقتصادي معين، وبالتالي يمكن القول أن سعر الأصل أو تكلفته يمكن أن يعبران عن قيمته في ظل شروط معينة، لكن توجد عدة اختلافات تسمح بتمييز القيمة عن السعر والتكلفة.

1.1- القيمة والسعر: تعبر القيمة بصفة عامة عن نوعية وأهمية والحاجة للشيء، سواء من ناحية الاستعمال أو التبادل معبراً عن ذلك بالسعر الذي يرضي المشتري دفعه والبائع الحصول عليه، أما السعر فيعبر عن معد التبادل بين شيئين، بأكثر دقة هو معدل التبادل بين السلعة أو الخدمة والنقود، وبالتالي فإن السعر المدفوع في الواقع يعبر عن الأهمية النسبية للسلعة، وأنه مرتبط بظاهرة التبادل، في حين أن القيمة لا تتطلب ذلك⁽¹⁾، والسعر هو المبلغ المدفوع الذي يجب دفعه (حالياً) مقابل التصرف في السلعة أو الخدمة (لاحقاً)، ويغطي مصطلح السعر العديد من المفاهيم في الحياة العملية: السعر مقابل السلعة، الأجر، الإيجار، التعريفات، الرواتب، ... الخ⁽²⁾، ويتحدد السعر بشكل موضوعي أكثر من القيمة التي تتضمن جانباً أكبر من الذاتية، حيث يخضع السعر لمرتكزات السوق (العرض والطلب) فهو يعبر عن إجماع طرفين على الأقل واتفقهما على أن قيمة معينة تمثل السعر الملائم لتبادل سلعة أو خدمة.

وإذا كان السعر يتحدد من خلال تفاعل العرض والطلب في السوق نتيجة قرارات البيع والشراء، فإن القيمة تخضع إلى جانب ذلك لعوامل أخرى كالمنفعة، الندرة والتكاليف الضرورية للحصول على السلعة أو الخدمة، وتهدف القيمة إلى تحديد إطار مرجعي يشكل أساساً للتفاوض بين البائع والمشتري، فإذا كان السعر هو واحد فإن القيمة مجال يضم على الأقل قيمتين: قيمة تتعلق بالبائع، وأخرى تتعلق بالمشتري، فالقيمة عبارة عن مجال وما السعر إلا إحدى القيم الموجودة ضمن هذا المجال، والتي تم الاتفاق عليها بين البائع والمشتري لحظة التبادل.

(1) هواري سويسبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، ص56.

(2) Gérard Debreu, *Théorie de la valeur : Analyse axiomatique de l'équilibre économique*, édition DUNOUD, Paris, 3ème édition, 2001, P32.

2.1- القيمة والتكلفة: تتمثل التكلفة فيما تم التضحية به من أصول أو فيما تم تحمله من التزامات في سبيل الحصول على أصول أخرى، سواء كان ذلك لأغراض استخدامها في العملية الإنتاجية أو لأغراض إعادة بيعها⁽¹⁾.

وبالتالي تمثل التكلفة من جهة أحد العوامل الهامة في تحديد القيمة، حيث لا يمكن بيع الأصل بأقل من تكلفته، ومن جهة أخرى يمكن أن تتساوى القيمة مع التكلفة لحظة الحصول على الأصل، وهناك نقطة اختلاف جوهرية بين المفهومين، فالتكلفة تتعلق بالماضي حيث تمثل الموارد المستنفذة للحصول على الأصل، في حين تتعلق القيمة بالحاضر وغالبًا بالمستقبل، فقيمة الأصل تعبر عن التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل، وبالتالي يمكن القول بأن التكلفة تعبر عن القيمة لحظة الحصول على الأصل.

2- الأنواع المختلفة للقيمة: تعتبر القيمة مفهومًا نسبيًا، وقد أعطى الاقتصاديون العديد من المفاهيم لها من خلال عدة نظريات، لكن رغم وجود عدة مفاهيم دقيقة إلا أن تحديد القيمة عمليًا مازال يثير الكثير من الجدل، فالقيمة تختلف كلما اختلف الشخص، الزمان والمكان.

1.2- معايير تصنيف أنواع القيمة: يمكن تصنيف أنواع القيمة وفق أربعة معايير أساسية هي⁽²⁾:

- حسب الزمن: وفقا لمعيار الزمن، تعبر عن تكلفة الإنتاج أو الاقتناء عن الماضي، وتعبر عن صافي القيمة البيعية عن الحاضر أما القيمة الحالية المخصومة فتعبر عن المستقبل.

- حسب نوع العمليات: تتمثل هذه العمليات في أهم الوقائع التي يمكن أن يشهدها الأصل كعملية شراء، إنتاج، بيع، والاستغناء عن خدمات الأصل، فمثلاً تعبر قيمة الاقتناء عن عملية الشراء، وتعبر التكلفة الاستبدالية عن عملية الإنتاج، تعبر صافي القيمة القابلة للتحقق عن عملية البيع، أما قيمة الخردة فتعبر عن عملية الاستغناء عن خدمات الأصل.

(1) عبد الحي مرعي محمد عباس بدوي، مقدمة في الأصول المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 27.

(2) رضوان حلوة حنان، مرجع سابق، ص 54.

- حسب طبيعة الحدث: يمكن أن نميز بين الحدث الفعلي، الحدث المتوقع، والحدث الافتراضي، فقيمة الاقتناء تبنى على أساس حدث فعلي، وتبنى القيمة الحالية على أساس حدث متوقع، أما القيمة العادلة تبنى على أساس حدث افتراضي.

- حسب نوع القيمة: يمكن التمييز بين القيمة التاريخية والقيمة الجارية، فمثلاً تعتبر قيمة الاقتناء قيمة تاريخية، أما تكلفة الاستبدال تعتبر قيمة جارية.

2.2- أنواع القيمة: يمكن عرض أهم أنواع القيمة التي يمكن أن تعطي لأصل ما فيما يلي:

- القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية: تشير القيمة الاستعمالية إلى أهمية السلعة أو الخدمة بالنسبة ووفقاً للمنفعة المتوقعة منها⁽¹⁾، ويعبر هذا المفهوم على الجانب الذاتي للقيمة، فالمنفعة تختلف من شخص لآخر لاختلاف درجة الإشباع المتوقعة، أما مفهوم القيمة التبادلية، فيشير ما للسلعة أو الخدمة من قدرة على شراء سلع أو خدمات أخرى أو السعر الذي يربط بين سلعتين، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الموضوعي للقيمة لأنها تأخذ بوجهة نظر العديد من الأطراف.

وبالنسبة للأصل، تعبر القيمة الاستعمالية عن المنافع الاقتصادية المتوقعة من استخدامه في نشاطات المؤسسة، أما القيمة التبادلية فتعبر عن سعره في السوق، والذي يصطلح عليه بصافي القيمة البيعية، والقيمة الاستعمالية لأصل لا ترتبط بملكيتها وغنما ترتبط بكيانه المادي، أما القيمة التبادلية فترتبط بالأصل المملوك⁽²⁾.

- قيمة الاقتناء والقيمة الإنتاج (أو الإنشاء): تمثل قيمة الاقتناء للأصل تكلفة الحصول عليه، والتي يدرج بها في دفاتر المؤسسة لأول مرة⁽³⁾، وتشمل سعر الشراء وجميع المصاريف الملحقة به، بالإضافة إلى المصاريف الملحقة به، بالإضافة إلى المصاريف الضرورية لجعل الأصل في الحالة والوضع المرغوب فيه وقابلاً للاستعمال بالإضافة إلى مصاريف التجريب، أما قيمة إنتاج الأصل فتعبر عن جميع التكاليف المباشرة وغير المباشرة (

(1) هواري سويسبي، محمد أمين كماسي، إشكالية تقييم المؤسسات مع الإشارة إلى حالة الجزائر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 13/12 ديسمبر 2005، ص 3.

(2) السعيد بريكة، خلق القيمة في البنك، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2005، غ.م، ص 14.

(3) المرجع نفسه، الصفحة نفسها

كالمواد الأولية، اللوازم، اليد العاملة، ... الخ) الضرورية، التي ينبغي على المؤسسة تحملها لإنتاجه داخليا دون اللجوء لاقتناء من الغير.

- القيمة المتبقية وقيمة الخردة: تعبر القيمة المتبقية عن المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع أصل أو التصرف فيه بأي طريقة أخرى، وذلك بعد انتهاء مدته النفعية، ويختلف هذا المفهوم عن مفهوم قيمة الخردة الذي يفترض أن الأصل أو التصرف فيه بأي طريقة أخرى، وذلك بعد انتهاء مدته النفعية، ويختلف عن مفهوم قيمة الخردة الذي يفترض أن الأصل.

ولا يمكن استخدامه مرة أخرى، سواء من طرف المؤسسة أو أي طرف آخر نظرا لاستنفاذ جميع منافعه الاقتصادية؛ أي إن القيمة المتبقية ترتبط بالتنازل عن الأصل قبل نفاذ منافعه الاقتصادية، أما قيمة الخردة فترتبط بنفاذ منافعه الاقتصادية⁽¹⁾.

- القيمة الدفترية: لا تعبر عن قيمة اقتصادية، وإنما هي مجرد مفهوم محاسبي يظهر في ظروف معينة، وفي حالة الأصل الحقيقي تعبر القيمة الدفترية عن التكلفة التاريخية للأصل بعد طرح مجموع الاهتلاك وخسائر القيمة إن وجدت، أما بالنسبة للأصل المالي (السهم المالي) فتعبر عن حاصل قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية بعد خصم جميع الالتزامات، والقيم المقابلة للأسهم الممتازة⁽²⁾، فإذا كنا بصدد الأصل الحقيقي فالقيمة الدفترية تعبر آخر عن التكلفة التاريخية مع مراعاة الفارق الزمني منذ الاقتناء إلى غاية احتساب القيمة الدفترية وكذا الخسائر في القيمة، أما في حالة السهم العادي فهي تعبر عن حصة السهم من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، وسميت كذلك لأن مصدر الحصول عليها هو دفاتر المؤسسة.

- القيمة العادلة والقيمة السوقية: تعتبر القيمة العادلة مفهوماً أوسع وأشمل من القيمة السوقية، ويقصد بالمفهوم الأخير السعر الذي يمكن الحصول عليه مقابل التنازل عن أصل سوق نشط⁽³⁾، أما القيمة العادلة فهي المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري

(1) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص14.

(2) السعيد بريكة، مرجع سابق، ص 14.

(3) طارق عبد العال حماد، المدخل الحديث في المحاسبة عن القيمة العادلة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2003، ص 8.

راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كفاءة الحقائق ذات الصلة، ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه⁽¹⁾.

- القيمة الاستثمارية (الاقتصادية)⁽²⁾: القيمة الاستثمارية هي نوع القيمة المألوف لدى المهنيين العاملين في مجال عمليات الاندماج والتملك، وهي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الاستثمارية مفهوم أسهل في الفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة لمشتري محدد. والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافاً كبيراً من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية للمؤسسة.

- قيمة التنازل: تعبر عن سعر بيع الأصل في الحالات العادية، وهذا السعر ناتج عن تفاعل العرض والطلب في السوق³، لذا فإن هذا المفهوم للقيمة يختلف عن مفهوم قيمة التصفية التي تنتج عن تصفية إجبارية للأصل، بسبب إفلاس المؤسسة أو وجود ظروف صعبة تمر بها، فغالباً ما تكون قيمة الأصل في حالة التصفية أقل من سعر بيعه في الحالة العادية، حيث تجعل حالة التصفية قيمة الأصل أقل ما يمكن، أما التنازل عن الأصل في الظروف العادية فإنه يتيح الاختيار والمفاضلة بين الفرص المتاحة، وانتظار الوقت المناسب للتنازل عنه أو عدم التنازل إذا كانت الأسعار غير ملائمة.

(1) طارق عبد العال حماد، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 13.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 14-15.

(3) طارق عبد العال، المدخل الحديث في المحاسبة عن القيمة العادلة، ص 14.

المحاضرة الثانية: ماهية تقييم 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 أنّ 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 انطلاقاً 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 أساساً لها.

وعموماً 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⁽¹⁾.

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) وأخيراً أدوات قياس تلك القيمة (طرق التقييم)⁽²⁾.

(1) هواري سويسبي، هواري سيوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، ص 33.

(2) مرجع نفسه، ص 34.

هذه الأخيرة التي كان فيها الأصل محاسبيًا ، إلا أنه مع تطور النظرية المالية أصبحت لديها أدوات خاصة بها، فمختلف أدوات قياس القيمة (تقييم 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 مقارنة العائد (التدفقات) وبعض الطرق الحديثة كالخيارات الحديثة فنجد أصولها وتطورها في النظرية المالية⁽¹⁾.

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 المفاوضات بإمكانها تغيير أرقام القائمين بالتقييم⁽²⁾.

2- مبادئ نظرية تقييم المؤسسة: تقوم نظرية تقييم المؤسسة على مجموعة مبادئ ذات أصول اقتصادية تؤثر على تقدير القيمة، تتمثل فيما يلي⁽³⁾:

1.2- 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 مجبرًا على الشراء من بائع بعينه، فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آليات السوق سوف تتشوه، ولن يكون بالإمكان تحقيق القيمة السوقية العادلة.

(1) Jean Brilman, André Gaultier, *Pratique e de l'Evaluation et de négociation des entreprises*, édition homme et technique, paris, 2010 , P02.

(2) Ibid.P 02

³ طارق عبد العال حماد، تحديد قيمة المنشأة ، مرجع سابق، ص ص 18-20

2.2- مبدأ الاستبدال: يقضي هذا المبدأ بأن المشتري الرشيد لا يدفع في أصل معين ما يزيد عن تكلفة استبداله بأخر 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 أساساً على تمييز بعض أصول المؤسسات عن بعضها البعض، مما يصعب إيجاد الأصول في سوق تتميز بنفس الخصائص، كعض المجمععات 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.

3.2- مبدأ الإحلال: يعد مبدأ الإحلال مفهوماً هاماً للغاية بالنسبة للتقييم، فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتكبدتها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية، فعلى سبيل المثال، إذا كانت هناك مجموعة من المشتريين تدرس إمكانية شراء مؤسسة ما، فباعتبارهم مستثمرين فطينين فإنهم لم يكتفوا بدراسة المؤسسة المستهدفة فقط بل أيضاً 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).

4.2- 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 فإنه 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 شوهدت الأحداث الماضية.

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 مقارنة التدفقات).

المحاضرة الثالثة: 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: (أنظر الشكل رقم (02)

1- 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.

- 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.

2- 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⁽¹⁾:

- 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...);

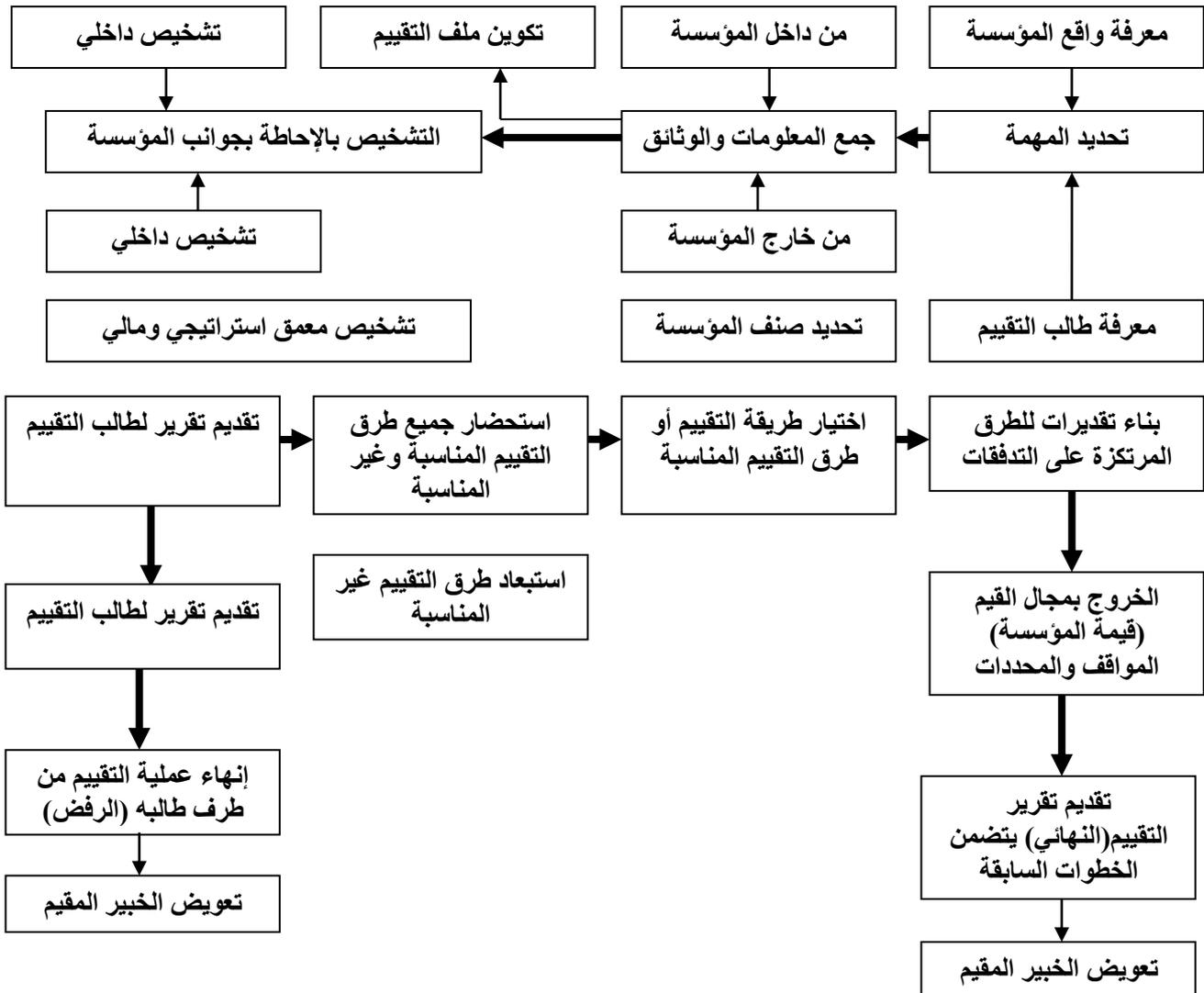
(1) هواربي سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 42.

- 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 القداماء 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؛

الشكل رقم (02): مخطط عمل الخبير المقيم (مراحل تقييم المؤسسة)



وعلى العموم فإنّ الدوافع الرئيسية لتقييم المؤسسات يمكن إيجازها فيما يلي⁽¹⁾:

- خصخصة 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.

3- 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 والإستراتيجية، بما فيها القرارات المالية، ويمكن تصنيف دوافع التقييم إلى ثلاث مجموعات²:

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

(1) هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 44.
(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

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 للبدل تقديمها للمؤسسة (المساهمة في رفع القيمة)، ويظهر ذلك جليًا بالنسبة للقرارات المالية والإستراتيجية، 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 ضوءها 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.

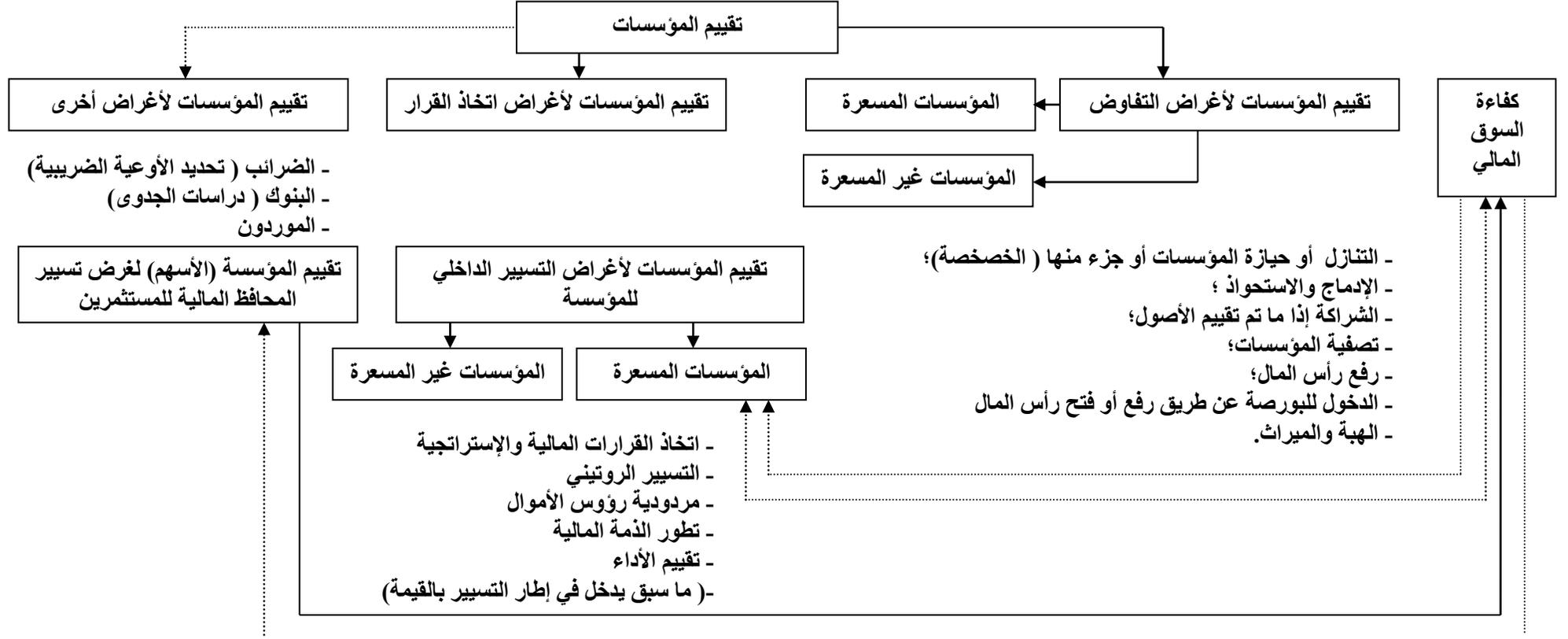
وبناء على ما سبق فإن نظرية التقييم تقوم على مجموعة من المبادئ والتي تمثل قواعد تستند عليه طرق التقييم، على الخبير المقيم أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهما ومفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير، فعملية التقييم هي عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح، إذا ما كانت تعتمد على نظرية واضحة، وعملية التقييم هذه لها عدة دوافع تحيط بجميع عمليات تقييم المؤسسة (الأسهم والأصول).

المحاضرة الرابعة: مخطط عمل الخبير (مراحل تقييم المؤسسات)

من الضروري الاعتماد على التشخيص قصد بناء توقعات النتائج أو التدفقات المستقبلية، والكشف عن القدرات الكامنة للمؤسسة، وبالنظر لأهمية التشخيص في مسار عملية التقييم بشكل عام وباعتبارها مرحلة هامة تسبق التقييم الفعلي للمؤسسة بغض النظر عن طبيعة الطرق المستعملة.

1- مراحل عملية التقييم الأساسية: تتكون مراحل التقييم من مرحلة تحديد مهمة الخبير، ثم جمع المعلومات والبيانات عن المؤسسة من مختلف مصادرها، والتي تكون متاحة داخل المؤسسة أو التي يمكن التقصي عنها وجلبها من مصادر أخرى، ثم القيام بتشخيص شامل للمؤسسة، ليلي ذلك استبعاد طرق التقييم غير الصالحة وقبول طرق التقييم الموافقة ومن ثم استعمالها، وأخيراً استنتاج القيمة الحقيقية أو مجال القيم للمؤسسة، وبالتالي فعلى الخبير المقيم أن يضع سلفاً مخططاً للعمل يسمح له بتتبع مسار عملية التقييم وذلك باعتبارها نظاماً متكاملًا، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (03): مخطط لدوافع تقييم المؤسسات



المصدر: هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 45.

من خلال الشكل أعلاه تتجلى مراحل تقييم المؤسسات كما يلي⁽¹⁾:

- تحديد المهمة: التي بمقتضاها يتعرف الخبير على الهدف والدافع من وراء العملية والتعرف على وضعية طالب التقييم من بين أطراف المؤسسة، مشتري أو بائع في ظل إجراءات التفاوض، بالإضافة للوقوف على حجم المؤسسة ووضعيته، قطاعها...، إذ تعتبر هذه المرحلة أول مرحلة وأهمها من حيث أنها تضع المقيم على المسار الصحيح، كما أن التحديد الجيد للقصد من العملية سيقفل من الجهد والوقت والتكاليف.

