

المحاضرة الرابعة

المحاضرة الرابعة: طرق تقييم المؤسسات

كما ذكرنا سابقا فعملية تقييم المؤسسات لها عدة دوافع منها:

- بيع أو شراء مؤسسة: ما هو السعر العادل؟
- اندماج واستحواذ: ما هي قيمة الشركة المستحوذ عليها؟
- تمويل بنكي: هل المؤسسة ضمان جيد للقروض؟
- توزيع أرباح: كم قيمة حصة كل شريك؟
- الإفلاس أو التصفية: كم نستطيع الحصول عند بيع الأصول؟
- قرارات استثمارية: هل أستثمر في هذه المؤسسة؟

وبالتالي فان تقييم المؤسسة يتغير حسب:

- من يقيم (مشتري متفائل أم متحفظ؟)
- لماذا يقيم (لشراء أم بيع أم تمويل؟)
- متى يقيم (أسواق جيدة أم سيئة؟)
- كيف يقيم (أي طريقة؟)

لذلك تتعدد طرق تقييم المؤسسة لتتوافق مع الدوافع والاعراض وجميع هذه الطرق تندرج تحت أربع عائلات

رئيسية:

- الذمة المالية: ماذا تملك الآن؟
- فارق الحيازة: ما تستحقه إضافة؟
- التدفقات والنتائج: ماذا تولد من نقد؟
- المقارنة: كم باعت مؤسسات مشابهة؟

1. طرق الذمة المالية:

تعريف الذمة المالية

الذمة المالية = ما تملكه المؤسسة - ما عليها من ديون

بكلمات بسيطة: إذا بعنا كل شيء اليوم، كم نستطيع أن نحصل؟

1.1 الطريقة الأولى: الأصل المحاسبي الصافي (ANCC)

المفهوم البسيط: لمعرفة قيمة الشركة بطريقة بسيطة جداً:

"الأصول" - "الخصوم" = "القيمة الصافية"

لكن هناك مشكلة: الميزانية المحاسبية تسجل الأشياء بـ:

السعر التاريخي (السعر القديم الذي اشترت به) وليس القيمة الحالية (كم تستحق الآن؟)

مثال توضيحي

قبل 10 سنوات اشترت الشركة مبنى بـ 1,000,000 دج

في الميزانية اليوم تسجله بـ 1,000,000 دج (ناقص اهتلاك = 800,000 دج)

لكن سعر السوق اليوم = 2,000,000 دج (لأن العقارات غالت)

هذا هو التصحيح الذي نقوم به!

خطوات حساب ANCC تفصيلاً

الخطوة 1: تصحيح الأصول الثابتة (العقارات والآلات)

للعقار في الميزانية: 800,000 دج

السعر الحالي في السوق: 2,000,000 دج

التصحيح المطلوب: +1,200,000 دج

الخطوة 2: تقييم المخزون

المخزون في الميزانية: 500,000 دج

لكن بعض المخزون قديم لا يباع: 50,000 دج

المخزون الفعلي: 500,000 - 50,000 = 450,000 دج

التصحيح: -50,000 دج

الخطوة 3: الديون المشكوك فيها

الزبائن المدينون: 300,000 دج

منهم من قد يتوقف عن الدفع: 30,000 دج

الديون الحقيقية: 300,000 - 30,000 = 270,000 دج

التصحيح: -30,000 دج

الخطوة 4: إضافة الأصول غير المسجلة

براءات اختراع للشركة: 200,000 دج

علامة تجارية مشهورة: 150,000 دج

الإضافات: +350,000 دج

الخطوة 5: خصم الالتزامات المستقبلية

مستحقات تقاعد الموظفين: 100,000 دج

دعاوى قضائية محتملة: 50,000 دج

الخصومات: -150,000 دج

حساب ANCC الكامل

البند	القيمة المحاسبية	التصحيح	القيمة المصححة
الأصول الثابتة	800,000	1,200,000+	2,000,000
المخزون	500,000	50,000-	450,000
الزبائن (ديون)	300,000	30,000-	270,000
نقد وبنك	100,000	—	100,000
براءات و اختراعات	—	350,000+	350,000
إجمالي الأصول	1,700,000	1,470,000+	3,170,000
قروض بنكية	400,000	—	400,000
موردون	200,000	—	200,000
مستحقات تقاعد	—	100,000+	100,000
دعاوى قضائية	—	50,000+	50,000
إجمالي الخصوم	600,000	150,000+	750,000
ANCC	1,100,000	1,320,000	2,420,000

الفرق مهم جداً!

