

Dirassat & Abhath
The Arabic Journal of Human
and Social Sciences



مجلة دراسات وأبحاث
المجلة العربية في العلوم الإنسانية
والاجتماعية

ISSN: 1112-9751

عنوان المقال:

نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة كألية لخلق القيمة في المؤسسة

أ. سعدي سكيمة إيمان / جامعة فرحات عباس سطيف 1

نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة كآلية لخلق القيمة في المؤسسة

أ. سعدي سكينه إيمان

الملخص:

لقد فرض مفهوم خلق القيمة نفسه كمؤشر عام عن الأداء، وكمقياس شامل لكفاءة القرارات الاستراتيجية. فقد أصبح خلق القيمة خلال بضع سنوات عنصرا أساسيا من الثقافة التسييرية للمؤسسات، وبالتالي عاملا أساسيا في المؤسسة المعاصرة.

يعد نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة أهم وأنجح مقارنة يتم على أساسها تقييم المؤسسات، غير أن استعماله تخطى مجال التقييم، ليستعمل كآلية لخلق القيمة في المؤسسة. وهذا ما سنتناوله من خلال هذه الورقة البحثية.

الكلمات المفتاحية: خلق القيمة، نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة، سلسلة خلق القيمة، رفع القيمة.

Abstract:

The concept of value creation have imposed himself as a general indicator of performance, and as a global measure of the efficiency of the strategic decisions. Value creation has become in few years a basic element in the management culture of companies, therefore an important factor in modern company.

The model of discounted free cash –flows is considered as the most important and successful approach used to evaluate companies, however his application exceed the domain of valuation, to be used as mechanism to create value. And this is taken up by this paper.

Key words: Value creation, Discounted free cash –flows, Series of value creation, Raise of value.

مقدمة

هدف الدراسة: تهدف هذه الورقة البحثية الى إلقاء

الضوء على طبيعة العلاقة القائمة بين خلق القيمة في المؤسسة ونموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة، الذي يعد من أهم المقاربات المستخدمة في تقييم المؤسسات.

من أجل الإجابة عن إشكالية الدراسة، تم تقسيم الورقة البحثية الى جزأين: يتضمن الجزء الأول نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة، أما الجزء الثاني فيتناول خلق القيمة من خلال نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة.

المحور الأول: نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة

تعتمد طريقة التقييم على أساس التدفقات النقدية المتاحة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها مستقبلا، فهذه الطريقة تعتبر أن قيمة المؤسسة لا تتعلق بربحها، وإنما بقدرتها الربحية المستقبلية، والتي يتم التعبير عنها بالتدفقات النقدية المتاحة.

أولا: تقديم نموذج خصم التدفقات النقدية ومخطط العمل

يمر التقييم بخصم التدفقات النقدية المتاحة بأربعة مراحل أساسية، أولها هو وضع وبناء مخطط عمل واضح، ليتم على أساسه القيام بالتنبؤ بالتدفقات النقدية، ثم يتم حساب القيمة النهائية للمؤسسة، وأخيرا يتم حساب تكلفة رأس المال التي يتم على أساسها خصم كل من التدفقات المتنبئ بها والقيمة النهائية.

1-تقديم نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة: لقد

أدى الاهتمام بمستقبل المؤسسة من ناحية أدائها المنتظر وقيمتها الذمية المستقبلية، الى وضع المنظرين الماليين لطريقة التدفقات النقدية التي تأخذ التنبؤات المالية بعين الاعتبار.¹ وقد تم تطوير هذه المقاربة سنة 1990 من طرف مكتب Mc Kinsey للاستشارات، وهذا بالاعتماد على أعمال Sharpe، Modigliani، Miller، Gordon، و Shapiro، وكذلك Markowitz. وتعد هذه المقاربة مرجعا في مجال

حضي مفهوم خلق القيمة منذ ظهوره باهتمام بالغ من طرف الباحثين والمنظرين الاقتصاديين والماليين، ومازال هذا المفهوم يسيل الكثير من الحبر ويعرف تطورات وتحسينات ليتجاوز الانتقادات التي تطاله باستمرار في خصم التطور السريع للحياة الاقتصادية والمالية. فقد فرض مفهوم خلق القيمة نفسه كمؤشر للأداء وكذا كمقياس كلي لمدى ملاءمة القرارات الاستراتيجية، وبالتالي فقد أصبح مفهوم خلق القيمة عنصرا ضروريا في الثقافة الإدارية للمؤسسات.

تكون المؤسسة خالقة للقيمة عندما تكون مردودية رأسمالها أعلى من تكلفة هذا الأخير، فاتخاذ المستثمر لقرار الحصول على حصص في المؤسسة مرتبط بتكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن استثمار الأموال في مؤسسة ما دون أخرى. وفي ظل وجود عدة أطراف في المؤسسة، فتركيزها على مصلحة طرف معين دون الآخرين سيؤدي الى تضارب لمصالح الأطراف الفاعلة فيها، وهو ما قد يؤثر على السير الحسن للمؤسسة كنظام متكامل. لهذا فقد عرف مفهوم خلق القيمة تطورا منذ ظهوره لينتقل من التركيز على خلق القيمة للمساهم فقط، الى السعي لخلق لقيمة لكافة الأطراف ذات المصلحة.

إن خلق القيمة كهدف بحد ذاته ليس كافيا لاستمرار المؤسسات ومواكبتها لكل ما تشهده بينتها الداخلية والخارجية من تغيرات، فعملية خلق القيمة هي جزء من نظام متكامل. كما أن خلق القيمة لا يقتضي معرفة الأمثل لتحقيقه، بل معرفة بأي طريقة يتم تحقيقه، أي كيفية تأسيس التغييرات والاستراتيجيات التي تولد القيمة. فكيف يمكن استخدام نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة لوضع الاستراتيجيات واتخاذ القرارات التي تخلق القيمة للمؤسسة؟

من أجل نمذجة التدفقات النقدية التي ستظهر في المستقبل، فقيمة المؤسسة تتعلق قبل كل شيء بربحيها المستقبلية.

يعد مخطط العمل ترجمة رقمية للمنظور الاستراتيجي للمؤسسة، وينتج هذا المنظور الاستراتيجي في نفس الوقت من التشخيص المالي والاستراتيجي الذين تم القيام بهما، وأيضا من التوقعات التي قام بها المقيم فيما يخص الظروف الاقتصادية والقطاعية للسنوات القادمة. فالمقيم يقوم بدمج هاذين البعدين (الماضي والمستقبل)، لإعداد القوائم المالية التنبؤية للمؤسسة محل التقييم. ولا يتعلق الأمر بالتنبؤ بالمستقبل ولكن بتقدير السيناريو الأكثر احتمالا².

يعد مخطط العمل وثيقة مكتوبة:

- تعرض النشاط المستقبلي لمؤسسة ما؛
- تحدد أهداف كل الضاعلين في المؤسسة سواء كانوا داخليين أو خارجيين؛
- تعرب عن الحاجات المالية، المادية والبشرية؛
- تلتمس الدعم من الجميع وتبين الفوائد التي ستتحقق.

يمر اعداد مخطط العمل بالمراحل التالية³.

أولا: يتطلب اعداد مخطط العمل القيام بتحليل دقيق لنقاط قوة وضعف المؤسسة، واسقاطها على الفرص والتهديدات في بيئة عملها. وعلى ضوء هذا التحليل يتم تجميع البنود العريضة للخيارات الاستراتيجية للمؤسسة، ويتم التطرق للنقاط التالية:

- التقسيم الاستراتيجي.
- تحليل المنافسة في مجال النشاط.
- الميزة التنافسية (سياسة الاختلاف).
- تسيير محفظة الأنشطة.

تقييم المؤسسات، فتحليل القيمة وفقا لهذه الطريقة يقوم على ثلاث عوامل:

- قدرة المؤسسة على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلا؛
- النمو المنتظر لهذه التدفقات؛
- الخطر المتصل بتحقيق هذه التدفقات النقدية.