- التقصي وجمع المعلومات والبيانات من مصادرها المختلفة الداخلية بالمؤسسة والخارجية المفيدة لعملية التقييم؛ والتي يراها الخبير ضرورية في إعداد ملف التقييم، من خلال الوثائق وعن طريق الزيارة الميدانية، وأي معلومة تساعد في الكشف عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة من خلال عملية التشخيص؛

- استعمال أدوات التشخيص للوقوف على الوضعية الحقيقية للمؤسسة؛ إذ يمكن هذا التشخيص بالإحاطة بجوانب المؤسسة، وذلك من خلال القيام بتشخيص داخلي يمس مختلف الوظائف (الإنتاجية، الموارد البشرية، التجارية، المالية والمحاسبية...الخ)، وآخر خارجي يبحث عن معرفة موقع المؤسسة في السوق والتوقعات المرتبطة بذلك، وتتميز هذه المرحلة بحساسيتها البالغة، فعدم كفايتها والتدقيق فيها قد يرهن نتائج عملية التقييم، ويجعلها محل خطأ وسوء تقدير، كما قد ينجر عنها قرارات شراء غير نافعة من طرف المستثمر (طالب التقييم)، بسبب عدم الوقوف أو تجاهل الوضعية الحقيقية للمؤسسة، خاصة ما يرتبط بعدم الدراية الكافية بحقيقة القدرة التنافسية، التطور المتوقع للطلب على المنتجات الحالية، قدرة المؤسسة على إحلال المنتجات البديلة.

وما ينبغي أن نشير إليه، أنّ هذه المرحلة من التشخيص لقصد أخذ صورة كافية عن المؤسسة، تعتبر محلة منفصلة ضرورية تسبق عملية التقييم، وتكون محل تعويض للمقيم من طرف المعني بعملية التقييم في كل الحالات، كما يتم الاتفاق عليها سلفاً.

(1) هواري سويسوي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص ص 49-51

وبموجب ذلك يقدم هذا التشخيص في شكل تقرير يرفع للمعني يحوي نقاط القوة والضعف، مما يسمح له باتخاذ قرار تكملة عمل الخبير المقيم من عدمه، كنتيجة لاتخاذ قرار الشراء أو أي دافع آخر من عدمه، بالنظر لما خلصت عليه نتائج التشخيص؛

- الإحاطة الشاملة بمختلف طرق ومناظير تقييم المؤسسة، بالنظر لتكوينه في مجال المحاسبة أو المالية، وبالنظر للخبرة المكتسبة في المجال المهني تتكون للخبير المقيم معرفة جيدة بطرق التقييم، إلا أنه مع كثرة هذه الطرق ينبغي أن يكون لديه قاعدة معطيات يتم الرجوع لها كل ما دعت الضرورة لذلك، الأمر الذي يساعده في النهاية على رصد الطرق (أو الطريقة) الموافقة للتقييم الجاري للمؤسسة، ويتسنى له ذلك من خلال المراجع والكتب المتخصصة في هذا المجال أو الرجوع إلى بعض المواقع الخاصة للمنظمات المهنية ذات الصلة بالموضوع.

2- المراحل المكملة لعمل الخبير: وتتمثل في:

- اختيار طريقة التقييم أو طرق التقييم المناسبة؛ وفقا للظروف والمحددات التي تحيط بعملية التقييم الموافقة للافتراضات التي تقوم عليها طرق التقييم؛

- بناء التقديرات الموافقة للطرق المرتكزة على التدفقات والعوائد المستقبلية؛ بالنسبة للمؤسسات التي وافقت ظروف ومحددات تقييمها افتراضات هذا النوع من الطرق، ويتم ذلك من خلال الاستعانة بجزء من مخرجات عملية التشخيص السابقة، والقيام بتشخيص مالي وإستراتيجي، وعلى هذا الأساس يقوم الخبير المقيم ببناء التقديرات من خلال استعمال أدوات التشخيص المالي والإستراتيجي، والتي تكون سهلة وسريعة الاستعمال باعتبار أن جزءاً من خطواتها تم تغطيته في التشخيص السابق، خاصة ما تعلق بالجوانب الاستراتيجية المرتبطة أساساً بمحيط المؤسسة وسوقها بالتحديد، إذ نجد أن الخبير المقيم قد جمع المعلومات واستطاع الوقوف على الفرص والتحديات، كما نجد أن عملية التشخيص الوظيفي التي استعملت في خطوات التشخيص السابقة قد مست الجانب المالي، الأمر الذي يساعد في النهاية الخبير المقيم في مده بالمعلومات والتعميق فيها ويسمى بـ: "التشخيص المالي والإستراتيجي".

- الخروج بقيمة المؤسسة أو مجال القيم؛ التي يحتويها من خلال تطبيق النموذج المتوصل إليه المناسب لظروف المؤسسة المقيمة (محددات التقييم)ن الهدف (الدافع) من التقييم، وضعية المؤسسة (تحقيق خسائر أو أرباح)، حجمها (صغيرة،متوسطة، أم كبيرة)، قطاعها (التصنيف الكلاسيكي: خدمي، صناعي)، مسعرة في البوصة أم لا، الوضعية الكلية للاقتصاد (متطور، نامي، أو ناشئ...)، وأي محدد آخر يكون محل قبول عام، إذ أنه كلما زاد عدد المحددات المرتبطة بعملية التقييم كلما كان عدد الطرق الموافق لها أقل.

- إعداد الخبير المقيم لتقرير حول عملية التقييم الموكلة له، حيث يرشح فيه رأيه حول قيمة المؤسسة، من خلال ذكر النقاط التالية، والتي تجسد الخطوات السابقة:

* ظروف التي جرت فيها عملية التقييم؛

* الأعمال التي قام بها الخبير المقيم منذ بداية أول مرحلة حتى نهايتها؛

* الحدود التي حالت دون إجراء بعض الأعمال والتي تكون بطلب من طالب التقييم (اختبارية) أو تكون نتيجة تعذر توفر خبير تقني ذي دراية ومعرفة بمسألة معينة مفروضة؛

* ذكر الطرق التي تم استبعادها (غير صالحة) والطرق التي تم الأخذ بها (استعملت) مع المبررات، (الظروف الوضعية، نوع وحجم المؤسسة، النشاط... الخ.)؛

* إعطاء التبريرات المتعلقة باختيار مكونات الصيغ الرياضية التي تشكل طرق التقييم المعتمدة عند استعمالها (معامل المضاعف، معدل الاستحداث، علاوة الخطر، طبيعة العوائد)؛

* تقديم حوصلة لكيفية حساب القيم بمختلف الطرق المعتمدة مع إرفاقها بملاحق تشمل تفصيل لحسابات تلك القيم؛

* وفي خلاصة التقرير، تبيان مجال القيم أو النقاط المبنية في معلم لتوضيح نتائج مختلف القيم الناتجة عن الطرق المستعملة، وعليه فلا ينبغي إعطاء قيمة ثابتة واحدة.

المحاضرة الخامسة: المعلومات والوثائق الضرورية لعملية التقييم

ينبغي قبل القيام بعملية التقييم جمع عدد كبير من الوثائق والمعطيات التي تستخدم كمعلومات تفيد العملية، وذلك لتكوين صورة عامة عن وضعية المؤسسة لمعرفة ماضيها وقدراتها الكامنة في المستقبل، فإعداد وتجميع هذه الوثائق والمعلومات من شأنه أن يسهل عملية التقييم، فضلاً عن مساعدته في التقليل من التكاليف المترتبة عن هدر الوقت، وتكمن أهمية ماضي المؤسسة في اعتباره خزاناً مهماً للمعلومات، يستفاد منه كلما دعت الضرورة لذلك، بحيث يمكننا من الحصول على أكبر قدر من المعلومات والتفاسير التي تساعد في تدقيق وتعميق الدراسة عن وضعية المؤسسة.

1- الوثائق والمعلومات المحاسبية: تعد الوثائق المحاسبية من أهم مصادر المعلومات في المؤسسة والتي بني

عليها نظامها المعلوماتي، ومن ثم تتخذ على إثرها القرارات التي يصدرها المسكرون، وتتمثل هذه الوثائق في⁽¹⁾:

- الميزانية : توضح الذمة المالية للمؤسسة في زمن محدد عادة ما يكون نهاية السنة (أو بشكل نصف سنوي

أو في الغالب ربع سنوي بالنسبة للمؤسسات المسعرة المطالبة إلزاماً بنشر قوائمها المالية)، حيث تظهر فيها

التزامات المؤسسة اتجاه دائئها واتجاه مؤسسها، كما تظهر فيها حقوقها المتمثلة في الاستثمارات والمخزون

والذمم، وبالتالي تعبر الميزانية عن المركز المالي الإجمالي للمؤسسة.

- جدول حسابات النتائج: يوضح هذا الجدول كل الأعباء والنواتج التي تتعلق بنسبة معينة بالإضافة إلى

أرصدة التسيير المتمثلة في الهامش الإجمالي، القيمة المضافة، نتيجة الاستغلال، نتيجة خارج الاستغلال،

ونتيجة الدورة قبل الضريبة وبعدها.

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص ص 19-20

- الوثائق الملحقه: تتمثل في الجداول المبنيه في النظام المحاسبي المالي بعد جدولي الميزانية وحسابات النتائج، والتي تبدأ من جدول حركة الذمة المالية إلى جدول المعلومات المختلفه، وتعتبر هذه الجداول مفصلة ومكمله لجدولي حسابات النتائج والميزانية، وعليه فهي تشكل موردًا إضافيًا للمعلومات التي تساعد مختلف الأطراف في التعرف على وضعيه المؤسسة.

تمد القوائم المالية الختامية الخبير المقيم بمعلومات عن ماضي المؤسسة وطبيعة نشاطها، وكذلك معرفة أصولها وأدائها الاقتصادي من خلال نتائجها المحققة، لكن مع ذلك تبقى غير كافية لاعتمادها على التكلفة التاريخية في التسجيل والتي لا تعكس الوضعيه الحقيقيه للمؤسسة، مما يتطلب من الخبير القيام بعض الإجراءات والتعديلات التي تجعل المعطيات أكثر تعبيرًا عن الواقع.

- التصريحات الجبائية: يترتب عن مزاوله نشاط المؤسسة مجموعه من المستحقات لفائدة مصلحة الضرائب، ولذلك نجدها تقوم بمأ استثمارات شهريًا وسنويًا تصرح فيها بمختلف الضرائب والرسوم التي على عاتقها. إذ تفيد التصريحات الجبائية الخبير في معرفة نتائج المؤسسة ورقم الأعمال المصرح به، ومن ثم مقارنة بالبيانات المحاسبية التي بحوزة المؤسسة وذلك لثلاث سنوات على الأقل لتتيح له معرفة إمكاناتها من خلال تطور رقم أعمالها وحجم مبيعاتها وكذلك تطور نتائجها التي تعكس تحسن أدائها أو العكس، وعمومًا تتيح التصريحات الجبائية والوثائق المحاسبية للخبير تتبع نشاط المؤسسة بصورة ديناميكية.

- مراجعة الحسابات: يتولد عن تشغيل أي نظام معلومات نقاط ضعف ونقاط قوة لذا لن يكون نظام المعلومات المحاسبي محل استثناء من هذه القاعدة، فهو بدوره معرض لأن تكتنفه أخطاء وهفوات عند تشغيله من طرف الأفراد القائمين عليه عن قصد أو دون قصد، لذا ينبغي كشفها والتخلص منها لضمان خلوه من أي تشوهات قد تؤثر في صدق وحقيقة المعلومات المتولدة عنه، لهذا الغرض كان لزامًا إجراء رقابة على هذا النظام والتي من بينها المراجعة الخارجية والتي يقوم بها محافظ الحسابات، حيث يقوم بمطابقة مدى مصداقية وتنظيم الحسابات من خلال مراجعة وتدقيق الحسابات، وتقييم نظام الرقابة الداخلية للمؤسسة.

ويتم اختيار محافظ الحسابات من طرف الجمعية العامة للمساهمين، التي يكون ملزمًا أمامها برفع تقرير مفصل في نهاية مهمته، يشير فيه إلى نتائج تدخله بالتأكد على مدى مصداقية وسلامة الميزانيات المحاسبية المعدة من طرف المؤسسة.

تعد مراجعة الحسابات وتقييم نظام الرقابة الداخلية وسيلة فعالة لتقويم نظام المعلومات المحاسبي وتضفي صفة المصداقية على المعلومات المحاسبية، الأمر الذي يجعل من إطلاع الخبير على آخر تقرير لمحافظ الحسابات من الأهمية بما كان، للوقوف على الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة التي تسمح بالتقييم الجيد والموضوعي.

2- وثائق أخرى: تعتبر الوثائق والمعلومات المحاسبية غير كافية لوحدها لتزويد الخبير بالمعلومات الضرورية عن مختلف أصول المؤسسة وأنشطتها، لذلك ينبغي توفر مجموعة أخرى من الوثائق والمعلومات تساعد في تدعيم الوثائق المحاسبية وتمد بأكثر تفاصيل، والتي يمكن أن نرجع على بعضها كما يلي¹:

- آخر محضر للجمعية العامة؛

- تقارير محافظي الحسابات إن وجدت (التأكد من حملها تحفظات أم لا)؛

- تاريخ آخر مراقبة ضريبة ونتائجها؛

- مخططات الأراضي والمباني بالتفصيل (عقود ملكيتها، طبيعة استغلالها، فيما كانت مؤجرة أو مملوكة)؛

- آخر خبرة تأمينية إن وجدت؛

- جرد تجهيزات الإنتاج أو على الأقل الأساسية منها، مع تعيين سنها؛

- قائمة تتضمن مساهمات الشركة بالقيم في فروع أخرى، مع الهيكل التنظيمي للمجموعة وذلك في حالة وجودها؛

- أهم الإتفاقيات التقنية المبرمة؛

(1) هواري سويس، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص ص 54-55

- قائمة بالعلامات وبراءات الاختراع التي تملكها المؤسسة وتلك التي اشترتها من الأشخاص الخارجيين؛

- عقود السلفات، الرهون العقارية والرهون الحيازية؛

- عقود التأجير والقروض الإيجارية؛

- قائمة بالمنتجات وأسعارها؛

- توزيع رأس المال الاجتماعي؛

- القانون الأساسي للشركة؛

- مكونات الحافظة المالية للمؤسسة؛

- الهيكل التنظيمي للتوظيف؛

- العقود التجارية؛

- كل الوثائق التي يراها المسIRON ضرورية لتقييم المخاطر والإمكانيات التي تخص المؤسسة، بالإضافة إلى

نوعية التسيير (الموازنات والمخطط التقديري بالخصوص)؛

- قائمة لفروع المؤسسة إن وجدت مع تقديم نفس المعلومات والوثائق السابق بيانها.

مما لا شك فيه أن الوثائق السابقة تمثل مصدرًا هامًا لمعلومات، تفيد بالدرجة الأولى في إعداد عملية

التشخيص، ومن ثم السماح للخبير المقيم بأخذ صورة مفصلة حول وضعية المؤسسة.

المحاضرة السادسة: الأدوات التي يحتاجها الخبير لتشخيص وضعية المؤسسة

1- مفهوم التشخيص: «يهدف التشخيص إلى كشف مواطن الضعف ومواطن القوة داخل المؤسسة لتصحيح الأولى وتقويم الثانية، واستغلال الثانية بشكل أفضل»⁽¹⁾.

أما التشخيص المالي فيقصد به: «الموجود عند الممولين الخارجيين عن المؤسسة، وهو يرتبط في هذه الحالة بالتحاليل المنجزة على الأوراق انطلاقاً 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»⁽²⁾.

2- أهداف التشخيص في إطار عملية التقييم: يهدف التشخيص في مجال تقييم المؤسسات إلى الوقوف على النقاط التالية³:

- تحليل العوامل الاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة والقطاع الذي تنتمي إليه؛
- معرفة نقاط القوة والضعف، خصوصاً 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؛
- وعموماً 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؛

⁽¹⁾ K.hamdi, *Comment diagnostique et redresses une entreprise*, édition RISSALA, Alger, 1995, P12.

⁽²⁾ Ibid.

⁽³⁾ J.Brilmann et C.Maire, *Manual d'évaluation des entreprises*, édition d'organisation, Paris, 1993, P36.

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 فهمًا 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 تأثيرها 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، وبالتالي 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⁽¹⁾:

- 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 إستراتيجية مستقبلية للمؤسسة.

¹ K.hamdi, *op.cit*, P 31.

- 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 سوءه في مواجهة المنافسة، التي تنعكس في مدى القدرة على تحقيق موارد مستقبلية، والتي تهتم 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 للوضع المالية للمؤسسة في إطار عملية التقييم: إنّ عملية التشخيص المالي من أبرز المهام التي يتولاها المسير 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 مراحل: 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⁽¹⁾.

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⁽²⁾.

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⁽³⁾:

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

(1) مليكة زغيب، ميلود بوشنقى، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص ص 63-64

(2) لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي، دراسة حالة، مكدرة ماجستير، غم، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص ص 91-92

(3) المرجع نفسه، ص 93.

- 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:

الجدول رقم (01): الميزانية الوظيفية

دورة التمويل	الموارد الثابتة	الاستخدامات الثابتة	دورة الاستثمار
دورة الاستغلال	الخصوم المتداولة للاستغلال	الأصول المتداولة للاستغلال	دورة الاستغلال
	الخصوم المتداولة خارج للاستغلال	الأصول المتداولة خارج للاستغلال	
	الخزينة سالبة	الخزينة موجبة	

Source :Alain Mavion, *Analyse financière concept et méthodes*, DUNOD, 3^{édition},

Paris, 2004, P38.

ويقدم الجدول التالي كيفية إعداد الميزانية الوظيفية انطلاقا من الميزانية المالية:

الجدول رقم (02): كيفية إعداد الميزانية الوظيفية

الموارد الثابتة	الاستخدامات الثابتة
رؤوس الأموال الخاصة الخصوم غير الجارية	التثبيات غير المادية التثبيات المادية التثبيات المالية
الخصوم المتداولة للاستغلال	الأصول المتداولة للاستغلال
التسبيقات المستلمة الموردون الديون الجبائية والاجتماعية المنتجات معاينة مسبقا	المخزونات (القيمة الصافية) الزبائن (القيمة الصافية) التسبيقات والمدفوعات على الحسابات الأعباء المعاينة مسبقا الضرائب
الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	الأصول المتداولة خارج الاستغلال
الديون المدينة الأخرى	المدينون الآخرون
خزينة الخصوم	خزينة الأصول

أصول الموظفة وغيرها من الأصول الجارية	أموال الخزينة - الخصوم
---------------------------------------	------------------------

المصدر: لزعر محمد سامي، مرجع سابق، ص 94.

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، فتتحقق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات، وضمان استمرار توازن هيكلها المالي¹، ويمكن فهم رأس المال العامل وفقاً لمقاربتين:

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

الثانية: هي مقارنة 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، ودمم الزبائن غير قابلة للتحصيل.

ويتم حساب الرأس المال العامل الصافي انطلاقاً 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

(1) سعادة اليمين، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة سطيف، 2009، ص 59.

وبصفة عامة هناك ثلاث حالات مختلفة لرأس المال العامل هي:

* رأس المال العامل الصافي موجب ؛ أي FRNG أكبر من 0 يشير إلى أنّ 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 أي ضمان تمويلي في المستقبل، وترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

* رأس المال العامل الصافي سالب ؛ أي FRNG أقل من 0؛ في هذه الحالة نجد أنّ 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.

مسائل شاملة حول تشخيص وضعية المؤسسة(*)

المسألة (01): بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، طلب منك استشارة حول حياة 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 كما يلي:

1- الميزانية بتاريخ 2011/12/31:

أولاً: الأصول:

الأصول	القيمة الإجمالية	الاهتلاكات وخسائر القيمة	القيمة المحاسبية الصافية
الأصول غير الجارية			
التثبيات المعنوية	500000	120000	380000
التثبيات العينية	2500000	400000	2100000
التثبيات المالية	450000	60000	390000
مجموع الأصول غير الجارية	3450000	580000	2870000
الأصول الجارية			
المخزونات والمنتجات قيد الصنع	650000	80000	570000
الزبائن والحسابات الملحقة	400000	50000	350000
المدينون الآخرون	180000	-	180000
القيم المنقولة للتوظيف	150000	-	150000
أموال الخزينة	340000	-	340000
مجموع الأصول الجارية	1720000	130000	1590000
مجموع الأصول	5170000	710000	4460000

* الطالب تطرق في مقياس التسيير المالي إلى الميزانية المالية في السنة الثانية LMD في مقياس التسيير المالي إلى كيفية تحديد الوضعية المالية للمؤسسة من خلالها.

ثانياً: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2015
الأموال الخاصة	
رأس المال جماعي	3000000
نتيجة السنة المالية	150000
مجموع الأموال الخاصة	3150000
<u>الخصوم غير الجارية</u>	
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	300000
مجموع الخصوم غير الجارية	300000
<u>الخصوم الجارية</u>	
موردو المخزونات والخدمات	600000
الضرائب الدائنة	250000
مساهمات بنكية جارية	160000
مجموع الخصوم الجارية	1010000
مجموع الخصوم	4460000

بعد تطلعك على الوثائق الملحقة والمعلومات المحاسبية اكتشفت المعلومات التالية:

- من بين المدينون الآخرون مبلغ 80000 دج كأعباء معاينة مسبقاً ومتعلقة بنشاط خارج الاستغلال؛
- من بين الموردين والحسابات الملحقة : موردو المخزونات بقيمة 420000 دج
- يتضمن حساب الضرائب مبلغ 50000 دج كضرائب على النتائج.

المطلوب:

- 1- باعتبارك خبير في التقييم، إستخرج الميزانية الوظيفية؟
- 2- حلل الميزانية الوظيفية بواسطة الرأسمال العامل الصافي "FRNG" وحدد وضعية المؤسسة؟
- 3- حدد إذا كانت المؤسسة باستطاعتها خلق/ تدمير القيمة من أصولها غير الجارية؟
- 4- حاولت المؤسسة استثماراً بأرباحها المقدرة بـ 150000 دج وكان معدل العائد على الرأسمال المستثمر 6%، بينما معدل تكلفة رأسمال 2%، حدد الربح الاقتصادي لهذا الاستثمار؟

5- حدد إذا كانت المؤسسة تستطيع تحويل رأسمالها المقدر بـ: 3150000 دج إلى أسهم علمًا أنّ الرسملة البورصية بلغت: 8230000 دج؟

6- قدم تقرير على وضعية المؤسسة؟

المسألة (02): بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، طلب منك إستشارة حول حيازة مؤسسة إقتصادية 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، إلا أن المؤسسة في تاريخ 2013/12/31 اكتفت بالميزانية المالية فقط ولم تستخرج الميزانية الوظيفية، لكن بعد التشخيص العميق للمعلومات المحاسبية استطعت الحصول على المعلومات المدونة في الجدول الموالي:

الأصول	المبالغ	%	الخصوم	المبالغ	%
الاستخدامات الثابتة	1250000	؟	الموارد الثابتة	؟
			الموارد الخاصة		؟
			الديون المالية	12	
الأصول المتداولة	؟	الخصوم المتداولة	40
الأصول المتداولة للاستغلال	30	خصوم متداولة للاستغلال		؟
الأصول المتداولة خارج الاستغلال	؟	خصوم متداولة خارج الاستغلال		20
خزينة الأصول	12	خزينة الخصوم	180000	؟
المجموع العام للأصول	100	المجموع العام للخصوم		100

كما اكتشفت بعد التحليل المعمق للميزانية أن:

- نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة = 1.2

المطلوب:

1- باعتبارك خبير في التقييم أستخرج الميزانية الوظيفية؟

2- حدد:

- الرأسمال العامل الصافي الإجمالي " FRNG "؟

- الاحتياج في الرأسمال الصافي الإجمالي " BFR "؟

- الخزينة الصافية "TN" ؟
- حدد نسب الهيكلية المالية؟
- قدم تقريرا على الوضعية المالية للمؤسسة بناء على النتائج السابقة؟



المحور الثالث: طرق تقييم المؤسسات

. تمهيد

المحاضرة الأولى: طرق التقييم المعتمدة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول)

المحاضرة الثانية: طرق التقييم المرتكزة على العائد والتدفقات

المحاضرة الثالثة: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة "Good Will"

مسائل عامة حول التقييم المالي للمؤسسات

تمهيد:

تظهر أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة، والتي لا تطرح مشاكل في حسابها، بقدر ما تطرحه في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها (تعدد المداخل، معدل الاستحداث) ويضاف إلى ذلك الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في حد ذاتها، فهناك طرق تعتمد على منظور الذمة المالية للمؤسسة (الميزانية)، وأخرى تعتمد على المنظور المرتكز على ما ستصدره المؤسسة أو أسهمها في المستقبل من عوائد وتدفقات، إضافة إلى طرق تعتمد على منظور الفائض، ففي ظل ذلك تبرز إشكالية إيجاد القيمة المناسبة للمؤسسة في ظل هذا التباين والاختلاف في المناظير وطرق تقييم المؤسسات. وعليه، فاستعراض طرق قياسا لقيمة يهدف إلى إبراز أهم الاختلافات بينها من خلال دراستها ضمن المناظير المنتمية إليها، بحيث أنكل منظور أو طريقة تكون صالحة لمؤسسة دون أخرى، كما أنّها تكون صالحة في ظرف لنفس المؤسسة دون آخر، باعتبار أنّها مبنية على فرضيات مختلفة وذلك تبعا لنوع المؤسسة وخصوصيتها وكذلك الهدف من وراء تقييمها، وكذا محيطها الذي تنشط فيه، وبالتالي فالتقييم الموضوعي هو الذي يأخذ في الاعتبار طرق التقييم المناسبة منها، إلا إذا كانت لديه إحاطة شاملة المناظير والطرق المستعملة في التقييم.