بدون تصحيح: القيمة = 1,100,000 دج

مع التصحيح: القيمة = 2,420,000 دج

الفرق = 1,320,000 دج (أكثر من 100%!)!

هذا يوضح لماذا نحتاج للتصحيح!

متى نستعمل ANCC؟

- عندما نريد بيع الشركة (تصفية)
- عندما تكون الشركة قديمة وأصولها ملموسة جداً
- عندما الأصول أهم من التدفقات المستقبلية
- عندما نريد قيمة آمنة ومحافظة

لا نستعملها للشركات النامية السريعة

2.1 الطريقة الثانية: القيمة الجوهرية (VSB)

ما الفرق بين ANCC و VSB؟

ANCC: الأصول التي تملكها الشركة

VSB: الأصول التي تحتاجها الشركة لتعمل

مثال يوضح الفرق

نفترض أن شركة دعاية وإعلان لها:

- مكاتب: تستأجرها (لا تملكها)
- حاسوبات: تملكها
- أثاث مكاتب: تملكه

في حساب ANCC: لا نحسب المكاتب المستأجرة (لأنها لا تملكها)

في حساب VSB: نضيف قيمة المكاتب المستأجرة (لأنها ضرورية للعمل!)

حساب VSB تفصيلاً:

معطيات الشركة:

- الأصول المملوكة بعد التقييم: 2,000,000 دج
- مكاتب مستأجرة ضرورية: قيمة استبدالها = 800,000 دج
- آلات مؤجرة ضرورية: قيمة الاستبدال = 400,000 دج
- احتياج رأس المال العامل: 200,000 دج

الحساب:

$$\text{"VSB"} = 2,000,000 + 800,000 + 400,000 + 200,000 = 3,400,000 \text{ da}$$

ثم نطرح الديون:

$$\text{إجمالي الديون} = 600,000 \text{ دج}$$

$$\text{القيمة الجوهرية الصافية} = 600,000 - 3,400,000 = 2,800,000 \text{ دج}$$

3.1 الطريقة الثالثة: الأموال الدائمة الضرورية (CPNE)

المفهوم البسيط لطريقة الأموال الدائمة الضرورية أنها تجيب على السؤال: "كم من المال طويل الأجل نحتاج

حتى تعمل الشركة؟"

كل شركة تحتاج تمويل ل:

- الاستثمارات الثابتة (مباني، آلات، معدات)
- رأس المال العامل (تمويل العمليات اليومية)

$$\text{"CPNE"} = \text{"الاستثمارات المطلوبة"} + \text{"احتياجات رأس المال العامل"}$$

مثال عملي

المكون القيمة

الاستثمارات	
1,500,000	مخزن (مبنى)
500,000	معدات لوجستية
300,000	سيارات نقل

2,300,000	إجمالي الاستثمارات
احتياجات رأس المال العامل	
300,000	مخزون دائم ضروري
200,000	ديون زبائن (فترة تحصيل)
100,000-	ديون موردين (فترة دفع)
50,000	نقد آمني
450,000	احتياجات BFR
الأموال الدائمة الضرورية	
2,750,000	الإجمالي CPNE

الفائدة من معرفة CPNE

هذا يخبرنا أن الشركة تحتاج على الأقل **2,750,000** دج من تمويل طويل الأجل:

- إما من أموال خاصة (رأس مال)
- أو من قروض بنكية
- أو من مزيج منهما

إذا كان التمويل طويل الأجل أقل من هذا، الشركة غير مستقرة ماليًا.