تعد نماذج خصم التدفقات النقدية المتاحة الأكثر استخداما في التحديد المعياري للقيمة المساهماتية، وهي من الطرق التي تحدد القيمة السوقية للمؤسسات بشكل مباشر، كما تؤدي الى استنتاج القيمة التي تم خلقها التي تمثل رصيد القيمة الاستبدالية للأصول (صافي الأصول المعدلة). إن قيام هذا النموذج على التدفقات النقدية للمؤسسة يعد السمة المميزة له عن النماذج التقليدية الأخرى، وهذا بتسليط الضوء على المستقبل. ويعد هذا الأسقاط على المستقبل موجها للمستثمرين الذين يسعون لمعرفة الإمكانيات المحتملة لمردودية مؤسسة ما، والفائدة من هذه الطريقة هو ابراز اجمالي الفرضيات الكامنة في التقييم (الاستثمار، النمو، المردودية) خلال فترة طويلة. ويمر تقييم المؤسسة بخصم تدفقاتها النقدية المتاحة بأربعة مراحل: اعداد مخطط العمل، حساب التدفقات النقدية المتاحة، تحديد معدل الخصم وأخيرا القيمة النهائية.

كون عملية التقييم لا تعد علما دقيقا، فالقيمة تنتج عن الأخذ بالحسبان لعدة سيناريوهات عبر القيام بتنوع فرضيات النموذج المعتمد. ولهذا يتم القيام بتحليل الحساسية على مرحلتين:

- أولا: تحديد المتغيرات التي لها تأثير كبير على القيمة (محددات القيمة).
- ثانيا: قياس أثر مختلف هذه المتغيرات على القيمة (تحليل الحساسية).

2- التعريف بمخطط العمل ومراحله: تقييم مؤسسة

بخصم تدفقاتها النقدية المتاحة يتطلب اعداد مخطط العمل،

- 2- تطوير منظور استراتيجي فيما يخص الأداء المستقبلي للمؤسسة، على ضوء خصائص القطاع والمؤسسة.
- 3- ترجمة هذا المنظور من ناحية التوقعات المالية: جدول النتائج، الميزانية، جدول الخزينة ومؤشرات القيمة.
- 4- وضع سيناريوهات بديلة؛
- 5- التحقق من دقة التوقعات.

فيتم الانطلاق من معطيات السنتين أو الثلاث سنوات الأخيرة، ومحاولة وضع تصور لتطورها المستقبلي. كما يجب أيضا أخذ المعلومات القطاعية التي يمكن أن تنشر بالاعتبار، وكذا الظروف العامة للاقتصاد. وتوقف نوعية وجودة التنبؤات بمدى وصول المقيم الى المعلومات الداخلية للمؤسسة. ولإعداد مخطط العمل يجب التساؤل عن المستوى المستقبلي للمتغيرات المفتاحية الأساسية للمؤسسة، والتي يمكن تصنيفها في ثلاث مجموعات:

جدول رقم (01): المتغيرات الأساسية لمخطط العمل

التمويل	الاستثمار	الاستغلال
- رفع الديون	- معدل الاستثمار	- معدل نمو رقم الأعمال
- تكلفة الأموال الخاصة	- في احتياجات رأس المال العامل	- معدل الهامش التشغيلي
- تكلفة الدين	- معدل الاستثمار في التثبيتات	- معدل الضريبة

المصدر: Arnaud Thauvron, Op.Cit, p : 11

3- القوائم المالية التنبؤية: بعد تحديد الأفق الاستراتيجية تتم ترجمتها في قوائم مالية تنبؤية، مع الحرص على تناسقها وواقعيته. ولا يتم الاكتفاء بإعداد جدول النتائج، فالميزانية التنبؤية تمكن من إدراك عدم واقعية بعض فرضيات نمو المبيعات، كتلك التي تقتضي اللجوء الى استثمارات يتجاوز تمويلها قدرات المؤسسة.

ثانيا: يتم عرض الطريقة التي ستقوم بها المؤسسة بترجمة استراتيجيتها في مخطط تشغيلي، وهنا يتم فحص كل الجوانب المتعلقة باستغلال المؤسسة مثل: التمويل، الإنتاج، البيع والبحث والتطوير. فيتم عرض كل جانب من نشاط المؤسسة بأكثر شكل ملموس ممكن باستخدام مخطط أعمال يتضمن الأهداف، الوسائل والتواريخ. فالهدف من هذه المرحلة هو اعداد نموذج يعكس فرضيات واقعية وملائمة، وتحقق التناسق بين تنبؤات النشاط والتدفقات النقدية من جهة، وكلا من الأداء الماضي والوضعية التنافسية للمؤسسة من جهة أخرى.

لا يمكن اعتبار هذا الاسقاط كتمثيل صادق للمستقبل، وإنما هو انعكاس للسيناريوهات الأكثر احتمالا. ولا يوجد أفق معياري للتنبؤ بالمستقبل، فالتنبؤ مرتبط بطبيعة النشاط والمعلومات المتاحة.

ثالثا: وضع نموذج يتضمن المتغيرات الأساسية التالية:

- المتغيرات التشغيلية كرقم الأعمال، المبيعات، عناصر احتياجات رأس المال العامل، الاستثمارات الضرورية وسياسة الاهتلاك.
 - المتغيرات المالية كرفع رأس المال، سياسة الاقتراض ومعدلات الفائدة، وسياسة توزيع الأرباح.
- على هذا الأساس يتم عرض سبل التمويل المستخدمة، ويتم عرض وضعية المؤسسة على شكل مخطط تمويل، جدول نتائج وميزانية تنبؤية.

رابعا: الترجمة المالية لمختلف المعطيات وفقا للتسلسل التالي: جدول نتائج تنبؤي، الميزانية التنبؤية، حساب احتياجات رأس المال العامل ومخطط التمويل التنبؤي.

اقترح Copeland (2000) خمس مراحل للتنبؤ:

- 1- تحديد مدى ومستوى تفاصيل عملية التنبؤ، وكقاعدة عامة تتم هذه المقاربة على مرحلتين، فترة تنبؤية أولى دقيقة نسبيا ثم فترة ثانية أكثر اختصارا.

اعداد جدول النتائج التنبؤي⁵: يعتبر التنبؤ بالمبيعات نقطة الانطلاق في اعداد جدول النتائج التنبؤي، ويمكن تقدير أرقام الأعمال المستقبلية بطريقتين:

الطريقة الأولى: تقييم معدل النمو المحتمل للمبيعات، مع التمييز بين المدى القصير، المتوسط والطويل، فيتم الانطلاق من معدل النمو المتوسط لرقم الأعمال خلال السنوات الأخيرة. فعند توفر معطيات حول السنوات الأربعة الأخيرة يحسب كما يلي:

$$Taux\ de\ croissancz\ moyen = \left(\frac{CA_{n+3}}{CA_n} \right)^{1/3} - 1$$

يتم الاختيار بين هاذين الطريقتين على أساس حجم المؤسسة ومدى نضج قطاع النشاط. ففي المؤسسات كبيرة الحجم من الممكن وضع فرضية كون أغلب الأعباء متغيرة، وعليه فمن الأفضل استعمال الطريقة الثانية، خلافا للمؤسسات الأقل حجما حيث يمكن التمييز بين الأعباء. أما في قطاعات النشاط ذات النمو المرتفع، فتطور مختلف مراكز الأعباء يكون مختلفا، وعليه فتعد الطريقة الأولى أكثر ملاءمة.

بالنسبة لتقدير الضريبة فيتم وفقا لمتوسط معدل الضريبة المفروض على المؤسسة، مع الأخذ بالحسبان لما يلي:

- وجود خسائر مرحلة يتم تخفيضها من النتائج المستقبلية، وهو ما سيؤثر على مقدار الضريبة بالنقصان ولكن بشكل مؤقت؛
- وجود فروع أجنبية فيتم التمييز بين معدل الضريبة وفقا للقوانين الخاصة بكل بلد.

كما يجب أن تأخذ التنبؤات عامل التضخم بعين الاعتبار، ليكون هناك تناسب مع تكلفة رأس المال التي تتضمن التضخم المتوقع. يتجمع التضخم ويتراكم في النمو المحتمل للكُميات المباعة، وهو ما يؤدي الى التأثير على التنبؤ برقم الأعمال. فإذا كان التضخم المتوقع بمعدل 3% ومعدل نمو المبيعات هو 2%، فستكون الزيادة في رقم الأعمال: $1.03 \times 1.02 - 1 = 5.06\%$

الطريقة الثانية: تستخدم عندما يتميز سوق المؤسسة بنمو قوي، وتمثل في تحديد حجم السوق خلال السنوات المقبلة، وتطبيق حصة السوق المتوقعة للمؤسسة. في حالة المؤسسة المصغرة أو الصغيرة والمتوسطة ذات تشكيلة منتجات محدودة، فمن الأفضل الفصل بين رقم الأعمال وفقا لكل منتج، مع تحديد حجم المبيعات وكذا سعر البيع، وهذا ما يمكن من معرفة التطور في الأسعار والكميات بشكل منفصل.