المحاضرة الأولى: طرق التقييم المعتمدة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول)

إن لمقاربة الذمة المالية أهمية قصوى في مجال التقييم، حيث من خلالها يمكننا التعرف على قيمة المؤسسة محل التقييم، التي يعود إليها المهتمين المؤسسة، بالرغم من اعتمادها على ماضي المؤسسة وحاضرها إلا أنه لا نستطيع الاستغناء عنها، لأنها تساعدنا في اتخاذ قرارات الخوصصة أو الشراكة أو البيع أو التفريغ، أو أي قرار تسييري معيّن أو أي مبرر من مبررات التقييم.

1- تقييم عناصر الاستثمارات المادية: وتتمثل أساسًا في الأراضي والمباني والمعدات والتي هي ملك للمؤسسة، ويمكن أن تكون ضرورية للاستغلال، كما يمكن أن تكون خارجه عنها، فبالنسبة للأخيرة تقيّم بمعزل عن الأصل الصافي المصحح وقيمتها نعيد إضافتها للقيمة الإجمالية للمؤسسة⁽¹⁾، فهي تعتبر خزينة متاحة يمكن الاستفادة منها إما:

- لتمويل دورة استغلال المؤسسة، أو تمويل استثمارات مستقبلية؛

- أو يستفيد منها مشتري محتمل للمؤسسة لتمويل شرائها.

إذ تقيّم هذه العناصر غير الضرورية للاستغلال بالقيمة السوقية الصافية حسب الصيغة التالية⁽²⁾:

$$\text{القيمة السوقية الصافية} = \text{سعر البيع} - \text{الضريبة على فائض القيمة} - \text{تكلفة الإنجاز}$$

ومنه نعلم القيمة السوقية من أجل حساب سعر الأصول التي يكون المالك الجديد في غنى عن الاحتفاظ بها، إما لأنها لا تتعلق بالاستغلال للمؤسسة الهدف أو للشركة التي هي بصدد شرائها، وإما لأن هذه العناصر لا تدخل ضمن الآفاق المستقبلية التي يصبو إليها المالك الجديد⁽³⁾.

أما العناصر الضرورية للاستغلال فهي التي تم إدخالها في حساب وتقي بقيمة الاستعمال، ولهذا نرى ضرورة الفصل بين العناصر الضرورية للاستغلال، والعناصر غير الضرورية له، لأن أساس التقييم يختلف.

(1) Tchameni Emmanuel, *Evaluation des entreprise, édition Economica, Paris, 1993, P12.*

(2) *Ibid, P13.*

(3) *Ibid, p14.*

1.1- الأراضي: في الحقيقة هناك عدة طرق مستعملة في تقييم الأراضي، يمكن حصرها ضمن طريقتين أساسيتين وهما:

- التقييم المباشر: حسب هذه الطريقة يتم تقدير قيمة الأرض الموجهة للاستغلال عن طريق مقارنتها مع أرض تملك نفس الخصائص من حيث النوعية، المساحة، والموقع، فالموقع يعتبر أهم عامل في تحديد قيمة الأرض من حيث ارتفاع أو انخفاض السعر، أما بالنسبة للأراضي خارج الاستغلال فتقدر بسعر السوق⁽¹⁾.
ويجب أن نميز بين قيمة الأرض المبنية وقيمة الأرض غير المبنية وبحصولنا على سعر المتر المربع نقوم بضربه في المساحة.

قيمة الأرض غير المبنية تنتج من العلاقة الآتية⁽²⁾:

$$\text{قيمة أرض غير مبنية} = \text{سعر المتر المربع} \times \text{المساحة}$$

قيمة الأرض المبنية فنحصل عليها من العلاقة الآتية⁽³⁾:

$$\text{قيمة أرض مبنية} = \text{قيمة الأرض غير المبنية} - \text{التخفيض المطبق (30\%)}$$

- التقييم بواسطة التكلفة العقارية: يتم استعمال هذه الطريقة في تقييم الأراضي المبنية، حيث يتم الإعتماد على التكلفة العقارية للمبنى، التي تضم سعر الأراضي وأتاع الأخصائي بمسح الأرض، وكذا النفقات المتعلقة بالتهيئة، وكل الرسوم المرتبطة بالمشروع، وحسب هذه الطريقة يتم حساب قيمة الأرض إنطلاقاً من نسبة التكاليف العقارية من سعر التكلفة للمتر المربع للمبنى، ويمكن معرفة التكلفة العقارية للمتر المربع الواحد عن طريق بنايات أنجزت حديثاً في مناطق مجاورة⁽⁴⁾.

(1) بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للخدمات الأبار "ENSP"، دكتوراه علوم، جامعة الجزائر، 2010، ص ص 56-57

(2) المرجع نفسه، مرجع سابق، ص 57.

(3) المرجع نفسه، ص 57.

(4) Choinel Alain, *Introduction à l'ingénierie Financière*, édition ia Revue Banque, Paris, 1991, P63.

وعليه فإن حساب قيمة الأرض المبنية يتم حسابها على النحو التالي⁽¹⁾:

$$\text{قيمة أرض مبنية} = \text{قيمة التكلفة العقارية للمتر المربع} \times \text{مساحة الأرض}$$

2.1- المباني: يمكن حساب قيمة المباني وفق مقاربتين هما⁽²⁾:

- مقارنة قيمة إعادة البناء: تركز هذه المقاربة على نوع المبنى الضروري للنشاط، ومنه على قيمة الاستعمال كونه يدخل في عملية الاستغلال، فتحسب قيمته بالمقارنة مع مبنى آخر جديد له نفس المميزات والمردودية والنشاط إلى حد بعيد، إذن من هنا يمكن معرفة تكلفة المتر المربع، وبضربه في المساحة المبنية آخذين بعين الاعتبار معامل القدم ومعامل الاهتلاك لنجد القيمة الإستعمالية للمبنى، وذلك على النحو التالي:

$$\text{القيمة الإستعمالية للمبنى} = \text{المساحة المبنية} \times \text{تكلفة البناء للمتر المربع} \times \text{معامل القدم} \times \text{معامل الامتلاك}$$

مدة الإهلاك التقنية العادية لمباني صناعية وتجارية تتراوح بين 2% و 5% للسنة، بمعنى مدة حياة كلية من 20 إلى سنة، الخبراء غالبًا ما يأخذون رقم واضح بين 25 و 30 سنة، وبالنسبة لمعامل القدم المباني فيكون بنسبة 1% بكل سنة على أن لا يتجاوز 40%.

- مقارنة قيمة الحيازة: يمكن أن تكون المباني المتعلقة بنشاط معين، حيث حصلت عليها المؤسسة بعد قيامها بعدة استثمارات وأشغال عبر سنوات مختلفة، حسب هذه الطريقة يقوم الخبير باستحداث التكاليف المتعلقة بكل سنة لمختلف الاستثمارات، بغية الحصول على قيمة جديدة بالنقد الجاري، هذا بعد تطبيق معاملي القدم والاهتلاك، وطبعًا معامل إعادة التقييم.

أما بالنسبة للمباني خارج الاستغلال فهي تخضع لتقييم خاص يتمثل في طريقتين هما⁽³⁾:

أ- طريقة المقارنة: تعتمد هذه الطريقة في تقييمها للمباني خارج الاستغلال إيجاد مبنى جديد شبيه بالمبنى الحالي من حيث الموقع، المساحة، وعناصر التجهيز... الخ، ثم يبيعه أثناء عملية التقييم، فنطبق على تلك القيمة معامل القدم (باستخدام السن، الحالة،...)، لكن الإشكالية في تطبيق هذه

(1) Choinel Alain, op.cit, P63.

(2) Ibid.

(3) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص ص 58-59

الطريقة هو إيجاد مبنى جديد مماثل للمبنى المراد تقييمه، نظرًا للتطورات الحاصلة في تقنيات البناء، وهذا ما يعاب على هذه الطريقة.

ويمكن صياغتها على النحو التالي:

$$\text{القيمة المبنى} = \text{القيمة الجديدة} \times (1 - \text{معامل القدم } (R))$$

$$R = \frac{(1 - T_0)}{T_N} \quad \text{علمًا أن:}$$

حيث أن: (T_0) : مدة الحياة الكلية للأصل، (T_N) مدة الحياة الكلية للأصل، هذه الطريقة أكثر صدقًا، لكن لا نستعملها إلا عندما يتوفر لدينا سوق لعناصر قابلة للمقارنة مع عدد كاف للمبادلات.

ب- طريقة التقدير بواسطة الدخل: تطبق هذه الطريقة عموماً في الحالات الخاصة، والمتعلقة بالمباني مؤجرة، بحيث يطبق معدل رسملة للعوائد التي تتحصل عليها المؤسسة نتيجة تأجيرها لها، كما يمكن إستعمال هذه الطريقة بالنسبة للمباني غير المؤجرة وذلك بواسطة تقدير نظري للعوائد، وفي هذا الشأن على الخبير أن يكون محتاطاً وحذراً لعدم تأجيرها فعلاً.

إن ما يمكن أن يلاحظ حول هذه الطريقة هو أن نسبة الرسملة في علاقة عكسية مع مجموعة من العوامل المتمثلة في نوعية المبنى، مدة حياته الافتراضية، ونوعية محيطه، ويمكن الإشارة هنا أنّ معدل الرسملة بالنسبة للمباني ذات الاستعمال السكني محصور بين 4% و 6%.

إذن بالنسبة لتقييم هذا النوع من الاستثمارات "الأراضي والمباني" قد نص عليه النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 121-21، حيث جاء نصها كما يلي: "....القيمة الحقيقية للأراضي والمباني هي في العادة قيمتها في السوق. وتحدد هذه القيمة استناداً إلى تقرير يجريه مقيّمون محترفون مؤهلون"⁽¹⁾، إذ نلاحظ أن النظام جاء حقيقية ليساعد المؤسسات في التعرف على قيمتها.

(1) القانون رقم 11-07 الصادر في 2007/11/25 المتضمن النظام المحاسبي المالي الجديد، الفقرة 121-21، ص 10.

3.1- المعدات: تقيم بطرق لا تختلف عن سابقتها المطبقة في المباني إلى درجة أن بعضا منها يمكن استعماله في تقييم المعدات، كما يمكن استعماله في تقييم المباني.

ويمكن توضيح هذه الطري على النحو التالي:

- التقييم بواسطة قيمة الاستعمال: تعتمد في تقييمها للمعدات على القيمة الجديدة المصححة في تطبيق معاملات تسمح بالأخذ في الحسبان مدة الحياة الباقية، والتي يمكن تقديرها من خلال معدل الاستخدام ومدى أهمية الصيانة المطبقة، وعليه يمكن حساب قيمة الاستعمال بالعلاقة الآتية⁽¹⁾:

$$\text{القيمة الإجمالية} = \frac{\text{القيمة المحاسبية الصافية} \times \text{القيمة الجديدة}}{\text{القيمة الإجمالية}}$$

علماً أن هذه الطريقة يمكن تطبيقها إذا كانت الاهتلاكات المحاسبية مقاربة للإهتلاكات التقنية، أما إذا كانت ليست كذلك يجب القيام بتصحيحها، بمعنى أننا نقرب الاهتلاكات المحاسبية إلى الاهتلاكات التقنية ثم نطبق الطريقة.

- 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،... للآلة المراد تقييمها، وبالرغم من موضوعية هذه الطريقة في إيجاد قيمة الآلة المستعملة، إلا أنه عند تطبيقها يواجه الخبير صعوبات تكمن في إيجاد الآلة المماثلة في سوق الأدوات المستعملة، لهذا يتطلب الأمر دراسة عميقة ودقيقة في تحديد أسعار هذه الآلة من خلال إيجاد السوق التي تناسب علامة الجهاز الموجود بالمؤسسة، ذلك حتى يكون هناك اقتراب حقيقي في تقدير قيمة المعدات.

⁽¹⁾ Choinel Alain, op.Cit, P140.

- التقييم عن طريق تكلفة الحيازة: تقيم المعدات وفق هذه الطريقة بتكلفة الحيازة التي يتم تصحيحها بمعامل إعادة التقييم، وكذا معامل القدم، حيث توجد نماذج معيارية لحساب هذا الانخفاض والنموذج

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

- التقييم عن طريق إعادة التقييم: تقوم هذه الطريقة على استحداث الاستثمارات في حالة تعدد سنوات الحيازة، وذلك باستعمال معامل الاستحداث ومعامل القدم، ويمكن استخدامها بمجموعة من الآلات المتجانسة⁽²⁾.

نفس الشيء فالنسبة لتقييم المعدات قد نص عليه النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 21-121 حيث جاء نصها كما يلي⁽³⁾: ".....والقيمة الحقيقية لمنشآت الإنتاج هي أيضًا قيمتها في السوق، وعند غياب مؤشرات تدل على قيمتها في السوق (منشأة متخصصة)، فإنها تقوم بتكلفة تعويضها الصافية من الامتلاك"، ومن هنا أيضًا يتجلى وبوضوح أنّ النظام المحاسبي المالي جاء حقيقة لیساعد المؤسسات في التعرف على قيمتها.

2- تقييم عناصر الأصول المالية وعناصر الأصول الأخرى:

1.2- الأصول المالية: تقوم بعض المؤسسات عند وجود فائض أحيانًا باستثماره لدى الغير، نهاية السنة تعمل على تقييم أصولها المالية، وقدم نص على هذا أيضًا النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 5-112، حيث جاء نصها كما يلي: ".....يقدر الكيان عند حلول كل تاريخ إقفال الحسابات إلى تقدير، وتفحص إذا ما كان هناك أي أصل من الأصول المالية لم يفقد قيمته فقط، وإذا ثبت وجود مثل هذا المؤشر، فإنّ الكيان يقوم بتقدير القيمة الممكن تحصيلها من الأصل"⁽⁴⁾.

(1) Pene Didier, *Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2 : Evaluation et Montages financière*, édition Economica, Paris, 2^{ème} édition, PP 96-97

(2) Pene Didier, *op.Cit*, P140.

(3) القانون رقم 11-07، مرجع سابق، فقرة 21-121، ص 10

(4) القانون رقم 11-07، مرجع سابق، فقرة 5-112، ص 7.

إذن سندات المساهمة المسعرة في البوصة تقيم على أساس متوسط السعر البورصي لعدد معين من الأشهر

الأخيرة، ضف على ذلك أن المساهمة يمكن أن تكون بنسبة كبيرة أو بنسبة صغيرة فنكون أمام حالتين⁽¹⁾:

- إما أن المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات آخرين ومن ثم فإنّ هذه الأخيرة تعتبر فروعاً

من المؤسسة المساهمة، وبالتالي تقيّمها يتم تبعاً لنفس المبادئ المستعملة للمؤسسة الأم وبعدها ندمجها؛

- أما في حالة أين تكون المؤسسة مساهمة بنسبة صغيرة؛ أي أنّ المؤسسة تكون متنوّعة لحافظتها المالية فإنّ

عملية تقيّمها تتم حسب أسس منها استخدام سعر التكلفة؛ أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم.

- استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم: ويعني عدم إجراء أي تعديلات على القيمة الدفترية لسندات

المساهمة، وما يعاب على هذه الطريقة أن القيمة التي ستظهر بها تلك المستندات في الميزانية لن تعكس

القيمة الجارية لذلك الأصل مما يؤثر على سلامة الإفصاح عن المركز المالي للمؤسسة.

- استخدام سعر السوق الجاري كأساس للتقييم: ويتطلب تعديل القيمة الدفترية لسندات المساهمة لكي

تعكس القيمة السوقية الجارية، إلا أنّ هذا نجده مخالفاً لذلك المبدأ الذي يقر عدم تسجيل الإيراد إلا بعد

تحققه الفعلي، لكي يدافع أصحاب هذا الرأي عن ذلك الإجراء بأن سندات المساهمة تتميز بسهولة مرتفعة

وإمكانية بيعها بأسعار معلومة مسبقاً، هذا بالإضافة إلى أنّ أسعار السوق الجاري تمثل أفضل المؤشرات عن

القوة الشرائية في تاريخ إعداد الوثائق المحاسبية.

- استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم: ويعني استخدام سعر التكلفة كأساس

للتقييم إذا لم يحدث تغيير في أسعار شراء تلك السندات أو اتجهت الأسعار إلى الارتفاع، على أن يتم

استخدام سعر السوق كأساس للتقييم عندما تتجه الأسعار إلى الانخفاض، وبذلك نجد أن هذه الطريقة

تعترف بالخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار السوق دون الاعتراف بالإيرادات؛ أي أنّها

(1) محمد سمير الصبان وآخرون، دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص 271-

تعترف بالتقلبات في أسعار السوق في اتجاه واحد، فهي اعتمدت مبدأ الحيطة والحذر وعند تحديد النتيجة أعمال المؤسسة من ربح أو خسارة، أو عند الإفصاح على المركز المالي.

كما يمكن أيضًا تقييم المساهمات الصغيرة باستخدام إحدى الطرق الآتية:

- بقيمتها التفاوضية (خاصة إذا كانت أسهم المؤسسة مسعرة في البورصة)؛

- برسمة الأرباح الموزعة لخمس سنوات حتى عشر سنوات؛

- بأخذ متوسط القيم الناتجة من مختلف الطرق.

لكن بصدور النظام المحاسبي المالي حسم هذا الأمر وهذا نستشفه في الفقرة 06-112 التي جاء نصها كما يلي:

"....تقييم القيمة القابلة للتحصيل للأصل بأعلى قيمة بين ثمن البيع الصافي والقيمة النفعية"، فهذا

يساعد ويسهل عملية التقييم المالي للمؤسسات.

2.2- عناصر الأصول الأخرى: تتمثل عناصر الأصول الأخرى في المخزونات.

- مفهوم تقييم المخزونات: ففي حالة المؤسسات الصناعية تقييم المخزونات عمومًا لا يطرح إشكال كبير

باستثناء المنتجات التي هي في حالة سيئة، ففي أي حال يجب أن يتم التخفيض على قيمتها المحاسبية،

فالمخزونات محاسبياً يمكن أن تكون بأقل أو بأعلى تقييم، وينتج من عاملين أساسيين هما:

- وجود مخزونات مخفية؛

- تقييم المخزونات تبعًا للظروف الجبائية التي تؤدي التقليل من قيمتها مقارنة مع سعر التكلفة.

من الطبيعي أن نأخذ في الحسبان المخزونات المخفية، التي غالبًا ما تتراكم بكفالة وبضمان من رئيس

المؤسسة، لكن بشرط أن نطبق تخفيض يساوي إلى الضريبة على أرباح الشركات الذي سيعمل على التقليل

من هذه المخزونات في حالة إعادة دمجها في حسابات المؤسسة، ففي هذه الأخيرة يفضل ألا يتم إعادة تقييم

المخزونات، ذلك أنه في الواقع الرفع من قيمة المخزونات يؤدي إلى التقليل من الهامش المستقبلي إذا تم إعادة

بيع هذه المخزونات ومن ثم التقليل من الأرباح انطلاقًا من هنا المردودية لا تبرر قيمة الذمة المالية، من

الأحسن أخذ القيمة المحاسبية للمخزونات، ونلاحظ احتمالات وجود فائض قيمة.

* حالة خاصة تبرر نوعاً من إعادة التقييم:

عندما تكون لدينا مخزونات مهمة تعرف مضاربة مستمرة مقارنة مع النشاط العادي للمؤسسة، من المنطقي أن نأخذ في الحسبان فائض القيمة المستر المساوي إلى الفرق (بعد تخفيض القيمة السوقية على أرباح الشركات) بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية لهذه المخزونات.

وينتج فائض تقييم المخزونات من عدم كفاية المؤونات للمخزونات الميتة أو النائمة، ويجب أن نفحص بأن كل المخزونات التي لها ضعف شكلت لها مؤونة بصورة جيدة.

كما أنّ عملية تقييم المخزونات تتطلب جرد مادي كامل ودراسة دورائها، كما تتطلب أيضاً القيام بالإفصاح عن طريق التقديرات المستعملة، وكل ما يحيط بعملية التقييم من جمع المعلومات وتشخيص المؤسسة حتى يكون التقييم سهل وغير مكلف وأكثر دقة.

ونشير أيضاً أنّ تقييم المخزون يخضع إلى طرق التسيير الداخلي والوضعية التقنية والاقتصادية للمنتجات.

- تقييم عناصر المخزون حسب ترتيبها في الميزانية: وتتم كما يلي (1):

- البضاعة: ويمكن تصور حالتين إما بضائع قيد الإنجاز أو بضائع لم يحن بيعها بعد، فبالنسبة للحالة الأولى يتم تقدير قيمتها حسب سعر بيعها منقوص منه التكاليف المرتبة بها من مصاريف الشحن، الثقل، العمولة... الخ، أما بالنسبة للحالة الثانية فيتم التقدير على أساس تكلفة شرائها.

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

- المنتجات نصف مصنعة والمنتجات قيد التصنيع: يقيم هذين النوعين من المخزون على أساس سعر تكلفة التصنيع الموافقة لنظام المحاسبة التحليلية.

(1) محمد سمير الصبان وآخرون، مرجع سابق، ص 142.

- المنتجات التامة: لتقييمها يجب أن نفرق بين حالتين، بين المنتجات قيد البيع والمنتجات التي لم يحن موعد بيعها، فبالنسبة للأولى يتم تقييمها بسعر البيع منقوصاً منه مجمل تكاليف البيع والتوزيع، أما بالنسبة للثانية فتقيم على أساس سعر تكلفة المصنع.

- الفضلات والمهملات: تقيم على أساس سعر الخردة أو على أساس السعر المستعمل.

ومن يمكن إجمال طرق تقييم عناصر المخزون الآنفه الذكر ضمن طريقتين أساسيتين:

* التقييم على أساس سعر التكلفة؛ يضم التكلفة التاريخية، وتكلفة الإحلال الجارية كأساس للتقييم.

* التقييم على أساس سعر السوق؛ يضم سعر البيع الجاري، وصافي القيمة البيعية كأساس للتقييم.

3- تحليل طرق التقييم الحديثة المرتكزة على الذمة المالية: وتضم مجموع الطرق التي تمثل الصفة

التاريخية وليس التقديرية، فهذه الطرق تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة؛ أي ميزانيتها، وتتمثل في:

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛

- طريقة القيمة الجوهرية؛

- طريقة الأموال الدائمة للاستغلال.

1.3- طريقة الأصل المحاسبي الصافي:

« يمثل التقييم عن طريق الذمة المالية المقاربة المفضلة لكثير من بائعي المؤسسات المنشأة لمدة طويلة، أين

تتراكم خلالها الذمة المالية، وتأخذ المردودية أُنذاك أحد الاتجاهين إما الاستقرار أو الانخفاض، هذه الذمة

يتم تقييمها عن طريق الأصل الصافي»⁽¹⁾.

إنّ الميزانية المحاسبية تسمح بتقدير قيمة المؤسسة، وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أنّ هذا الأخير هو

التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية، والذي يشمل الفرق بين مجموع الأصول مجموع الديون

للمؤسسة، ويتحدّد ذلك وفق المعادلة التالية⁽¹⁾:

⁽¹⁾Kienast Philipe, *l'évaluations des entreprise in Ecyc lopédie du Management*, 1^{ère} édition, Vubert, Paris, 1992, P 734

الأصل الصافي = مجموع الديون - مجموع الأصول

ويحسب أيضًا:

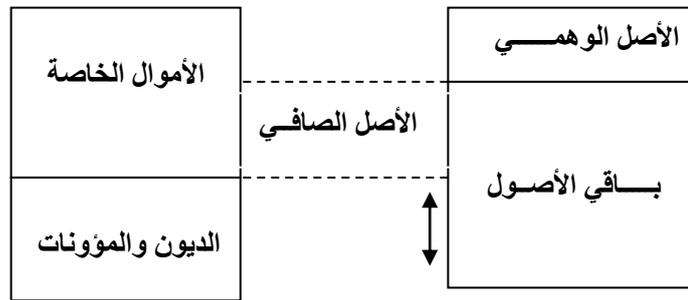
الأصل الصافي = رأس المال + الاحتياطات + النتيجة الصافية

وأيضًا:

الأصل الصافي = رأس المال - الأصول الوهمية

والشكل التالي يوضح الأصل الصافي:

الشكل رقم (01): الأصل المحاسبي الصافي



المصدر: Bellalah Momdher, *Finance Modern d'entreprise*, P 29,

«إنّ الأصل المحاسبي الصافي لا يمثل سوى مقارنة لقيمة المؤسسة، فهو يمثل الحق المالي للمساهم في حالة

التنازل عن نشاط المؤسسة؛ أي أنه يتحدّد انطلاقًا من الأصل المتنازل عليه والديون الحقيقية»⁽²⁾.

تمثل العناصر الوهمية تلك التي اختفى بعضها كليًا بالنسبة للمؤسسات التي أخذت بعين الاعتبار (IAS-

IFRS)، ونحن في الجزائر أيضًا وبدخول النظام المحاسبي المالي الجديد حيّز التطبيق، فإنّ هذه القيم تختفي

من الميزانية، ولأنها مصاريف وهمية تم استبعادها مباشرة فتقيّم المؤسسة من دون جرد هذا العنصر، وهذا

في الحقيقية عنصر إيجابي أتى به النظام المحاسبي المالي الجديد خدمة للتقييم.

