الفصل الثامن

التقييم

Valuation

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- التمييز بين الأساليب المختلفة للتقييم.
- تنفيذ التقييم بالاعتماد على أسلوب القيمة الحالية.
- تنفيذ التقييم بالاعتماد على أسلوب المضاعفات.
- إدراك متطلبات استخدام أسلوب المضاعفات.
- تنفيذ التقييم بالاعتماد على أسلوب التصفية.
- إدراك متى يكون التقييم باستخدام أسلوب التصفية أكثر ملائمة من أسلوبي القيمة الحالية والمضاعفات.

obeikan.com

obeikan.com

التقييم

تعتمد عملية حساب القيمة بالنسبة لأي أصل من الأصول على خصم الدخل المستقبلي المتولد عن ذلك الأصل. وعند تحديد معامل الخصم يجب أن نأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود والمخاطر المرتبطة بالدخل المتولد عن ذلك الأصل.

وبشكل عام، فإننا بحاجة لمعرفة العوامل التالية عند تقييم أصل ما:

- تدفق الدخل المستقبلي.
- معدل الخصم المناسب.

في هذا الفصل سوف نناقش كيفية تقييم الشركات وذلك باستخدام نماذج التقييم المختلفة. ولابد من الإشارة إلى أن تقنيات التقييم قد تبدو معقدة جداً في البداية. ولكن يجب أن تتذكر بأن تقييم الشركة لا يختلف عن تقييم أي أصل من الأصول، حيث كل ما نحتاجه يتمثل بالتنبؤ بتدفق الدخل المستقبلي من جهة، وبتقدير معدل الخصم من جهة أخرى.

تظهر الحاجة إلى تقييم الشركات في مجالات مختلفة، وفيما يلي بعض الأمثلة عن الحالات التي نحتاج معها لاستخدام تقنيات التقييم:

- الاندماج والاستحواذ.
- الاكتتاب العام الأولي IPOs.
- إصدارات الأسهم.
- تحليل الأسهم.
- أدوات الإدارة (الإدارة بالاعتماد على القيمة).
- التعويضات (مشاركة الموظفين في ملكية الشركة – خيارات الأسهم).
- الخصخصة.
- اختبارات تخفيض القيمة.

نموذجياً يرتبط التقييم بموضوعات مثل الاندماج والاستحواذ وتحليل الأسهم. لكن القائمة السابقة تشير إلى ظروف وحالات أخرى عديدة نحتاج معها لعمليات التقييم. في هذا الفصل سوف نتناول نماذج التقييم المستخدمة عموماً. وبالتالي، لا تركيز في هذا الفصل على الأساليب الخاصة في التقييم.

كما تم التمييز بين الجوانب الفنية والاقتصادية للتقييم. فمن خلال الجوانب الفنية، نسلط الضوء على المفاهيم الأساسية لأساليب التقييم المختلفة بما فيها مسببات القيمة، بالإضافة إلى التركيز على الارتباط بين هذه الأساليب. أما بالنسبة للجوانب الاقتصادية، فإنها تشير إلى جودة المدخلات (افتراضات التنبؤ). وقد ركزنا في هذا الفصل على الجوانب الفنية للتقييم، حيث أن الجوانب الاقتصادية للتقييم قد تمت تغطيتها في الفصل السابق (التنبؤ).

ولابد من الإشارة إلى ضرورة فهم القضايا الفنية للتقييم وذلك للأسباب التالية:

أولاً، إنه من المهم بالنسبة للمحلل أن يدرك المفاهيم الأساسية لمعظم أساليب التقييم ومستوى المهارات الحسابية المطلوبة. **ثانياً**، إنه من المهم أيضاً أن يدرك المحلل إلى أي مدى يمكن أن تكون نماذج التقييم متكافئة وبالتالي سوف تعطي تقديرات متماثلة للقيمة. ويمكن الاستفادة من هذه المعلومات عند الاختيار بين أساليب التقييم المختلفة. بالإضافة إلى ذلك، يستطيع المحلل التأكد من عدم تحيز التقييم وعدم احتوائه على أخطاء فنية وذلك من خلال استخدام أسلوبين أو أكثر من أساليب التقييم المتكافئة. **ثالثاً**، من المهم أن يدرك المحلل كيفية استخدام أساليب التقييم المختلفة بشكل تفاعلي. فعن طريق استخدام أساليب تقييم مختلفة يتمكن المحلل من فحص تقديرات القيمة من أبعاد مختلفة للتقييم.

في هذا الفصل سوف نناقش أساليب التقييم التي تقيس قيمة المشروع أو القيمة السوقية لحقوق المساهمين. قيمة المشروع تمثل القيمة السوقية المتوقعة لرأس المال المستثمر، بالتالي فإن قيمة المشروع تتضمن القيمة السوقية المقدرة لحقوق

الملكية والقيمة السوقية المقدرة لصافي الديون بفائدة. أما القيمة السوقية لحقوق المساهمين فإنها تتمثل بالقيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية، وبالتالي فإن الاختلاف بين قيمة المشروع وحقوق الملكية يتمثل بصافي الديون الخاضعة للفائدة.

أولاً_ أساليب التقييم:

هناك عدد كبير من الأساليب المستخدمة في التقييم، إلا أنه يمكن تصنيفها ضمن أربع مجموعات رئيسية. المجموعة الأولى من أساليب التقييم تعتمد على خصم تدفقات الدخل المستقبلي أو التدفقات النقدية المستقبلية. ويشار إلى تلك النماذج بأساليب القيمة الحالية.

أما المجموعة الثانية فهي أسلوب التقييم النسبي، وغالباً ما يسمى بأسلوب المضاعفات. وفقاً لأسلوب المضاعفات، يتم تقدير قيمة الشركة باستخدام سعر شركة قابلة للمقارنة مع الشركة محل التقييم وذلك بالنسبة إلى مجموعة من البنود المحاسبية مثل الإيرادات، والأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA، والأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT، وصافي الدخل، والتدفقات النقدية أو القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

المجموعة الثالثة من أساليب التقييم وهي أسلوب التصفية. وهنا يتم تقدير قيمة حقوق الملكية عن طريق قياس صافي العائدات التي يمكن أن تحصل عليها الشركة في حال قامت بتسييل كافة أصولها وقامت بتسوية كافة التزاماتها.

أما المجموعة الرابعة والأخيرة من أساليب التقييم فهي نماذج الخيارات الحقيقية، وهذه الأساليب تستخدم نماذج تسعير الخيار في قياس قيمة الشركات.

وقد بينت مسوحات عديدة بأن الممارسين يدعمون أسلوب القيمة الحالية والمضاعفات عند تقييم الشركات. وإن نتائج مسح بترسون (بترسون، 2006) تبين بأنه في معظم الحالات يتبنى المحللون أسلوب القيمة الحالية والمضاعفات.

كما يستخدم المحللون الماليون أسلوب التصفية لكن بنسبة أقل من 20% من الحالات محل الدراسة، أما أسلوب الخيارات الحقيقية فمن النادر جداً استخدامه من قبل المحللين.

إن الأساليب الأربعة السابقة تعالج التقييم من أبعاد مختلفة، وإنه من المهم بالنسبة للمحلل أن يدرك مزايا وعيوب كل أسلوب من تلك الأساليب عند اختيار نموذج التقييم. وفي هذا الفصل سوف نناقش وبالتفصيل أساليب القيمة الحالية والمضاعفات والتصفية. أما بالنسبة لأسلوب الخيارات الحقيقية، فعلى الرغم مما يتضمنه من مزايا، فإنه من النادر استخدامه من قبل المحللين وذلك بسبب العمليات المعقدة التي تكتنف هذا الأسلوب بالإضافة إلى الصعوبات في الوصول إلى تقديرات موثوقة يمكن الاعتماد عليها.

ثانياً_ ميزات أسلوب التقييم المثالي:

في هذا القسم سوف نقدم توصيفاً لأربع مزايا يتمتع بها أسلوب التقييم المثالي:

مزايا متعلقة بالقيمة:

1) الدقة (تقديرات غير متحيزة).
2) افتراضات واقعية.

مزايا متعلقة بالمستخدم:

3) إرضاء المستخدم.
4) مخرجات قابلة للفهم.

أولاً، دقة أسلوب التقييم من المسائل الهامة جداً. حيث أن دقة أسلوب التقييم تفضي إلى تقديرات غير متحيزة. **وثانياً**، أن يعتمد أسلوب التقييم على افتراضات واقعية أي أن الافتراضات صحيحة ولها ما يبررها، على سبيل المثال يمكن أن تستند الافتراضات على أداء الشركة في الماضي (البيانات التاريخية). وفي الحقيقة، فإن الميزة الثانية مرتبطة كثيراً بالميزة الأولى. حيث أن المحلل إذا لم

يكن قادراً على بناء افتراضات واقعية، فإن تقدير القيمة سوف يكون متحيزاً. إن الميزتين الأولى والثانية تعكسان دقة أسلوب التقييم ويشار إليها بمزايا القيمة Value attributes.

ثالثاً، أسلوب التقييم يجب أن يرض المستخدم. وهذا يعني بأن لا يكون أسلوب التقييم معقداً، بالإضافة إلى سهولة الوصول إلى البيانات (المدخلات) وأن لا يستهلك وقتاً طويلاً عند استخدامه. **أخيراً**، فإنه من الأفضل الإبلاغ عن تقدير القيمة (المخرجات) بمصطلحات واضحة وقابلة للفهم. إن الميزة الثالثة والرابعة يشار إليهما بمزايا المستخدم User attributes. في الجزء التالي سوف نستخدم المزايا الأربع وذلك بغية تقييم كل أسلوب من أساليب المعتمدة في التقييم.

ثالثاً_ أساليب القيمة الحالية Present value approaches

تستخدم أساليب القيمة الحالية في تقدير القيمة الحقيقية للشركة وذلك بالاعتماد على تقديرات المحلل للتدفقات النقدية ومعامل الخصم الذي يعكس المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية والقيمة الزمنية للنقود. يتمثل الافتراض الرئيسي لأساليب القيمة الحالية بأن جميع تلك الأساليب مشتقة من نموذج خصم التوزيعات. ولابد من الإشارة إلى أن الأساليب المختلفة للقيمة الحالية متكافئة من الناحية النظرية. وهذا يشير إلى أنه في حال الاعتماد على نفس المدخلات، فإن تلك الأساليب المختلفة سوف تعطي تقديرات متماثلة للقيمة. ولتوضيح كيفية تقدير قيمة الشركة باستخدام أساليب القيمة الحالية المختلفة، سوف نستخدم القوائم المالية التقديرية المعدة في الفصل السابق (التنبؤ). والجدول رقم 8-1 يتضمن ملخصاً بالأرقام الرئيسية للقوائم المالية التقديرية.