2. فارق الحيازة (Good Will)

المفهوم البسيط جداً

تخيل مطعمًا:

المطعم الأول:

طاولت وكراسي: 50,000 دج

معدات المطبخ: 30,000 دج

إجمالي الأصول المملوكة: 80,000 دج

المطعم الثاني (في نفس المدينة):

طاولت وكراسي: 50,000 دج

معدات المطبخ: 30,000 دج

إجمالي الأصول المملوكة: 80,000 دج

السؤال: هل يستحقان نفس السعر؟

الإجابة: لا! لماذا؟

المطعم الأول:

موقع جيد جداً

صاحبه مشهور

الزبائن يقفون في الطابور

سمعة ممتازة

المطعم الثاني:

موقع عادي

صاحبه مجهول

زبائن قلائل

سمعة عادية

المطعم الأول قد يباع بـ 500,000 دج

المطعم الثاني قد يباع بـ 150,000 دج

الفرق = 350,000 دج (وهو Good Will)

تعريف Good Will

"Good Will" = "القيمة الفعلية للمؤسسة" - "قيمة الأصول الملموسة"

"Good Will" = 500,000 - 80,000 = 420,000 دج

Good Will هو مال تدفعه لأجل:

السمعة والشهرة

الزبائن المخلصين

الموقع الممتاز

البراءات والتكنولوجيا

الكفاءات الموجودة

3. الفصل الثالث: مقارنة تدفقات الخزينة (DCF)

المفهوم الأساسي

هذه أقوى طريقة تقييم!

السؤال الذي تجيب عليه: "كم نقد ستولد لي هذه الشركة في المستقبل؟"

مثال بسيط جداً

تخيل أن صديقك يقول لك:

"هل تريد أن تشتري مشروع بـ 100,000 دج؟ سيعطيك 15,000 دج كل سنة لمدة 10 سنوات"

السؤال: هل هذا سعر عادل؟

الحساب البسيط:

$$150,000 = 10 \times 15,000 \text{ دج}$$

إذا الاستثمار جيد! (تكسب 50,000 دج)

لكن هذا خطأ!

لماذا؟ لأن المال مع الزمن لا يساوي نفسه!

مفهوم خصم المال عبر الزمن

1,000 دج اليوم \neq 1,000 دج بعد سنة

لماذا؟ لأنني لو أعطيتك 1,000 دج اليوم، تستطيع أن تضعها في البنك وتأخذ فائدة (مثلاً 5%)

$$\text{"بعد سنة"} = 1,000 + (1,000 \times 5\%) = 1,050 \text{ دج}$$

إذا 1,000 دج اليوم = 1,050 دج بعد سنة

بالعكس: 1,000 دج بعد سنة = $1,000 / 1.05 = 952.4$ دج اليوم

خطوات حساب DCF

الخطوة 1: التنبؤ بالتدفقات النقدية

السنة	التدفق النقدي
السنة 1	50,000 دج
السنة 2	55,000 دج
السنة 3	60,000 دج
السنة 4	65,000 دج

السنة 5 | 70,000 دج

الخطوة 2: اختيار معدل الخصم

"معدل الخصم = 5% (بدون مخاطر) + 8% (مخاطرة العمل) = 13%"

الخطوة 3: خصم كل تدفق

السنة	التدفق	معادلة الخصم	القيمة المخصومة
1	50,000	$(1^{(1.13)})/50,000$	44,248
2	55,000	$(2^{(1.13)})/55,000$	43,072
3	60,000	$(3^{(1.13)})/60,000$	41,904
4	65,000	$(4^{(1.13)})/65,000$	39,729
5	70,000	$(5^{(1.13)})/70,000$	37,521

مجموع التدفقات المخصومة 206,474 دج

الخطوة 4: حساب القيمة النهائية

بعد السنة 5، نفترض أن الشركة تستمر للأبد:

"القيمة النهائية = $(0.03 - 0.13) / (1.03 \times 70,000) = 721,000$ دج""القيمة النهائية المخصومة = $(5^{(1.13)}) / 721,000 = 388,129$ دج"

الخطوة 5: الحساب النهائي

"قيمة المؤسسة = $388,129 + 206,474 = 594,603$ دج"

4. طرق الأرباح

1.4 طريقة رسملة الأرباح:

المفهوم البسيط

"كم يجب أن ندفع لكي نحصل على ربح سنوي معين؟"

مثال

أنت تريد استثماراً يعطيك 10,000 دج كل سنة.