2.3- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح:

«ويمكن أن نميّز نوعين من القيم للذمة المالية تهتم فقط بالاستغلال، والمقصود هنا الأموال الضرورية

للاستغلال فهي لا تعطينا قيمة لصالح المساهمين، ولكن تعطينا معلومات مهمة عن مبلغ الأموال الضرورية

(1) Bellalah Momdher, *Finance Modern d'entreprise*, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2003, P 28.

(2) Langlois.G, Mollet.M., *Gestion Financière*, édition Foucher, Paris, 2005, PP 345-346

للاستغلال، وهذه المعلومات غالبًا تكون مجدية لطرق التقييم الأخرى (قياس "GOOD WILL" للتقييم مثلاً)، أما الثانية فهي تمثل قياس لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، وهذه الأخيرة تعطينا قيمة لصالح المؤسسة، والمقصود هو الأصل الصافي المصحح "ANCC" (الحقيقي)¹.

فبالنسبة لهذه الأخيرة؛ أي الأصل الصافي المصحح، الفرضية القائمة هي: استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية للمؤسسة تقيّم على أساس قيمة الاستعمال، أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيّم بالقيمة السوقية، «مخفّضين منها مصاريف البيع، مستبعدين بعض العناصر المعنوية غير قابلة لتقييم خاص كشهرة المحل المؤسسة، تكلفة حيازة براءات الاختراع، كما نضيف بالمقابل الآلات والمعدات المحازة عن طريق قرض الإيجار»⁽²⁾.

فطريقة الأصل المحاسبي المصحح (ANCC) تقوم بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم، وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقاً للحقيقة الاقتصادية للميزانية، والفرق بين الأصل المصحح، والخصم المستحق المصحح يعطينا الأصل الصافي المصحح. ويحسب الأصل المحاسبي المصحح (ANCC) إنطلاقاً من ميزانية واحدة ويساوي⁽³⁾:

(ANCC) = الأصل الصافي للميزانية – الخصم الحقيقي (ديون حقيقية) – أصول وهمية أو بدون قيمة
– الخصوم الوهمية (فارق تحويل الخصوم) ± تصحيحات فائض أو نقص القيمة

ويحسب الأصل المحاسبي الصافي المصحح من وجهة نظر قيمة الاستعمال على أنه رأس مال مستثمر من طرف المساهمين في المؤسسة⁽⁴⁾:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) = الأصل الاقتصادي المقيّم بقيمة الاستعمال – الديون

(1) Langlois.G , Mollet.M, op.cit, P347

(2) Mauguere Honri, l'évaluation des entreprise mon cotées, édition Dunod, Paris, 1990, P 19.

(3) Chaplain Gérard, Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise, édition EMS, Paris, 2004, P 106.

(4) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 50.

إنَّ قيمة الأصل الصافي المصحح المبينة في الميزانية نادراً ما تتعلّق بالقيمة الاستعمالية الحالية للأصول المستعملة من طرف المؤسسة للأسباب التالية⁽¹⁾:

- التسجيل المحاسبي يتم على أساس التكلفة التاريخية؛

- السيطرة الجبائية بالنسبة للاثبات المحاسبي للإهتلاكات والمؤونات؛

- قيم العناصر المعنوية المسجلة في الميزانية وغياب بعض منها؛

- قيمة سندات المساهمة؛

- الأصول خارج الاستغلال؛

إذن هناك ضرورة لتحليل وتصحيح عناصر الأصول والخصوم المعنية التي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية، هذا التصحيح يسمح بتقدير الأصل الصافي المصحح.

«وفي كل الحالات عمل المقيّم يرتكز انطلاقاً من الميزانية بتعديلها مجموعة بعد مجموعة حول قيمة الأصول والخصوم، حيث نبعد من البداية الأصول المادية للأراضي، والمباني، وباقي الأصول أين تكون قيمة السوق ليس الصعب إيجادها إما بالخبرة، أو الرجوع إلى معلومات حديثة، والعملية تكون صعبة أكثر بالنسبة للأصول المادية المتعلقة بالاستغلال»⁽²⁾.

وعليه تحسب قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح على النحو التالي:

الأصل الصافي المصحح (ANCC) = مجموع الأصول المصححة – مجموع الخصوم المستحقة المصححة

«يجب أن نشير أن التقييم عن طريق الأصل الصافي المصحح "ANCC" هو ثقيل جداً، فهو لا يتم عن طريق خبراء خارجين عن المؤسسة، وعلى أساس قاعدة وحيدة هي الحسابات فقط، بل يتطلب تحريات طويلة وعميقة لمختلف عناصر الأصول والخصوم المعنية مع تدخلات أصحاب الاختصاص في ميادين مختلفة

(1) مرجع نفسه، ص52.

(2) Chapelle philippe, *l'évaluation de entreprises, édition economica, Paris, 3ème édition, 2007, P84.*

كالعقاري، العلامات، التقنيات، العقود القانونية وفي النهاية العملية ضروري الأخذ بعين الاعتبار الضرائب المتعلقة بفائض القيمة المحتمل»⁽¹⁾.

- أعمال لا بد التأكد منها قبل الشروع في التقييم وفق طريقة (ANCC):⁽²⁾

- التأكد من الوجود الحقيقي لعناصر الذمة المالية تاريخ التقييم فمن جهة نجد بعض الأصول الموجودة في الميزانية قد تم التنازل عليها، ومن جهة أخرى أنّ البعض مبيّن في الميزانية؛

- تقدير الاستعمال الحقيقي، وهو ضروري لتمييز العناصر المرتبطة بالاستغلال عن المستقلة عنه لأنّ أساس تقييمها مختلف؛

- السير الحسن للمؤسسة من وجهة نظر استمرارية الاستغلال تأخذ قيمتها التي تعكس وظيفتها؛

- الأصول التي هي حالياً غير مستعملة لكن ستكون مستعملة لاحقاً، فتأخذ قيمتها عن طريق الاختيار، حيث تكون ذات فعالية حسب تطور النشاط مثلاً آلة يمكن أن تخضع للعديد من التغيرات من أجل أن تتكيف مع إنتاج أكثر أهمية، مبنى يقع في قطعة أرض شاغرة ليكون من السهل أن يجرى عليه توسعة، وثم يتم تجنب النقل المكلف؛

- أصول غير مستعملة، ومؤكّد أنّها لن تستعمل فتعامل على أساس خردوات؛

- مراقبة الوضعية الحالية للأصول (عمرها، نوعية صيانتها، درجة تقادمها، التقنية...)، على سبيل المثال آلة موجودة أصبحت قديمة لا تمثّل ولا فائدة حتى ولو لم يتم شراؤها حديثاً، نفس الشيء آلة لم يتم صيانتها بطريقة جيّدة نجدها تفقد الكثير من طاقتها.

بعد إتمام عناصر الميزانية عنصر بعنصر يتم حساب الذمة المالية كما يلي⁽³⁾:

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

⁽¹⁾ Pierre Florence, *Valoussations d'entreprise et Théorie financière, édition d'organisation, Paris, 2004, P68.*

⁽²⁾ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص ص 53-54.

⁽³⁾ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 75.

3.3- طريقة القيمة الجوهرية⁽¹⁾: 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، وتتميّز 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 انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً 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، وتجديد، والحفاظ على المعدات، كما يجب إستبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للإستغلال.

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

إن ما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة، هو حساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية (الديون المتضمنة في حسابها)، غير أنّه 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 مطروحاً منها الديون بدون فوائد (كالأموال المتروكة مجاناً تحت تصرف المؤسسة من طرف مسيرها وكذلك قروض الموردین)؛ أي أن:

القيمة الجوهرية (المخفّضة) = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

- القيمة الجوهرية الصافية: تساوي إلى القيمة الإجمالية مطروحاً منها مجموع الديون.:

(1) هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص ص 86-

القيمة الجوهرية (الصافية) = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

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.

4.3- 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 يتعلّق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال¹، 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 العامل².

وتحسب الأموال الدائمة والضرورية للاستغلال بالمعادلة التالية:

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال} + \text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال}$$

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، لأنّ 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⁽³⁾.

⁽¹⁾ Patrice Vizza vona , *Pratique de gestion, Tome3 : Evaluation des entreprise, édition BERTI, Tipaza, 1990, P18.*

P14.

⁽²⁾ Ibid.

⁽³⁾ Pierre Florence, *op.cit*, P26.

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.

المحاضرة الثانية: طرق التقييم المرتكزة على العائد والتدفقات

ترتكز هذه المقاربة على العوائد والتدفقات، التي تعتمد في جانب كبير منها على المداخيل الصافية المحققة أو التي ستحققها المؤسسة والمستقاة من مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وبالتحديد من جدول حسابات النتائج، بالإضافة إلى مخرجات عملية التشخيص ممثلة في النتيجة المستقبلية (المتوقعة).

1- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (العائد):

وتتمثل في: قيمة المردودية ونسبة سعر السهم/ العائد

1.1- قيمة المردودية: تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع

بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب العلاقة التالية¹:

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

حيث أن:

V: تمثل قيمة المؤسسة n: عدد السنوات

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع a: معدل الاستحداث

وما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة أنها تحمل ثلاث متغيرات: تتمثل في: الربح، معدل الاستحداث، ومدة

الاستحداث، والتي نستعرضها فيما يلي:

- الربح: تتخذ الطرق التقليدية ذلك الربح المحصل عليه في السنوات الثلاث أو الخمس الماضية التي تسبق

عملية التقييم، حيث يتم حسابه كما يلي:

⁽¹⁾Patrice Vizza vona , op.cit, P128.

$$B = \frac{P_{(t-3)} + P_{(t-2)} + P_{(t-1)}}{3}$$

حيث أن: $P(t-A)$: تمثل ربح السنة الفارطة.

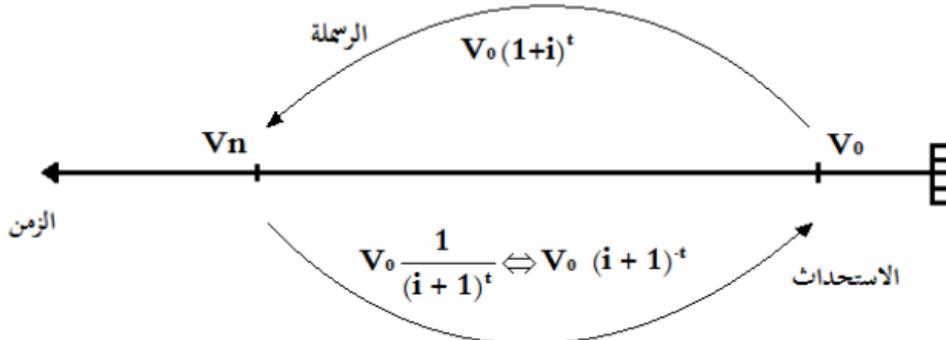
إلا أنه ما يلاحظ على هذه الطريقة أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كونها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية، بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، ونعلم جيداً بأن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلاً، وليس ما حققته في الماضي، لذا كان هناك ما يسمى بالربح الناتج عن التوقعات^(*).

وعموماً وإحتراماً لمبدأ قيمة المردودية يتم استعمال الأرباح المقدرة، أما إذا تعذر الأمر في إيجادها أو كان هناك سوء لتقديرها فلا مانع من استعمال الأرباح الماضية (الربح الصافي المصحح)

- معدل الاستحداث: يرتبط بعدة عوامل تتمثل في التضخم، تكلفة النقود المستعملة، والمخاطر المرتبطة بالإيراد المستقبلي و بالجو العام، حيث يعتبر تحديث معدل الاستحداث من الأمور الصعبة، ويتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعاً لاختيار الربح المأخوذ في الحساب، فإذا تم إختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي معدل الفائدة على رؤوس الأموال طويلة الأجل، إما إذا تم إختيار الربح المتوقع، نضيف على معدل السوق علاوة الخطر، بغية تجنب تأثيرات عدم التأكد التي تحيط بالتوقعات⁽¹⁾.

وتجدر الإشارة إلى أن الرسملة والاستحداث وجهان لعملة واحدة، وتتمثل في سعر الوقت ويمكن توضيح كل

منهما في الشكل رقم (04): الاستحداث والرسملة



المستثمرة،
ات التخطيطية.
رجع سابق، ص 90.

Source : Vernimmen Pierre, Finance d'entreprise, P316.

(*) الربح
ومع ذلك
هو (1)

حيث أن:

V_0 : القيمة الحالية V_n : القيمة المستقبلية

i : معدل الاستحداث t : عدد السنوات

- مدة الاستحداث: إنّ مدة الاستحداث (التوقعات) هي قصيرة جدا مقارنة مع مدة حياة المؤسسة، ما بين ثلاث وخمس سنوات، وسبب إختيار فترة قصيرة هو أن فترة التوقعات لمدة طويلة تؤدي إلى عدم التأكد، ونشير إلى أنّ الفترة القصيرة ملائمة للمؤسسات ذات النمو القوي والتطور التكنولوجي السريع التي تجعل الاستثمارات تقنيات قديمة ومتجاوزة مع أن مدتها الاقتصادية لم تنتهي بعد (1).

2.1- نسبة السهم/ الربح (PER) : تلعب هذه العلاقة دورًا مهمًا في تقييم المؤسسات، حيث تستخدم الطريقة الانجلوساكسونية ليس فقط لكنها مصطلح انجليزي، وإنما لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، ويشير "PER" إلى عدد مرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية(2):

$$V = (P/E)B$$

ويعرف "PER" لأصل مالي على أنه نسبة سعر الأصل إلى الربح السنوي الذي يطرحه، ومن ثم فهو بين فترة الاسترداد اللازمة لهذا الأصل، تستعمل نسبة السعر/الربح في الأسواق المالية بحيث تشير إلى "كم من الربح" تقبل هذه الأخيرة دفعة على ورقة مالية (سهم)، ما، أو بمعنى آخر مرة نقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما³، ولهذا الغرض نجدها تستعمل كثيرًا في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 93.

(2) Choinel Alain, *op.cit*, P130.

(3) *Ibid.*, P143.

مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ، والمساعدة في التحليل لمعرفة أوضاع الأسواق المالية للمحللين الماليين، كما تلعب دورًا مهمًا في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المسعرة وغير المسعرة.

- تقييم طريقة "PER":

- بالنسبة للمعامل سعر/الربح (العائد) "P/E": تتكون هذه النسبة من طرفين، وعليه فدلالتهما مرتبطة بطبيعتهما وقيمتهما، والتي لا بد من الوقوف عليهما لتعدادهما⁽¹⁾:

- السعر "Price": يتم الحصول على السعر من خلال البورصة، حيث توجد عدة تعاريف يمكن أن تدخل في حساب النسبة وهي:

* آخر سعر معروف أو حديث للسهم:

* السعر في 12/31 للسنة المالية؛

* السعر المتوسط لفترة معينة، شهر، ثلاثي، سنة...؛

- الربح "Earning": فيما يخص الربح يجب طرح ثلاث تساؤلات:

* أي ربح مقصود؟ ربح صافي من الضريبة، نتيجة جارية صافية...؛

* هل الربح الصافي مأخوذ معالج، بمعنى صحيح من طرف الخبراء أم لا؟

* ما هي الفترة المتعلقة بهذا الربح الصافي للسنة الماضية، الربح المقدر للسنة الجارية الناتج عن بناء سلسلة من الأرباح السابقة، الربح المتوقع للسنة القادمة.

لكن الربح الأنسب لهذه النسبة ليس آخر ربح المحصل عليه، وإنما هو الربح المقدر سواء للسنة الجارية أو للسنوات السابقة⁽²⁾.

(1) Choinel Alain, *op.cit t*, P58.

(2) *Ibid.*

- بالنسبة لإمكانية استعمالها: تستعمل هذه الطريقة معرفة قيمة المؤسسات المسعرة وغير المسعرة، وذلك بتطبيق نسبة "P/E" لمؤسسة مسعرة في تقييم مؤسسة أخرى مشابهة لها، وتعمل في نفس القطاع، وتستعمل في تقييم المؤسسات غير المسعرة بالأخص، غير أنه ينصح بأخذ الحيطة والحذر في استعمالها كون أن معطيات النسبة لا تخصها مباشرة، وذلك بإلغاء العوامل التي تحول دون مماثلتها لواقع المؤسسة المراد تقييمها، كما أنه غالبًا ما يتم القيام بتخفيض تصل نسبته إلى 30% وأحيانًا تصل إلى 50% وذلك للجمود الكبير الذي يعرف رأس المال المستثمر في المؤسسات غير المسعرة⁽¹⁾.

- إحتياطات استعمال "P/E": تكون نسبة "P/E" متاحة بشكل سهل، بما أن مرجعها السوق المالية، إلا أن هناك بعض الإحتياطات عن الاستعمال يجب أن تأخذ في الحسبان⁽²⁾:

- تطورات سعر الفائدة: التي تعتبر عامل رئيسي يوضّح بشكل جيّد تغيرات نسبة "P/E" المتوسطة للسوق المالية؛

- صعوبة إيجاد مؤسسات مسعرة؛ مماثلة للمؤسسات المراد تقييمها، كون حجم الأولى أوسع من حجم المؤسسات غير المسعرة؛

- الخسائر: يكون للمؤسسات المحققة للخسائر نسبة "P/E" سلبية، كما يمكن أن يكون للمؤسسات الموجودة في فترة إعادة تقويم نسبة "P/E" مرتفعة بشكل مؤقتن فكلتا الحالتين لا تعطي أي دلالة؛

- يتطلب التطبيق الجيد لهذه الطريقة معرفة معمقة للمؤسسة، لمنافسها وللقطاع، لترجم خصوصيتها في شكل تغيرات في النسبة "P/E" مقارنة مع المتوسط الملاحظ؛

إنّ تطبيق هذه الطريقة يحتاج إلى توفر بورصة قيم تتميز بالاتساع، وتتمتع بمستوى مقبول من الكفاءة يمكن معها الحصول على نسبة "P/E" ذات دلالة ومعبرة عن الواقع للسوق أو لقطاع معين أو لمؤسسة تفيد كمؤشر يستعمل في عملية التقييم المرتكزة على المقارنة سواء للمؤسسات المسعرة وغير المسعرة منها، وذلك ما يفسر استعمال معامل "P/E" في مجال تقييم واتخاذ القرار في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

(1) *Ibid.*

(2) *Choinel Alain, op.cit, P132.*

2- الطرق المرتكزة على التدفقات: يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أنجلو سكسونياً، وذلك من خلال تسميته الصالية "Cash flow" التي توضح من جهة ما يسمى "Cash on flow" المعبر عن المخرجات من السيولة، ومن جهة أخرى ما يسمى "Cash on flow" الذي يعبر عن المدخلات من السيولة، والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي "Net Cash flow"، وقد إستعمل كمرادف لهذا المفهوم باللغة الفرنسية، وما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي "CAF*" الذي يساوي الربح الصافي مضافاً إليه مخصصات الإهلاك وتغيرات بعض المؤونات⁽¹⁾.

وتحسب القدرة على التمويل الذاتي بالعلاقة التالية⁽²⁾:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي "CAF"} = \text{الربح الصافي} + \text{مخصصات الإهلاك والمؤونات}$$

مقاربة التدفق النقدي تركز في تقييمها مؤسسة معينة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن استثمار و قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزينة المتاحة، وهي أيضاً تشكل معطيات مهمة لجميع المستثمرين.

1.2- التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي: يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلاً من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح.

فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي "CAF" فيمكن استعماله على غرار نسبة السعر/ الربح PER في طرق مقارنة نظراً للإنتقادات الموجهة إلى هذا الأخير فيما يخص سياسة الإهلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلاً للقدرة الربحية، وتعطى العلاقة لحسابه كما يلي:

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

* CAF : Capacité d'autofinancement

⁽¹⁾ Manguire.H, *l'Evaluation des entreprises non cotées*, édition Bordas, Paris, 1990, P P 23-24.

² بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 120.

حيث أن: CAFt : القدرة على التمويل الذاتي للفترة (t).

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي التي تعطينا أيضًا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسمة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

2.2- التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة: تعتمد طريقة التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة في تحديدها لقيمة المؤسسة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها، والتي تقوم باستحداثها بمعدل، آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار، مجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، وعموما نجد مدتها تتراوح بين 5 و 10 سنوات، بعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية).

ضمن هذه الطريقة نعتبر أن المؤسسة كيان من حيث القيمة لا ترتبط بريحتها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح⁽¹⁾.

كما هو الحال بالنسبة لطريقة المردودية تقوم باستحداث متوسط تدفق الخزينة لثلاث أو خمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث يختلف عن ذلك المستعمل في طريقة المردودية، لأنّ المعدل يمكن أن يتغير من تركيبة إلى أخرى، لأنّ لا نستحدث نفس المركبات⁽²⁾، ففي الحقيقة هي مقارنة جوهرية لاعتمادها على حساب القيمة الحالية لتدفقات الخزينة المستقبلية المستحدثة بمعدل يمثل الاستحقاق الوسطي لمكافأة حاملي الأموال للمؤسسة بالأخذ في الحسبان لمخاطرها.

ويمكن تحديد قيمة المؤسسة وفق تدفقات الخزينة المستحدثة على النحو الآتي⁽³⁾:

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

حيث أن:

(1) بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 104.

(2) J.Barrean et Delahaye, *Gestion financière :manuel et application*, édition Dunod, Paris, 9ème édition, 2000, P301.

(3) بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012، ص 24.

v: قيمة المؤسسة DCFi: التدفق النقدي المتاح بالنسبة لـ i

t: معدل الاستحداث n: عدد سنوات المأخوذ كأفاق للتقدير

Vt: القيمة الباقية للمؤسسة

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقاً من النتيجة المحاسبية الصافية كما يلي⁽¹⁾:

التدفق النقدي المتاح = النتيجة العملياتية خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات + مخصصات الاهتلاك- التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول - الاستثمارات

ويقوم بعض الخبراء بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركة القروض (زيادة وتسديد القروض)، وعليه

يصبح حساب المفهوم على النحو التالي⁽²⁾:

تدفقات الإيرادات = الربح الصافي المصحح بعد الاهتلاك وقبل الضريبة + المصاريف المالية + الاهتلاكات الاقتصادية + قيمة التنازل عن الاستثمارات + قروض إضافية ومتوسطة وطويلة الأجل
تدفقات المصاريف = الارتفاع في احتياج رأس المال العامل + تكلفة الاستثمارات السنوية + أقساط إهلاك القروض

تطرح هذه الطريقة (تدفقات الخزينة المستحدثة) كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالاً في

تحديد عناصر حسابها في ظل عدم وجود إجمال وتوحيد لهذه العناصر، والمتمثلة في مفهوم التدفق النقدي

المتاح، الفترة المستحدثة، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة، مما يجعل تطبيقها

من طرف عدد من الخبراء ينتج اختلافاً في قيمة نفس المؤسسة في ظل عدم الإجمال في مكوناتها.

إن مقارنة التدفقات هي مقارنة جد حساسة، وأيضاً عملية تطبيقها صعبة نظراً للعناصر المكونة لها (إعداد

التدفقات المستقبلية، تحديد تكلفة رأس المال، تحديد معد الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة

النهائية)، وبالتالي فإن نتيجة التقييم مرهونة بشكل مباشر باختيار تلك العناصر، واختيار بدوره مشروط جدا

بما هو منتظر من نتيجة التقييم (استمرار نشاط المؤسسة، الدخول إلى البورصة... الخ).

(1) المرجع نفسه، ص 25.

(2) J.Barrean et Delahaye, op.cit, P135.

المحاضرة الثالثة: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة "Good Will"

مصطلح "Good Will" مصطلح معروف كثيرًا في المالية، حيث استعمل لفترة طويلة كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية، من أجل الأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، خصوصًا مقارنة مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة.

1- الطريقة الغير المباشرة لحساب فائض القيمة: توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار، وتقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة باعتباره يمثل فرقًا بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح "ANCC" أو القيمة الجوهرية "VSB")، وعليه يتم حساب فائض القيمة بعد حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة، هذه الأخيرة تحسب انطلاقًا من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية "ANCC أو VSB" والقيمة الناتجة عن منظور التوقعات (قيمة المردودية/العائد)⁽¹⁾. من خلال استعمال مفهومي الأصل المحاسبي أو القيمة الجوهرية الإجمالية في حساب فائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين: الطريقة غير المباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية، وعلى هذا الأساس سنتطرق لحساب هذه الطريقة من زاويتين:

1.1- الطريقة غير المباشرة الصافية: يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المصحح "ANCC" لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة.

$$V = GW + ANCC$$

حيث أن:

GW: فائض القيمة "Good Will"

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة

(1) هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سابق، ص 99.

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح

وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي⁽¹⁾:

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

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو التالي⁽²⁾:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i}(B - i \times ANCC) \quad \text{حيث:}$$

i: يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة وغالبا معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت.

B:

2.1- الطريقة غير المباشرة الإجمالية: تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة في حساب فائض القيمة وقيمة المؤسسة، ويكمن الفرق في استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية "VSB" محل الأصل الصافي المصحح "ANCC" وتبعاً لذلك يتغير العائد المالي المقابل، فيستبدل الربح الصافي المصحح "B" بالقدرة الربحية (النتيجة العملية بعد الضريبة) التي تتضمن فوائد فضلاً عن الربح الصافي المصحح والتي تمثل المقابل للقيمة الجوهرية "VSB".