بعد تقدير المبيعات على أساس الطلب المتوقع، يتم تقدير العناصر الأخرى لجدول النتائج، مع ضرورة التمييز بين الأعباء الثابتة (غير متناسبة مع رقم الأعمال) والأعباء المتغيرة. كما يمكن أيضا تحديد معدل الهامش التشغيلي المستقبلي للمؤسسة، وهو ما لا يقتضي التمييز بين الأعباء الثابتة والمتغيرة، وفي هذه الحالة تتم دراسة معدلات هامش القطاع لأجل استخلاص اتجاه يأخذ بالحسبان تطور المنافسة في السوق. ويلخص الجدول الموالي طرق تقدير النتيجة التشغيلية.

جدول رقم (02): تقدير النتيجة التشغيلية

المدخل الأول	المدخل الثاني
رقم الأعمال _ الأعباء التشغيلية	رقم الأعمال × معدل الهامش التشغيلي
= النتيجة التشغيلية قبل الضريبة	= النتيجة التشغيلية قبل الضريبة

المصدر: Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p : 112.

يعطي مكتب McKinsey أهمية محورية في اعداد مخطط العمل لمتغير صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) أو النتيجة الاقتصادية الجارية مطروحا منها الضريبة المعيارية (RE). ويتم استعماله لحساب العائد التشغيلي للأموال المستثمرة (ROIC) كما يلي:⁶

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Invested\ Capital} = \frac{RE}{Capitaux\ invertis}$$

المؤسسة معروفة، أو أن تكون التغييرات في رأس المال مؤكدة الحدوث بفعل بعض العمليات المالية كالسندات القابلة للتحويل الى أسهم أو القروض التي ستسد بأسهم مثلا. وكذا سياسة المؤسسة في توزيع الأرباح، ووفقا للنتائج التنبؤية وكذا نسبة توزيع الأرباح، يتم تعديل الأموال الخاصة لتتضمن الاحتياطات. وأيضا يتم تخفيض الأموال الخاصة في حالة وجود برنامج لإعادة شراء الأسهم.

الديون المالية: تنتج الديون المالية عن مستوى الاستثمارات التي سيتم القيام بها والتي ستمول من خارج المؤسسة (قروض أو رفع رأس المال)، ولكن يجب الانتباه لمدى ثبات الهيكل المالي للمؤسسة خلال السنوات المقبلة (الدين/الأموال الخاصة)، وكذا الهيكل المستهدف من طرف المسيرين. ويمكن اعتبار الديون المالية كمتغير لتعديل الميزانية لتكون متوازنة، مع الحرص على أن يبقى معدل الاقتراض معقولا وأن تمكن الخزينة الناتجة عن الاستغلال من تسديد أصل القروض وكذا فوائدها.

تقييم احتياجات رأس المال العامل:⁸ يتم القياس الدقيق لاحتياجات رأس المال العامل الخاص بالاستغلال خلال مدة محددة، لأنه احتياج مالي يجب إيجاد تمويل له. ويتم قياس احتياجات رأس المال العامل من خلال متغيرات التدفق في جدول النتائج باعتماد طريقة معيارية، وهذا لقيام القياس على أهداف تتعلق بما يلي:

- مدة دوران مختلف العناصر (أهداف تسيير المخزون، الممارسات القطاعية)؛
- هيكل التكاليف (الناتج عن جدول النتائج التنبئي بطريقة صريحة أو غالبا ضمنية).

اعداد الميزانيات التنبؤية: تتضمن الأصول صافي

الثببتات، احتياجات رأس المال العامل والخزينة. أما الخصوم فتتشكل من الأموال الخاصة والديون المالية. وفيما يلي طريقة التنبؤ بكل بند من بنود الميزانيات التنبؤية:⁷

صافي الثببتات: يتم تقدير صافي الثببتات بالاعتماد على معطيات السنة السابقة، مع الأخذ بالاعتبار لأقساط الاهتلاك الخاصة بالدورة والاستثمارات الجديدة. وترتبط قيمة الاستثمارات بعاملين: يتمثل العامل الأول في انخفاض قيمة المعدات (التردي والتقدم) الذي يتطلب القيام باستثمارات الصيانة، أما العامل الثاني فيرتبط برفع القدرة الإنتاجية المحتملة للمؤسسة، والتي تعد ذات صلة مباشرة مع أهداف المبيعات التي تم وضعها في جدول النتائج التنبئي.

بما أن مصاريف الاستثمارات غير منتظمة، فمن الأفضل تقدير مستوى معياري للاستثمار، ولهذا فمن الممكن تحويل قيمة الاستثمارات الى رقم الأعمال وحساب معدل لثلاث الى خمس سنوات الأخيرة. وتحسب صافي الاستثمارات للدورة الحالية كما يلي: صافي الاستثمارات للدورة السابقة + الاستثمارات الخاصة بالدورة الحالية - مخصصات الاهتلاك للدورة الحالية - القيمة المحاسبية الصافية للاستثمارات المتنازل عنها.

احتياجات رأس المال العامل: تعد احتياجات رأس المال العامل بتناسب مع رقم الأعمال، فيجب حساب المستوى المتوسط للسنوات السابقة، للقيام بتقديرات للسنوات المقبلة.

الأموال الخاصة: هناك عدة عوامل يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند تقدير الأموال الخاصة، أهمها هو التغييرات المحتملة لرأس المال، ولكن هذا يتطلب أن تكون نوايا

ويتوقف طول المدى الزمني على وجود أو عدم وجود الخاصية الانعكاسية للاستثمارات.¹¹ ففي تاريخ ما من المدى الزمني لا تكون للخيارات آثار، أي توجد لحظة لا تكون فيها الخيارات قابلة للتنبؤ ولا قابلة للتحديد. فيتم تقسيم المستقبل الى فترتين، تكون المعطيات المالية في الفترة الأولى قابلة للتنبؤ وقابلة للتقدير، وخلال الفترة الثانية يتم التنبؤ على أساس معدل نمو طويل المدى.

فترة التوقع الصريحة: وتكون من t الى T ، ويجب أن تكون أطول ما يمكن وعموما تكون مدتها عشر سنوات، والأمثل أن لا تنتهي حتى تصل المؤسسة الى مرحلة النضج. ولصعوبة القيام بتنبؤات على مدى عشر سنوات، يتم تقسيم هذه المدة الى فترتين فرعيتين، الأولى تدوم من ثلاث الى خمس سنوات وتكون التنبؤات فيها دقيقة جدا بالاعتماد على قوائم مالية تنبئية مفصلة نسبيا، والوثيقة المرجعية التي تستخدم هي مخطط العمل المؤسسة. أما خلال الفترة الفرعية الثانية فالتنبؤات تكون مبسطة وترتكز على المتغيرات المفتاحية للمؤسسة.¹²

فترة التوقعات الضمنية: أو فترة ما بعد التوقعات من T الى ∞ ، فلصعوبة القيام بتنبؤات على هذا المدى، تعوض قيمة التدفقات النقدية المتاحة بالقيمة النهائية أو المتبقية ما بين السنة الأخيرة لأفق التقييم الضمني الى ما لانهاية. وتشكل القيمة النهائية جزءا مهما من قيمة المؤسسة لأن تطور المؤسسة مكن من تجميع ثروة أو أظهر قدرة على توليد الأرباح الى ما بعد فترة التنبؤ.¹³

إن التدفقات النقدية المتاحة التي يتم التنبؤ بها هي تلك المرتبطة بنشاط الاستغلال فقط، أي لا تدخل ضمنها التدفقات المرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة. وهي تتمثل في التدفقات النقدية الناتجة عن الاستغلال، بعد تغطية الاستثمارات الضرورية للمحافظة على المؤسسة وتطويرها، ولا تتضمن هذه التدفقات الأعباء المتعلقة بالديون، ولا الوفر الضريبي الناجم عنها. وهي تدفقات اقتصادية موجهة لتعويض المساهمين والمقرضين، وتقاس كما يلي:

ويتمثل مبدأ الطريقة في إيجاد علاقة بين كل عنصر مشكل لاحتياجات رأس المال العامل (المخزون، الزبائن والموردون) ومستوى النشاط الذي يقاس برقم الأعمال.