نتيجة لطبيعة أساليب القيمة الحالية المختلفة، فإننا بحاجة إلى مقاييس مختلفة أيضاً لتكلفة رأس المال المستخدمة كمعدلات خصم. وبشكل أكثر تحديداً، نحن بحاجة إلى مدخلات لتقدير التعابير التالية المتعلقة بتكلفة رأس المال:

- معدل العائد المطلوب على الأصول (r_a).
- معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة (NIBD) (r_d).
- معدل العائد المطلوب على الملكية (r_e).
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).

أما الجدول رقم 8–2، فإنه يتضمن تقديرات للمقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال التي تسمح لنا بأن نؤكد على أن أساليب القيمة الحالية المختلفة تفضي إلى تقديرات متماثلة للقيمة بالاعتماد على القوائم المالية التقديرية الملخصة في الجدول 8–1.

في الفصل التاسع سوف نتطرق إلى كيفية تقدير المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال ونبين كيف ترتبط تلك المقاييس ببعضها البعض.

obeikan.com

الجدول رقم 8-1: ملخص بالبيانات المالية الرئيسية

السنة المالية الماضية		فترة التنبؤ				الفترة النهائية	
ملخص بالبيانات الرئيسية	0	1	2	3	4	5	6	7
نمو الإيراد	%5	%5	%5	%5	%5	%5	%5	%5
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	16.4	17.2	18.1	19	19.9	20.9	21.4	21.8
صافي المصروفات المالية	(4.6)	(4.9)	(5.1)	(5.4)	(5.6)	(5.9)	(6.2)	(6.3)
الوفر الضريبي	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
الأرباح الصافية	12.9	13.6	14.3	15	15.7	16.5	16.7	17
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	121.6	127.6	134	140.7	147.7	155.1	158.2	161.4
حقوق الملكية في نهاية الفترة	60.8	63.8	67	70.4	73.9	77.6	79.1	80.7
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	10.6	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	18.3	18.6
التدفقات النقدية الحرة لأصحاب الملكية FCFE	10	10.5	11.1	11.6	12.2	12.8	15.2	15.5
التوزيعات	10	10.5	11.1	11.6	12.2	12.8	15.2	15.5

obeikan.com

الجدول رقم 8-2: المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال

تكلفة رأس المال	1	2	3	4	5	6	7
الديون / الملكية	0.333	0.339	0.345	0.352	0.359	0.359	0.359
معدل العائد المطلوب على الأصول (r_a)	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75
معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة (r_d)	%6	%6	%6	%6	%6	%6	%6
معدل العائد المطلوب على الملكية (r_e)	%8.996	%9	%9.004	%9.009	%9.014	%9.019	%9.019
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)	%8.256	%8.250	%8.243	%8.237	%8.229	%8.221	%8.221

obeikan.com

1) أسلوب خصم التوزيعات The dividend discount approach

إن نموذج خصم التوزيعات أقل انتشاراً بالمقارنة مع بقية أساليب القيمة الحالية، لكن وعلى الرغم من ذلك فإنه يمثل القاعدة أو الأساس لأساليب القيمة الحالية الأخرى. وهذا ما يفسر لماذا بدأنا أولاً بمناقشة نموذج خصم التوزيعات.

وفقاً لنموذج خصم التوزيعات فإن قيمة الشركة تتمثل بالقيمة الحالية لكافة التوزيعات المستقبلية. وفي حال كان تدفق التوزيعات لفترة زمنية غير محدودة ومعامل خصم ثابت (r_e) فإن معادلة نموذج خصم التوزيعات كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} [D_t / (1 + r_e)^t]$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

D_t: التوزيعات المتوقعة في نهاية السنة t.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

وفقاً لنموذج خصم التوزيعات، فإن العاملين المؤثرين على القيمة السوقية للشركة هما:

1) التوزيعات المستقبلية.
2) معدل العائد المطلوب على الملكية.

حيث كلما ازدادت التوزيعات المستقبلية وانخفض معدل العائد المطلوب على الملكية، كلما انعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة. وطالما أنه من غير الممكن تقريباً أن نقوم بتقدير التوزيعات لفترة زمنية غير محددة، لذلك غالباً ما نستخدم نموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} [D_t / (1 + r_e)^t] + [D_{n+1} / (r_e - g)] * [1 / (1 + r_e)^n]$$

حيث:

n: عدد الفترات مع معدلات نمو غير عادية (فترة التنبؤ – أفق التنبؤ).

g: معدل النمو المستقر على المدى الطويل (الفترة النهائية).

يقوم نموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين على تقسيم تقديرات التوزيعات إلى فترتين: فترة التنبؤ الصريحة (أفق التنبؤ) حيث يختلف فيها النمو في التوزيعات عن معدل النمو طويل الأجل، والفترة النهائية التي يفترض فيها ثبات معدل النمو في التوزيعات.

الفكرة الأساسية لنموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين تتمثل بأن معدل نمو الشركة سوف يقترب في النهاية من معدل النمو الطويل الأجل للاقتصاد الذي تعمل فيها الشركة. وبما أن الشركات تختلف عن بعضها من حيث المرحلة التي تعيشها ضمن دورة حياتها، لذلك فإن أفق التنبؤ يختلف بين الشركات. فبالنسبة للشركات ذات معدلات نمو مرتفعة، يكون أفق التنبؤ فيها أطول بالمقارنة مع الشركات الأكثر نضوجاً التي تقترب معدلات النمو فيها من معدل النمو الطويل الأجل. وفي الحقيقة، فإن افتراض ثبات النمو لفترة زمنية غير محددة يمكن أن يمثل حلاً لعملية تقدير التوزيعات لفترة غير محددة، حيث أن هذه العملية مملة وتستهلك الكثير من الوقت. كما أن الافتراض الأساسي للنموذج يعني بأن معدل النمو للشركة يتذبذب صعوداً وهبوطاً حول معدل النمو طويل الأجل، حيث أنه من النادر أن تنمو الشركة بمعدل ثابت لفترة زمنية غير منتهية.

هناك بعض المسائل التي تحتاج إلى معالجة وذلك عند حساب القيمة النهائية. **أولاً**، طالما أن القيمة النهائية عادة ما تتراوح بين 60–80% من القيمة الإجمالية للشركة، لذلك فمن الضروري الانتباه وبذل العناية اللازمة عند تقدير كل عامل من العوامل الداخلة ضمن الحساب. بناءً عليه، لابد من توخي الحذر والدقة عند تقدير العوامل الداخلة في معادلة احتساب القيمة النهائية (قيمة التوزيعات،

ومعدل العائد المطلوب على الملكية، والمعدل المتوقع لنمو التوزيعات على المدى الطويل الأجل). **ثانياً**، من الضروري أن تكون فترة التنبؤ (أفق التنبؤ) طويلة بشكل كافي بما يضمن أن معدل النمو في الفترة النهائية يعكس معدل النمو طويل الأجل للقطاع الذي تعمل فيه الشركة.

يتضمن الجدول رقم 8–3 توضيحاً لكيفية تقدير قيمة الشركة باستخدام نموذج خصم التوزيعات واعتماداً على ملخص البيانات المالية الرئيسية المضمنة في الجدول رقم 8–1 ومعدل العائد المطلوب على الملكية في الجدول رقم 8–2.

الجدول رقم 8–3: نموذج خصم التوزيعات

نموذج خصم التوزيعات (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التوزيعات	10.54	11.07	11.63	12.21	12.82	15.16	15.46
معدل العائد المطلوب على الملكية (re)	8.996 %	%9	9.004 %	9.009 %	9.014 %	9.019 %	9.019 %
معامل الخصم	0.917	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	
القيمة الحالية للتوزيعات	9.7	9.3	9	8.6	8.3	9	
القيمة الحالية للتوزيعات في فترة التنبؤ	54						
القيمة الحالية للتوزيعات في الفترة النهائية	131.3						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

من خلال الجدول رقم 8-3، نلاحظ بأن القيمة الحالية للتوزيعات في فترة التنبؤ تبلغ 54، بينما بلغت القيمة النهائية 131.3:

$$0.596 * ((0.02 - 0.09019) / 15.46) = 131.3$$

بناءً على ما تقدم، نلاحظ بأن نموذج خصم التوزيعات لا يعتمد إلا على افتراضات التنبؤ فقط التي تعتبر متطلب أساسي لأي أسلوب من أساليب القيمة الحالية، وبالتالي فإنه يفضي إلى تقديرات غير متحيزة للقيمة. لكن من جهة أخرى، فإنه وعلى الرغم من أن نموذج خصم التوزيعات يعتبر من أساليب التقييم البسيطة إلا أن مدخلات النموذج تحتاج إلى الكثير من الوقت لتوليدها. بالإضافة إلى ذلك، غالباً ما ينظر إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية على أنها القيمة المحتملة للشركة. وفي الحالات التي تكون فيها القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية مختلفة عن القيمة الدفترية، فإن نموذج خصم التوزيعات لا يقدم أي تفسير لهذا الاختلاف. بالتالي، فإنه وعلى الرغم من أن نموذج خصم التوزيعات يفضي إلى تقديرات غير متحيزة للقيمة، إلا أنه لا يمتلك خصائص مغرية بالنسبة للمستخدم. أخيراً، ووفقاً لنموذج خصم التوزيعات فإن قيمة الشركة تتمثل بالقيمة الحالية لكافة التوزيعات المستقبلية، إلا أن هذه التوزيعات هي مجرد توزيع للقيمة ولا تبين أي شيء عن كيفية خلق تلك القيمة.

2) أسلوب التدفقات النقدية المخصومة The discounted cash flow approach

يعتبر نموذج التدفقات النقدية المخصومة الأسلوب الأكثر شيوعاً من بين أساليب القيمة الحالية. ويقسم هذا النموذج إلى أسلوبين: الأسلوب الأول يستخدم لتقدير قيمة المشروع، والأسلوب الآخر يستخدم لتقدير قيمة حقوق الملكية.