السؤال: كم تدفع اليوم؟

الإجابة تعتمد على: كم معدل العائد الذي تريده؟

"إذا كنت تريد عائد 10\% سنوياً:"

"المبلغ" = $100,000 = 0.10 / 10,000$ "دج"

"إذا كنت تريد عائد 5\% فقط:"

"المبلغ" = $200,000 = 0.05 / 10,000$ "دج"

حساب الرسملة للشركة

معطيات:

متوسط الأرباح (آخر 3 سنوات): 40,000 دج سنوياً

معدل العائد المتوقع: 12%

"قيمة الشركة" = $333,333 = 0.12 / 40,000$ "دج"

2.4 طريقة نسبة السعر للربح (PER)

المفهوم

PER = مضاعف من الأرباح

إذا PER = 10، معناه أنت تدفع 10 دج لكل 1 دج ربح

مثال

شركة أرباحها 100,000 دج سنوياً

السعر	PER
500,000	5
800,000	8
1,000,000	10
1,500,000	15

السؤال: أي PER صحيح؟

الإجابة: يعتمد على المخاطرة والنمو المتوقع!

شركة آمنة وناضجة: PER = 5-8

شركة متوسطة المخاطرة: PER = 10-12

شركة سريعة النمو: PER = 15-25

5. طريقة المقارنة

المفهوم الأساسي

"كم بيعت مؤسسات مشابهة في السوق؟"

هذه أسرع الطرق!

مثال

تريد شراء مخبزة صغيرة

بحث عن مخابز مشابهة بيعت مؤخراً:

المخبزة رقم الأعمال	سعر البيع	المضاعف
مخبزة أ 200,000	600,000	3
مخبزة ب 180,000	540,000	3
مخبزة ج 220,000	660,000	3
المتوسط		3

مخبرتك:

رقم أعمال = 190,000 دج

القيمة = 3 × 190,000 = 570,000 دج

الملخص النهائي

طرق الذمة المالية

السؤال: "كم الأصول الآن؟"

ANCC: الأصول المملوكة

VSB: الأصول الضرورية

CPNE: التمويل المطلوب

طريقة فارق الحيازة

السؤال: "كم تستحق السمعة والعملاء؟"

طرق التدفقات

السؤال: "كم ستولد من نقد مستقبلاً؟"

DCF: تدفقات مستقبلية

رسملة الأرباح: معدل ثابت

الأرباح الموزعة: ما توزعه

طريقة المقارنة

السؤال: "كم باعت مؤسسات مشابهة؟"

التوصية الذهبية

استعمل أكثر من طريقة واحدة!

الطريقة المثالية:

احسب ANCC + VSB (الحد الأدنى للقيمة)

احسب DCF (الحد الأقصى المتفائل)

احسب PER أو المقارنة (الواقع السوق)

النتيجة النهائية = متوسط النتائج الثلاثة

مثال عملي

الطريقة النتيجة

500,000 ANCC

600,000 VSB

800,000 DCF

650,000 PER

متوسط 637,500

الخلاصة: قيمة الشركة بين 500,000 و 800,000، والقيمة المعقولة حوالي 600,000-650,000.

نصائح عملية للطلاب

اقرأ الميزانية أولاً قبل أي تقييم

- افهم نشاط الشركة قبل التطبيق
- تحقق من الفرضيات (هل منطقية؟)
- اختبر الحساسية (ماذا لو تغيرت الفرضيات؟)
- استعمل أكثر من طريقة
- وثق كل خطوة (لماذا اخترت هذا الرقم؟)
- قارن النتيجة بأسعار السوق الفعلية
- تجنب التفاؤل الزائد

الخاتمة

تقييم المؤسسات ليس علم دقيق مثل الرياضيات.
إنه فن يعتمد على:

البيانات والأرقام (الجانب العلمي)

الخبرة والحكم السليم (الجانب الفني)

فهم السوق والاقتصاد (الجانب الواقعي)

الموضوعية والحياد (الجانب الأخلاقي)

القيمة الحقيقية للمؤسسة تقع في نطاق معقول بين القيمة الدنيا (ANCC) والقيمة العليا (DCF المتفائل).
الخبير المالي الجيد هو من يختار ضمن هذا النطاق بناء على السياق والبيانات المتاحة والحكم العملي.