مخطط التمويل:⁹ من الضروري وجود مخطط تمويل تنبؤي على مدى ثلاث الى خمس سنوات، للتمكن أيضا من مراقبة عقلانية الفرضيات والتناسق المالي لمخطط العمل. فمخطط التمويل يجمع الاستراتيجيات المالية، تقييم احتياجات رأس المال العامل والموارد التي تتم تعبئتها. ويتم تحديد الاحتياجات المالية والسبل المناسبة لتمويلها من خلال مخطط التمويل وجدول تقييم احتياجات رأس المال العامل، ويجب أن يكون مخطط التمويل متوازنا خلال فترة التنبؤ.

ثانيا: حساب قيمة المؤسسة وفقا لنموذج خصم التدفقات

النقدية المتاحة

بعد إعداد القوائم المالية التنبئية للمؤسسة، يتم التنبؤ بتدفقاتها النقدية المستقبلية على فترتين، كما يتم حساب القيمة المتبقية للمؤسسة، لتخصم النتائج المتحصل عليها بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

1-فترة التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية: التنبؤ

المالي هو علم وفن توقع الأحداث المالية المستقبلية، وتلعب الميزانيات التقديرية دورا أساسيا في مهمة التخطيط والرقابة، وفي تكامل الخطط والتنسيق بين عناصرها.¹⁰ تأتي المعطيات التنبئية للمؤسسة من مخطط أعمالها، وبعد هذا العمل ترجمة مالية للخيارات الاستراتيجية للمؤسسة، يعد المدى الزمني عاملا أساسيا في خطط الأعمال، فالقرارات الاستراتيجية تهدف الى بناء المستقبل الاقتصادي للمؤسسة خلال مدة زمنية تتراوح ما بين ثلاث الى عشر سنوات،

الضريبة على نتيجة الاستغلال

مخصصات الاهتلاك

تدفقات نقدية اجمالية

الاستثمارات

تغيرات احتياجات رأس المال العامل

تدفقات نقدية صافية متاحة لأصحاب

الأموال

2-تقدير القيمة المتبقية: لتحديد هذه القيمة المتبقية (VR_T (la valeur résiduelle) أو كما تسمى أيضا القيمة النهائية للمؤسسة (la valeur terminale). توجد عدة طرق:

تتمثل الطريقة الأولى في خصم التدفقات النقدية المتاحة على مدى فترة ما بعد التوقعات. وفقا للصيغة التالية:

$$VR_T = \frac{FCT_{T+1}}{(1+r)} + \frac{FCT_{T+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCT_{T+n}}{(1+r)^n} = \sum_{t=T}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$

ولتسهيل حل هذه العملية الحسابية، يفترض أن التدفقات النقدية المتاحة تزداد دائما بمعدل ثابت g . بداية من آخر تدفق نقدي متاح خلال أفق التقييم الصريح (FCF_T) كما يلي:

$$FCF_{T+1} = FCF_T(1+g)^n$$

وفي إطار هذه الفرضيات، يتم حساب تقدير القيمة المتبقية بنموذج Gordon Shapiro:

$$VR_T = \frac{FCF_T(1+g)}{r-g}$$

من المهم تحديد السنة T التي تبدأ فيها التدفقات النقدية المتاحة في الارتفاع بمعدل ثابت، مع الأخذ بالحسبان أنه على المدى الطويل، لا يتجاوز نمو المؤسسة أو القطاع النمو الاقتصادي المحسوب من الناتج المحلي الإجمالي. للقيمة المتبقية أهمية لا يستهان بها في تقييم المؤسسة، ونتيجتها جد حساسة لمستوى النمو على المدى الطويل.¹⁴

أما الطريقة الثانية فتتمثل في استخدام مضاعفات لمؤسسات مماثلة للمؤسسة محل التقييم فيما يخص الحجم، المخاطر وفرص النمو. معاملات هذه المضاعفات تطبق أحيانا على النتيجة الصافية، على نتيجة الاستغلال أو على التدفقات النقدية المتاحة، والمضاعف الذي يطبق عموما هو مضاعف الرسملة أو نسبة العائد الى السعر ¹⁵(PER):

$$VR_T = PER_T \times PR_T$$

حيث RN_T هي النتيجة الصافية للسنة الأخيرة من أفق التقييم الضمني.

16- الطريقة الثالثة: تتمثل في تقدير التدفق النهائي (FTD). وذلك من خلال النتيجة الاقتصادية للمؤسسة ومعدل استثمارها (TI) الذي يمثل الجزء من النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة (RE) المعاد استثماره كل سنة في المؤسسة.

$$FTD = RE + DAP - \Delta BFR - Investissements bruts$$

$$Investissements nets = Investissements bruts + \Delta BFR - DAP \text{ و:}$$

وإذا اعتبرنا أن معدل الاستثمار ثابت خلال الفترة التي تلي فترة التنبؤات الصريحة وتتوقف على النتيجة الاقتصادية، نحصل على:

$$Investissement nets = Résultat économique \times TI$$

$$FTD = Résultat économique - Investissements nets \text{ و:}$$

$$FTD_{n+1} = RE_{n+1} \times (1 - TI) \text{ وعليه:}$$

$$gre = K_a \times TI \text{ من ناحية أخرى:}$$

$$TI = \frac{gre}{K_a} \text{ وعليه:}$$

تمكن هذه النتيجة الأخيرة من تحديد مستوى الاستثمار الذي يحقق النمو المستدام، حيث أن معدل النمو يخص النتيجة الاقتصادية قبل أخذ أثر الدين بعين الاعتبار، وليس معدل النمو الخاص بالنتيجة الصافية الذي يتغير بسبب أثر رافعة الديون.

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

$$VT_n = \frac{RE_{n+1} \times \left(1 - \frac{gre}{K_a}\right)}{CMPC - gre} \text{ وعليه:}$$

وتعد هذه الصيغة الأفضل بسبب الاستخدام المباشر لآخر تدفق نقدي، وبالتالي تأخذ بعين الاعتبار معدل إعادة استثمار منخفض للتدفق النقدي النهائي خلال الفترة الموالية، بالنظر إلى ربحية الاستثمار الجديد وهدف النمو الخاص بالمؤسسة.

إذا وصلت المؤسسة إلى مرحلة النضج، فيمكن اعتماد فرضية أن مردوديتها الاقتصادية تساوي تكلفة رأسمالها ($K_a = CMPC$). ففي هذا الطور وبفعل المنافسة لا يمكن للمؤسسة أن تحقق عوائد أعلى بكثير من تكلفة رأسمالها. ولكن لا يجب منهجة هذه المساواة، فبعض المؤسسات تتمتع بميزة تنافسية مما يجعل من غير المرجح أن تنخفض مردوديتها الاقتصادية عن مستوى تكلفة رأسمالها.

وعند تساوي المردودية الاقتصادية مع تكلفة رأس المال، تصبح الصيغة السابقة كالتالي:

$$VT_n = \frac{RE_{n+1}}{CMPC}$$

وهذا لا يعني عدم وجود نمو، فالمؤسسة تنمو ولكن هذا الأخير لا يمكن من خلق قيمة.

وأخيرا هناك طرق أخرى تحدد القيمة المتبقية تتمثل في:¹⁷

- قيمة التصفية: في إطار التوقف عن النشاط في نهاية فترة التنبؤ.

- قيمة الاستعمال أو القيمة الدمية: والتي تساوي مجموع القيم النهائية لأصول الاستغلال وخارج الاستغلال، إضافة إلى شهرة

المحل النهائية. ومن المفضل طرح القيمة النهائية للديون المالية للحصول على القيمة النهائية للأموال الخاصة. ويتم تحديد قيمة

الأصول خارج الاستغلال من خلال الميزانية، الاستثمارات المرتقبة والاستثمارات التي سيتم التخلي عنها، والتغيرات المحتملة في احتياجات رأس المال العامل. غير أن قيمة التصفية تعد الأفضل في تقييم الأصول خارج الاستغلال.