أسلوب قيمة المشروع The enterprise value approach

وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة فإن قيمة الشركة تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية. وفي حال كانت التدفقات النقدية لفترة زمنية غير محدودة فإن معادلة نموذج التدفقات النقدية المخصومة كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} [FCFF_t / (1 + WACC)_t]$$

حيث:

P_0: قيمة المشروع.

$FCFF_t$: التدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة الزمنية t.

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

نلاحظ من المعادلة السابقة بأن هناك عاملين فقط يؤثران في القيمة السوقية للشركة وهما:

- التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF.
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

حيث كلما ازدادت التدفقات النقدية الحرة وانخفض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، كلما انعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة.

وكما رأينا في نموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين، فإن نموذج التدفقات النقدية المخصومة يمكن أيضاً تحديده بخطوتين:

$$P0 = \sum_{t=1}^{n} [FCFFt/(1 + WACC)t] + [FCFFn+1/(WACC - g)] * [1/(1 + WACC)n]$$

يمكن أن نلاحظ مما ورد أعلاه، بأن هناك العديد من الخصائص المشتركة بين نموذج التدفقات النقدية المخصومة ونموذج خصم التوزيعات. لكن من خلال نموذج التدفقات النقدية المخصومة كما هو محدد أعلاه يمكن تقدير قيمة

المشروع مقابل تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية في نموذج خصم التوزيعات. لذلك فإنه من الضروري أن نستبعد القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة من قيمة المشروع حتى نحصل على القيمة السوقية لحقوق الملكية.

بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدولين 8-1 & 8-2، سوف نبين من خلال الجدول رقم 8-4 كيفية حساب قيمة الشركة باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة. حيث أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة في فترة التنبؤ بلغت 59.9، بينما في الفترة النهائية بلغت 186.2:

$$0.622 * ((0.02 - 0.08221) / 18.62) = 186.2$$

أخيراً، لابد من الإشارة إلى أن الأمثلة الرقمية السابقة المتعلقة بنموذجي خصم التوزيعات والتدفقات النقدية المخصومة تعطي تقديرات متماثلة للقيمة.

أسلوب قيمة حقوق الملكية The equity value approach

يمكن صياغة نموذج التدفقات النقدية المخصومة من منظور حقوق الملكية كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} [FCFE_t / (1 + r_e)t]$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

$FCFE_t$: التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية في الفترة الزمنية t.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

الجدول رقم 8-4: نموذج التدفقات النقدية المخصومة – أسلوب قيمة المشروع

نموذج التدفقات النقدية المخصومة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	18.3	18.6
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC	8.256 %	8.25 %	8.243 %	8.237 %	8.229 %	8.221 %	8.221 %
معامل الخصم	0.924	0.853	0.788	0.728	0.673	0.622	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	10.3	10	9.7	9.4	9.1	11.4	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة في فترة التنبؤ	59.9						
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة النهائية	186.2						
القيمة المقدرة	246						

للمشروع							
صافي الديون بفائدة	(60.8)						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

لقد أشرنا في الفصل السابق (التنبؤ) إلى أن الفرق الوحيد بين التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF والتدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية FCFE يتمثل بالمعاملات مع أصحاب الدين (الدائنون). وبالتالي، فإن نموذج التدفقات النقدية المخصومة المعتمد على التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية FCFE يفضي إلى تقدير للقيمة السوقية لحقوق الملكية، في حين أن نموذج التدفقات النقدية المخصومة المعتمد على التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF يفضي إلى تقدير لقيمة كل من حقوق الملكية وصافي الديون بفائدة أي يفضي إلى تقدير لقيمة المشروع.

إن أسلوب قيمة حقوق الملكية يمكن تحديده أيضاً بخطوتين كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} [FCFE_t/(1+r_e)_t] + [FCFE_{n+1}/(r_e - g)] * [1/(1+r_e)_n]$$

إن الجدول رقم 8-5 (المعد باستخدام بيانات الجدولين 8-1 & 8-2) يبين كيفية حساب قيمة الشركة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة من منظور حقوق الملكية. ويمكن أن نلاحظ بأن الأرقام هي نفسها التي تم التوصل إليها من خلال نموذج خصم التوزيعات. وهذا ناجم عن أن القوائم المالية التقديرية المعدة في الفصل السابق (التنبؤ) قد بنيت على افتراض أن تكون التدفقات النقدية الحرة للملاك مدفوعة كتوزيعات. بالتالي، فإن تقدير القيمة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية

المخصومة من منظور حقوق الملكية متطابقة مع تقديرات القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات.

الجدول رقم 8-5: نموذج التدفقات النقدية المخصومة – أسلوب قيمة حقوق الملكية

نموذج التدفقات النقدية المخصومة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التدفقات النقدية الحرة للملاك FCFE	10.5	11.1	11.6	12.2	12.8	15.2	15.5
معدل العائد المطلوب على الملكية (re)	%8.996	%9	%9.004	%9.009	%9.014	%9.019	%9.019
معامل الخصم	0.917	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملاك FCFE	9.7	9.3	9	8.6	8.3	9	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملاك في فترة التنبؤ	54						
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملاك في الفترة النهائية	131.3						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

الافتراضات:

يعتمد نموذجا التدفقات النقدية على افتراض أن الفوائض النقدية مدفوعة كتوزيعات أو معاد استثمارها في مشروعات يكون فيها صافي القيمة الحالية مساوياً للصفر (أي العائد على الاستثمارات يساوي تكلفة رأس المال). في الفصل السابق حددنا الفائض النقدي على أنه صافي التدفق النقدي بعد الأخذ بالحسبان التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. في المثال التالي سوف نوضح تأثير الابتعاد عن ذلك الافتراض. وفيما يلي بيانات المثال:

- مشروع استثماري مع عمر متوقع بسنة واحدة.
- لا يوجد نفقات نقدية أولية.
- المشروع الاستثماري ممول بالكامل من قبل الملاك، أي FCFF = FCFE.
- التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF في نهاية سنة التنبؤ الأولى: 1,000.
- التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF (1,000) مدفوعة كتوزيعات، 500 في نهاية سنة التنبؤ الأولى والمبلغ المتبقي في سنة التنبؤ الثانية.
- الفائض النقدي بعد سنة التنبؤ الأولى: 500.
- تكلفة رأس المال: 10%.

بالاعتماد على المعطيات السابقة، فإن قيمة المشروع الاستثماري 909,1 وذلك بالاعتماد على نموذج التدفقات النقدية المخصومة:

$$1{,}000 / 1.1 = 909.1$$

وإذا افترضنا بأن الفائض النقدي بعد سنة التنبؤ الأولى والبالغ 500 قد أعيد استثماره بمعدل عائد يساوي تكلفة رأس المال 10%، فإن تقدير القيمة وفقاً

لنموذج خصم التوزيعات سوف يتطابق مع تقدير القيمة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة:

$$909.1 = ((1.1)^2 / 550) + (1.1 / 500)$$

بناءً عليه، يجب قبول الاستثمار في حال كانت تكاليفه أقل من 909.1.

الآن إذا افترضنا بأن الفائض النقدي قد أعيد استثماره بعائد 5% فقط، في حين أن تكلفة رأس المال تبقى كما هي 10%. في هذه الحالة فإن تقدير القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات تبلغ 888.4 والتي تختلف عن تقدير القيمة بالاعتماد على نموذج التدفقات النقدية المخصومة:

$$888.4 = ((1.1)^2 / 525) + (1.1 / 500)$$

يبين المثال السابق بأنه إذا أعيد استثمار الفائض النقدي بمعدل (في المثال: 5%) مختلف عن تكلفة رأس المال (في المثال: 10%)، فإن نموذج التدفقات النقدية المخصومة سوف يؤدي إلى تقدير متحيز للقيمة. حيث أن نموذج التدفقات النقدية المخصومة في هذا المثال يؤدي إلى مبالغة في تقدير قيمة المشروع وذلك لأن معدل العائد على الفائض النقدي المعاد استثماره أقل من تكلفة رأس المال.

إن البيانات المالية التقديرية المعدة في الفصل السابق والتي تم تلخيصها في الجدول رقم 8–1 تفترض بأن الفائض النقدي مدفوع كتوزيعات. وهذا ما يفسر بأن تقدير القيمة في الأمثلة السابقة وفقاً لنموذجي التدفقات النقدية يتطابق مع تقدير القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات.

على الرغم من أن نموذجي التدفقات النقدية المخصومة من نماذج التقييم البسيطة نسبياً إلا أن توفير المدخلات اللازمة لتطبيقها يحتاج لكثير من الوقت. بالإضافة إلى ذلك، فإن نماذج التدفقات النقدية المخصومة لا تقدم أي تفسير لاختلاف تقدير القيمة عن القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

3) أسلوب العائد الزائد Excess return approach

إن أساليب العائد الزائد مثل نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونموذج الدخل المتبقي (RI) قد اكتسبت اهتماماً متزايداً في السنوات الأخيرة. يعتمد النموذجان على البيانات المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق وفي ذلك تتعارض مع نموذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية المخصومة التي تعتمد على بيانات التدفق النقدي. وعلى الرغم من هذا الاختلاف بين أساليب التقييم إلا أنها متكافئة من الناحية النظرية. ويمكن أن يقسم أسلوب العائد الزائد إلى نموذجين. النموذج الأول: نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الذي يقدر قيمة المشروع، بينما النموذج الثاني: نموذج الدخل المتبقي الذي يقدر قيمة حقوق الملكية.

نموذج القيمة الاقتصادية المضافة Economic value added (EVA) model

وفقاً لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة فإن قيمة الشركة تتمثل برأس المال المستثمر الأولي (القيمة الدفترية لحقوق الملكية + صافي الديون بفوائد) مضافاً له القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية.

$$P_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} [EVA_t / (1 + WACC)_t]$$

حيث:

P_0: قيمة المشروع.

IC_0: رأس المال المستثمر الأولي.

EVA_t: القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t.

القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t (EVA_t) =
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) – (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال * رأس المال المستثمر في الفترة t-1).

يستخدم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة رأس المال المستثمر الأولي (t=o) كنقطة انطلاق في عملية التقييم. ثم يضاف له القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية، والناتج يمثل قيمة المشروع. بناءً عليه، فإن قيمة الشركة تتأثر بشكل ايجابي بارتفاع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية من جهة، وبانخفاض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC من جهة أخرى.