وعليه يحسب فائض القيمة وفق هذه الطريقة على النحو التالي:

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

حيث أن:

CB: القدرة الربحية (النتيجة العملية)

⁽¹⁾K.achouche et A.labanji, *Que vaut votre entreprise ? diagnostic et évaluation de l'entreprise*, édition SNC, Alger, 1996, P43.

⁽²⁾K.achouche et A.labanji, *op.cit*, P 121.

E: الديون

AHE: عناصر خارج الاستغلال

ما يمكن ملاحظته على الطريقة المباشرة بشقيها الصافي والإجمالي ما يلي:

تم رسملة الربح الصافي بمعدل استحداث "Zi" مضاعف لمعدل التوظيف المفترض "i" لقيمة الأصول المصححة المطروحة "VSB أو ANCC" في السوق المالية، مما يدل على أخذه في الحسبان الخطر عكس الثاني لا يأخذ في حسابه الخطر.

- تعتبر هذه الطريقة تحكيمية (تعسفية)، لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة، ذلك أن القيمة الناتجة عن المتوسط غير مبنية على افتراض معين، عكس استعمال الطريقة المباشرة حي تكون ملائمة لوضعية التقييم.

- يساوي فائض القيمة حسب هذه الطريقة نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول "VSB أو ANCC" :

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

- وأيضا يساوي فائض القيمة نصف رسملة فائض الربح لفترة غير منتهية بمعامل "1/i"

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

يستعمل أصحاب هذه الطريقة تخفيضا على الربح الصافي المصحح "B" والقدرة الربحية "CB"، بـ 30% يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة، لتقليل أثر عدم الإنسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة:

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها:

1.2- الطريقة الأنجلو سكسونية: تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض القيمة على النحو التالي: (1)

- الطريقة الإجمالية:

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

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

- الطريقة الصافية:

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

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

حيث أن:

=i سعر الفائدة

=t معدل استحداث بخطر (حيث يكون أكبر من كونه يضاف إليه ما بين 25% إلى 50% كنسبة خطر)

CB: القدرة الربحية

B: الربح المصحح

مما سبق يلاحظ أنّ هذه الطريقة التي تقوم برسملة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث "t" تصبح مساوية للطريقة السابقة (الطريقة غير المباشرة) في حال ما إذا أخذت نسبة الخطر بـ 50%، وعليه نستطيع القول أنّ الطريقة غير المباشرة هي حالة خاصة من هذه الطريقة.

¹ K.achouche et A.labanji, *op.cit*, P 136..

2.2- الطريقة الربيع المختصرة لفائض القيمة : تسمى كذلك الطريقة المبسطة لاتحاد خبراء المحاسبين الأوربيين حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية، وتعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي⁽¹⁾:

- عندما يكون فائض ثابتا:

$$V = ANCC + an(B - i \times ANCC)$$

$$an = 1 - \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$$

حيث أن: an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية

- في حالة عدم ثبات فائض القيمة:

$$V = ANCC + \sum_{t=1}^n \frac{Bt - i \times ANCC}{(1 + i)^t}$$

حيث أن: i: معدل الاستحداث

3.2- طريقة "Calba et Barnay" : تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة على مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال "CPNE" والمردودية المالية، حيث أنّ فائض الربح حسيهما يساوي إلى الفرق بين المردودية المالية والقيمة التوظيف لأموال معالجة "CPNE" بمعدل بدون خطر، وتعطى بالعلاقة التالية²:

$$V = ANCC + \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i \times an)} \cdot CPNE$$

ومنه:

$$GW = \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i \times an)} - CPNE$$

¹ K.achouche et A.labanji, *op.cit*, P 13.7

⁽²⁾ هواري سويسبي، مرجع سابق، ص 101.

علاقة فائض القيمة الأخيرة تكافئ منطقيًا:

$$GW = \frac{an}{1 + (i \times an)} \times [RF - (i \times CPNE)]$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة ANCC: الأصل الصافي المصحح

An: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية

CPNE: القيم الثابتة مضافًا إليها الاحتياج في رأس المال العامل

RF: العائد المالي i: معدل فائدة

فالأساس الذي تعتمد عليه هذه الطريقة هو مطابق لذلك المتعلق بالربح المختصر لفائض القيمة، لكن بدلاً من الاعتماد على مفهومي القيمة الجوهرية "VSB" والقيمة الربحية "CB"، فقد تم اعتماد كل من مفهومي الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال "CPNE" والعائد المالي "RF"، ونشير هنا إلى أنه يتم إحداث تخفيض على الربح المستقبلي من 5% إلى 30% كحد أقصى.

4.2- طريقة استحداث لسلسلة محدودة لربوع فائض القيمة:

الأصل الاقتصادي الذي نستعمله في حساب الربوع يمكن أن يكون:

- الأصل الصافي المحاسبي المصحح:

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

- القيمة الجوهرية الخام:

$$V = ANCC + (B - r \times VSB) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

$$V = ANCC + \sum_{k=1}^n (B - r \times CPNE) (1 + i)^k$$

في حالة "ANCC" و "VSB" ربوع فائض القيمة يفترض أنّها ثابتة، وبالعكس في حالة "CPNE" يجب بذل مجهود لمعرفة الربع لكل سنة من السنوات المعنية.

مسائل عامة حول طرق التقييم المالي للمؤسسات:

مسألة (01) : بغرض شراء مؤسسة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بولاية أم البواقي)، 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:

1- الميزانية بتاريخ 2014/12/31:

أولا: الأصول:

الأصول	الإجمالي في 2015	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2014
<u>الأصول غير الجارية</u>			
برمجيات المعلومات	700000	150000	550000
مساهمات وحسابات دائنة	900000	400000	500000
مجموع الأصول غير الجارية	1600000	550000	1050000
<u>الأصول الجارية</u>			
مخزونات البضائع	675000	10000	665000
الزبائن	100000	-	100000
الاعباء المعايينة مسبقا	40000	-	40000
أموال الخزينة	120000		120000
مجموع الأصول الجارية	935000	10000	925000
مجموع الأصول	2535000	560000	1975000

ثانياً: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2015
الأموال الخاصة	
رأس المال جماعي	800000
نتيجة السنة المالية	225000
مجموع الأموال الخاصة	1025000
<u>الخصوم غير الجارية</u>	
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	375000
مجموع الخصوم غير الجارية	375000
<u>الخصوم الجارية</u>	
موردو المخزونات والخدمات	200000
الضرائب الدائنة	350000
مساهمات بنكية جارية	25000
مجموع الخصوم الجارية	575000
مجموع الخصوم	1975000

المطلوب: أحسب الأصل المحاسبي الصافي؟

المسألة (02):

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال إستشارة بما أنه بصدد التفاوض حول حياة مؤسسة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بولاية أم البواقي)، 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 بتاريخ 2012/12/31:

أولاً: الأصول:

الأصول	الإجمالي في 2012	الامتلاكات والمؤونات	الصافي في 2012	الصافي في 2011
الأصول غير الجارية				
أراضي	4000000	-	4000000	4000000
مباني	8000000	؟	؟	6200000
منشآت تقنية - معدات صناعية-	2000000	1000000	1000000	1200000
معدات نقل	2400000	؟	؟	1440000
الحسابات الدائنة المرتبطة بالمساهمات	1000000	-	1000000	1000000
مجموع الأصول غير الجارية	17400000	؟	؟	13840000
الأصول الجارية				
منتجات مصنعة	400000	-	400000	450000
الزبائن	500000	-	500000	400000
بنوك حسابات جارية	720000	-	720000	400000
مجموع الأصول الجارية	1620000	؟	؟	؟
مجموع الأصول	19020000	؟	؟	؟

ثانياً: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2012	الصافي في 2011
الأموال الخاصة		
رأس المال جماعي	8900000	8900000
الاحتياطيات	880000	880000
نتيجة السنة المالية	1800000	1300000
مجموع الأموال الخاصة	؟	11080000

2250000	؟	<u>الخصوم غير الجارية</u> اقتراضات لدى مؤسسات القرض
2250000	؟	مجموع الخصوم غير الجارية
1760000	1400000	<u>الخصوم الجارية</u> موردو المخزونات والخدمات
1760000	1400000	مجموع الخصوم الجارية
؟	؟	مجموع الخصوم

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

- الأراضي: مساحتها الإجمالية 4000 م²، وهي على صنفين أراضي مبنية بمعدل 75% والباقي غير مبنية، ووفقاً للسوق العقارية يبلغ سعر المتر الواحد 1200 دج.

- المباني: استلمتها في بداية سنة 2003 وهي عبارة عن ورشات ومخازن ومباني أخرى موجهة كلياً 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 2010 تبلغ حالياً قيمتها الجديدة حسب خبراء التأمين 1500000 ضج وهي موجهة كلياً للاستغلال.

- سندات المساهمة: هناك أسهم فندق الأوراسي سعر شراء السهم بلغ: 500 دج، وأسهم مجمع صيدال عددها 500 سهم بسعر شراء 1000 ضج للسهم الواحد بلغت قيمتها حالياً 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.

المطلوب:

1- أكمل الميزانية؟

2- أحسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل المحاسبي المصحح (ANCC)؟

المسألة (03): باعتبارك خبير مالي في التقييم طلب منك مستثمر المساعدة، لغرض حيازة شركة إقتصادية ذات طابع صناعي تجاري حديثة التصفية (بإحدى ولايات الشرق)، 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 = 29000 دج

- مصاريف الاستثمار الضرورية غير المملوكة = $910000 + VSB \ 20\%$

- 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)؟

مسألة (04):

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال استشارة بما أنّه بصدد التفاوض حول حياة 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 2015/12/31

أولا: الأصول:

الأصول	الإجمالي في 2014	الاهتلاكات والمؤونات	الصافي في 2015	الصافي في 2014
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 الدائنة 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

الخصوم	الصافي في 2012	الصافي في 2011
الأموال الخاصة		
رأس المال جماعي	6205000	6392500
الاحتياطيات	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 الخصوم	24820000	25570000

ومن جدول حسابات النتائج لسنة 2015 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 م²، وهي على صنفين أراضي مبنية بمعدل 80% والباقي غير مبنية،

ووفقاً للسوق العقارية يبلغ سعر 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).

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

- بالنسبة لمعدات النقل: تبلغ حاليا قيمتها الجديدة حسب خبراء التأمين 2000000 دج وهي موجهة كلاًها للاستغلال.

- سندات المهامة: 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 50000 دج .

- عملية المقاربة البنكية: بيّنت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ 10000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 40000 دج لم تسجل أيضاً.

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
 - تثبيطات عينية أخرى = 600000 دج عبارة عناصر خارج الاستغلال ؟
- 4- أحسب قيمة المؤسسة من منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة (الصافية، الاجمالية)؟

مسألة (05):

بصفتك خبير في التقييم المالي للمؤسسات، وطلب من رجل أعمال إستشارة بما أنه 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 2014/12/31

أولاً: الأصول:

الأصول	الإجمالي في 2014	الاهتلاكات والمؤنات	الصافي في 2014	الصافي في 2013
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	12820000	12850000

ثانياً: الخصوم

الخصوم	الصافي في 2014	الصافي في 2014
الأموال الخاصة		
رأس المال جماعي	8900000	8900000
الاحتياطيات	880000	880000
نتيجة السنة المالية	2720000	2740000
مجموع الأموال الخاصة	12500000	12520000
<u>الخصوم غير الجارية</u>		
اقتراضات لدى مؤسسات القرض	175000	150000
مجموع الخصوم غير الجارية	175000	150000
<u>الخصوم الجارية</u>		
موردو المخزونات والخدمات	175000	150000
مجموع الخصوم الجارية	175000	150000
مجموع الخصوم	12850000	12820000

ومن جدول حسابات النتائج لسنة 2014 تم استخراج ما يلي:

مصاريف الاستئجار: 400000 دج، المصاريف المالية: 300000 دج، إيرادات استثنائية = 200000 دج، المصاريف الاستثنائية = 300000 دج.

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

- الأراضي: مساحتها الإجمالية 3000 م²، وهي على صنفين أراضي مبنية بمعدل 70% والباقي غير مبنية، ووفقاً 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 1000 دج، بلغت قيمتها الحالية 1200 دج، 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: بينت أنّ المحاسب لم يسجل فوائد لصالح البنك بـ 300000 دج، وفوائد دائنة بمقدار 50000 دج لم تسجل أيضاً.

المطلوب:

4- احسب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل الصافي المصحح "ANCC"؟

5- أحسب القدرة الربحية "B"، والربح المصحح "CB"؟

6- أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة غير المباشرة علماً أن معدل الفائدة

السائد في القطاع هو 10%، والقيمة الجوهرية الإجمالية " VSB=2000000 دج "

1- أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور فائض القيمة بالطريقة المباشرة علماً أنّ معدل الاستحداث

بخطر "t=40%"؟

2- أحسب قيمة المؤسسة وفق منظور التدفقات النقدية بطريقة التمويل الذاتي "CAF" علماً أنّ القدرة

المحصلة هي لفترة سنة واحدة؟



المحور الرابع: كفاءة بورصة الأوراق المالية

ودورها في تقييم المؤسسات

تمهيد

المحاضرة الأولى: الإطار النظري للأسواق المالية

المحاضرة الثانية: الأدوات التي تتداول في الأسواق المالية

المحاضرة الثالثة: مداخل تحليل الأوراق المالية

المحاضرة الرابعة: طرق تقييم السندات والأسهم

دراسة حالة لتقييم المؤسسات المسعرة في البورصة (بورصة عمان)

مسائل حول تقييم السندات والأسهم

تمهيد:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم، في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية، والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي، فهي بهذا تؤدي دورًا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها، إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقلبها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة، وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء من أسواق الأوراق في الولايات المتحدة الأمريكية أو الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى الأسواق المالية الناشئة.

المحاضرة الأولى: الإطار النظري للأسواق المالية

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحًا ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن.

1- سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى:

1.1- تعريف السوق وتصنيفاته: بالرغم من تعدد الأسواق تبعًا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها، فالسوق في اللغة يقصد به: " المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون، وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان، وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها"⁽¹⁾.

ويوجد أسواق لمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيفها كما يلي⁽²⁾:

- من حيث طبيعة السلعة: يمكن التمييز بين الأسواق الآتية:

- سوق المال والنقد: هو السوق الذي يتعامل بالقروض متوسطة الأجل طويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار السندات والأسهم.

- سوق العمل: يأتي العرض من هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي اللب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، ويمثل العرض (البائع) في الدول المتقدمة اتحادات العمال، والنقابات العمالية، والنقابات المهنية.

(1) شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 241.

(2) المرجع نفسه، ص 242.

بينما يمثل الطلب (المشترين) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين، والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالاً فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاوُل نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة لحماية للعمالة، كما أنّ الطلب على الوظيفة هو أيضاً صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

- سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة وهي السوق المألوفة لنا جميعاً، والتي تشمل المنتجات الزراعية والصناعية... الخ.

- سوق الخدمات: ومن أمثلة هذا السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي، وسوق الأدوات الصحية... الخ.

- من حيث توحيد السعر: تنقسم الأسواق إلى نوعين هما⁽¹⁾:

- سوق كاملة: هي التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة.

- سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر شروط السوق الكاملة.

- من حيث درجة المنافسة: يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق :

- سوق المنافسة الكاملة: وهو ذلك السوق الذي يضم عدداً كبيراً جداً من المتعاملين، يتعامل كل منهم في

حجم محدد جداً من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على

سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى، والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح

العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الخروج والدخول من السوق متاحة للجميع⁽²⁾.

- سوق الاحتكار التام: يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع وبيّنتاج احد لسلعة ما لا يتوافر

له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج

(1) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 38.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، سياسات اقتصادية: تحليل جزئي وكلي، مكتبة الزهراء الشرق، مصر، 1997، ص 16.

الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم، فإنه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره⁽¹⁾.

- سوق المنافسة الاحتكارية: وهذا كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار.

- سوق احتكار القلة: هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الانتاجي يمثل كمية كبيرة نسبياً بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق⁽²⁾.

2.1- تعريف السوق المالية: هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث أن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية؛ أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما: أسواق النقد، أسواق رأس المال.

فالسوق النقدية يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق⁽³⁾.

وتعتبر الورقة المالية هنا صك المديونية، تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، بحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد.

(1) سيد محمد أحمد السيريتي، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص326.

(2) سيد محمد أحمد السيريتي، مرجع سابق، ص 333.

(3) F.leroux, *Marchés internationaux des capitaux, Montréal., 2ème édition, 1995, P03.*

أما سوق رأس المال فهو المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها، ...الخ، فهو بتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم بحاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين⁽¹⁾.

3.1- تعريف سوق الأوراق المالية: يعرف سوق الأوراق المالية على أنه: " أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين، ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"⁽²⁾

فهو: " عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها"⁽³⁾؛ أي أنه: " السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"⁽⁴⁾، فهو إذن: " ميكانيكية تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول"⁽⁵⁾.

من خلال التعاريف السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي: " سوق الأوراق المالية يتعامل بالأوراق المالية أسهمًا وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى " البورصة" أما السوق غير المنظم فإنه

⁽¹⁾ Ibid.

⁽²⁾ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 272.

⁽³⁾ عبد الباسط، وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، الأردن، 1996، ص 25.

⁽⁴⁾ المرجع نفسه، ص 27

⁽⁵⁾ محمد سويلم، مرجع سابق، ص 273.

يتكون من عدد من التجار والسماسرة، ويشارك كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

إذن سوق الأوراق المالية (البورصة) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة هي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضًا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

وتنقسم أسواق الأوراق المالية إلى:

- الأسواق الأولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية⁽¹⁾.

- الأسواق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيها بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأنّ عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس في الشركات كما حدث في السوق الأولية.

2- خصائص سوق الأوراق المالية ووظائفها:

1.2- خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها⁽²⁾:

- سوق الأوراق المالية تنسم بكونها أكثر تنظيمًا من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرًا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين هناك، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في

(1) Shall Helly.c, *Introduction to Financial Management*, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, P27.

(2) Shall Helly.c, *op.cit*, P29.

معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية، وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتمن خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي⁽¹⁾:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرًا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيًا إلا أنّ مخاطرها كبيرة؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيًا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2.2- وظائف سوق الأوراق المالية: يمكن تلخيصها في النقاط التالية⁽²⁾:

(1) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1997، ص 32.

(2) مرجع نفسه، ص 50.

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي؛
- يضمن سوق الأوراق المالية للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، وتسهل عملية النمو لها، كما تسمح الدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء؛
- تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية، وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر؛
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل به.
- فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدًا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب الاستثمار فيها⁽¹⁾.
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار⁽²⁾.
- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية وتعد مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية؛

(1) منير إبراهيم هندي، رسمية قريفاص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، مصر، 1997، ص 45.

(2) المرجع نفسه، ص 48.

- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار إقتصادي؛

- أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها⁽¹⁾؛

- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقاً من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الووني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية، واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك؛

- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية، والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تخفض في السوق.

(1) المرجع نفسه، ص 39.

3- تنظيم سوق الأوراق المالية: تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية.

1.3- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية: يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل الصالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضرورياً، وتحدد الهيئة المشرفة على هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عليها لصالح المتعاملين.

ومنه يتضح أن مكونات نظام تشغيل الأوراق المالية يتكوّن من⁽¹⁾:

- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول؛

- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهو الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنحه هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع حسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الشريك مؤسسة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

- طرق التداول في سوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين⁽²⁾:

* طريقة المفاوضة: وفيها يتم الإعلان عن أسعار العرض؛ أي البيع وأسعار الطلب؛ أي الشراء لكل وسيطن ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

(1) F.leroux, op.cit, P P 04-05

(2) Ibid.

* طريقة المزايدة: وفيها يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. وهذا ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2.3- المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الوجه الرئيسي هؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربع مجموعات رئيسية هي⁽¹⁾:

* المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق، وتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

* المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

* المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

* المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على المؤسسة و إدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

(1) Ibid.

- المستثمر العادي: ويهدف على تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.
- تصنيف المتعاملون إلى عرضين وطالبيين: يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلاً الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

- الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال؛ أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويرودون استثمارها على شكل قيم منقولة، وينقسم طالبورؤوس الأموال إلى فئتين⁽¹⁾:

- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثماره، وبالتناظر وعدم التجانس.

- الفئة الثانية: تضم البنوك والشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

- العارضون لرؤوس الأموال: ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.... الخ.

3.3- الأوامر: هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أو يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر⁽²⁾.

(1) محمود أمين زوبل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص51.

(2) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 65.

4.3- شروط الدخول إلى البورصة: تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة إلى أخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية⁽¹⁾:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها قانوني من الأموال؛ أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات؛

- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما؛

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية؛

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف حافظ الحسابات.

المحاضرة الثانية: مداخل تحليل الأوراق المالية

1- الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية:

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية، ويمكن تقسيمها إلى عدة أنواع، أهمها الأسهم والسندات .

(1) المرجع نفسه، ص 66.

1.1- تعريف السهم⁽¹⁾: يمكن تعريف السهم بأنه: " صك يمثل حصة في رأسمال المؤسسة، بحيث تعني كلمة " سهم " حق الشريك في المؤسسة، فعند تأسيس أية شركة مساهمة فإن رأسمالها يتكون من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهمًا ويحدد المؤسسون في عقد تأسيس المؤسسة ونظامها الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للمؤسسة إصدارها والقيمة الاسمية للسهم ، ويعرف هذا الحد الأقصى برأس مال المرخص به، ويعطي السهم لحامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المؤسسة أرباحا وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، وليس من حق حامل السهم مطالبة المؤسسة باسترداد قيمته طالما أن المؤسسة مازالت تزاوّل النشاط، ولكن يمكن لحامل السهم بيعه في بورصة الأوراق المالية إذا كانت أسهم المؤسسة تتداول في البورصة.

وتتميز الأسهم بـ (2):

- القابلية للتداول: يتميز السهم بمرونة كبيرة في بورصة الأوراق المالية، فإذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإنّ هذه الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.
- الأسهم متساوية القيمة: جميع الأسهم العادية بقيم متساوية عكس التعامل بالسندات
- تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام، وذلك طالما أنّ المؤسسة التي أصدرت الأسهم قائمة.
- المسؤولية المحدودة للسهم: تكون مسؤولية المساهم (مشتري حامل السهم) محدودة في المؤسسة بقدر حصته أو مشاركته في رأسمال هذه المؤسسة.

2.1- تعريف السندات⁽³⁾: السند هو شهادة دين يتعهد بموجها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبّر عن فائدة معيّنة في فترات محددة.

وتتميّز السندات بـ:

(1) وليد صافي وأنس البكري، الأوراق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2010، ص ص 122-123
(2) المرجع نفسه، ص 124.
(3) محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 79.

- السندات أداة دين: يعتبر السند دين لحامله على الجهة المقترضة، ويكون لحامله الأولوية عن حامل السهم.

- السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يتقاضى حامل السند فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادين فبذلك يشبه السند الممتاز في ثبات دخله.

- محدودية الأجل: يصدر السند دائما بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.

- قابلية السند للتداول: تساهم هذه الخاصية في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في بورصة الأوراق المالية.

2- أساليب تحليل الأوراق المالية:

1.2- مدخل التحليل الفني: يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض الأدوات لإتحليل التي تساعدهم على اتخاذ قرارات الشراء والبيع، وكذا تحديد توقيت الدخول، والخروج المناسب، والتحليل الفني أنسب أسلوب لذلك، حيث يعتبر التحليل الفني عملية دراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه الحركة في المستقبل، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة . -

- تعريف التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثماري:

يعرّف التحليل الفني أحيانا بتحليل سوق الأوراق المالية، أو التحليل الداخلي لأنه "يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين أو السوق ككل، لذا فإنه يعتمد على أنّ السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات؛ أي السوق يحكي ما يدور فيه ويكشف عن نفسه"⁽¹⁾.

ولا يركّز التحليل الفني على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ، بقدر ما يهتم بتتبع حركة الأسعار؛ أي حركة التداول التاريخية بهدف رصد نمط لتلك الحركة، ويمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.

(1) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛ الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 281.

ويعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أنّ التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطاً معيّنًا من التغير في الأسعار لعدة مرات، فإنّه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل⁽¹⁾.

فالتحليل الفني هو دراسة حركة السوق من خلال استخدام الرسوم البيانية لغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً⁽²⁾.

من خلال ما سبق ذكره نستنتج أنّ التحليل الفني هو عملية رصد معطيات الماضي للسوق (الأسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق الفنية، وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة، ويمكن من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلاً وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء أو البيع.

- فرضيات التحليل الفني: يقوم التحليل الفني على جملة افتراضات تتمثل فيما يلي:

أ- تحديد القيمة السوقية للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض، وقوى الطلب في السوق، وبالتالي يؤدي التغير في العلاقة بين قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية إلى تغير اتجاه الأسعار⁽³⁾.