3- حساب قيمة المؤسسة: عند تقييم المؤسسة برمتها، يجب استخدام التدفقات التي مصدرها الأصل الاقتصادي، أي تدفقاته النقدية المتاحة. تستخدم هذه التدفقات لمكافأة أصحاب الأموال، سواء كانوا مساهمين أو دائنين ماليين ولهذا معدل الخصم الذي يستخدم هو تكلفة رأس المال، الذي يتوافق مع متوسط الربحية المرجح المطلوب من هاذين النوعين من أصحاب الأموال. فيتم حساب قيمة المؤسسة عن طريق تقدير قيمتها الاجمالية، ثم تطرح منها القيمة السوقية للديون المالية V_{df} .

تحسب القيمة الاجمالية بخصم التدفقات النقدية التنبؤية، خلال فترة التنبؤ الصريحة والقيمة النهائية VT ، ممثلة قيمة التدفقات النقدية المتاحة على مدى هذه الفترة. وفقا للصيغة التالية:

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

ثم يتم تخفيض قيمة الديون للحصول على القيمة السوقية للأموال الخاصة، كما يلي:

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

إذا كانت عملية التقييم تتم على أساس مدخل التدفقات النقدية للمساهمين، فصيغة تقييم الأموال الخاصة هي كالتالي:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{ECF_t}{(1 + k_{cp})^t}$$

حيث ECF_t تمثل التدفقات النقدية للمساهم، مع الإشارة الى أنها تمثل التدفقات النقدية المتاحة بعد تسديد المصاريف المالية DK_D لمختلف المقرضين، وتحسب هذه المصاريف المالية بعد الضريبة¹⁸، كما يلي:

$$ECF = FCF - DK_D(1 - T_{IS})$$

يتم الخصم بتكلفة الأموال الخاصة التي تتحدد بواسطة معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وللحصول على القيمة الاجمالية للمؤسسة يجب اضافة قيمة الدين الى تقييم الأموال الخاصة بالتدفقات النقدية للمساهم.

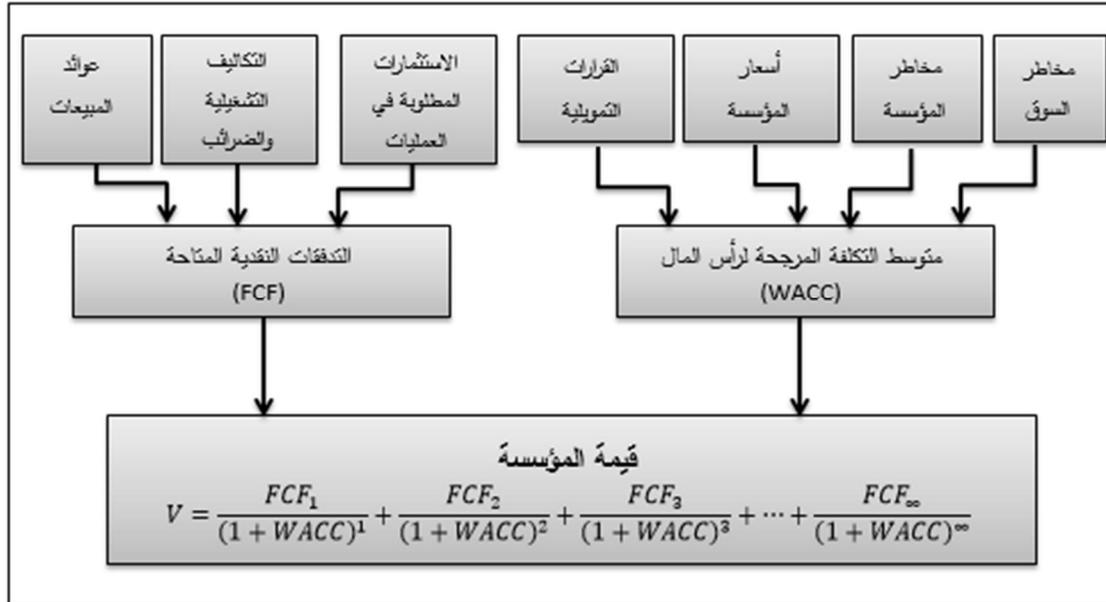
يمكن تلخيص التقييم بواسطة نموذج التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة في الصيغة التالية:

$$V = \frac{FCF_{t+1}}{K - g}$$

حيث أن التدفقات النقدية المقدره تخص السنة الموالية، مع أخذ كلا من معدل النمو والمردودية المطلوبة من المستثمرين بعين الاعتبار.

يوضح الشكل الموالي المكونات الرئيسية لقيمة المؤسسة وفق طريقة خصم التدفقات النقدية المتاحة.

شكل رقم (01): محددات قيمة المؤسسة



المصدر: برغام أجين، الإدارة المالية: أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ترجمة محمد عبد الكريم وآخرون، الجزء الأول، ط 1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010، ص: 25.

للإدارة بالقيمة علاقة وطيدة مع نموذج خصم التدفقات النقدية، الذي يعتبر احدى أهم نماذج تقييم المؤسسات وأكثرها استخداما.

1- دور التدفق النقدي والقيمة الاستراتيجية في خلق

القيمة: إن دراسة الأسس المفاهيمية والنظرية لمدخل خلق القيمة يسלט الضوء على الدور الأساسي الذي لعبه كل من التدفق النقدي ومفهوم القيمة الاستراتيجية.

دور التدفقات النقدية: ²⁰ وفقا لمدخل القيمة فالمؤسسة هدف وحيد هو تعظيم خلق القيمة لحملة أسهمها. وتحدد أسعار السوق بثلاث عوامل أساسية هي: التدفقات النقدية، التنبؤات على المدى الطويل للتدفقات النقدية وتكلفة رأس المال، تمثل هذه العوامل عند جمعها القيمة الحالية المتوقعة لكل حالات التدفقات النقدية المتوقعة في ظل سياسات الاستثمار الماضية والمستقبلية للمؤسسة، وتحدد القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمؤسسة ما السعر السوقي لأوراقها المالية. فبخصم التدفقات النقدية المنتظرة بمعدل مساو على الأقل لتكلفة رأس المال، يتم تقييم الربح الصافي الإضافي المحقق الذي يؤثر على الأرباح وقيمة أسهم المؤسسة.

وفقا لما يبينه الشكل، تقوم المؤسسة ببيع منتجاتها ودفع مصاريفها التشغيلية والضرائب المترتبة عليها، وتوظف الاستثمارات اللازمة في الأصول لتحقيق النمو، وبذلك يتبقى لديها التدفقات النقدية المتاحة وهي القابلة للتوزيع على المستثمرين. من جهة أخرى يسهم هيكل رأس مال المؤسسة والمخاطر التي تكتنف بيئة عملها في تحديد المخاطر الكلية بالنسبة للمستثمرين. هذه المخاطر تتفاعل مع أسعار الفائدة السائدة واتجاهات المستثمرين فيما يتعلق بالمخاطر، لتحديد معدل العائد الذي يقبل به المستثمرون والذي يمثل في الوقت ذاته متوسط التكلفة المرجحة لرأس مال المؤسسة. وأخيرا يشترك كل من التدفقات النقدية المتاحة وتكلفة رأس المال في تحديد قيمة المؤسسة. وتجدر الإشارة الى أن تنمية المؤسسة تتطلب التفاعل مع الأسواق المالية، لما لهذه الأخيرة من تأثير واضح على تكلفة رأس المال.¹⁹

المحور الثاني: خلق القيمة وفقا لنموذج خصم التدفقات

النقدية المتاحة

أولا: العلاقة بين خلق القيمة ونموذج خصم التدفقات

النقدية

6- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال معدلة بالخطر والتضخم؛

7- مدة التنبؤ بالتدفقات النقدية أو الميزة التنافسية.

النمو: يتم تحليل النمو بثلاث محددات هي نمو رقم الأعمال. الاستثمار في رأس المال العامل وفي التثبيتات. حيث أن زيادة رقم الأعمال هو تطوير لنشاط المؤسسة. كما أن تطور المؤسسة يتطلب احتياجات إضافية من رأس المال العامل وهذا ما سيخفض من التدفقات النقدية المتاحة. أما الاستثمار في التثبيتات فيتطلب موارد على المدى القصير ويخفض من التدفقات النقدية المتاحة، أما على المدى الطويل فهو ضروري لنمو المؤسسة.

