

المحور الرابع/ المحاضرة الثالثة: مقارنة التدفقات النقدية

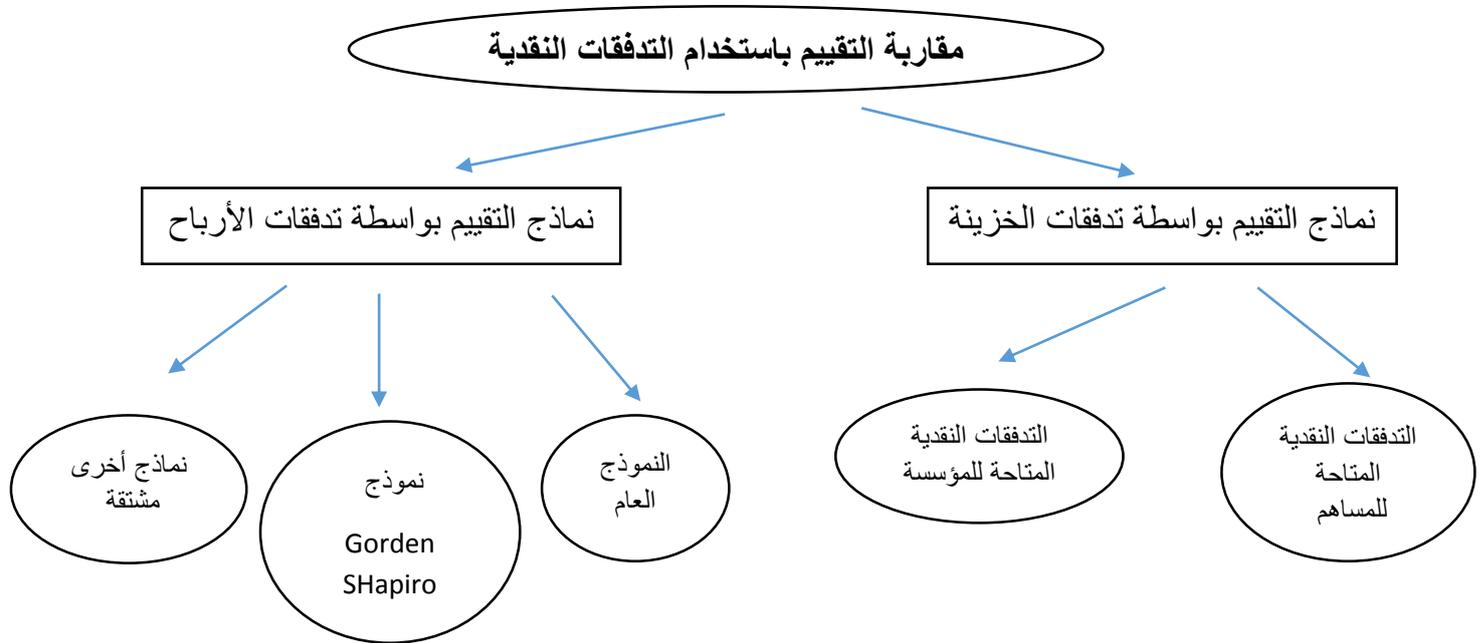
نظرا للانتقادات الموجهة لمقاربة الذمة المالية خاصة عدم اعتمادها على مستقبل المؤسسة أي على قدرتها الربحية، ظهرت عدة طرق ذات مرجعية مالية تأخذ بعين الاعتبار قدرة المؤسسة على تحقيق تدفقات مستقبلية تتمثل في مقارنة التدفقات النقدية.

- مقارنة التدفقات النقدية:

ترتكز مقارنة التدفقات النقدية على تلك التدفقات النقدية المستقبلية المحيطة، و المبنية على توقع تحقيق تدفقات خزينة للاستغلال صافية من الاستثمارات للمحافظة على إمكانيات الإنتاج و تطويرها، و بذلك فإن التدفق الحر هو تدفق الخزينة الذي تحققه المؤسسة بعد تجديد و توسيع الأداة الصناعية، و بهذا الرصيد يمكنها مكافأة الدائنين الماليين و المساهمين معا.

إن هذه المقاربة تركز في تقييمها للمؤسسة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن الاستثمار و النمو، قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية و تدفقات الخزينة المتاحة.