ب- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة، المعلومات المالية الخاصة بالسهم تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها مثل: الآراء، والأمزجة والتخمين⁽⁴⁾.

ج- إنشاء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإنّ الحالة العامة تقتضي بأنّ أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين لفترة زمنية طويلة⁽⁵⁾.

إنّ التغير في علاقة العرض والطلب تؤدي إلى تغير اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة الأسباب⁽¹⁾.

(1) المرجع نفسه، ص 282.

(2) John.j.Murphy, *Technical Amallisis of the financial Markets*, institute of finance, London, 1999, P1.

(3) جلال إبراهيم العبد، تحليل الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 150.

(4) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(5) هوارى سويسبي، مرجع سابق، ص 108.

غير أنّ الاعتراض الذي يطرح على فلسفة التحليل الفني يبدأ مع الفرض الثالث الذي يمثّل عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أنّ المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا يستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً، ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل غيرها، معنى أنّ أسعار الأوراق المالية في السوق تتغيّر تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً⁽²⁾.

- أدوات التحليل الفني: يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الأدوات التي تستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم، وتمثل في:

- المؤشرات الفنية: يعرف المؤشر الفني بأنه سلسلة من النقاط البيانية يتم إنتقاؤها من خلال معادلات رياضية معينة على البيانات السعرية المتعلقة بالسهم أو الورقة المالية، حيث تضمن بيانات سعر الورقة المالية مزيج من السعر الافتتاحي أو الأسعار العليا والدنيا أو سعر الإطلاق خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإنّ عملية إيجاد المؤشرات الفنية تتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في المعادلات الخاصة للحصول على بيانات المؤشر المحسبة.

وتكمن أهمية استخدام المؤشرات الفنية لعملية التحليل في توفير مناطق مختلفة لتحركات الأسعار بشكل لا تتمكن العين المجردة بمفردها إدراكه على الخرائط الفنية.

ويتم اللجوء إلى التحليل بواسطة المؤشرات الفنية لتحقيق أحد الأهداف الآتية⁽³⁾:

- الخرائط: يعتقد الفنيين أو ما يطلق عليهم اسم الخرائط في أنّ حركة التغيير في سعر السهم، عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً يمكن تحديده بوضع خرائط لذلك، وتتبع الأسعار من خلالها.

(1) جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ، ص 151.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(3) ميادة صلاح الدين، فتحي محمد سليمان، التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثمار بالاوراق المالية، دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010، ص 22.

ويقوم المحلل الفني بوضع الخرائط من أجل تتبع النمط وذلك عن طريق تتبع مستويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ثم يصيب هذه المعطيات في معلم تخصص محور له الزمن بالأيام أو الأشهر أو السنوات حسب امتداد الدراسة، أما المحور العمودي فهو الأسعار⁽¹⁾.

- أدوات التحليل الفني لأسهم المؤسسة: يمكن تطبيق أدوات التحليل الفني لأسهم المؤسسة على السوق ككل أو على أوراق مالية معينة، وحينما يتم تطبيقها على السوق ككل، فإن الغرض منها يكون تحديد الاتجاه العام، وعند تطبيقها على الأوراق الفردية فإن الغرض منها يكون إعطاء إشارة للمستثمر بالوقت الذي يقوم فيه بالشراء أو البيع أو التوقيت الذي يحافظ فيه على الموقف الحالي في ورقة مالية معينة.

- مؤشر الخريطة النسبية: تتفاوت الأسهم من حيث التقلب في أسعارها، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط، ويطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم التي تتسم بأسعارها بقوة نسبية، وهي الأسهم عادة ما يتولد عنها عائد متميز، هذا وتقاس القوة النسبية لسعر السهم بطريقة مختلفة، منها حساب معدل العائد على الاستثمار في كل سهم، وعلى أساسه يتم تصنيف الأسهم التي تتميز بارتفاع متوسط معدل العائد على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة، على أنها أسهم تتسم بالقوة النسبية⁽²⁾.

- المتوسط المتحرك: يعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخدامًا من قبل المحللين الفنيين، وتعد إحدى الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة؛ أي التخلص من الذبذبات الحادة التي قد توجد فيها بسبب التغيرات العارضة، والتقلبات الدورية أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها العام، صعودًا أو هبوطًا.

(1) المرجع نفسه، ص 23.

(2) جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 179.

فالمتوسط المتحرك مؤشر غير قائد أو السابق للسعر بل متأخر عنهن وتابع له فهو يعلمنا بالخبر بعد وقوعه، فالأسعار هي أساس حساب المتوسط ونتيجة لتغيير السعر يتغير المتوسط وأغلب المحللين الفنيين يستخدمون أسعار الإقفال لحساب المتوسطات، إلا أنه يمكن حسابه بأسعار أخرى⁽¹⁾.

2.2- التحليل الأساسي: يعتمد التحليل الأساسي على المعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة التي تنتهي إليها الورقة المالية، بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها المصدرة للورقة، بغرض تحقيق القيمة الحقيقية للورقة المالية.

فهو: " ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام، وظروف القطاع بشكل خاص من جهة، وظروف المؤسسة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى، حيث يهدف الوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي للسهم، ومقارنته بسعر السوق، فإذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية، وإذا كان أكبر من السعر العادل، فيجب تجنب عملية الإستثمار في ذلك

(2)

ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظرتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل المعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم، كما يهدف أصحاب هذا المدخل في نهاية التحليل إلى البحث والوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية محل المتابعة، إذ نجده يعتمد في ذلك على طرق التقييم⁽³⁾.

- فرضيات التحليل الأساسي: وتتمثل في⁽⁴⁾:

* السوق المالية كفاءة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراستها، وذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة؛

(1) عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء: دراسة حالة شركة الإسمنت، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص: 53.

(2) المرجع نفسه، ص 55

(3) هواري سويسي، مرجع سابق، ص: 109

(4) مرجع نفسه، ص 110

* إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك بتحديد قيمة للأوراق المالية، ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعر لاتخاذ القرار المناسب.

- مداخل التحليل الأساسي: هناك أسلوبان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهما⁽¹⁾:

* أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي): حيث يتم تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه المؤسسة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل المؤسسة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للإستثمار فيها.

* أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي): يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف المؤسسة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

ويعتبر المنهجين مكملين، لأن التحليل من الأعلى إلى الأسفل، قد يهمل مؤسسات جديدة في تحليل الظروف الصناعة وبالمثل في التحليل من أسفل غلى أعلى، ويمكن المؤسسات التي تم تحليلها ليست أفضل المؤسسات المتاحة للإستثمار، أو قد تكون المؤسسة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غي ملائم. وعموماً يمكن أن يضع المحلل المالي نصب عينه اختيار أحد الأسلوبين، أو الجمع بينهما نقطتين أساسيتين وهما:

- أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية، وبأقل تكاليف ممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.

- ولا بد أن يدرك المحلل المالي بأن اختياره لأي أسلوب والوصول إلى القيمة المعطاة للسهم، ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذا كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو المحللين الماليين، لأنه لم يدرك السوق فيما بعد بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله، فإنه لا يمكن تحقيق أرباح إضافية.

(1) المرجع نفسه، ص 111.

المحاضرة الثالثة: طرق تقييم الأوراق المالية

ما يلاحظ عند استعراض مدخلي تحليل البيانات والمعلومات في مجال الأوراق المالية، بأن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يحتاج بعد مرحلة تجميع وتحليل البيانات لطرق التقييم التي تساعد في الوصول إلى القيمة الحقيقية. ويفيد التقييم بشكل عام المستثمرين الماليين في تسيير محافظهم واكتشاف فوارق القيمة، ومن ثم خدمة القرارات في مجال الإستثمار المالي.

فكما سبق الإشارة إليه، يحتاج المستثمرون في بورصة الأوراق المالية إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمار صائبة ورشيدة لاختيار الأسهم التي تشتري أو تباع أو يحتفظ بها، إذ يعتبر الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية هي أهم عامل مفضي لذلك، ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية وبدرجة أكبر وأشمل على نماذج التقييم، أمرًا ضروريًا لذلك. إنَّ ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية ومضاربة غير رشيدة، الأمر الذي ينعكس عنه انخفاض في كفاءة السوق، ومن ثم ارتفاع درجة المخاطرة النظامية، وما يترتب عليها من ارتفاع في معدل العائد المطلوب، وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه.

1- تقييم الأسهم العادية:

1.1- عوامل التقييم¹: هناك العديد من العوامل التي تؤثر على عملية تقييم الأسهم العادية أهمها:

- قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح: فكلما كانت قدرتها أكبر على تحقيق الأرباح كلما اتجه سعر السهم إلى الارتفاع والعكس بالعكس.

- التوزيعات النقدية على المساهمين: تحقيق المؤسسة لأية أرباح لا يعني بالضرورة إجراء عملية توزيع كل هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين، فلكل مؤسسة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعملية التوزيعات التي يقررها المساهمون.

فالهدف الأساسي للمستثمر غير المضارب عند اتخاذه لقرار شراء أسهم هو الحصول على التوزيعات النقدية وخاصة المستثمر الذي يعتمد في معيشتة على هذه التوزيعات.

(1) عمار بن مالك، مرجع سابق، ص ص 51-55

- اتجاهات النمو في الأرباح: عند دراسة اتجاهات النمو في الأرباح، فإنه يتوجب الأخذ بعين الاعتبار الأرباح التي تحققت من العمليات المتعلقة بطبيعة العمل نفسه، حيث يتم استبعاد أي أرباح عرضية ناتجة عن عمليات ليست من طبيعة عمل المؤسسة.

- معدل العائد المطلوب على الاستثمار: يمثل معدل الفائدة السائد بالإضافة إلى معدل خطورة الاستثمار في المؤسسة، وبالتالي فمعدل العائد يختلف وفقاً لمعدلات الفائدة السائد ونسبة الخطورة التي يحملها كل سهم.

2.1- طرق تقييم الأسهم العادية: يوجد نموذجان لتقييم الأسهم العادية يتمثلان في نموذج خصم توزيعات الأرباح، ونموذج مضاعف السعر إلى العائد "PER"*

أ- نموذج خصم توزيعات الأرباح: يرجع الفضل في اكتشاف نموذج خصم توزيعات الأرباح للاقتصادي " ج.ب.ويليامس – J.B.Williams عقب تعريفه في سنة 1938 للمفهوم المالي للقيمة الذي أصبح أساس النظرية المالية، إذ حسبه تتمثل قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له، وتركز فكرة هذا المفهوم على أعمال الاقتصادي "إ.فيشر I-Fischer" الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، وذلك بتحليل معدلات الفائدة على أساس أنها مبالغ مالية يمكن تقديرها نقداً، وبذلك لم يسبق الاقتصادي " ويليامس " أي أحد في تطوير هذا المفهوم بشكله الكامل، وبالأخص عند تطبيقه لتحديد القيمة الجوهرية لسهم ما، والذي يقيّم بما يقدمه من توزيعات للأرباح، إذ تعبر هذه التقنية في التقييم على نموذج خصم توزيع الأرباح.

يحصل السهم العادي على تدفق نقدي في صورة توزيع أرباح متوقعة، بجانب أرباح محتجزة تحدث معدل النمو، ومعدل الخصم المناسب هو معدل العائد المطلوب من جانب الملاك (تكلفة الفرصة البديلة للملاك)، وعمر السهم العادي ما لا نهاية لهذا فإن معادلة تسعير السهم العادي تأخذ أكثر من شكل حسب معدل النمو كالاتي:

(*) لقد تم التطرق إلى نموذج مضاعف السعر على العائد "PER" في المحور الثالث من المطبوعة عند دراسة طرق تقييم المؤسسة.

- تدفق ينمو بمعدل نمو معدوم: تكون قيمة السهم كما يلي⁽¹⁾:

$$V = \frac{D}{t}$$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

D: التوزيع المتوقع؛

t: معدل الخصم.

- تدفق ينمو بمعدل ثابت ابتداء من السنة الأولى يمتد إلى ما لا نهاية: وتسمى هذه الطريقة بطريقة "قوردن- شاييرو، Gordon-shapiro" غذ يمثل فحوى هذه الطريقة في افتراض أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت "" كما تقوم على افتراض أن التوقعات إلى ما لا نهاية، وعليه تصبح توزيعات الأرباح للسنة الواحدة تساوي توزيع الربح للسنة السابقة مضافا إليه معدل النمو وذلك على النحو التالي:

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

$$D_2 = D_1(1 + g) = D_0(1 + g)(1 + g) = D_0(1 + g)^2$$

$$D_3 = D_0(1 + g)^3$$

.....

$$D_i = D_0(1 + g)^i$$

إذن تعطي، "قوردن شاييرو"، كما يلي:

$$V = D_i \frac{1}{t - g}$$

مع شرط ،
 $t > g$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

D_i : التوزيع المتوقع؛

t: معدل الخصم؛

(1) هواري سويسبي، مرجع سابق ، ص 204.

g:معدل نمو التوزيعات

- تدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت: في هذا الإطار نجد نموذج "قوردن - شايبيرو-Gordon Shapiro" غير واقعي، مما يدعو إلى تبني نموذج يطرده بوضع معدل نمو ثابت، والذي يمثل حركية نمو المؤسسة وتطورها، وعمومًا ترتبط حالة النمو غير الثابت بالمؤسسات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه المؤسسة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة، والتي تكون على حساب إجراء توزيعات الأرباح، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض على أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الإبقاء عليه في المدى الطويل، حينئذ يسقر معدل النمو، وتقدم الصيغة وفق النموذج على النحو التالي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g_1)(1+g_2) \dots (1+g_i)}{(t-g)} + \frac{D_n(1+g)}{(t-g)} \times \frac{1}{(1+t)^n}$$

حيث:

V:قيمة السهم العادي؛

g_1, g_2, \dots, g_i :معدلات النمو غير العادية؛

n: تاريخ نهاية مرحلة النمو غير العادية؛

D_0 :التوزيعات الحالية؛

D_n : توزيعات من سنة n

t: معدل الخصم

ملاحظة: لا يمكن أبدا أن يكون معدل النمو أكبر من معدل الخصم لأن معدل النمو جزء من معدل الخصم، وذلك لأن معدل النمو يأتي من حاصل ضرب نسبة الأرباح المحتجزة × معدل العائد المطلوب للملاك ولأن نسبة الأرباح المحتجزة لا يمكن أن تزيد عن واحد صحيح (100%) فمن غير المتصور أن يزيد معدل النمو عن معدل الخصم.

2- تقييم الأسهم الممتازة⁽¹⁾: لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالية تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية، ويرجع السبب في ذلك كون الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات أرباح ثابتة، ومتفق عليها ولأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم التدفق النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز.

وفي منها هذا الإطار فإنّ معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة قريبة جدًا من السندات، إلا أنّها أكثر خطرًا لأعلى حقهم من أنّ أصحاب الأسهم الممتازة لا يحصلون على حقهم من الأرباح، إلا بعد تغطية فوائد السندات الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالأسهم الممتازة أكبر من معدل الفائدة على السندات وأقل من معدل العائد المطلوب من قبل الأسهم العادية.

وفق هذا الإطار فإنّ معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل معدل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرّض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة المؤسسة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة، ولذلك فإن معادلة قيمة السهم الممتاز هي:

$$V = \frac{D}{t}$$

حيث:

D: التوزيع السنوي؛

t: معدل الخصم.

3- تقييم السندات: تعتبر عملية تقييم السندات أسهل من عملية تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة ودقة تحديد وتقدير التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار في السندات والمتمثل بمقدار الفوائد الدورية الثابتة والمعروفة.

إنّ قيمة السند سوف تتقلب ارتفاعًا أو انخفاضًا وفق التغير في أسعار الفائدة، فعندما ترتفع أسعار الفائدة فإنّ القيمة الحالية للسند سوف تنخفض نظرًا لانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية على السند والعكس صحيح تمامًا.

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 2004، ص: 682.

ويستلزم تحديد قيمة السند في أي فترة في المستقبل معرفة:

- عدد الفترات المتبقية من عمر السند حتى تاريخ الاستحقاق؛

- القيمة الاسمية للسند؛

- سعر الفائدة على السند؛

- معدل سعر الفائدة السوقية للسندات المتشابهة الخطر، وهو ما يمثل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر

بالسندات؛

هذه مجموعة من المتغيرات هي الأساس لتحديد القيمة الحالية للسند أي قيمته السوقية .

4- التقييم المؤسسية لغرض الاستثمار: ويتم ذلك بتحليل المؤشرات التالية:

- ربحية السهم "EPS"¹: تمثل ربحية السهم نصيب السهم من الأرباح المحققة خلال الفترة المالية وتحسب

بقسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على عدد الأسهم العادية، فربحية السهم مفهوم خاص بالسهم

العادي، ولا تعني شيء بالنسبة للسهم الممتاز، وفي حالة وجود أسهم ممتازة يتم استبعاد حصص أرباح الأسهم

الممتازة من صافي الدخل بعد الضريبة، للوصول إلى الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، وتحسب بالقانون

التالي:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح - حصة الأسهم الممتازة من الأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة خلال العام}}$$

تعتبر ربحية السهم (أي نصيب السهم من الأرباح) من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون، والمقرضون،

وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية، وبدرجات متفاوتة، فقد دلت الأبحاث في حقل المحاسبة على وجود

علاقة طردية وموجبة بين ربحية السهم وسلوك سعر السهم والعائد على السهم.

وتتأثر عملية حساب ربحية السهم بهيكل رأس المال.وهنا يمكن التمييز بين حالتين:

* هيكل الرأس المال البسيط؛

* هيكل الرأس مال المركب.

(1) محمود عبد الحلیم الخلیلة، التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، دار وائل للنشر، ط6، 2012، الأردن، ص ص

يوصف رأس مال بأنه بسيطاً إذا لا يحتوي على خيارات بشراء أسهم عادية أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، مثل السندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية. وغياب هذه الأوراق المالية عن هيكل رأس المال يسهل عملية حساب ربحية السهم حيث يتم حساب قيمة واحدة لربحية السهم (ربحية السهم الأساسية) وتنشر قيمة واحدة لربحية السهم في القوائم المالية وهي ربحية السهم الأساسية.

وتحسب ربحية السهم في القوائم المالية بقسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على المتوسط المرجح للأسهم العادية القائمة خلال الفترة، وهذا الأخير قد يختلف من عدد الأسهم العادية القائمة في نهاية السنة، إذا طرأ تغير على الأسهم العادية القائمة خلال السنة.

ويوصف رأس المال بأنه مركباً إذا تضمن هيكل رأس المال خيارات لشراء الأسهم العادية أو تضمن أوراق مالية قابلة للتحويل. مثل السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

فالأرباح ستقسم على حملة الأسهم المحولة والأسهم القائمة قبل التحويل، وربما أن تحويل الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية وارد، لا بد من تزويد مستخدمي القوائم المالية، خاصة المستثمرين، بأثر هذا التحويل إذا حصل على ربحية السهم.

ولذلك في حالة رأس مال مركب لا بد من حساب نوعين لربحية السهم:

* ربحية السهم الأساسية:

* ربحية السهم المخفضة.

$$\text{ربحية السهم الأساسية} = \frac{\text{صافي الربح - حصة الأسهم الممتازة من الأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة خلال العام}}$$

الأرباح المعدة لحملة الأسهم العادية هي عبارة عن صافي الدخل بعد الضريبة، إذا لم يكن هناك أسهم ممتازة في رأسمال، وفي حالة وجود أسهم ممتازة ضمن هيكل رأس المال ستستبعد حصص الأرباح على الأسهم

الممتازة من صافي الدخل بعد الضريبة، للوصول إلى الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، لأن حصص الإرباح الأسهم الممتازة تعتبر توزيعاً للربح وليس عبئاً على الدخل.

- تحليل نسب ربحية السهم: وتتمثل في⁽¹⁾:

- نسبة حصص الأرباح الموزعة: وتمثل نسبة الأرباح الموزعة كحصص أرباح على حملة الأسهم من الأرباح المحققة خلال الفترة، وتحسب كالتالي:

$$\text{نسبة حصص الأرباح الموزعة} = \frac{\text{حصص السهم الواحد من الأرباح الموزعة}}{\text{ربحية السهم}}$$

وتكون هذه النسبة متدنية إذا كانت المؤسسة تتصف بمعدلات نمو مضطربة، فتدني هذه النسبة يعني أن المؤسسة تحتفظ بالجزء الأكبر لتمويل النمو داخلياً، وحامل السهم في الغالب يفضل نسبة التوزيع المتدنية إذا كانت المؤسسة تستطيع أن تحقق معدل عائد على الأرباح غير الموزعة أعلى من المعدل الذي قد يحققه حامل السهم على هذه الأرباح لو وُزعت وقام هو باستثمارها، ومن جهة أخرى قد يفضل حامل السهم نسبة توزيع عالية إذا كان بحاجة إلى تدفقات نقدية أولديه فرص استثمارية أفضل من الفرص المتاحة للمؤسسة. وبشكل عام نسبة الأرباح الموزعة الملائمة والسياسة الملائمة للتوزيع تختلف من مؤسسة إلى أخرى وتعتمد على عوامل متعددة.

- نسبة الأرباح المحتجزة: تمثل نسبة الأرباح المحققة خلال الفترة الموالية، وعادة يتم الاحتفاظ بالأرباح كوسيلة لتمويل النمو والتوسع داخلياً، ولذلك تعبر هذه النسبة مؤشراً على النمو الداخلي للمؤسسة. عند احتساب الأرباح المحتجزة تطرح حصص الأرباح الموزعة على الأسهم العادية والأسهم الممتازة من صافي الدخل، وتكون هذه النسبة مؤشراً على النمو الداخلي للمؤسسة، عند احتساب الأرباح المحتجزة تطرح حصص الأرباح الموزعة على الأسهم العادية والأسهم الممتازة من صافي الدخل، وتكون هذه النسبة مرتفعة للمؤسسة النامية.

(1) محمود عبد الحلیم الخلیلة، مرجع سابق، ص 179-181

حصّة السهم الواحد من الأرباح الموزعة

= نسبة الأرباح المحتجزة

ربحية السهم

- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم (P/E): تعبر هذه النسبة عن العلاقة بين السهم وربحية السهم. وتمثل السعر الذي يدفعه المستثمر لكل دينار من أرباح الفترة المالية الحالية. وبشكل عام ارتفاع نسبة الأسعار إلى الأرباح مؤشر على تفاؤل المستثمر بالقوة الإيرادية المستقبلية للمؤسسة ولكن على المحلل أن يمارس الحذر عند تفسير هذه النسبة، فقد يكون سبب ارتفاع النسبة انخفاض مؤقت في الأرباح للسنة الحالية ناجم عن خسائر غير عادية طارئة وتحسب هذه النسبة كالتالي:

سعر السهم العادي

= نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم

ربحية السهم

* القيمة الدفترية للسهم: يمثل نصيب السهم العادي من حقوق المساهمين (حملة الأسهم العادية) وتحسب القيمة الدفترية للسهم باستخدام المعادلة التالية:

(إجمالي حقوق المساهمين – الأسهم الممتازة)

= القيمة الدفترية للسهم

عدد الأسهم العادية القائمة

تستبعد الأسهم الممتازة من حقوق المساهمين للوصول إلى القيمة الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية وتستبعد الأسهم الممتازة بقيمة التصفية، وإذا لم يتم الإفصاح عن قيمة التصفية في القوائم المالية، تستبعد الأسهم الممتازة بقيمتها الدفترية.

5- تقييم السندات⁽¹⁾:

(1) محمود عبد الحليم الخلايلة، مرجع سابق، ص ص 308-312

يعبر السند كما ذكرنا سابقًا عن ورقة مالية تتضمن قرض بمقدار معين، فعندما تطرح المؤسسة ما سندات الاكتتاب العام تكون شروط هذه السندات محددة وتشمل هذه الشروط القيمة الاسمية ومعدل الفائدة الاسمي، وتواريخ دفع الفوائد، وجميع هذه الشروط تؤثر في المستثمر في شراء السند وتحديد سعره.

- تسعير السندات: قامت الكثير من الدراسات بتحديد العوامل المحددة لسعر السند وبشكل عام هناك عاملين رئيسيين في تحديد سعر السند هما:

أ- حجم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات وتوقيت هذه التدفقات؛

ب- معامل سعر الفائدة في السوق عند طرح السندات للاكتتاب.

وتنقسم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات إلى:

- دفعات الفوائد والتي قد تكون سنوية أو نصف سنوية (دورية) خلال مدة القرض.

- القيمة الاسمية للسندات والتي ستدفع في نهاية مدة القرض ولمرة واحدة.

ومن الأمور المهمة التي يركز عليها المستثمر في السندات هي درجة المخاطرة المرتبطة بالسندات وأكثر ما يهم المستثمر هو قدرة المؤسسة المصدرة للسندات على سداد القيمة الاسمية للسندات وقدرتها على دفع الفوائد في تواريخ استحقاقها، ودرجة المخاطرة المرتبطة بالسندات تحدد بشكل كبير معدل العائد الذي يتوقعه المستثمر في السندات على أمواله، ومعدل العائد على السندات في ظل شروط معينة هو معدل الخصم الذي يستخدمه مشتري السندات لخصم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات، والقيمة الحالية لهذه التدفقات النقدية تشكل سعر السند.