يكون لمعدل نمو المبيعات أثر موجب على قيمة المؤسسة إذا كانت ربحية هذه الأخيرة مرتفعة، غير أن هذه القاعدة لا تسري إذا كان تحقيق النمو يتطلب رأس مال إضافي كبير وكانت تكلفة رأس المال مرتفعة نسبياً. كذلك فإن قيمة المؤسسة تربطها علاقة طردية مع هامش الربح التشغيلي على المبيعات، فكلما كان هذا الأخير أكبر كلما ارتفعت قيمة المؤسسة.

بدورها ترتبط نسبة المتطلبات الرأسمالية بعلاقة عكسية مع قيمة المؤسسة، ذلك أن انخفاض هذه النسبة يعني أن قدرة المؤسسة على تخفيض المبيعات كبيرة باستخدام كمية منخفضة نسبياً من رأس المال.

العائد: يوجد محددان للعائد هما هامش الاستغلال الذي يعد مهماً لمساهمته في خلق القيمة للمساهمين بشكل محوري، ويعبر عن الهامش الذي تحصل عليه المؤسسة بحذف كل تحريف محاسبي. والمحدد الثاني هو المعدل الفعلي للضريبة الذي يخفض من التدفقات النقدية المتاحة وبالتالي يؤثر على العائد.

الخطر: يتضمن عامل الخطر محددتين هما التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وفترة النمو، فتعد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال أساسية لدمج المضاهيم المالية للسوق في تقييم القيمة المساهماتية. أما فترة النمو فتمثل مدة امتلاك

مصطلح القيمة الاستراتيجية²¹ تحدد سلسلة التدفقات النقدية المنتظرة من المستثمر الصناعي القيمة الاستراتيجية أو القيمة الاقتصادية لمؤسسة ما، وتعكس القيمة الاستراتيجية القيمة المتصورة للمؤسسة من المشتريين الذين يعتبرون أن لها علاقة ضئيلة مع القيمة المالية للمؤسسة (وفقاً للبورصة أو باعتماد الطرق التقليدية للتقييم). يسعى المستثمر الصناعي لاقتناء مؤسسة ما بهدف استثمارية استغلالها وخلق قيمة، أما بالنسبة للمستثمر المالي فتعد فرصة استثمارية كغيرها. فالتدفقات النقدية المتوقعة من المستثمر الصناعي ليست نفسها بالنسبة للمستثمر المالي، وتؤدي إلى تقييم مختلف للمؤسسة يتمثل في القيمة الاستراتيجية أو الاقتصادية، والتي تعرف بكونها القيمة التي يعد مستثمر صناعي مستعداً لدفعها لا متلاك مؤسسة، مع الأخذ بالاعتبار لتدفقاتها النقدية المتوقعة والمكاسب الناتجة عن التكامل الصناعي أو التجاري الناتج عن توافق هذه المؤسسة مع آفاق المستثمر الصناعي أو المردودية المستقبلية المنتظرة، بما في ذلك التدفقات النقدية الناجمة عن فرص إعادة الهيكلة الممكنة للمؤسسة.

2- العلاقة بين خلق القيمة ونموذج خصم التدفقات النقدية:

يرتكز نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة على ثلاث عوامل هي النمو، العائد والخطر. وهي ما يمكن أن تفسر بالمحددات السبع الأساسية للقيمة المتمثلة في²²

1- معدل نمو رقم الأعمال؛

2- هامش الاستغلال قبل المصاريف المالية، الضرائب، مخصصات الاهتلاك والمؤونات؛

3- المعدل الفعلي للضريبة؛

4- احتياجات رأس المال العامل؛

5- الاستثمار في التثبيتات؛

المؤسسة لميزة تنافسية أو المدة التي تكون فيها القيمة الحالية الصافية موجبة عند خصمها بتكلفة رأس المال. للتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال علاقة عكسية مع قيمة المؤسسة، كونه يمثل معدل الخصم المستخدم لحساب قيمة عمليات المؤسسة، لذلك فإن انخفاضه يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.

توفر محددات القيمة قاعدة موحدة لتحليل مختلف الوحدات المشكلة لمؤسسة ما، ويجب حساب هذه المحددات على أساس المؤشرات الخاصة بكل قطاع نشاط. كما يمكن إضافة مؤشر آخر مهم يرتبط بقيمة المؤسسة هو العائد المتوقع عن رأس المال المستثمر (EROIC)، الذي يمثل حاصل قسمة صافي الربح التشغيلي المتوقع بعد الضريبة للسنة المعنية على رأس المال التشغيلي لبدية تلك السنة (وهو نفسه رأس المال التشغيلي في نهاية السنة السابقة).²³

وتمثل الصيغة التالية تأثير كل من المحددات السالفة الذكر على قيمة المؤسسة.²⁴

$$V_{op} = OC_N + \left[\frac{S_N(1+g)}{WACC+g} \right] \left[OP - WACC \left(\frac{CR}{1+g} \right) \right]$$

حيث أن:

OP: هامش الربح التشغيلي، وهو نسبة صافي لربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) إلى المبيعات.

CR: نسبة المتطلبات الرأسمالية، وتساوي نسبة رأس المال التشغيلي (OC) إلى المبيعات (S).

WACC: متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال.

g: معدل نمو المبيعات المستقر.

تبين هذه

الصيغة أنه من الممكن تقسيم قيمة المؤسسة إلى مكونين هما: رأس المال التشغيلي الوارد من المستثمرين، والقيمة لتي تضيفها الإدارة وهي تتمثل في القيمة السوقية المضافة. وبالتالي يمكن كتابتها كما يلي.²⁵

$$V_{op/N} = OC_N + \frac{OC_N(EROIC_N + WACC)}{WACC - g}$$

2- إذا كان العائد المتوقع على رأس المال المستثمر مساويا لمتوسط التكلفة المرجحة، فستكون قيمة الحد الثاني معدومة وتكون المؤسسة في حالة تعادل بالمفهوم الاقتصادي. إذ تحقق المؤسسة أرباحا وتدفقات نقدية موجبة، ولكنها بالكاد تكفي لإرضاء المستثمرين، مما يجعل قيمة هذه المؤسسة مساوية لرأس المال الذي قدمه هؤلاء لها.

3- إذا كان العائد المتوقع على رأس المال المستثمر أقل من متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال فسيصبح الحد الثاني من المعادلة سالبا، وهذا يعني

من هذه الصيغة يتضح أن القيمة المضافة السوقية وبالتالي قيمة المؤسسة تتوقف على الفرق بين العائد المتوقع لرأس المال المستثمر ومتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال. وهنا نكون أما ثلاث حالات:²⁶

1- إذا كان العائد المتوقع على رأس المال المستثمر أكبر من متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، فهذا يعني أن العائد الذي يتوقعه المستثمرون يفوق العائد الذي يطالبون به، ما يجعل القيمة المضافة السوقية للمؤسسة كبيرة، وفي هذه الحالة تؤدي زيادة معدل نمو المبيعات إلى زيادة قيمة المؤسسة.

- قيمة الاستمرارية: تعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المنتظرة، التي تتحقق من الاستمرار في الاستثمار الحالي الى غاية نهاية مدة حياته.

- قيمة التصفية أو قيمة الاسترداد: هي التدفقات النقدية الصافية التي تتحصل عليها المؤسسة إذا توقفت عن المشروع الاستثماري حالا.

- قيمة التنازل: وهي السعر الأفضل الذي تحصلت عليه المؤسسة كعرض عن هذا الاستثمار.

إن اختيار المؤسسة للاستثمار في المشروع الحالي، تصفيته أو بيعه مرتبط بالقيمة المتحصل عليها من هذه البدائل الثلاث. فإذا كانت قيمة الاستمرار هي الأعلى، يجب أن تستمر المؤسسة في المشروع الاستثماري الى غاية نهاية عمره الإنتاجي، حتى وإن كان يحقق أقل من تكلفة رأسماله. أما إذا كانت قيمة التصفية أو التنازل أعلى من قيمة الاستمرار، فتوجد إمكانية لرفع القيمة من خلال تصفية الاستثمار أو التنازل عنه.