كما أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يمكن أن يكون محدداً أيضاً كنموذج ذي خطوتين:

$$P0 = IC0 + \sum_{t=1}^{n} [EVAt / (1+WACC)t] + [EVAn+1/(WACC - g)] * [1/(1+WACC)n]$$

إن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة ذو الخطوتين يتألف من ثلاثة عناصر: رأس المال المستثمر من السنة المالية الماضية، والقيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في فترة التنبؤ، والقيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية. ولابد من الإشارة إلى أنه عند استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة فإنه من الضروري اقتطاع القيمة السوقية للديون بفائدة من قيمة المشروع وذلك للحصول على القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية.

بناءً على المثال الرقمي الملخص في الجدولين 8-1 & 8-2، سوف نبين كيفية حساب قيمة الشركة وذلك باستخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA (الجدول رقم 8-6).

من خلال الجدول، نلاحظ بأن رأس المال المستثمر الأولي 121.2، في حين بلغت القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في فترة التنبؤ 36.7، بينما بلغت

القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية 87.8 وقد حسبت كالآتي:

87.8 = 0.622 * [(0.02 – 0.08221) / 8.78]

الجدول رقم 8–6: نموذج القيمة الاقتصادية المضافة

نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	17.2	18.1	19	19.9	20.9	21.4	21.8
رأس المال المستثمر في بداية الفترة	121.6	127.6	134	140.7	147.7	155.1	158.2
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC	%8.256	%8.25	%8.243	%8.237	%8.229	%8.221	%8.221
تكلفة رأس المال	10	10.5	11	11.6	12.2	12.8	13
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	7.2	7.6	7.9	8.4	8.8	8.6	8.8
معامل الخصم	0.924	0.853	0.788	0.728	0.673	0.622	
القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة	6.6	6.5	6.3	6.1	5.9	5.4	
رأس المال المستثمر في بداية الفترة	121.6						
القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة في فترة التنبؤ	36.7						

القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية	87.8						
القيمة المقدرة للمشروع	246						
صافي الديون بفائدة	(60.8)						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

في المثال السابق نلاحظ بأن القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية تشكل 36% من القيمة المقدرة للمشروع والتي تقل عن القيمة في الفترة النهائية وفقاً لنماذج التدفقات النقدية. وهذا الاختلاف ناجم عن أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يستخدم رأس المال المستثمر كنقطة انطلاق. أي أن العوائد الزائدة فقط هي التي تضاف إلى رأس المال المستثمر. بالتالي إذا كانت العوائد الزائدة المستقبلية تساوي الصفر فإن القيمة النهائية ستكون مساوية للصفر أيضاً. علماً بأن العوائد الزائدة تساوي الصفر عندما يتساوى العائد على رأس المال المستثمر ROIC مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

بناءً عليه، فإن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بخاصية هامة تتمثل بأنه يبين وبوضوح متى تكون القيمة السوقية للشركة أدنى أو أعلى من القيمة الدفترية لرأس مالها المستثمر. إن القيمة السوقية المقدرة للشركة تكون أعلى من القيمة الدفترية لرأس مالها المستثمر عندما تكون القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المتوقعة ايجابية، وتكون أدنى إذا كانت القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المتوقعة سالبة. أما عندما يتساوى العائد على رأس المال المستثمر مع تكلفة رأس المال ففي هذه الحالة تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية لرأس المال المستثمر.

أخيراً، فإن تقدير القيمة وفقاً لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة يتماثل مع تقدير القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات ولنماذج التدفقات النقدية المخصومة.

The residual income (RI) model نموذج الدخل المتبقي

إن نموذج الدخل المتبقي يقيس قيمة الشركة من منظور حق الملكية كالآتي:

$$P_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} [RI_t / (1+ r_e)^t]$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

BVE_0: القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

RI_t: الدخل المتبقي في الفترة t، ويحسب كالآتي:

الدخل المتبقي في الفترة t =

[(العائد على الملكية في الفترة t – معدل العائد المطلوب على الملكية) * القيمة الدفترية لحقوق الملكية في الفترة $_{t-1}$].

إن الفرق بين نموذج القيمة الاقتصادية المضافة ونموذج الدخل المتبقي يتمثل بالمعاملات مع أصحاب الدين. حيث أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يقيس القيمة من وجهة نظر كل من حقوق الملكية وأصحاب الدين (قيمة المشروع)، بينما نموذج الدخل المتبقي يقيس القيمة من منظور حقوق الملكية فقط.

كما أن نموذج الدخل المتبقي يمكن أن يحدد بخطوتين:

$$P0=BVE0 + \sum_{t=1}^{n} [RIt / (1+re)t] + [RIn+1 / (re - g)] * [1 / (1+ re)n]$$

بناءً على المثال الرقمي الملخص في الجدولين 8-1 & 8-2، سوف نبين كيفية حساب قيمة الشركة وذلك باستخدام نموذج الدخل المتبقي RI (الجدول رقم 8-7).

إن القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية المعتمدة على نموذج الدخل المتبقي تتألف من ثلاثة عناصر: القيمة الدفترية لحقوق الملكية في السنة المالية الماضية (60.8)، والقيمة الحالية للدخل المتبقي في فترة التنبؤ (40.4)، والقيمة الحالية للدخل المتبقي في الفترة النهائية (84.1). وتحسب القيمة النهائية كالآتي:

الجدول رقم 8-7: نموذج الدخل المتبقي

نموذج الدخل المتبقي (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
الأرباح الصافية	13.6	14.3	15	15.7	16.5	16.7	17
حقوق الملكية في بداية الفترة	60.8	63.8	67	70.4	73.9	77.6	79.1
معدل العائد المطلوب على الملكية re	%8.996	%9	%9.004	%9.009	%9.014	%9.019	%9.019
تكلفة رأس المال	5.5	5.7	6	6.3	6.7	7	7.1
الدخل المتبقي RI	8.1	8.5	8.9	9.4	9.9	9.7	9.9
معامل الخصم	0.917	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	
القيمة الحالية للدخل المتبقي	7.4	7.2	6.9	6.6	6.4	5.8	
حقوق الملكية في بداية الفترة	60.8						
القيمة الحالية للدخل المتبقي في فترة التنبؤ	40.4						

القيمة الحالية للدخل المتبقي في الفترة النهائية	84.1						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

$$84.1 = 0.596 * [(0.02 - 0.09019) / 9.91]$$

وفقاً لنموذج الدخل المتبقي فإن القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية تكون أعلى من القيمة الدفترية فقط عندما تكون القيمة الحالية للدخول المتبقية المتوقعة ايجابية، أي عندما تتجاوز العوائد المستقبلية على الملكية تكلفة رأس المال (رأس المال المقدم من قبل الملاك). أما إذا كانت القيمة الحالية للدخول المتبقية المتوقعة سلبية، فإن القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية تكون أدنى من القيمة الدفترية. وتتساوى القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية مع القيمة الدفترية عندما تكون القيمة الحالية للدخول المتبقية المتوقعة مساوية للصفر.

أخيراً، نلاحظ اعتماد نموذجي القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي على نفس البيانات المستخدمة في نموذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية المخصومة. وبالتالي، فإن توفير المدخلات اللازمة لتطبيقها يحتاج لكثير من الوقت. لكن تقديرات القيمة المولدة عن طريق نموذجي القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي تبدو أسهل للفهم. فعند استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة أو نموذج الدخل المتبقي يصبح واضحاً بأن القيمة السوقية المقدرة تتجاوز القيمة الدفترية فقط عندما تتجاوز العوائد تكلفة رأس المال.

4) أسلوب القيمة الحالية المعدلة Adjusted present value approach

يعتبر أسلوب القيمة الحالية المعدلة كأسلوب بديل لنموذج التدفقات النقدية المخصومة – أسلوب قيمة المشروع، حيث يأخذ في الحسبان الوفر الضريبي

الناجم عن صافي الديون بفائدة. وفقاً لأسلوب القيمة الحالية المعدلة فإن قيمة الشركة تتمثل بمجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة وللوفورات الضريبية الناجمة عن الفوائد على صافي الديون بفائدة على التوالي. وبما أن تقييم الوفر الضريبي من الفوائد يتم بشكل منفصل لذلك لابد من استبعاد تأثير الوفر الضريبي من معامل الخصم. وبالتالي، لابد من استبدال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC المتضمن أثر الوفر الضريبي من الفوائد بمعدل العائد المطلوب على الأصول (r_a).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} FCFF_t / (1+ r_a)^t + TS_t / (1+ r_a)^t$$

حيث:

P_0: قيمة المشروع.

TS_t: الوفر الضريبي الناجم عن صافي الديون بفائدة في الفترة الزمنية t.

r_a: معدل العائد المطلوب على الأصول.

إن الجانب الأول من أسلوب القيمة الحالية المعدلة يعبر عن قيمة الشركة بدون قيمة الوفر الضريبي من الديون أي قيمة العمليات التشغيلية للشركة. أما الجانب الثاني فإنه يضيف القيمة الحالية للمنافع الضريبية من صافي الديون بفائدة.

كما أن نموذج القيمة الحالية المعدلة يمكن أن يحدد بخطوتين:

$$P_0= \sum_{t=1}^{n} FCFF_t / (1+r_a)^t + [FCFF_{n+1} / (r_a - g)] * [1 / (1+ r_a)^n] + \sum_{t=1}^{n} TS_t / (1+r_a)^t + [TS_{n+1} / (r_a - g)] * [1 / (1+ r_a)^n]$$

فيما يلي سنوضح كيفية تطبيق أسلوب القيمة الحالية المعدلة (الجدول رقم 8-8) في حساب قيمة الشركة وذلك باستخدام بيانات الجدولين 8-1 & 8-2.