وفقًا للنماذج الشائعة والمبسطة لتسعير السندات والتي تقوم على فرضيات معينة فإن سعر السند يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالسند.

وتشمل هذه التدفقات:

- القيمة الاسمية للسند التي ستدفع في نهاية مدة القرض؛

- الفوائد التي ستدفع بشكل دوري.

عندما تنوي المؤسسة معينة إصدار سندات فإنها تقوم بتحديد قيمة اسمية للسندات وبشكل عام عندما تنوي مؤسسو معينة إصدار سندات فإنها تقوم بتحديد قيمة اسمية للسندات وتلتزم بدفعها في نهاية مدة القرض، وتحاول أن تضع معدل الفائدة الاسمي بحيث، بحيث يكون قريب جداً أو مساوي لمعدل الفائدة المتوقع في السوق، والذي يتلاءم مع المستوى المخاطرة للسندات، ولكن إصدار السندات عادة يمر في إجراءات ومراحل طويلة نسبياً، وبالتالي سيكون هناك فجوة زمنية بين تاريخ تقديم طلب إصدار السندات وتاريخ طرح السندات وبيعها في السوق.

وخلال هذه الفترة قد يطرأ تغير أسعار الفائدة، وبذلك يختلف سعر الفائدة الاسمي المدون على السندات عن معدل الفائدة السائد في السوق ولكن السندات عن معدل الفائدة السائد في السوق، ولكن السندات سوف تسعر بناء على معدل الفائدة السائد في السوق في تاريخ طرحها للإصدار. فإذا كان معدل الفائدة في السوق أعلى من معدل الفائدة الاسمي لا تستطيع المؤسسة بيع السندات بالقيمة الاسمية، وذلك لأن لدى المقرضين في السوق فرص للإقراض بنفس الشروط بمعدل فائدة أعلى، لذلك لا يقبل المستثمر على شراء السند دون أن يعوض عن الفرق بين معدل الفائدة في السوق ومعدل الفائدة الاسمي خلال مدة القرض، ولهذا تباع السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية في هذه الحالة أي بخصم إصدار وهذا الخصم هو بمثابة تعويض لمشتري السند مقابل فروقات الفوائد.

ومن جهة أخرى إذا كان سعر الفائدة في السوق أقل من معدل الفائدة الاسمي، لا تقبل المؤسسة المصدرة ببيع السندات بالقيمة الاسمية، بل تطالب بسعر أعلى لتعويضها عن الفرق في معدلات الفائدة، ولذلك تباع السندات بعلاوة إصدار، وذلك لأن المؤسسة ملتزمة قانونياً بدفع الفوائد وفقاً لمعدل الفائدة الاسمية المدونة على السند، ولا تستطيع تغييره.

مسائل عاملة حول تقييم الأسهم والسندات

المسألة الأولى: فيما يلي البيانات التالية والمستخرجة في القوائم المالية للمؤسسة عالمية في 2009:/12/31

رأس مال الأسهم الممتازة، 200 سهم، 8%	20.000 دينار
رأس مال الأسهم العادية، 100000 سهم مصحح به ومصدر	100000 دينار

رأس المال الإضافي - عادي	20000 دينار
الأرباح المحتجزة	25000 دينار
صافي الربح بعد الضريبة لسنة 2009	50000 دج
توزيعات أرباح تقديرية لأصحاب الأسهم العادية	30000
السعر السوقي للسهم في 2009/12/31	4 دنانير

المطلوب:

أحسب:

1- ربحية السهم؟

2- نسبة حصة الأرباح الموزعة؟

3- نسبة الأرباح المحتجزة؟

4- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم؟

5- القيمو الدفترية للسهم؟

مسألة الثانية: المعلومات التالية مستخرجة من قائمة المركز المالي للمؤسسة الدولية، كما هي في

2009/12/31

رأسمال الأسهم العادية، 444000 سهم قائم ومتداول	740000 دينار
رأس مال الأسهم الممتازة، 100 سهم مجمعة للأرباح (10%)	100000 دينار
سندات (9%)	50000 دينار

فإذا علمت:

1- بلغ صافي الدخل بعد الضريبة لسنة 2009 مبلغ 54400 دينار؛

2- بلغ عدد الأسهم العادية والقائمة في بداية السنة المالية 2009/01/10 (100000 سهم) وخلال سنة 2009

تمت العمليات التالية فيما يتعلق بالأسهم العادية:

- في 2009/04/01 قامت المؤسسة بإصدار 48000 سهم جديد.

- في 2009/07/01 قامت المؤسسة بشراء 16000 سهم من أسهمها العادية المتداولة في السوق المالي.

- في 2009/09/01 قامت المؤسسة بإعادة إصدار 16000 سهم من أسهم الخزينة.

- في 2009/12/01 أعلنت المؤسسة عن تجزئة السهم بمعدل 3/1.

المطلوب: أحسب ربحية السهم الأساسية؟

المسألة الثالثة: أصدرت مؤسسة صناعية دولية سندات، 100 سند ولمدة 5 سنوات بقيمة اسمية 1000

دينار لكل سند ولمدة 5 سنوات بفائدة سنوية 10% ن تدفع في 12/31 من كل سنة.

المطلوب: أحسب سعر السندات في كل الحالات التالية:

- بفرض أن معدل سعر الفائدة في السوق في تاريخ بيع السندات 9%.

- بفرض أن معدل سعر الفائدة في السوق في تاريخ بيع السندات 10%

- بفرض أن معدل سعر الفائدة في السوق في تاريخ بيع السندات 12%

الحل:

سعر السند هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالسند وهي: القيمة الاسمية للسند وتدفع مرة

واحدة ودفعات الفوائد التي تدفع دوريًا.

الحالة الأولى: سعر الفائدة في السوق 9%

$$1- \text{القيمة الحالية لأصل الدين} = 100000 \times 0.64992 = 64992 \text{ دينار}$$

$$2- \text{القيمة الحالية لدفعات الفوائد} = 10000 \times 3.8897 = 38897 \text{ دينار}$$

$$\text{سعر السندات} = 64992 + 38897 = 103889 \leq \text{إذ يباع السند بعلاوة إصدار.}$$

الحالة الثانية: سعر الفائدة في السوق 10%

$$\text{سعر السند} = \text{القيمة الحالية لأصل الدين} + \text{القيمة الحالية لدفعات الفوائد}$$

$$= 100000 \times 0.62092 + 10000 \times 3.7908$$

$$= 100000 \text{ دينار مساوي للقيمة الاسمية.}$$

الحالة الثالثة: سعر الفائدة في السوق 12%

$$\text{سعر السند} = \text{القيمة الحالية لأصل الدين} + \text{القيمة الحالية للفوائد}$$

$$= 3.6048 \times 10000 + 0.56743 \times 10000^5$$

$$= 92791 \geq \text{القيمة الاسمية}$$

إذن يباع السهم بخصم إصدار.

من الملاحظ أن في هذه المسألة أن اختلاف سعر السند الناجم عن الاختلاف في معدل الخصم في السوق، فالتدفقات النقدية متطابقة من حيث الحجم والتوقيت.

في الحالة الأولى: تقيم السندات أعلى من القيم الاسمية، وذلك لأن معدل الفائدة في السوق 9% أقل من معدل الفائدة الاسمي بينما في الحالة الثانية تسعر السندات بسعر مساوي للقيمة الاسمية، وذلك لتساوي معدل الفائدة الاسمي أقل من معدل الفائدة السائد في السوق.



المحور الخامس: التقييم المالي للمؤسسة



في ظل اتخاذ القرار

تمهيد

المحاضرة الأولى: الإطار النظري لاتخاذ القرار في المؤسسة

المحاضرة الثانية: تقييم المؤسسة في ظل اتخاذ القرار الاستثماري

أسئلة عامة

تمهيد:

تهتم نظرية اتخاذ القرارات بفلسفة مفهوم وخصائص القرار والمفاهيم المرتبطة به وتصنيفها ودراسة مراحل ومواقف ومعايير وأساليب تحليل المشكلات وقواعد وآليات صنع اتخاذ القرارات وسبل تنفيذها ومراجعتها ومراقبة تنفيذها، ونظرية القرارات كنظرية علمية لها مفاهيمها الخاصة واستقلاليتها النسبية، فهي محصلة تمازج العديد من المعارف والخبرات والنظريات العلمية الأخرى وأساليب وتقنيات التحليل المنطقي وأساليب التحليل الكمي والكيفي.

المحاضرة الأولى: الإطار النظري لاتخاذ القرار في المؤسسة

1- اتخاذ القرار:

1.1- نظرية القرار: «يعتبر» هيربرت سيمون" أب نظرية القرار، حيث اعتبر أن السلوك التنظيمي في يتوقف على كيفية اتخاذ القرارات والعوامل المؤثرة فيها»⁽¹⁾، فالسلوك التنظيمي ما هو إلا محصلة لعمليات اتخاذ القرارات التي تجري في المؤسسة.

⁽¹⁾ شمس الدين عبد الله شمس الدين، مدخل في نظرية تحليل المشكلات واتخاذ القرارات الإدارية، منشورات مركز تطوير الإدارة والإنتاجية، دمشق، 2005، ص 2.

«فعملية صنع القرارات هي قلب الإدارة وأهم مظهر في السلوك التنظيمي، ولقد فرق "هربرت سيمون" في مفهوم الرشد من ناحية سلوك الأفراد، ومن الناحية التنظيمية»، وقسم الرشد في القرارات إلى ستة أنواع هي: (1)

- الرشد الموضوعي: يعكس الصحيح لتعظيم المنفعة في حالة معينة، ويقوم على أساس توافر المعلومات الكافية عن البدائل المتاحة للاختيار ونتائج كل منها.

- الرشد الشكلي: يعكس السلوك الذي يسعى إلى تعظيم إمكانية الحصول على المنفعة في حالة معينة بالاعتماد على المعلومات المتاحة بعد الأخذ بعين الاعتبار كل القيود والعوامل التي تحُد من قدرة الإدارة على المفاضلة والاختيار.

- الرشد بصورة واعية: هو السلوك الذي يؤدي إلى استخدام الوسائل المختلفة لتحقيق الأهداف بصورة واعية.

- الرشد التنظيمي: يعكس سلوك متخذ القرار المتعلق بتحقيق أهداف المؤسسة.

- الرشد الشخصي: يعكس سلوك متخذ القرار المتعلق بتحقيق أهدافه الشخصية.

- الرشد بصورة معتمدة: هو السلوك الذي يؤديه الفرد في المؤسسة قصد تحقيق أهداف محددة.

وقد سمي الرجل متخذ القرار بـ«الرجل الإداري» نسبة لنموذج " سايمون" في اتخاذ القرار، والذي عُرف بالنموذج الإداري.

2.1- مفهوم القرار: جاء في اللغة « قَرَّرَ » بمعنى سكن واطمئن، و« قرر الأمر»، بمعنى رضي عنه وأمضاه، و«تقرر الأمر» أي ثبت واستقر، و«القرار» ما انتهى إليه الأمر.

فالقرار هو: «عملية أساسها الاختيار لبدل واحد من بدائل لا تقل عن اثنين وفقا لبعض المقاييس المرتبة، أو هو عملية اختيار بديل من بديلين محتملين أو أكثر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمؤسسة».(1)

(1) محمد باغي، اتخاذ القرارات التنظيمية، مطابع الفرزدق، الرياض، 1988، ص 63.

كما يعرف على أنه: «الاختيار بين بدائل مختلفة، وعدم اختيار قرار إزاء حالة ما يعتبر قرارًا في حد ذاته»⁽²⁾.
فعملية اتخاذ القرار تتعلق بـ: «المستقبل المجهول الذي يتميز بحالة عدم التأكد مما سيحدث في المستقبل، وعلى هذا الأساس فاتخاذ القرار يكون بمثابة مخاطرة وتتوقف نتائجها على مطابقة الافتراضات التي وضعت عن المستقبل بالمستقبل ذاته»⁽³⁾.

إن القرار يتعلق بالمشكلة، والسعي إلى إيجاد أسلوب لحلها؛ أي الأسلوب الذي يصدر به القرار أما التعليمات فالمدیر أو المُسیر هو الذي يصدرها من أجل توجيه المرؤوسين لتحسين سلوكهم ليكونوا في حدود النظام والأخلاق، كأن يطلب منهم تقديم تقاريرهم إلى رؤسائهم في المواعيد المحددة والمقررة وأن يتحلوا باللياقة وروح الخدمة في تعاملهم مع العملاء والزبائن، وأن يتسم عملهم بالجدية والنشاط، وأن لا تقل إنتاجيتهم عن الحد الأدنى الذي تحدده معدلات الأداء المقررة.

3.1- عملية اتخاذ القرار في المؤسسة: تعرف عملية اتخاذ القرار على أنها: «عملية الاختيار لأحد البدائل الرشيدة نسبيًا من بين عدد من البدائل المعقولة، بمعنى آخر اختيار حل معين من بين العديد من الحلول الممكنة التي قد تكون جميعها صحيحة تحت ظروف معينة، كما تتطلب عملية اتخاذ القرار الفعال الفهم الجيد والعميق لجميع ظروف والمواقف»⁽¹⁾.

من خلال التعريف نجد أن عملية اتخاذ القرار تتأثر بالعديد من العوامل و المتغيرات الداخلية والخارجية المحيطة بالمؤسسة سواءً تعلق الأمر بها أو بالأفراد العاملين بها، أو ما تعلق بالظروف البيئية بالمنافسة والعوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والتقنية.

(1) شمس الدين عبد الله شمس الدين، مرجع سابق، ص5.

(2) محمد الناشد، مدخل إلى إدارة الأعمال، منشورات جامعية، حلب، سوريا، 2000، ص61.

(3) شمس الدين عبد الله شمس الدين، مرجع سابق، ص5.

(1) احمد عرفة، سمية شلبي، القرارات والاستراتيجيات التسويقية، دار الكتب، بدون سنة نشر، ص ص14-15

4.1-أنواع القرارات في المؤسسة: يختلف تصنيف القرارات في المؤسسة باختلاف المركز الإداري الذي

يصدر منه، وبالصلاحيات التي يتمتع بها مُتخِذ القرار، والبيئة التي يَعْمَل ضمنها، ونتيجة هذه الاختلافات في القرارات، فإنه يتم تصنيفها استناداً إلى معايير مختلفة تتجلى فيما يلي:

- تصنيف القرارات وفقاً للوظائف الأساسية للمؤسسة: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:⁽¹⁾

- قرارات تتعلق بالعنصر البشري: وتتضمن القرارات التي تتناول مصادر الحصول على الموظفين، وطرق اختيارهم، وتعيينهم، وكيفية تدريبهم، وأسس تحليل الوظائف ودفع الأجور والحوافز، وطرق الترقية، وكيفية معالجة الشكاوي، التأخير، الغياب، دوران العمل، علاقة المؤسسة بالنقابات والاتحاديات العمالية والمؤسسات المختلفة المرتبطة بالعاملين.

- قرارات تتعلق بالوظائف الإدارية: أي القرارات الخاصة بالأهداف المراد تحقيقها والإجراءات الواجب إتباعها، برامج العمل وكذلك العلاقات المتعلقة بتصميم الهيكل التنظيمي، واسناد المناصب الإدارية فيه، وقواعد اختيار المديرين وتدريبهم ومراقبتهم وفصلهم، ومعايير الرقابة المركزية واللامركزية، وتقارير المتابعة.

- قرارات تتعلق بالإنتاج: وتتضمن القرارات الخاصة باختيار موقع المؤسسة، أنواع الآلات المستخدمة، حجم الإنتاج وسياسته (إنتاج مستمر أو بناء على الطلب)، مصادر الحصول على المواد الأولية، التخزين وحجمه، الرقابة على الإنتاج وجودته.

قرارات تتعلق بالتسويق: تشتمل على القرارات الخاصة بنوعية المنتج التي سيتم بيعه، أو صرفه، والأسواق التي سيتم التعامل معها، وسائل الدعاية والإعلام الواجب استخدامها لترويجها، بحوث التسويق، وسائل النقل، تخزين المنتجات وخدمات البيع.

- قرارات تتعلق بالتمويل: تتمثل في القرارات الخاصة بحجم رأس المال اللازم والسيولة، معدلات الأرباح المطلوب تحقيقها وكيفية توزيعها، طرق التمويل (قروض مصرفية، أو إعادة استثمار الأرباح).

(1) شمس الدين عبد الله شمس الدين، مرجع سابق، ص 47.

- تصنيف القرارات وفقا لأهميتها: صنفها " أنسوف" وفقا لهذا المعيار إلى ثلاثة أنواع هي:

- قرارات السياسية: هي تلك القرارات التي تتعلق بالتنظيم الإداري للمؤسسة، ومستقبلها، والبيئة المحيطة بها؛ بمعنى آخر تتعلق بعلاقة المؤسسة ومحيطها؛ أي أنها تتأثر بمحيط المؤسسة الخارجي، فالقرارات الإستراتيجية تُعنى بالتحديد ببرامج العمل المستقبلي للمؤسسة، وإعداد الخطط المستقبلية والسياسات، كما تتعلق بالوضع التنافسي للمؤسسة في السوق.

تتميز القرارات الإستراتيجية بالثبات النسبي الطويل الأجل، وبضخامة الاستثمارات، فمن خلالها تقوم المؤسسة باستغلال الفرص، وتجنب التهديدات البيئية، وبالتالي تتطلب حجماً كبيراً من المعلومات، فهي توضح بصورة دائمة طبيعة المؤسسة وعلاقتها بالخارج، كما تشمل تحديد مجال النشاط الإنتاجي أو الخدمي الذي تمارسه المؤسسة، كاختيار الأسواق وتخصيص الموارد، والتنوع والتوسع، كما تتصف بدرجة عالية من المركزية في اتخاذها، حيث تتخذ في قمة الهيكل التنظيمي بواسطة الإدارة العليا.

- القرارات التكتيكية: هي القرارات تتخذها الإدارة الوسطى في المؤسسة، وتهدف إلى تقرير الوسائل المناسبة لتحقيق الأهداف، ترجمة الخطط، بناء الهيكل التنظيمي، تحديد مسار العلاقات بين العاملين، بيان حدود السلطة، تقسيم العمل وتفويض الصلاحيات، كما أنها عبارة عن قنوات اتصال في المؤسسة.

- القرارات التنفيذية: تتمثل في القرارات الخاصة بمشكلات العمل اليومي وتنفيذه والنشاط الجاري في المؤسسة، وتعتبر هذه القرارات من الاختصاصات التنفيذية المباشرة للإدارة، كما أنها تحتاج إلى الجهد والبحث، والإبداع من قبل مُتَّخِذِهَا؛ أي أنها اتخذها يتم في ضوء الخبرات والتجارب السابقة، يتم وبطريقة فورية، فضلاً عن أنها قرارات قصيرة المدى تتعلق أساساً بأسلوب العمل الروتيني، وتكرر باستمرار، ومن أمثلتها: ضبط توقيت الموظفين، جدول إجازاتهم، تنظيم حركة التوزيع والنقل والتسعير وغيرها.

- تصنيف القرارات وفقا لإمكانية برمجتها وبيئتها: ويمكن توضيحها كما يلي:

- تصنيف القرارات وفقا لإمكانية برمجتها: تبعا لهذا المعيار صنفت إلى: (1)

- قرارات مبرمجة: هي قرارات مخططة سلفاً، وتتناول مشكلة روتينية، حيث يتم تحديد أساليبها، وطرق حلها سلفاً، ومن أبرز أمثلتها إعادة طلب شراء نوع معين من المواد الأولية، قرارات التعيين والتوظيف والعطل... الخ.

إنّ اتخاذ القرارات المبرمجة محددة بشكل واضح مسبقاً، فهذه القرارات تشبه القرارات التنفيذية أو الروتينية، فاتخاذها لا يتطلب المرور بمرحلي التعريف بالمشكلة وتصميم الحل، بل تُتخذ وفق معايير مبرمجة، كما أنّها لا تحتاج إلى جهد وإبداع فكري، ويشرف على اتخاذها المستويات التنفيذية في المؤسسة.

- قرارات غير مبرمجة: هي قرارات غير متكررة أو تُعالج مشاكل جديدة، كما تتعامل مع مواقف غير مألوفة، ولا توجد إجراءات معروفة مسبقاً لحلها، ولها آثار هامة على نشاط المؤسسة في المدى الطويل، وتظهر الحاجة لاتخاذها عندما تواجه المؤسسة المشكلة لأول مرة ولا توجد خبرات بشأن كيفية حلها، فهي تتخذ بشكل فوري، كما تتطلب جهداً فكرياً ووقتاً كافياً لجمع المعلومات وتقديم البدائل ومناقشتها، فهذه القرارات تحتاج إلى الإبداع والابتكار في إيجاد الحلول المناسبة.

ومن أمثلتها: قرار إنشاء فرع جديد، قرار توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، قرار الاندماج، تُتخذ هذه القرارات في مستويات الإدارة العليا نظراً لطبيعتها المعقدة وارتباطها بمستقبل المؤسسة ونجاحها.

- تصنيف القرارات وفقاً للبيئة المحيطة بالمؤسسة: تؤثر البيئة على القرارات المُتخذة، نظراً لوجود عدداً من المتغيرات والمؤثرات الإنسانية والطبيعية التي تؤثر على نوع القرار، ويمكن تقسيمها إلى ما يلي:

- القرارات في حالة التأكد التام: يُقصد بحالة التأكد التام أن يكون مُتخذ القرار على علم تام بكل المعلومات اللازمة لاتخاذها، ويفترض في هذه الحالة أنّ مُتخذ القرار يستطيع أن يحدد كل البدائل الممكنة والمتطلبات اللازمة لتنفيذها، «كما يعرف على وجه اليقين نتيجة كل بديل، وتتميز عملية اتخاذ القرار في هذه

(1) سليم إبراهيم الحسينة، نظم المعلومات الإدارية، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص239.

الحالة بالسهولة، كما أن البيئة الخارجية لا تؤثر على نتائج القرار، ولو أن هذه الحالة تعتبر غير واقعية، حيث أنه لا يمكن وجود حالة تأكد تام»⁽¹⁾.

- قرارات مُتَّخَذَة تحت ظروف المخاطرة: هي قرارات تُتَّخَذ في ظروف وحالات محتملة الوقوع، وبالتالي فإن على مُتَّخِذ القرار أن يقدر الظروف والمتغيرات المحتملة الحدوث في المستقبل، وكذلك درجة احتمال حدوثها، والصفة الأساسية لهذه الحالة عدم توفر المعلومات بصفة كبيرة لمتخذي القرار أي أنه في حالة مخاطرة كلما ازدادت كمية المعلومات الخاصة بنتائج كل بديل، كلما كانت الحالة أقرب إلى التأكد، وانخفضت درجة المخاطرة، والعكس صحيح.

- قرارات في حالة عدم التأكد: أي الحالة التي يوجد فيها أكثر من بديل لمتخذ القرار كما أنه لا يستطيع أن يقدر احتمال حدوث كل بديل لعدم وجود أية بيانات سابقة، «كما تكون المؤسسة في ظروف لا تعلم فيها مسبقًا بإمكانية حدوث أي من المتغيرات أو الظروف المتوقع وجودها بعد اتخاذ هذه القرارات، وذلك بسبب عدم توافر المعلومات والبيانات الكافية وصعوبة التنبؤ بها»⁽²⁾.

إذن فهي قرارات تُتَّخَذ في ظل ظروف من الممكن حدوثها، لكن لا نعرف درجة احتمال حدوثها، وبذلك تختلف حالة عدم التأكد من حالة المخاطرة ففي الحالة الأخيرة يستطيع متخذ القرار تقدير احتمال حدوث كل بديل، مما يساعده على تقدير القيمة المتوقعة من كل قرار واختيار أفضله.

إنّ عملية اتخاذ القرارات في ظل عدم التأكد تعتبر أكثر صعوبة وتعقيدا منها في حالة التأكد التام أو المخاطرة، نظرا لعدم وجود معيار واحد متفق عليه يمكن الاسترشاد به عند اتخاذها، وإنّما توجد عدة معايير يمكن أن تتم على أساسها المفاضلة بينها ولاختيار القرار الأمثل، لذلك تختلف القرارات في حالة عدم التأكد من شخص لآخر تبعاً لخبرته وعاداته الشخصية، وما يؤمن به من قيم، فمنهم من هو متفائل ومنهم من هو متشائم، لذلك تختلف اتجاهاتهم وميولاتهم ونظرتهم اتجاه عنصر الخطر ومدى أخذه في الحسبان عند اتخاذ قراراتهم.

(1) شمس الدين عبد الله شمس الدين، مرجع سابق، ص 46.

(2) Patrice Vizzavona, *Gestion Financière*, op.cit, P355.

- تصنيف القرارات وفقا للمشاركة في اتخاذها: تميز القرارات وفق لهذا المعيار استنادًا لنوع المشتركين في اتخاذها، حيث تمت التفرقة على هذا الأساس، ونميز بين:

- القرارات الفردية: أي ينفرد مُتَّخِذ القرار بصنعها دون مشاركة من يعنيه القرار، وبالتالي فإن عملية تحديد المشكلة وتحليلها واختيار البديل المناسب، تكون متأثرة كليًا بالخيارات السابقة والأحكام الشخصية لمُتَّخِذ القرار.