زيادة النمو المنتظر.²⁹ المؤسسة ذات تدفقات نقدية عالية منخفضة يمكن أن تكون ذات قيمة مرتفعة إذا كانت قادرة على تحقيق نمو سريع، والذي يكون إما بالزيادات في إعادة الاستثمار، أو بعوائد أعلى عن تكلفة رأس المال المستثمر. لكن لا يترجم هذا دوماً بقيمة أعلى، بما أن النمو الأعلى يمكن أن يتم تعويضه بتغيرات تحدث في عوامل أخرى في عملية التقييم. وبالتالي فمعدلات إعادة استثمار أعلى تؤدي عموماً الى نمو منتظر أعلى. ولكن على حساب تدفقات نقدية أقل، بما أن إعادة الاستثمار يخفض التدفقات النقدية المنتظرة.

العوائد الأعلى عن رأس المال المستثمر تؤدي أيضاً الى ارتفاع النمو المنتظر ولكن رغم ذلك فالقيمة يمكن أن تنخفض، إذا كانت الاستثمارات الجديدة تم القيام بها في قطاعات نشاط أكثر مخاطرة، وكذلك في حالة وجود ارتفاع أكثر من متناسب في تكلفة رأس المال. المفاضلة

أن الإدارة تدمر القيمة. وهنا تغدو زيادة معدل النمو وبالأعلى المؤسسة، إذ سيؤدي ارتفاع معدل النمو الى انخفاض قيمتها.

ثانياً: آليات وسبل رفع قيمة المؤسسة

نظراً للعلاقة بين الإدارة بالقيمة ونموذج خصم التدفقات النقدية، فإن مكونات وعناصر هذا الأخير من شأنها أن تشكل آليات لتحقيق خلق للقيمة وبالتالي رفع قيمة المؤسسة.

1-عوامل رفع قيمة المؤسسة: تتمثل قيمة مؤسسة ما

في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المنتظرة الناتجة عن الأصول الفعلية لهذه المؤسسة ونموها المستقبلي، مخصومة بتكلفة رأس المال. فليكون أي قرار خالفاً للقيمة يجب أن يؤدي الى:²⁷

- زيادة التدفقات النقدية الناتجة عن المستثمرين الموجودين؛

- زيادة معدل النمو المنتظر للأرباح؛

- زيادة مدة أو فترة النمو المرتفع؛

- تقليص تكلفة رأس المال المستخدمة في خصم التدفقات النقدية.

وعليه فيتم زيادة قيمة المؤسسة من خلال القرارات التي يتم اتخاذها من طرف الإدارة، والتي تؤدي الى التأثير على عامل واحد أو مجموعة من العوامل السالفة الذكر.

زيادة التدفقات النقدية التي تنتجها الاستثمارات:²⁸ لكل

مؤسسة بعض الاستثمارات التي تحقق أقل من الحد الأدنى للمردودية الضرورية (تكلفة رأس المال)، والتي قد تؤدي أحياناً الى خسارة المؤسسة للمال. وفي هذه الحالة تعد التصفية أو التنازل عن هذه الاستثمارات مبرراً، ولكن توجد مقاييس للاستثمارات الموجودة في المؤسسة والتي يجب استخدامها لاتخاذ مثل هذه القرارات، وتتمثل في:

- تقليص التكاليف الثابتة في المؤسسة مما سيجعلها أقل مخاطرة وكذا سيخفض من تكلفة رأس المال.

- جعل هيكل التكاليف أكثر مرونة وهو ما سيؤثر على كل من: بيتا الخالي من الديون ليصبح أدنى بسبب انخفاض الرفع التشغيلي، تقليص تكلفة الدين بسبب انخفاض خطر الفشل ورفع نسبة معدل الاقتراض الأمثل. وبهذا ستخفض تكلفة رأس المال وترتفع قيمة المؤسسة.

- تغيير هيكل الديون والأموال الخاصة المستخدمة لتمويل المؤسسة، فالدين يعد وسيلة تمويل أقل تكلفة من الأموال الخاصة، لأن المقرضين يتحملون مخاطر أقل ولوجود ميزة ضريبية مرتبطة بالاقتراض. غير أن هناك ضرورة لمقارنة هذه الميزة مع خطر الإفلاس الناجم عن الاقتراض الذي قد يؤدي الى رفع كل من بيتا الأموال الخاصة وتكلفة الاقتراض، لتحديد ما إذا كانت تكلفة رأس المال ترتفع أو تنخفض كلما رفعت المؤسسة اقتراضها. مع الإشارة الى أن قيمة المؤسسة ترتفع مع انخفاض تكلفة رأسمالها، وهذا في حالة عدم تأثير التدفقات النقدية للاستغلال بمعدل الاقتراض الكبير. فالارتفاع التدريجي لمعدل الاقتراض يؤدي الى رفع الخطر المتحمل من المؤسسة، وإذا تأثرت عمليات المؤسسة وتدفقاتها النقدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن تنخفض حتى مع انخفاض تكلفة رأس المال.

- تتزامن التدفقات النقدية للديون (التدفقات النقدية المطلوبة من الخصوم) مع التدفقات النقدية للأصول (التدفقات النقدية الناتجة)، وهو ما يؤدي الى تقليص خطر الفشل ويرفع قدرة الاستدانة، مما يؤدي بدوره الى تخفيض تكلفة رأس المال ورفع قيمة المؤسسة.

التي تدور حول ارتفاع معدل الاستثمار يلخصه الجدول الموالي، فالأثر الإيجابي لرفع إعادة الاستثمار أي الحصول على نمو أعلى، يجب أن يقارن مع الأثر السلبي لرفع إعادة الاستثمار أي انخفاض في التدفقات النقدية المتاحة.

جدول رقم (03): المفاضلة فيما يخص معدل إعادة

الاستثمار

الأثار السلبية	الأثار الايجابية
انخفاض التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة، بمقدار: $FCF = EBIT(1 - \text{taux d'imposition})(1 - \text{taux de rémunération})$	ارتفاع النمو المنتظر بمقدار حاصل ضرب معدل إعادة الاستثمار في العائد عن رأس المال المستثمر.

المصدر: Aswath DAMODARAN, Op.Cit,

p : 1093

إطالة فترة النمو المرتفع:³⁰ تتميز كل مؤسسة في

مرحلة ما من حياتها بنمو ثابت، فتتطور بمعدل أقل أو مساو لذلك الخاص بالاقتصاد الذي تنشط فيه. كما أن النمو يخلق لا يخلق قيمة إلا في الحالة التي تكون فيها للمؤسسة عوائد إضافية عن استثماراتها. وكلما كانت مدة النمو المرتفع طويلة في ظل وجود عوائد إضافية مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، كلما كانت قيمة المؤسسة أكبر. وللمحافظة على العوائد الإضافية، يجب على المؤسسات زيادة الحواجز الموجودة وإيجاد أخرى لمنع دخول منافسين جدد، وهذا عن طريق تطوير مزاياها التنافسية، وهو ما سيؤدي بدوره الى رفع القيمة.

تقليص تكلفة التمويل: بما أن التدفقات النقدية يتم

خصمها بتكلفة رأس المال، فتقليص هذه التكلفة يؤدي الى رفع قيمة المؤسسة في ظل ثبات التدفقات النقدية، وهو ما يتم من خلال.³¹

ولأغلب القرارات أثر إيجابي وسلبي على القيمة. ويعد الأثر الصافي هو الذي يحدد ما إذا كانت هذه القرارات تخلق القيمة.

ثالثا: تصنيف القرارات وفقا للسرعة التي تصبح فيها مجدية، بعض القرارات تولد ارتفاعا فوريا للقيمة ومن أمثلتها عمليات التنازل عن الأصول وتخفيض التكاليف، غير أن هناك الكثير من القرارات التي تخلق القيمة على المدى الطويل كتطوير علامة تجارية.

يلخص الجدول الموالي سلسلة خلق القيمة التي تم فيها تصنيف القرارات التي تخلق القيمة، حسب السرعة وحسب درجة سيطرة المؤسسة على خلق القيمة.

2-سلسلة خلق القيمة في المؤسسة: يمكن إذا تصنيف

نطاق القرارات التي يمكن للمؤسسة اتخاذها لرفع القيمة بعدة طرق.³²

أولا: تصنيف القرارات وفقا للطريقة التي تؤثر بها إما على التدفقات النقدية للأصول الفعلية، أو النمو، أو تكلفة رأس المال أو مدة فترة النمو المرتفع.