يمكن تقسيم مقارنة التدفقات النقدية الى الطرق الفرعية الآتية كما يوضحه الشكل الموالي:



المصدر: رجم نصيب، لمياء عماني و سمية بن علي: تقييم المؤسسات (2018): الطبعة الأولى، الدار الجزائرية، ص

أولاً: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي:

1-1 - تدفق الخزينة الحر (FTF): يتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{تدفق الخزينة الحر (FTF)} = \text{النتيجة الصافية (RN)} + \text{الاهلاك (AM)} - \text{التغير في احتاج رأس المال العامل - الاستثمارات (IN)}$$

1-2 طريقة تدفقات خزينة الاستغلال المتاحة (FTD):

تعرف طريقة تدفقات خزينة الاستغلال المتاحة، قيمة المؤسسة على أنها "مجموع التدفقات النقدية المستحدثة لخزينة المؤسسة". حيث تقوم بتقييم المؤسسة انطلاقاً من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة و التي تقوم باستحداثها بمعدل آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية و بعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية.

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FTD/FTF}{(1+CMPC)^t} + \frac{VR_n}{(1+CMPC)^n}$$

حيث أن:

VE : قيمة المؤسسة.

FTD : التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة t ، و يمكن تعويضه بالتدفق النقدي الحر المذكور أعلاه .FTF

CMPC : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

n: عدد السنوات المأخوذة كآفاق للتقدير .

VR : القيمة المتبقية للمؤسسة.

و تتم عملية تقييم المؤسسة تبعا لهذه الطريقة وفق هذه المراحل:

- جمع المعلومات أو التنبؤات الموجودة في خطة العمل الخاصة بمرحلة التقييم، حيث أن المقيم سوف يقوم بتحليل الفرضيات الموجودة في هذه الخطة.

- حساب تدفقات الخزينة المتاحة: يتم حساب قيمة التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة وفق الصيغة التالية:

$$FTD = FTE - I$$

حيث:

FTE تدفقات خزينة الاستغلال

I استثمارات

أما تدفقات خزينة الاستغلال FTE فتحسب كما يلي:

الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE) - الضريبة T - التغير في احتياج رأس المال العامل (BFR)

- تحديد معدل الخصم المناسب: بعد حساب تدفقات الخزينة المتاحة يقوم المقيم بتعيين هذه التدفقات من خلال خصمها وفق معدل خصم مناسب CMPC.

و تحسب كما يلي:

$$CMPC = K_{CP} \times \frac{CP}{CP+D} + K_D \times \frac{D}{CP+D}$$

حيث:

K_{CP} تكلفة الأموال الخاصة

K_D تكلفة الديون

CP الأموال الخاصة

D الديون

- حساب القيمة النهائية: و تتمثل في قيمة المؤسسة في نهاية المدة المحددة لفترة التنبؤ و تسمى بالقيمة المتبقية أو القيمة النهائية. و تحسب كما يلي:

$$VR_n = \frac{FTD_n}{CMPC - g}$$

حيث:

VR_n : القيمة المتبقية (المتوقعة) للمؤسسة

FTD_n : آخر تدفق نقدي متاح للمؤسسة

CMPC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

g: معدل نمو التدفق النقدي

ثانياً: الطرق المرتكزة على مقارنة الربح:

يتم الاعتماد على الطرق المرتكزة على الربح في تقييم أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، حيث تكون توزيعات الأسهم المستقبلية و سعر التنازل هي أساس عملية التقييم.

- طرق تحيين أرباح الأسهم:

• نموذج فيشر FISHER:

$$p_0 = \sum_1^n \frac{DIV}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسهم

DIV : توزيع الأرباح

P_n : سعر إعادة بيع السهم أو سعر التنازل.

r : معدل الخصم (معدل التحيين)

• نموذج Gorden Shapiro:

يسمح هذا النموذج بربط قيمة الأصل المالي مع توزيعات الأرباح المتوقعة للسنة المقبلة، كما يسمح بتحديد معدل نمو الأرباح g .

$$p_0 = \left(\frac{d \times BP}{r - g} \right)$$

الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت مع شرط $r > g$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسهم،

d : معدل توزيع الأرباح،

BP : ربحية السهم الواحد،

r : معدل الخصم.

g: معدل نمو توزيعات الأرباح، و يحسب: $g=(1-d)RI$

حيث: d معدل توزيع الأرباح

RI مردودية الاستثمار الجديد

- صعوبات تطبيق مقارنة التدفقات:

هناك عدة صعوبات تعترض المقيم أثناء تطبيق هذه المقاربة رغم أهميتها في تقييم الأصل (المؤسسة) من خلال التدفقات المتوقعة، أي من خلال النظرة نحو المستقبل بناء على النتائج المحققة. و تتمثل أهم هذه الصعوبات في تحديد كل من التدفق النقدي، معدل الخصم و القيمة النهائية للمؤسسة. فبالنسبة للتدفق النقدي و معدل الخصم تكون جودة التقدير من خلال الاعداد الجيد لمخطط الأعمال، ثم اختيار معدل الخصم المتناسب مع طبيعة التدفق. أما كيفية تقدير القيمة النهائية للمؤسسة و وفق أي أفق استثماري فهي كلها تعتبر فرضيات قابلة للنقد.