Openkan.com

الجدول رقم 8-8: أسلوب القيمة الحالية المعدلة

أسلوب القيمة الحالية المعدلة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	18.3	18.6
الوفر الضريبي من صافي الدين بفائدة	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
معدل العائد المطلوب على الأصول ra	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75
معامل الخصم	0.92	0.846	0.778	0.715	0.657	0.605	
القيمة الحالية لـ FCFF	10.3	9.9	9.6	9.2	8.9	11	
القيمة الحالية للوفر الضريبي	1.1	1.1	1	1	1	0.9	
القيمة الحالية لـ FCFF في فترة التنبؤ	58.9						
القيمة الحالية لـ FCFF في الفترة النهائية	166.8						
القيمة السوقية المقدرة للعمليات التشغيلية (A)	225.7						
القيمة الحالية للوفر الضريبي في فترة التنبؤ	6.2						
القيمة الحالية للوفر الضريبي في الفترة النهائية	14.2						
القيمة السوقية المقدرة للوفر الضريبي (B)	20.3						
القيمة المقدرة للمشروع (B+A)	246						
صافي الدين بفائدة	(60.8)						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

نلاحظ من خلال الجدول السابق بأن تقدير القيمة يتألف من أربعة أجزاء. الجزء الأول يقيس القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF في فترة التنبؤ وقد بلغت 58.9. أما الجزء الثاني فهو يقيس القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF في الفترة النهائية وقد بلغت 166.8 كالآتي:

166.8 = 0.605 * [(0.02 – 0.0875) / 18.62]

إن مجموع الجزأين السابقين والبالغ 225.7 يشكل قيمة العمليات التشغيلية للشركة. أما الجزء الثالث فهو يقيس القيمة الحالية للوفر الضريبي في فترة التنبؤ، بينما الجزء الأخير يقيس القيمة الحالية للوفر الضريبي في الفترة النهائية:

14.2 = 0.605 * [(0.02 – 0.0875) / 1.58]

إن مجموع الجزأين الثالث والرابع يساوي 20.3 الذي يمثل القيمة الحالية للمنافع الضريبية من صافي الدين بفائدة. ووفقاً لأسلوب القيمة الحالية المعدلة فإن المنافع الضريبية من الاقتراض تشكل 8% (20.3 / 246) من القيمة المقدرة للمشروع.

أخيراً، فإن أسلوب القيمة الحالية المعدلة لا يختلف عن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة إلا من ناحية قياس قيمة الوفر الضريبي بشكل منفصل. وباستثناء هذا الاختلاف، فإن أسلوب القيمة الحالية المعدلة يشترك بنفس الخصائص مع نموذج التدفقات النقدية المخصومة ويقوم على افتراض أن الفائض النقدي مدفوع كتوزيعات أو معاد استثماره في مشروعات فيها صافي القيمة الحالية مساوياً للصفر.

تقييم أساليب القيمة الحالية

إن كافة أساليب القيمة الحالية مشتقة من نموذج خصم التوزيعات وتفضي جميعها إلى تقديرات متماثلة للقيمة. وهناك عدد من الافتراضات الأساسية التي

يتوجب على المحلل أن يدركها حتى يضمن أن تعطي أساليب القيمة الحالية تقديرات متماثلة للقيمة. وهذه الافتراضات هي:

- إن عمليات التقييم يجب أن تعتمد على القوائم المالية التقديرية نفسها.
- أن يلتزم المحلل بالافتراضات الأساسية لكل أسلوب من أساليب القيمة الحالية.
- تكلفة رأس المال تعكس التركيبة المحددة لرأس المال.
- أن ينمو كل متغير في القوائم المالية التقديرية بنفس المعدل (معدل ثابت) خلال الفترة النهائية وذلك لضمان افتراض حالة الاستقرار.

أخيراً لابد من الإشارة إلى أن بعض الحالات قد تدفع المحلل إلى تفضيل نموذج تقييم على نموذج آخر. على سبيل المثال، ربما يجد المحللون أنه من المفيد أن يكون أسلوب التقييم واضحاً في تفسير الاختلاف بين القيمة المقدرة والقيمة الدفترية لحقوق الملكية. في مثل هذه الحالات فإن نموذج العائد الزائد هو الأفضل. بينما في حالات آخر قد يرى المحلل أنه من المفيد أن يقيس أسلوب التقييم تأثير المنافع الضريبية على قيمة الشركة بشكل منفصل، في هذه الحالات فإن نموذج القيمة الحالية المعدلة هو النموذج الأفضل.

رابعاً_ أسلوب التقييم النسبي (المضاعفات) The relative valuation approach (multiples)

يعتبر هذا الأسلوب في التقييم من أكثر الأساليب انتشاراً بين الممارسين. ويعزى ذلك إلى الانخفاض الواضح في درجة التعقيد من جهة وسرعة تنفيذ التقييم من جهة أخرى. لكن التقييم الشامل بالاعتماد على أسلوب المضاعفات معقد ومستهلك للوقت. في هذا القسم سوف نناقش بعض المضاعفات الأكثر تكراراً، كما سنبين أيضاً بأن المضاعفات يمكن أن تكون مشتقة من أسلوب القيمة

الحالية. وهذا يعني بأن المضاعفات تفضي إلى تقديرات للقيمة متماثلة مع التقديرات المعتمدة على أساليب القيمة الحالية.

كيفية تطبيق المضاعفات لأغراض التقييم:

أسلوب المضاعفات يعتمد على التسعير النسبي لأرباح الشركات المتماثلة مع الشركة محل التقييم. والأمثلة التالية توضح الأساليب المختلفة لاستخدام المضاعفات لأغراض التقييم.

مثال1: استخدام مضاعفات من الشركات المثيلة

هنا سوف نفترض بأن المحلل سيقوم بتقييم شركة عامة التداول. وإذا افترضنا بأن قيمة المشروع بالاعتماد على سعر السوق الحالي تبلغ 120، والأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT المتوقعة للسنة القادمة تبلغ 10. بناءً عليه، فإن مضاعف الربحية للشركة (قيمة المشروع / الأرباح قبل الفائدة والضريبة) يبلغ 12. وفي سبيل تقييم القيمة السوقية الحالية، فإننا نفترض بأن المحلل قد بحث عن خمس شركات تعمل في نفس القطاع الذي تعمل به الشركة محل التقييم. أما بالنسبة لمضاعف الربحية لتلك الشركات فقد كان كالآتي:

الشركات	مضاعف الربحية (EV/EBIT)
الشركة 1	7
الشركة 2	12
الشركة 3	8
الشركة 4	9
الشركة 5	6
المتوسط	**8.4**
الوسيط	**8**

كما نلاحظ من الجدول السابق، فإن المتوسط والوسيط لمضاعف الربحية قد بلغا 8.4 & 8 على التوالي، وهما أدنى بكثير من 12. وبالتالي، فإن المقارنة تبين بأن الشركة محل التقييم هي بالمتوسط أعلى بـ 50% تقريباً من الشركات محل المقارنة. وهذا يشير إلى أن الشركة محل التقييم إما مغالى في تقييمها بالنسبة للشركات محل المقارنة أو أن إمكانية نجاحها وتقدمها في المستقبل أفضل إذا ما قورنت مع الشركات الأخرى التي تعمل في نفس القطاع.

مثال2: اختبار التقييم

لنفترض بأن المحلل قد قرر إجراء تقييم بالاعتماد على أسلوب التدفقات النقدية المخصومة. وبناءً على توقعات المحلل للتدفقات النقدية المستقبلية فقد بلغت قيمة المشروع 100، بينما مضاعف الربحية يصبح 10. والآن فإن المقارنة مع الشركات المثيلة تبين بأن الشركة بالمتوسط أعلى قيمة بـ 25% (وسيط مضاعف الربحية = 8). بناءً عليه، فإما أن يكون المحلل متفائلاً جداً بتوقعاته للتدفقات النقدية المستقبلية مما يؤدي إلى تقييم مبالغ فيه، أو أن الشركة محل التقييم لديها إمكانية أفضل للنجاح والتقدم في المستقبل إذا ما قورنت مع الشركات الأخرى التي تعمل في نفس القطاع.

مثال3: تقييم الشركات خاصة التداول

إذا افترضنا بأن شركة خاصة التداول ترغب بإدراج أسهمها في البورصة. وإذا علمنا بأن الشركة تتوقع أن تبلغ أرباحها قبل الفائدة والضريبة EBIT في السنة القادمة 50. الآن ولكي نستنتج القيمة السوقية المقدرة عندما تدرج الشركة في سوق الأوراق المالية، فإن الإدارة سوف تستخدم المضاعفات من الشركات المثيلة. بالاعتماد على مضاعفات الربحية من الشركات المثيلة المبينة في المثال 1 سنقوم باحتساب قيمة المشروع المتوقعة كالآتي:

	مضاعف الربحية في الشركات المثيلة	الربح المتوقع قبل الفائدة والضريبة EBIT	القيمة المتوقعة للمشروع
المتوسط	8.4	50	420
الوسيط	8	50	400
الأدنى	6	50	300
الأعلى	12	50	600

اعتماداً على قيم المتوسط والوسيط لمضاعف الربحية للشركات المثيلة، فإن القيمة تتراوح بين 400 (8 * 50) و 420 (8.4 * 50). أما إذا تم الاعتماد على مضاعف الربحية الأدنى ضمن الشركات المثيلة، فإن القيمة ستبلغ 300 (6 * 50)، بينما لو تم تبني مضاعف الربحية الأعلى فإن القيمة ستبلغ 600 (12 * 50).

توضح الأمثلة الثلاثة السابقة الأساليب المختلفة لاستخدام المضاعفات في عملية التقييم. وقد استخدمنا في هذه الأمثلة مضاعف الربحية EV/EBIT، لكن هناك عدد كبير من المضاعفات التي يمكن أن يستخدمها المحللون. وتقسم المضاعفات إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تستخدم لأغراض تقدير قيمة المشروع ومنها على سبيل المثال EV/EBIT & EV/EBITDA، أما المجموعة الثانية من المضاعفات فتستخدم لتقدير قيمة حقوق الملكية وتتضمن على سبيل المثال مضاعف القيمة السوقية لحقوق الملكية على قيمتها الدفترية M/B.

يعتمد أسلوب المضاعفات على افتراض رئيسي يتمثل بإمكانية المقارنة فعلياً وبشكل دقيق بين الشركات محل المقارنة، أي أن لهذه الشركات نفس الميزات والخصائص الاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، فإن الأرقام المحاسبية يجب أن تعتمد على نفس السياسات المحاسبية ولابد من استبعاد تأثير البنود الاستثنائية.

اشتقاق المضاعفات

في هذا القسم سوف نبحث في كيفية ارتباط المضاعفات بأسلوب القيمة الحالية وذلك للوصول لفهم أعمق لمسببات القيمة الأساسية التي تؤثر في المضاعفات. وتكمن أهمية هذه المعلومات عند اختيار الشركات القابلة للمقارنة مع الشركة محل التقييم. والصندوق التالي يتضمن عدداً من المضاعفات المشتقة من أساليب القيمة الحالية.