- قرارات جماعية: هي ثمرة جهد ومشاركة جماعية، حيث يؤثر أفراد الجماعة على مُتَّخِذ القرار النهائي، ويمكن التفرقة بين ثلاثة أنواع من مشاركتهم:

- أفراد الجماعة ينصحون مُتَّخِذ القرار (هو الذي يتخذ القرار)؛

- أفراد الجماعة يجمعوا بالموافقة على القرار النهائي، ومُتَّخِذ القرار يدير النقاش ويمنيه؛ (قرارات جماعية بالاتفاق)؛

- أغلبية الجماعة توافق على القرار النهائي (القرارات جماعية بالأغلبية).

ومن خلال النوعين من القرارات يمكننا ملاحظة نوعين من أنماط القيادة، فالقرار الانفرادي يعكس الأسلوب البيروقراطي بينما يمثل الثاني الأسلوب الديمقراطي.

5.1- ظروف اتخاذ القرار في المؤسسة:

تعتبر عملية اتخاذ القرار في المؤسسة جد معقدة بسبب ظروف المحيطة بها، مما يعيق تحقيقها في الوقت المناسب، وتجعل مُتَّخِذ القرار أسير هذه الظروف وتحكم عليه التكيف معها، وبالتالي اتخاذ القرارات تحت هذه الظروف، وتتمثل هذه الظروف فيما يلي:⁽¹⁾

- اتخاذ القرارات في ظروف التأكد: يكون مُتَّخِذ القرار في حالة التأكد عندما تتوفر لديه المعلومات الكاملة بشكل لا يستدعي إلى أية حالة من الشك قد يضعه في حالة عدم التأكد، فالقرارات المتخذة في القاعدة تعتبر روتينية فلا يجد مُتَّخِذ القرار فيها أية صعوبة في الفصل فيها، وهذا ما يجعلها تتصف بحالة التأكد، إذ لا

⁽¹⁾ Patrice Vizzavona, *op.cit*, pp 357-358

يحتاج مُتَّخِذُ القرار إلى حصر البدائل لتقييمها، وحتى ولو لم تكن الظروف مهيأة بشكل تام، يكون البعض منها نسبي ففي هذه الحالة يفترض ظرف التأكد لمجرد التبسيط.

- اتخاذ القرارات في ظروف عدم التأكد: إن القرارات التي تتخذ في ظروف كهذه تكون فيها المعلومات شبه منعدمة بحيث يصعب وضع احتمالات ممكنة للحلول وبالتالي اشتراك جميع مسؤولي الإدارة في اتخاذ القرار الملائم.

-اتخاذ القرارات في ظل ظروف عشوائية: يجب إحاطة القرار المشترك بالأحداث المختلفة المرتبطة به بالقرار إذ يستطيع إعطائه احتمالات معينة، ويتعلق الأمر هنا أساساً بمشاكل الاستغلال المتكررة.

- اتخاذ القرارات في ظل ظروف غامضة: تكون الخيارات في هذه الحالة محدودة من طرف استراتيجيات المنافسين، وتتعلق القرارات هنا بالأعمال التجارية التي تقوم بها المؤسسة.

المحاضرة الثانية: تقييم المؤسسة في ظل اتخاذ القرار

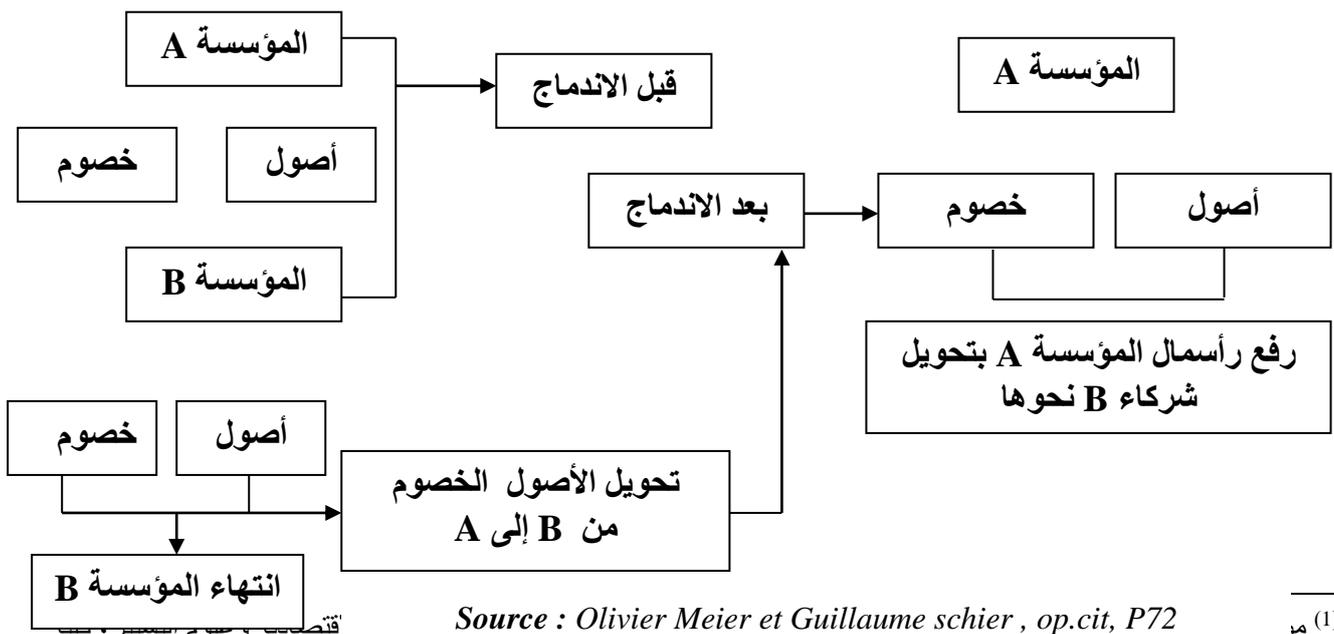
تنقسم قرارات الاستثمار المتخذة من طرف مسيري المؤسسة في ظل تقييمها، إلى قرارات التوسع الداخلي وقرارات التوسع الخارجي، حيث أن قرارات التوسع الداخلي تتم داخل المؤسسة من خلال زيادة الأصول في مشاريع قائمة أو إنجاز مشاريع جديدة، أما عن قرارات التوسع الخارجي فهي تمثل أسلوباً للتطوير والنمو، تلجأ إليها المؤسسة كبديل إستراتيجي في عمليات الاستثمار، وذلك بالاعتماد على كيانات أخرى، وتتعلق هذه القرارات أساساً بعمليات الاندماج، والشراكة والخصوصية.

1- قرارات الاستثمار المتعلقة بعمليات الاندماج: يعتبر الاندماج أحد أهم الأشكال الانضمام بين المؤسسات، وأحد الأساليب الأساسية لتحقيق النمو الخارجي، نظراً لما يحققه من مزايا للمؤسسات المعنية.

1.1- مفهوم الاندماج: يقصد بالاندماج قيام أكثر من مؤسسة بالإتفاق على بقاء واستمرار مؤسسة واحدة فقط، مع انتهاء باقي المؤسسات الأخرى المندمجة، وذوبانها في شخصية المؤسسة الباقية، من خلال نقل صافي أصولها وخصومها إليها، وعادة تسمى المؤسسة الباقية بالمؤسسة الدامجة، وتسمى المؤسسة أو المؤسسات الفانية بالمؤسسة المندمجة، وتعمل هذه الأخيرة بعد الاندماج، كأقسام أو فروع أو وحدات تابعة تماماً للمؤسسة الباقية أو الدامجة⁽¹⁾.

ويمكن تلخيص عملية الاندماج بين مؤسستين (A)، (B) في الشكل التالي²:

الشكل رقم (05): الانضمام بين المؤسسات عن طريق الاندماج



Source : Olivier Meier et Guillaume schier , op.cit, P72

(1) مر

العلوم الاقتصادية والنجارية، وعلوم النسيير، جامعه برج بوعريريج، الجران، العدد 10، 2010، ص 71.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

نلاحظ من الشكل أعلاه أنّ عملية الاندماج، بين المؤسستين تتضمن أربع تغييرات رئيسية هي:

- رفع رأس مال المؤسسة المندمجة إلى المؤسسة الدامجة؛
- نقل صافي أصول المؤسسة المندمجة إلى مساهمين في المؤسسة الدامجة؛
- تحول مساهمي المؤسسة المندمجة إلى مساهمين في المؤسسة الدامجة؛
- زوال الصفة القانونية للمؤسسة المندمجة كشخصية اعتبارية مستقلة.

2.1- تصنيفات عملية الاندماج: يمكن تصنيف عملية الاندماج إلى:

- الاندماج الأفقي: يحدث عندما يكون المنتج لدى المؤسستين المندمجتين متشابهين ويتم إنتاجه في نفس الصناعة.

- الاندماج العمودي: ويكون عند انضمام مؤسستين تعمل كل منها في مراحل مختلفة من إنتاج نفس السلعة.

- الاندماج المتجانس: يحدث عندما تكون المؤسستان المندمجتان تعملان في نفس النوع من أنواع الصناعة بشكل عام، ولكن لا تكون بينهما علاقة مشتري (عميل) أو مورد متبادلة.

- الاندماج المختلط: ويحدث ذلك عندما تكون المؤسستان المندمجتان تعملان في صناعة مختلفة.

- الاندماج العكسي: يستخدم كطريقة سريعة لتحويل المؤسسات الخاصة إلى مؤسسات مساهمة عامة عن طريق السيطرة على مؤسسة مدرجة، ولكن لا يوجد لديها نشاط تشغيلي أو أية أصول إسمية.

2- قرارات الاستثمار المتعلقة بعمليات الشراكة: تعتبر الشراكة في المجال الاقتصادي مفهومًا واسعًا يجري

تعميمه واستخدامه على نطاق واسع، ولم يظهر هذا المفهوم إلا في السنوات الأخيرة، بسبب تزايد شدة المنافسة بين المؤسسات.

1.2- تعريف الشراكة: تعرف الشراكة على أنّها: " اتفاقية التعاون الطويلة والمتوسطة المدى، بين مؤسستين أو أكثر قانونيًا متنافسة أو غير متنافسة والتي تنوي جلب أرباح مشتركة من خلال مشروع مشترك " (1)؛ أي أنّها: " مرحلة من مراحل الاندماج المؤسسات ويمكن إعتبارها اتفاقية قائمة على الثقة والتكاملية لأجل تحقيق أرباح إضافية" (2).

فالشراكة علاقة قائمة على أساس التقارب والتعاون المشترك من أجل تحقيق المصالح والأهداف المشتركة للمؤسسات المتشاركة، حيث يقدم كل طرف أكثر ما لديه لإنجاح هذه العلاقة مع الحفاظ على استقلاليتها.

2.2- أشكال الشراكة: تتخذ الشراكة الأشكال التالية (3):

- الشراكة التعاقدية: هي خلق محدد في موضوعه، لكن يمكن أن تتطور على خلق مالي وتجاري معية بذلك حرية أكبر لحياة المؤسسة، نجدها كثيرة الاستعمال في الإستغلال المشترك للمواد المنجمية والتعاون في مجال الطاقة.

- الشراكة المالية: هي شراكة ذات طابع مالي في مجال الاستثمار، ويختلف هذا الشكل عن باقي الأشكال الأخرى: من وزن كل شريك، مدة أو عمر الشراكة، تطور المصالح لكل شريك.

- الشراكة التجارية: هذا النوع من الشراكة يركز على تقوية وتعزيز مكانة المؤسسة في السوق التجارية من اختلال استغلال العلامات التجارية أو ضمان تسويق المنتج، ويعني هذا الشكل التخلص من حالة عدم التوازن في السوق، ويخص جانب التسويق بشكل كبير.

- الشراكة التقنية: وتتمثل في تبادل المعارف من خلال تحويل التكنولوجيا والخبرات، حيث يتم جلب معارف جديدة وتقنيات حديثة في مختلف مجالات الإنتاج.

(1) بن الحبيب عبد الرزاق، حوالم رحيمة، الشراكة ودورها في جلب الاستثمارات الأجنبية، ورقة بحثية في الملتقى الوطني الأول حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 22/21 ماي 2002، ص 4.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها

(3) بن الحبيب عبد الرزاق، حوالم رحيمة، مرجع سابق، ص ص 6-7

- الشراكة في البحث والتطوير: تهدف هذه الشراكة عموماً إلى تطوير المنتجات وتحسينها، مع التقليل من التكاليف الإنتاجية والدخول إلى أسواق جديدة تعطي المؤسسة الأفضلية عن باقي المؤسسات المنافسة لها.

3- قرارات الاستثمار المتعلقة بعمليات الخصخصة: تعتبر سياسة الخصخصة سياسة إصلاحية منتهجة من طرف العديد من دول العالم، وهناك من الدوافع لتطبيق هذه السياسة.

1.3- تعريف الخصخصة: عرفها البنك الدولي أنها: "زيادة مشاركة القطاع الخاص في إدارة وملكية الأنشطة وأصول التي تسيطر عليها الحكومة أو تملكها، ويعتبر الإيجار وعقود الإدارة والاستثمار ونزع ملكية القطاع العام من الأساليب الرئيسية لتحويل الملكية إلى القطاع الخاص"، أما مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية فقد عرفها على أنها: "جزء من عملية تصحيح هيكل للقطاع العام، وبذلك فإن الخصخصة تتعلق بإعادة تعريف وتحديد دور الدولة عن طريق إبعاد الدولة من أي نشاط يمكن أن يؤديه القطاع الخاص بشكل أفضل"⁽¹⁾.

2.3- المشاكل الناجمة عن عمليات الخصخصة: هناك عدة مشكلات تتعرض لها عمليات الخصخصة وتمثل فيما يلي⁽²⁾:

- مشاكل التغيير في الأنظمة المحاسبية: وهي التغييرات في الطرق المحاسبية الناجمة عن نقل ملكية الوحدات المحاسبية والتغييرات في أنظمتها المحاسبية والمالية ونوعية المعلومات المالية المتوفرة والمطلوبة، فالمعلوم أن عدداً كبيراً من المؤسسات الحكومية تتبع الأساس النقدي وهو غير أساس الاستحقاق المقبول في قواعد المحاسبية المتعارف عليها، وهناك اختلافات جوهرية بينهما، منها أن الميزانية العامة لا تظهر قيمة الموجودات الثابتة والمدنيين، والدائنين، كما أن بيان الأرباح والخسائر لا يظهر الاستهلاك للموجودات الثابتة والإيرادات غير المقبوضة والمصروفات المستحقة، وغير مدفوعة والتي تخص السنة المالية.

(1) بن الحبيب عبد الرزاق، حوالم رحيمة، مرجع سابق، ص ص 8-9
(2) محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012، ص 253.

- مشاكل تقييم المؤسسات: يمثل التقييم في هذه العملية أساسًا يهتدي به للانطلاق إلى سعر البيع، بالإضافة إلى أنه يحدد قيمة رأس المال الفعلي، ويساعد في تحديد رأس المال الضروري للمشروع، كما تبين عملية التقييم المبالغ المقدمة للموجودات غير الملموسة (الشهرة والعلامة التجارية والحقوق المعنوية الأخرى)، إلى جانب أن البحث عن الالتزامات غير المسجلة مثل الضرائب وغيرها يدخل في مشاكل التقييم.

- مشاكل الإفصاح في المعلومات: وهي المعلومات التي تشرح الوضع الاقتصادي والمالي للمشروع وجدواه الاقتصادية للمستثمرين، مع بيان تاريخ نشاطه بشكل مقارن للسنوات السابقة، مع توقعات للمستقبل، وتبيان مدى الإنجازات المتوقعة والمنافع المنتظرة، وفي العادة يصدر مدقق الحسابات تقريرًا خاصًا محددًا لذلك من أجل حماية مصالح المستثمرين المنتظرين.

- مشاكل سعر البيع: تظهر نتيجة عملية الخصخصة وإجراء التقييمات المختلفة قيم عديدة للمشروع وهي: القيمة على أساس الموجودات والقيمة على أساس المشروع المستثمر (أساس الأرباح)، والقيمة على أساس السوق وقيمة البيع النهائي.

وفي الأخير يمكن أن نستنتج أن القرارات المالية في ظل الواقع يمكن أن تعظم قيمة المؤسسة، كما يمكن أن تحطمها، لذلك فالأمر متروك لقدرة المديرين في اتخاذ القرارات المناسبة في الظرف والوقت المناسبين، بما يمكن من رفع قيمة المؤسسة، فكثيرًا من عمليات النمو الخارجي أدت إلى تخفيض قيمة المؤسسات المهاجمة في البورصة عند دخولها في عمليات الاندماج والاستحواذ، الشراكة، وعمليات الخصخصة، وعليه فعملية تأثير القرار واردة على قيمة المؤسسة، مما يجعل من عملية التسيير هذه القرارات أمرًا من الأهمية بما كان، الأمر الذي يطرح ضرورة تبني أساليب التسيير المناسبة لذلك.

أسئلة عامة

1- هل ساهم نظرية اتخاذ القرار في تحديد القرارات الاستثمارية للمؤسسة؟

2- هل قرار الاندماج ضروري لتحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة؟

3- هل قرار الشراكة ضروري لتحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة؟

4- هل قرار الخوصصة ضروري لتحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة؟

5- في رأيك، هل يمكن أن تحقق القرارات الاستثمارية في آن واحد؟

المراجع

المراجع باللغة العربية

أولا : قائمة الكتب

- 1- احمد عرفة، سمية شلبي، القرارات والاستراتيجيات التسويقية، دار الكتب، بدون سنة نشر.
- 2- جلال إبراهيم العبد، تحليل الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 3- جميل أحمد توفيق علي شريف، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1980.
- 4- جميل صليب، المعجم الفلسفي، ج2، دار الكتاب اللبناني، بيروت، د.ت.
- 5- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 2004.
- 6- رضوان حلوة حنان، بدائل القياس المحاسبي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

- 7-سليم إبراهيم الحسينة، نظم المعلومات الإدارية، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
- 8-سيد محمد أحمد السيريتي، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 9-شمس الدين عبد الله شمس الدين، مدخل في نظرية تحليل المشكلات واتخاذ القرارات الإدارية، منشورات مركز تطوير الإدارة والانتاجية، دمشق، 2005.
- 10- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994،
- 11- طارق حماد عبد العال، معايير المحاسبة الدولية والمعايير المتوافقة معها (معايير المحاسبة الدولية 32-41) والمعايير الدولية للتقارير المالية الجديدة من 1-7، ج2، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- 12- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 13- طارق عبد العال حماد، المدخل الحديث في المحاسبة عن القيمة العادلة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2003.
- 14- طارق عبد العال حماد، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 15- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1997.
- 16- عبد الباسط، وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، الأردن، 1996.
- 17- عبد الحي مرعي محمد عباس بدوي، مقدمة في الأصول المالية، دار الجامعية الجديدة ، الإسكندرية، 2003.
- 18- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛ الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 19- عبد الله محمد عبد الرحمان، النظرية في علم الاجتماع (الكلاسيكية)، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 20- عبد المطلب عبد الحميد، سياسات اقتصادية: تحليل جزئي وكلي، مكتبة الزهراء الشرق، مصر، 1997.
- 21- عفاف إسحاق أبو زيد، المحاور الرئيسية للقياس المحاسبي للأصول باستخدام مفهوم القيمة العادلة في إطار المعايير المحاسبية الدولية، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة تشرين، الأردن، 2008.
- 22- مجدي رسلان، فلسفة القيم، دار المنار للطباعة، الإسكندرية.
- 23- محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 24- محمد الناشد، مدخل إلى إدارة الأعمال، منشورات جامعية، حلب، سوريا، 2000.

- 25- محمد سمير الصبان وآخرون، دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 26- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- 27- محمد ياغي، اتخاذ القرارات التنظيمية، مطابع الفرزدق، الرياض، 1988.
- 28- محمود أمين زوبل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 29- محمود عبد الحليم الخلايلة، التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، دار وائل للنشر، ط6، 2012، الأردن.
- 30- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط2، 1991.
- 31- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، مصر، 1997.
- 32- وليد صافي وأنس البكري، الأوراق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2010.
- 33- وليد ناجي الحياي، نظرية المحاسبة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك، 2007.

ثانيا : المجلات العلمية

- 34- بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012.
- 35- عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، 2006.
- 36- محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصوصية، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012.
- 37- ميادة صلاح الدين، فتحي محمد سليمان، التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثماري بالأوراق المالية، دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010.
- 38- هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010.
- 39- يحيى بن منصور، دور التحليل المالي في ترشيد قرارات الإندماج بين الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريج، الجزائر، العدد 10، 2010.

ثالثا: رسائل ماجستير ودكتوراه

- 40- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة القاهرة، 1995.
- 41- بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للخدمات الأبار "ENSP"، دكتوراه علوم، جامعة الجزائر، 2010.
- 42- رولا كاسرلايقة، القياس والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف، ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار، مذكرة ماجستير، غ.م، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة تشرين، سوريا، 2008.
- 43- السعيد بريكة، خلق القيمة في البنك، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2005، غ.م.
- 44- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: حالة بورصة الكويت (2006-2008)، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008.
- 45- عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء: دراسة حالة شركة الإسمنت، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- 46- هواري سيوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، غ.م، جامعة الجزائر، 2008.

رابعاً: ملتقيات دولية ووطنية

- 47- بن الحبيب عبد الرزاق، حوالمف رحيمة، الشراكة ودورها في جلب الاستثمارات الأجنبية، ورقة بحثية في الملتقى الوطني الأول حول الإقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 22/21 ماي 2002.
- 48- هواري سويسي، محمد أمين كمامسي، إشكالية تقييم المؤسسات مع الإشارة إلى حالة الجزائر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 13/12 ديسمبر 2005.
- 49- هوام جمعة، مدى ملاءمة القيمة العادلة للتقرير المالي، ورقة بحثية مقدمة في ملتقى وطني حول المؤسسة في ضوء التحولات المحاسبية الدولية، جامعة باجي مختار، عنابة، 22/21/ 11/ 2007.

خامساً: قوانين خاصة بالنظام المحاسبي الجديد

- 50- القانون رقم 11-07 الصادر في 2007/11/25 المتضمن النظام المحاسبي المالي الجديد، الفقرة 121-

51- عبد اللطيف أطلوبة، تطور نظرية القيمة،

(2015/08/15) ، <http://www.jolyana.com/veiwpage.aspx?sf=1508>

52- شبكة المحاسبين العرب ، <http://www.acc4arab.com/acc/forum.php> ، (12/12/2014)

المراجع باللغة الفرنسية

- 53- Auguire.H, *l'Evaluation des entreprises non cotées*, édition *Bordas, Paris, 1990* .
- 54- *Bellalah Momdher, Finance Modern d'entreprise, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2003.*
- 55- *Chapelle philippe, l'évaluation de entreprises, édition economica, Paris, 3^{ème} édition, 2007.*
- 56- *Chaplain Gérard, Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise, édition EMS, Paris, 2004.*
- 57- *Choinel Alain, Introduction à l'ingénierie Financière, édition ia Revue Banque, Paris, 1991.*
- 58- *F.leroux, Marchés internationaux des capitaux, Montréal,, 2^{ème}*
- 59- *Gérard Debreu, Théorie de la valeur : Analyse axiomatique de l'équilibre économique, édition DUNOUD, Paris, 3^{ème} édition, 2001.*
- 60- *J.Brilman et C.Maire, Manual d'evaluation des entreprises, édition d'organisation, Paris, 1993.*
- 61- *Jean Brilman, André Gaultier, Pratique e de l'Evaluation et de négociation des entreprises, édition homme et technique, paris.*
- 62- *Jean Brilman, André Gaultier, Pratique e de l'Evaluation et de négociation des entreprises, édition homme et technique, paris ,2010.*
- 63- *John.j.Murphy, Technical Amallisis of the financial Markets, institute of finance, London, 1999*
- 64- *K.achouche et A.labanji, Que vaut votre entreprise ? dianostic et évaluation de l'entreprise, édition SNC, Alger, 1996*
- 65- *K.hamdi, Comment diagnostique et redresses une entreprise, édition RISSALA, Alger, 1995.*
- 66- *Kienast Philipe, l'évaluations des entreprise in Ecyc lopédie du Management, 1^{ère} édition, Vubert, Paris, 1992.*

- 67-Langlois.G , Mollet.M., **Gestion Financière**, édition Foucher, Paris, 2005 .
- 68-Mauguiere Honri, **l'évaluation des entreprise mon cotées**, édition Dunod, Paris, 1990.
- 69-Patrice Vizza vona , **Pratique de gestion, Tome3 : Evaluation des entreprise**, édition BERTI, Tipaza, 1990.
- 70-Pene Didier, **Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2 : Evaluation et Montages financière**, édition Economica, Paris, 2^{ème} édition.
- 71-Pierre vernimmen, **finance d'entreprise**, édition 8 ème, Dalloz, paris, 2010.
- 72-Tchemeni Emmanuel, **Evaluation des entreprise**, édition Economica, Paris, 1993.