ثانيا: تصنيف القرارات التي تخلق مفاضلة حول القيمة، والتي تخلق القيمة البحتة. فقليلة هي القرارات التي ترفع القيمة بدون أي تقييد، من بينها التنازل عن الأصول عندما تفوق قيمة التنازل قيمة الاستثمار، وكذلك حذف التكاليف التي لا تساهم في الأرباح ولا في النمو المستقبلي.

جدول رقم (04): سلسلة خلق القيمة

المدى الطويل	المدى المتوسط	الحلول السريعة	
- تغيير استراتيجية التسعير لتعظيم الهامش الربحي للمنتوج ومعدل تجديد رأس المال المستثمر. - التوجه الى تكنولوجيا أكثر فعالية لأنشطة المؤسسة لتخفيض المصاريف وتحسين الهوامش.	- تخفيض صافي احتياجات رأس المال العامل بتقليص المخزون والذمم المدينة للزبائن أو برفع ديون الموردين. - تخفيض تكاليف صيانة الأصول الموجودة. تخفيض معدلات الضريبة الهامشية.	- اقتناء أصول أو مشاريع ذات قيمة شراء أكبر من قيمة الاستثمارية. - توقيف المشاريع ذات قيمة التصفية أكبر من قيمة الاستثمارية. - التخلص من مصاريف الاستغلال التي لا تولد دخلا ولا نموا. - الاستفادة من القانون الضريبي لرفع التدفقات النقدية.	الاستثمارات الموجودة
رفع معدل إعادة الاستثمار أو العائد الهامشي عن رأس المال المستثمر أو كلاهما معا، بالنسبة لأنشطة المؤسسة المستقبلية.	رفع معدل إعادة الاستثمار أو العائد الهامشي عن رأس المال المستثمر أو كلاهما معا، بالنسبة لأنشطة المؤسسة الحالية.	التخلص من مصاريف الاستثمارات الجديدة التي تحقق عوائد أقل من تكلفة رأس المال.	النمو المنتظر
بناء علامة. رفع تكلفة تغيير	استعمال وفورات في الحجم أو مزايا من حيث	في حالة إمكانية تسجيل أو حماية إحدى	مدة فترة النمو المرتفع

المنتوج وتخفيض تكلفة انتقال هذا المنتوج.	التكاليف لتحقيق عوائد أعلى عن رأس المال المستثمر.	منتجات أو خدمات المؤسسة. فيجب التصرف وفقا لذلك.	
تخفيض خطر استغلال المؤسسة يجعل المنتوجات أقل وفقا لتقدير المستهلكين.	تغيير نوع التمويل واستخدام أوراق مالية مبتكرة تعكس نوع الأصل الممول. استعمال الهيكل التمويلي الأمثل لتمويل الاستثمارات الجديدة. جعل هيكل التكلفة أكثر مرونة لتخفيض الرافعة التشغيلية.	استعمال عقود المقايضة أو المشتقات المالية لتحقيق تقارب بين الديون وأصول المؤسسة. زيادة رؤوس الأموال لتوجيه المؤسسة نحو معدل استدانتها الأمثل.	تكلفة التمويل

المصدر: Aswath DAMODARAN, Op.Cit , p : 1105

الخاتمة:

يتسم نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة بتوافقته مع النظرية المالية، فالتقييم وفق مقارنة التدفقات النقدية هو تطبيق للنظرية المالية، وهو ما جعل أغلبية المنظرين الماليين يدافعون عن هذا النموذج ويمنحونه اهتماما كبيرا. كما أن مقارنة خصم التدفقات النقدية لا تتأثر بالتلاعبات التي تتم على الميزانيات، كون التدفقات النقدية التي يقوم عليها النموذج لا تعتمد على المعطيات المحاسبية.

ان تطبيق طريقة التقييم هذه يتطلب دراسة معمقة للمؤسسة من أجل تسليط الضوء على محددات القيمة الرئيسية بها ومعرفة العلاقة التي تربط بينها. مما يسمح بقيادة المؤسسة بالقيمة. فتمكن من القيام باختبارات لحساسية القيمة لعامل أو عدة عوامل ومعرفة أثر هذه العوامل على قيمة المؤسسة، وهو ما يشكل عامل القوة الأساسي لطريقة خصم التدفقات النقدية. كما أن هذا النموذج يسمح بمعرفة آليات خلق القيمة في المؤسسة، ويمكن من اتخاذ القرارات التي من شأنها رفع قيمة المؤسسة من خلال سلسلة خلق القيمة.

قائمة المراجع:

باللغة العربية:

برغام أجين. الإدارة المالية: أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ترجمة محمد عبد الكريم وآخرون، الجزء الأول والثاني، ط 1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010.

دريد كمال آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، اليازوري، عمان، الأردن، 2010.

هوارى سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010.

باللغة الفرنسية:

Arnaud THAUVRON, *Evaluation d'entreprise*, 3ème édition, Economica, Paris, France, 2010.

Aswath DAMODARAN, *Finance d'entreprise*, 2ème édition, De boeck, Bruxelles, Belgique, 2006, p : 1060.

Claude-Annie DUPLAT, *Analyser et maitriser la situation financière de son entreprise*, Vuibert, Paris, France, 2004.

Hubert de La BRUSLERIE, *Analyse financière*, 4ème édition, Dunod, Paris, France, 2010.

Jean-Michel PALOU, **Les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe revue Fiduciaire, Paris, France, 2^{ème} édition, 2008.

Jérôme CABY et Gérard HIRIGOYEN, **La création de valeur de l'entreprise**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2001.

Mondher CHERIF et Stéfane DUBREILLE, **Création de valeur et capital-investissement**, Pearson éducation, Paris, France, 2005.

الهوامش:

- ²⁵ المرجع السابق، ص: 459.
²⁶ المرجع السابق، ص: 459 و 460.
²⁷ Aswath DAMODARAN, **Finance d'entreprise**, 2^{ème} édition, De boeck, Bruxelles, Belgique, 2006, p : 1083.
²⁸ Ibid, p : 1085.
²⁹ Ibid, p : 1092.
³⁰ Ibid, p : 1096.
³¹ Ibid, p : 1100-1103.
³² Ibid, p : 1104, 1105.

¹ Claude-Annie DUPLAT, **Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise**, Vuibert, Paris, France, 2004, p : 151.

² Arnaud THAUVRON, **Evaluation d'entreprise**, 3^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2010, p : 110.

³ Jean-Michel PALOU, **Les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe revue Fiduciaire, Paris, France, 2^{ème} édition, 2008, p : 226,227.

⁴ Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p : 110.

⁵ Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p : 112., 113.

⁶ Hubert de La BRUSLERIE, **Analyse financière**, 4^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2010, p : 339.

⁷ Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p : 114-116.

⁸ Jean-Michel PALOU, Op.Cit, p : 231.

⁹ Ibid, p : 232.

¹⁰ دريد كمال آل شبيب، ادارة مالية الشركات المتقدمة، اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص 38.

¹¹ Hubert de La BRUSLERIE, Op.Cit, p : 338

¹⁰¹² Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p : 1

¹³ Jean-Michel PALOU, Op.Cit, p : 235.

¹⁴ Mondher CHERIF et Stéfane DUBREILLE, **Création de valeur et capital-investissement**, Pearson éducation, 11Paris, France, 2005, p :

¹¹¹⁵ Ibid, p :

¹⁶ Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p: 120.

¹⁷ Jean-Michel PALOU, Op.Cit, p : 237.

¹⁸ Mondher CHERIF et Stéfane DUBREUILLE, Op.Cit, 12p :

¹⁹ برغام أجين، الادارة المالية: أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات،

القرارات التمويلية الاستراتيجية، ترجمة محمد عبد الكريم وآخرون،

الجزء الأول، ط 1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010، ص: 27.

²⁰ Jérôme CABY et Gérard HIRIGOYEN, **La création de valeur de l'entreprise**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2001, p : 07.

²¹ Ibid, p: 09,10.

²² Ibid, p: 57-59.

²³ برغام أجين، الادارة المالية: أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات،

القرارات التمويلية الاستراتيجية، ترجمة محمد عبد الكريم وآخرون،

الجزء الثاني، ط 1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010، ص: 458.

²⁴ نفس المرجع السابق.