المعادلة بين أسلوب القيمة الحالية والمضاعفات

يقسم أسلوب التقييم النسبي (المضاعفات) إلى مجموعتين: الأولى تستخدم في تقدير قيمة المشروع والأخرى لتقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية. فيما يلي عدد من المضاعفات المشتقة من نموذج التدفقات النقدية المخصومة لتقدير قيمة المشروع EV. بعد ذلك سوف نستخلص عدداً من المضاعفات من نموذج خصم التوزيعات لتقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية.

أولاً_ مضاعفات تقدير قيمة المشروع:

بافتراض معدل نمو ثابت، يمكننا التعبير عن التدفقات النقدية المخصومة كالآتي:

$$EV = FCFF / (WACC - g)$$

باستبدال FCFF بـ NOPAT*(1−RER)، نحصل على التعبير التالي:

$$EV = NOPAT * (1-RER) / (WACC - g)$$

حيث RER: معدل إعادة الاستثمار وهو يمثل جزء من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT معاد استثماره، ويحسب كالآتي:

(التغير في صافي رأس المال العامل + التغير في الأصول غير المتداولة) / صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

والآن إذا استبدلنا NOPAT بـ ROIC * IC، فإننا نحصل على مضاعف

:(EV/IC)

$$EV/IC = ROIC * (1-RER) / (WACC - g)$$

$$EV/IC = (ROIC - g) / (WACC - g)$$

وإذا ضربنا الطرفين في التعبير السابق بمقلوب العائد على رأس المال المستثمر، نحصل على مضاعف (EV/NOPAT):

$$EV/NOPAT = [(ROIC - g) / (WACC - g)] * (1/ROIC)$$

والآن إذا استبدلنا NOPAT بـ (1−T) * EBIT، فنحصل على مضاعف (EV/EBIT):

$$EV/EBIT = [(ROIC - g) / (WACC - g)] * (1/ROIC) * (1-T)$$

حيث T: معدل الضريبة.

إذا استبدلنا EBIT بـ (1−DR) * EBITDA، فإننا نحصل على مضاعف (EV/EBITDA):

$$EV/EBITDA = [(ROIC-g) / (WACC - g)] * (1/ROIC) * (1-T) * (1-DR)$$

حيث DR: نسبة الاستهلاك ويحسب كالآتي:

نسبة الاستهلاك DR = الاستهلاك / الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء

أخيراً، إذا ضربنا طرفي التعبير السابق بـ (EBITDA/R)، فنحصل على مضاعف (EV/R):

$$EV/R = [(ROIC-g) / (WACC - g)]*(1/ROIC)*(1-T)*(1-DR)*(EBITDA/R)$$

حيث R: الإيراد.

ثانياً_ مضاعفات تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية:

بافتراض معدل نمو ثابت، يمكن التعبير عن نموذج خصم التوزيعات كالآتي:

$$\mathbf{MVE = D / (r_e - g)}$$

حيث:

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

D: التوزيعات.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

وباستبدال التوزيعات بـ E * PR:

$$\mathbf{MVE = (E * PR) / (r_e - g)}$$

حيث:

E: الأرباح الصافية.

PR: نسبة التوزيعات.

وباستبدال الأرباح الصافية E بـ BVE * ROE:

$$\mathbf{MVE = (ROE * BVE * PR) / (r_e - g)}$$

حيث:

ROE: العائد على حقوق الملكية.

BVE: القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

والآن إذا استبدلنا PR بـ (1−RR)، فنحصل على مضاعف M/B:

$$\mathbf{MVE/BVE = [ROE *(1 - RR)] / (r_e - g)}$$

$$\mathbf{MVE/BVE = (ROE - g) / (r_e - g)}$$

حيث:

RR: معدل الأرباح المحتجزة.

والآن إذا ضربنا التعبير السابق بمقلوب العائد على الملكية، فإننا نحصل على

مضاعف P/E:

$$P/E = [(ROE - g) / (r_e - g)] * (1 / ROE)$$

بناءً على العلاقات الرياضية المبينة في الصندوق السابق، نلاحظ بأن هناك عوامل عديدة تؤثر في المضاعفات، والجدول رقم 8-9 يتضمن ملخص لتلك العوامل. ومن المفيد التعرف على تلك العوامل حيث تساعد المحلل في معرفة المتطلبات الأساسية عند استخدام المضاعفات المختلفة. فعلى سبيل المثال، فإن التقييم بالاعتماد على مضاعفات تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية يتطلب أن تتماثل الشركات محل المقارنة من حيث معدلات النمو المتوقعة وتكلفة رأس المال والربحية. بالإضافة إلى ذلك، فإن المحلل قد يواجه متطلبات إضافية عند استخدام مضاعفات تقدير قيمة المشروع. فعند الاعتماد على مضاعف EV/EBIT فإن ذلك يتطلب تماثل الشركات محل المقارنة من حيث معدل الضريبة المتوقع. كذلك التقييم المعتمد على مضاعف EV/EBITDA يتطلب التماثل أيضاً بين الشركات محل المقارنة من حيث معدل الاستهلاك المتوقع. وعلى الرغم من أن كثافة رأس المال تميل لتكون متماثلة ضمن القطاع الواحد إلا أنه لا يزال هناك اختلافات ناجمة عن التباين في الاستراتيجيات المتبناة من قبل الشركات. فقد تتبنى شركة استراتيجية التوريد الداخلي لمنتجاتها (التصنيع)، بينما قد تتبنى شركة أخرى استراتيجية التوريد الخارجي. هذا الاختلاف ربما يؤثر في معدل الاستهلاك ويجعل المقارنة أكثر صعوبة. أخيراً، فإن التقييم الذي يستخدم مضاعف EV/R يتطلب التماثل بين الشركات محل المقارنة من حيث هامش EBITDA.

الجدول رقم 8-9: العوامل المؤثرة في المضاعفات

مضاعفات تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية						
P/E	ROE	r_e	g			
M/B	ROE	r_e	g			
مضاعفات تقدير قيمة المشروع						
EV/NOPAT	ROIC	WACC	g			
EV/EBIT	ROIC	WACC	g	TR		
EV/EBITDA	ROIC	WACC	g	TR	DR	
EV/Revenue	ROIC	WACC	g	TR	DR	EBITDA/R
EV/IC	ROIC	WACC	g			

إن المضاعفات المبينة في الصندوق السابق يمكن استخدامها للإجابة على التساؤل التالي: لماذا بعض الشركات تعمل عند مضاعف أدنى من مثيلاتها بينما شركات أخرى تعمل عند مضاعف أعلى بالمقارنة مع مثيلاتها؟ في المثال التالي سوف نوضح خصائص الشركات التي تعمل عند مضاعف منخفض وخصائص الشركات التي تعمل عند مضاعف عالي وذلك بالنسبة لمضاعف P/E & M/B على التوالي.

مثال4: إن الإيضاحات في هذا المثال تعتمد على شركات تشترك بالعديد من الخصائص. حيث أن تكلفة رأس المال نفسها 10% ومعدل النمو المتوقع إما 2% (g1) أو 4% (g2). بينما الاختلاف الوحيد يتمثل في الربحية المتوقعة، حيث أن العائد على الملكية ROE يتراوح من 5% بالنسبة للشركة A إلى 15% بالنسبة للشركة C.

البيان	الشركة A	الشركة B	الشركة C
العائد على الملكية ROE	%5	%10	%15
معدل العائد المطلوب على الملكية r_e	%10	%10	%10
معدل النمو المتوقع g1	%2	%2	%2
معدل النمو المتوقع g2	%4	%4	%4

فيما يلي قيم مضاعف M/B المحسوبة للشركات الثلاث بالاعتماد على العلاقة التالية:

$$\mathbf{MVE/BVE = (ROE - g) / (r_e - g)}$$

مضاعف M/B	g1 = 2%	g2 = 4%
الشركة A	(%2−%10) / (%2−%5) = 0.38	(%4−%10) / (%4−%5) = 0.17
الشركة B	−%10) / (%2−%10) = (%2 1	−%10) / (%4−%10) = (%4 1
الشركة C	−%10) / (%2−%15) = (%2 1.63	−%10) / (%4−%15) = (%4 1.83

نلاحظ مما تقدم بأن العائد على الملكية بالنسبة للشركة A أدنى من تكلفة رأس المال وبالتالي فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية أقل من قيمتها الدفترية. أما في الشركة B فإن العائد على الملكية يتساوى مع تكلفة رأس المال وبالتالي تتساوى القيمة السوقية لحقوق الملكية مع القيمة الدفترية. أخيراً، نلاحظ بأن القيمة السوقية لحقوق الملكية بالنسبة للشركة C أعلى من القيمة الدفترية وذلك لأن العائد على الملكية أعلى من تكلفة رأس المال. بناءً عليه، فإن العلاقة بين العائد على الملكية وتكلفة رأس المال تمثل العامل الحاسم في تحديد قيمة مضاعف M/B.

- مضاعف M/B > 1 عندما العائد على الملكية > معدل العائد المطلوب على الملكية.
- مضاعف M/B = 1 عندما العائد على الملكية = معدل العائد المطلوب على الملكية.
- مضاعف M/B < 1 عندما العائد على الملكية < معدل العائد المطلوب على الملكية.

كما أن المثال السابق يوضح بأن لا فائدة من النمو إلا إذا كان العائد على الملكية أعلى من تكلفة رأس المال. ففي الحالة التي كان فيها العائد على الملكية أدنى من تكلفة رأس المال، فإن مضاعف M/B قد انخفض من 0.38 إلى 0.17 عندما ازداد معدل النمو المتوقع من 2% إلى 4%. بينما من جهة أخرى، وفي الحالة الذي تجاوز فيها العائد على الملكية تكلفة رأس المال، فإن مضاعف M/B ارتفع من 1.63 إلى 1.83 وذلك عندما ازداد معدل النمو المتوقع من 2% إلى 4%.

أما الآن فسوف نحسب قيم مضاعف P/E للشركات الثلاث بالاعتماد على العلاقة التالية:

$$P/E = [(ROE - g) / (r_e - g)] * (1 / ROE)$$

مضاعف P/E	g1 = 2%	g2 = 4%
الشركة A	7.5	3.3
الشركة B	10	10
الشركة C	10.8	12.2

نلاحظ مما سبق بأنه في الشركة B تتساوى تكلفة رأس المال مع العائد على الملكية وبالتالي فإن قيمة مضاعف P/E تبلغ 10 والتي تمثل مقلوب تكلفة رأس المال (1 / تكلفة رأس المال)، ويشار إليها على أنها النسبة القياسية لـ P/E. أما الشركة A، فإن العائد لديها أقل من تكلفة رأس المال وبالتالي فإنها تعمل تحت النسبة القياسية. بينما الشركة C، فإن العائد لديها أعلى من تكلفة رأس المال وبالتالي فإنها تعمل فوق النسبة القياسية.

كذلك فإن المثال السابق يوضح بأن النمو لا يضيف قيمة إلا إذا كان العائد أعلى من تكلفة رأس المال. وبالتالي، فقط الشركة C ازداد فيها مضاعف P/E عندما ازداد معدل النمو.

بالعودة إلى المثال رقم 3، فقد قمنا بتقدير قيمة شركة خاصة التداول بالاعتماد على مضاعفات من الشركات المثيلة للشركة محل التقييم. وقد تراوحت القيمة المقدرة بين 300 & 600. وبشكل واضح فإن هذا المجال واسع ولابد من تقليصه. لو أننا قمنا بمقارنة مسببات القيمة الأساسية للشركة مع الشركات المثيلة والقريبة منها كان ذلك سيساعد في تخفيض مجال القيمة. والآن إذا افترضنا بأن مسببات القيمة الأساسية للشركة محل التقييم قريبة من الشركتين المثيلتين 3 & 4، فإنه يبدو معقولاً استخدام مضاعف EV/EBIT من تلك الشركتين. وبما أن

مضاعفات EV/EBIT من الشركتين 3 & 4 تبلغ 8 & 9 على التوالي، فإن ذلك يفضي إلى قيمة للمشروع تتراوح بين 400 & 500 (على افتراض أن EBIT المتوقع يبلغ 50 كما هو في المثال).

الاختلافات المحاسبية:

إن التقييم بالاعتماد على المضاعفات يقوم على مقارنة الأرقام المحاسبية بين الشركات، لذلك يتوجب على المحلل التأكد من أن الأرقام المحاسبية للشركات محل المقارنة معدة بالاعتماد على نفس المبادئ المحاسبية. وفي حال عدم توافر الشرط السابق، فلا يمكننا الاعتماد على نتائج عملية التقييم. حالياً، هناك العديد من البلدان التي تبنت المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS، وهذا يشير إلى زيادة التوافق والانسجام في المبادئ المحاسبية بين الدول مما قد يؤدي إلى التخفيف من حدة المشكلة (الاختلافات المحاسبية). لكن لابد من الإشارة إلى أن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS متبناة بشكل رئيسي من قبل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، بينما الشركات خاصة التداول تميل لاستخدام المبادئ المحاسبية المحلية. وبما أن هناك اختلاف بين المبادئ المحاسبية المحلية و المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن هذا الاختلاف يجعل عملية التقييم أكثر صعوبة بالنسبة للشركات خاصة التداول. بالإضافة إلى ذلك، هناك درجة من المرونة حتى ضمن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS. فعلى سبيل المثال، فإن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تعتمد بشكل متزايد على المعايير المحاسبية التي تستلزم استخدام اجتهادات وتقديرات الإدارة وخاصة مع زيادة استخدام القيمة العادلة كأساس للقياس. وبالتالي، حتى ولو كانت كافة الشركات محل المقارنة تستخدم المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن أرقامها المحاسبية (البيانات المالية) تحتاج للتدقيق والدراسة لتحديد الاختلافات المحاسبية فيما بينها وذلك قبل استخدامها لأغراض التقييم.

لابد من الإشارة إلى أن هناك بنود استثنائية أو مؤقتة بطبيعتها كمكاسب وخسائر استبعاد الأصول ونفقات إعادة الهيكلة. بالنسبة لهذه البنود نوصي باستبعادها من الأرقام المحاسبية المستخدمة لأغراض التقييم. باستبعاد تأثير البنود الاستثنائية، فإن عملية التقييم ستعتمد فقط على البنود الدائمة التي تعكس القدرة على تحقيق الأرباح بشكل أفضل من البنود الاستثنائية.

بالعودة إلى المثال رقم 3، فإن الشركة محل التقييم خاصة التداول وقد تم تقييمها بما ينسجم مع المعايير المحاسبية المحلية. بينما الشركات المثيلة محل المقارنة تتبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS. إن المقارنة بين هاتين الممارستين المحاسبيتين تكشف عن اختلافين رئيسيين:

1) وفقاً للمعايير المحلية، يعترف بالشهرة ويتم إطفائها خلال 10 سنوات، أما وفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن الشهرة تخضع لاختبار انخفاض القيمة سنوياً. لقد تم إطفاء الشهرة في الشركة محل التقييم بمبلغ 20 في سنة التنبؤ الأولى. أما اختبارات انخفاض القيمة المنفذة في الشركات المثيلة فقد بينت عدم الحاجة للاعتراف بخسائر انخفاض القيمة بالنسبة لبند الشهرة.
2) وفقاً للمعايير المحلية، يتم الاعتراف وبشكل مباشر بالقيمة العادلة للكفالات بتاريخ المنح بحساب حقوق الملكية خلال فترة المنح. أما وفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن القيمة العادلة للكفالات بتاريخ المنح يتم الاعتراف بها كمصروف في بيان الدخل خلال فترة المنح. وقد اعترفت الشركة محل التقييم (الشركة خاصة التداول) بمبلغ 5 في حساب حقوق الملكية في سنة التنبؤ الأولى.

لكي نقوم بعملية المقارنة بين الأرقام المحاسبية في الشركة محل التقييم من جهة والشركات المثيلة من جهة أخرى، نحن سوف نعدل الأرقام المحاسبية للشركة

محل التقييم (الشركة خاصة التداول) لتصبح منسجمة مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS.

الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT وفقاً للمعايير المحلية	50
يضاف: إطفاء الشهرة	20
يطرح: القيمة العادلة للكفالات بتاريخ المنح	(5)
الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT وفقاً للمعايير الدولية IFRS	65

بناءً على التعديلات السابقة يصبح EBIT 65 بدلاً من 50 مما يؤدي إلى تعديل تقدير القيمة ليصبح 520 – 585 وذلك باستخدام مضاعف EV/EBIT من الشركتين 3&4. وبالتالي، نلاحظ أنه من الضروري تسوية الاختلافات المحاسبية عند استخدام الأرقام المحاسبية لأغراض التقييم.

اعتبارات إضافية:

هناك بعض الاعتبارات الإضافية التي لابد من أخذها في الحسبان عند تقييم الشركات باستخدام المضاعفات، وهذه الاعتبارات تتضمن:

1) تسوية الأرباح.
2) استخدام الأرباح الحالية مقابل الأرباح المتوقعة.
3) قياس المتوسطات.

1) تسوية الأرباح

في بعض الحالات فإن أرباح الشركات خاصة التداول قد لا تعكس الأرباح الحقيقية للشركة نتيجة التحيز في احتساب تلك الأرباح. فعلى سبيل المثال، عندما يقوم المالك بمهام الرئيس التنفيذي ويحصل على راتب يختلف عن الرواتب المعمول به في السوق أو عندما تدفع الشركة مقابل خدمات لا تعود بالمنافع

على الشركة. لذلك فإنه من المهم تعديل الأرباح المستخدمة لأغراض التقييم حتى نتمكن من الوصول إلى القيمة الحقيقية المحتملة للشركة.

2) استخدام الأرباح الحالية مقابل الأرباح المتوقعة

يجب على المحللين الاختيار بين الأرباح الحالية (الأرباح المتراكمة خلال الأربعة أرباع الماضية) أو الأرباح المتوقعة عند استخدام أسلوب المضاعفات. طالما أن الأرباح الحالية تخبرنا عن الأداء في الماضي، فإنه ليس من الضروري أن تكون مؤشر جيد عن الأداء المستقبلي، لذلك نوصي باستخدام الأرباح المتوقعة. وهذه التوصية مدعومة بالأبحاث والدراسات. فعلى سبيل المثال، فإن (Liu et al, 2002) وجد بأن المضاعفات المعتمدة على الأرباح المتوقعة تفضي إلى تقديرات قيمة أكثر دقة من تلك المعتمدة على الأرباح الحالية.

3) قياس المتوسطات

طالما أن عينة الشركات محل المقارنة محددة بشركات ذات خصائص متشابهة، لذلك غالباً ما يحسب متوسط المضاعفات لتلك الشركات. وهنا لابد من التساؤل فيما إذا كان المتوسط يجب أن يعتمد على المتوسط أو المتوسط المرجح بالقيمة أو المتوسط التوافقي أو الوسيط. والاختلاف بين هذه المتوسطات مبين في المثال التالي:

المثال:

الشركات المثيلة	الوزن النسبي لقيمة الشركة	المضاعف
الشركة1	0.10	55
الشركة2	0.20	10
الشركة3	0.30	9
الشركة4	0.15	20
الشركة5	0.15	14

Openkan.com

الشركة6	0.10	8
المتوسط	**19.3**	
الوسيط	**12**	
المتوسط المرجح بالقيمة	**16.1**	
المتوسط التوافقي	**12.6**	

بالنسبة للمتوسط فهو الوسطي البسيط لمضاعفات الشركات الست. أما الوسيط فهو يشكل القيمة الوسطى للمضاعفات بعد ترتيبها تصاعدياً. أما المتوسط المرجح بالقيمة فهو يمثل متوسط المضاعفات بعد الأخذ بعين الاعتبار الوزن النسبي لقيمة كل شركة من الشركات المثيلة محل المقارنة. أما المتوسط التوافقي فيحسب كالآتي:

$$HM = n \Big/ \sum_{i=1}^{n} (1/Mi) = 6 / [(1/55)+(1/10)+(1/9)+(1/20)+(1/14)+(1/8)] = 12.6$$

حيث:

Harmonic Mean HM: المتوسط التوافقي.

n: عدد الشركات المثيلة محل المقارنة.

M: المضاعف.

نلاحظ مما سبق بأن الوسيط والمتوسط التوافقي يتجنبان تأثير المضاعفات عالية القيمة. في المثال السابق، نجد بأن الشركة1 تعمل عند مضاعف 55 الذي يتحكم بتقدير المتوسط البسيط. وفي حال استبعاد مضاعف الشركة1 فإن متوسط المضاعفات للشركات المتبقية يصبح 12.2 وهو قريب من الوسيط والمتوسط التوافقي. ولابد من الإشارة إلى أن الدراسات والأبحاث تدعم بشكل عام استخدام المتوسط التوافقي.

تقييم الأسلوب النسبي (المضاعفات):

يبدو التقييم بالاعتماد على المضاعفات بسيط من الناحية الفنية وسهل التنفيذ. لكن التقييم بالاعتماد على المضاعفات مقيد بعدد من الافتراضات التي تعقد عملية التقييم وتجعلها أكثر استهلاكاً للوقت. وفي حال عدم التزام المحلل بتلك الافتراضات فإن أسلوب التقييم النسبي سوف يفضي إلى تقدير متحيز للقيمة. وعند التطبيق العملي لأسلوب المضاعفات، هناك ميل أو انحياز نحو عدم ضرورة الوفاء بكافة الافتراضات (على سبيل المثال، فإن التسويات نتيجة الاختلافات في السياسات المحاسبية تستهلك كثيراً من الوقت) مما ينجم عنه تقديرات متحيزة للقيمة. وعلى الرغم من تلك المساوئ إلا أن أسلوب المضاعفات يمتلك العديد من النقاط الايجابية. فأسلوب المضاعفات يعتمد على أسعار السوق التي تتضمن معلومات ملائمة عن القيمة (على افتراض أن السوق كفؤ). بالإضافة إلى ذلك، فإن المضاعف الذي يعبر عن نسبة السعر إلى الأرباح يعكس آراء المستثمرين ومدى استعدادهم للدفع مقابل تلك الأرباح. بناءً عليه، فإن أسلوب المضاعفات يقدم معلومات مفيدة ومكملة للمعلومات التي يوفرها أسلوب القيمة الحالية الذي يعتمد وإلى درجة كبيرة على التوقعات الخاصة بالمحلل.

خامساً_ أسلوب التصفية The liquidation approach

القيمة عند التصفية تتمثل بالمبلغ المقدر الذي يمكن أن تباع به الشركة وذلك في حال تم بيع كافة أصولها وتسوية كافة التزاماتها. نموذجياً، فإن قيمة الشركة عند التصفية أقل من قيمتها كمشروع مستمر إذا كان القطاع المنتمية إليه الشركة معافى ومعدلات النمو فيه مرتفعة وجذابة. أما إذا كانت الشركة تعمل في قطاع مع توقعات سلبية وعوائد منخفضة، فإن قيمة الشركة عند التصفية ربما تتجاوز قيمتها كمشروع مستمر. وفي الحقيقة هناك نوعين لقيم التصفية، ويتوقف ذلك على الوقت المتاح لعملية التصفية:

1) قيمة التصفية المنتظمة: وهنا يفترض توافر الوقت اللازم لدى الملاك لبيع أصول الشركة وعبر أقنية مناسبة مما يؤدي إلى إتمام عملية البيع بأعلى سعر ممكن.
2) قيمة التصفية غير المنتظمة (جبرية): وهنا يفترض ضيق الوقت المتاح للتصفية مما يؤدي إلى عرض أصول الشركة للبيع بأسعار زهيدة جداً.

نظراً لطبيعة عملية البيع فإن قيمة التصفية المنتظمة تتجاوز قيمة التصفية غير المنتظمة. وإن الفرق بين القيمتين يمكن أن يكون جوهرياً، وهذا يتوقف على نوع الأصول وآلية البيع المختارة. وفيما يلي الخطوات المتبعة في سبيل تقدير قيمة التصفية:

	القيمة الدفترية لحقوق الملكية
+/−	الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للأصول
+/−	الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للالتزامات
+/−	قيمة التصفية للبنود خارج الميزانية
−	مصاريف التصفية
=	قيمة التصفية

تعتبر القيمة الدفترية لحقوق الملكية بمثابة نقطة الانطلاق من أجل تقدير قيمة التصفية. أما الخطوة التالية فإنها تتمثل بتعديل قيمة الأصول المعترف بها. ويتوقف تعديل القيمة الدفترية للأصول على عدد من العوامل:

- الأساس المستخدم في القياس.
- الاستخدامات البديلة للأصول.
- مستوى الصيانة والمحافظة على الأصول.
- عدد المشتريين المحتملين.

- الوقت المتاح لإتمام عملية البيع.

فيما يتعلق بالخطوة الثالثة والمتمثلة بتعديل الالتزامات المعترف بها، فإن تعديل القيمة الدفترية للالتزامات يعتمد على العوامل التالية:

- الأساس المستخدم في القياس.
- ميعاد استحقاق الالتزامات.
- الوقت المتاح لعملية البيع.
- إمكانية الاتفاق مع المقرضين.

أما الخطوة الرابعة، فإنها تتضمن احتساب قيمة التصفية للبنود خارج الميزانية (البنود التي لا يعترف بها في الميزانية). ومن هذه البنود الدعاوى القانونية والمنازعات وضمانات القروض والتعهدات الرأسمالية المتفق على تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ الميزانية. أخيراً، لابد من تعديل قيمة التصفية بكامل النفقات التي تتطلبها عملية التصفية كأتعاب المحامين ومدققي الحسابات.

مثال:

يرغب ملاك الشركة X ببيع شركتهم، ونتيجة للنظرة المتشائمة حول مستقبل القطاع الذي تعمل ضمنه الشركة فقد قرروا تقدير قيمة المشروع بالاعتماد على أسلوب التصفية. وقد بلغت القيمة الدفترية لحقوق الملكية 100.

يعتقد الخبراء بأن قيمة التصفية للأصول يقل بـ 30 عن القيمة الدفترية لتلك الأصول. بالإضافة إلى ذلك، فإن تقييم الالتزامات المعترف بها في الميزانية يشير إلى أن القيمة الدفترية للالتزامات تقل عن قيمتها المقدرة عند التصفية بـ 15. كما أن الشركة قد رفعت دعوى قضائية على أحد المنافسين تطالبه بـ 50 كتعويض لانتهاكه براءة اختراع خاصة بالشركة. وبناءً على رأي محامي الشركة هناك احتمال 40% بأن يكون الحكم لصالح الشركة X. وبما أن الشركة لم تعترف بالمنافع المحتملة من الدعوى القضائية بالميزانية، لذلك فإن قيمة التصفية

سوف تتأثر إيجاباً بـ 20 (50 * 40%). أما بالنسبة لمصاريف التصفية المتضمنة أتعاب المحاميين وخبراء آخرين فقد قدرت بـ 10.

بناءً على ما سبق، فإن قيمة التصفية تبلغ 65، وفيما يلي ملخص لكيفية احتسابها:

القيمة الدفترية لحقوق الملكية	100
الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للأصول	(30)
الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للالتزامات	(15)
قيمة التصفية للبنود خارج الميزانية (الدعوى القضائية)	20
مصاريف التصفية	(10)
قيمة التصفية	**65**

تقييم أسلوب التصفية

يختلف أسلوب التصفية عن أسلوبي القيمة الحالية والمضاعفات. حيث وفقاً لأسلوب التصفية يتم تقييم الشركة كما لو كانت ستنسحب من قطاع الأعمال. وفي الحقيقة، فإن أسلوب التصفية يملك بعض الميزات يأتي في مقدمتها سهولة تطبيقه بالمقارنة مع الأساليب الأخرى، وسهولة إيصال تقدير القيمة للمستخدمين. بالإضافة إلى ذلك، فإن أسلوب التصفية يعطينا القيمة الأدنى للشركة، وبالتالي فإن هذه القيمة تعتبر كمرجع بالنسبة للملاك الذين سوف لن يقبلوا بسعر أدنى من قيمة التصفية.

obeikan.com

أسئلة الفصل الثامن

1) ما هي الأساليب الممكن استخدامها في تقييم الشركات؟
2) ما هي خصائص أسلوب التقييم المثالي؟
3) ما هو النموذج السليم لتقييم الشركات من الناحية النظرية؟
4) لماذا تفضي نماذج القيمة الحالية إلى قيم متماثلة؟
5) ما هي المضاعفات كأسلوب لتقييم الشركات؟
6) ما هي الافتراضات الرئيسية الواجب التقييد بها في سبيل تطبيق أسلوب المضاعفات؟
7) ما هو السبب من وراء استخدام نموذج التصفية؟
8) حل المسألة التالية:

فيما يلي الجدول رقم 8–10 الذي يتضمن ملخصاً بالأرقام المالية الرئيسية للشركة X، بينما الجدول رقم 8–11 يتضمن المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال.

الجدول رقم 8–10: ملخص بالبيانات المالية الرئيسية للشركة X

ملخص بالبيانات المالية الرئيسية (ألف ليرة)	فترة التنبؤ				الفترة النهائية
	سنة1	سنة2	سنة3	سنة4	سنة5
نمو الإيراد	%5	%5	%4	%3	%3
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	5,799	6,337	6,848	7,648	7,877
رأس المال المستثمر باستثناء الأصول غير الملموسة، بداية الفترة	27,017	27,316	28,616	29,692	29,733
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	5,499	5,037	5,772	7,607	6,985

الوفر الضريبي من صافي الديون بفائدة	901	860	876	883	885
التوزيعات	488	3,364	3,541	5,027	5,848

الجدول رقم 8-11: المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال

تقدير تكلفة رأس المال	**فترة التنبؤ**				**الفترة النهائية**
	سنة1	**سنة2**	**سنة3**	**سنة4**	**سنة5**
الديون / الملكية	0.525	0.509	0.489	0.473	0.473
معدل العائد المطلوب على الأصول (ra)	%8	%8	%8	%8	%8
معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة (rd)	%5.25	%5.25	%5.25	%5.25	%5.25
معدل العائد المطلوب على الملكية (re)	%8.59	%8.52	%8.51	%8.49	%8.47
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)	%7.35	%7.40	%7.41	%7.42	%7.44

المطلوب:

تقدير قيمة الشركة X بالاعتماد على أساليب القيمة الحالية وذلك إذا علمت بأن:

- القيمة الدفترية لحصة الأقلية في بداية السنة1: 5,230 ألف ليرة.
- القيمة السوقية إلى الدفترية: 1.44.
- صافي الديون بفائدة في بداية السنة1: 51,478 ألف ليرة.