

# تقويم الشركات

## مقدمه :

يعد التقويم بوصفه أحد فروع المحاسبة موضوعا من الموضوعات الحديثة ، فالتقويم امتداد طبيعي لموضوع تحليل القوائم المالية حيث تبعث الحاجة إليه بظهور حالات ملحة تبين فيها أن المحاسب هو الأجدر على فهم القوائم المالية ، وينظر التقويم إلى قيمة المنشأة الحالية على ضوء التوقعات المستقبلية لأداء الشركة ومركزها المالي فالتقويم عملية مهمة تقع خلف كافة الصفقات المالية المهمة التي تعقد في عالم الأعمال الآن .

تعريف عملية التقويم وخصائصها :

”التقويم عملية يتم بموجبها تحديد القيمة العادلة للمنشأة المستمرة في الأعمال أو أي حصة منها ، استنادا على الأداء الماضي والمركز المالي الحالي والتوقعات المستقبلية ، ويستخدم بوصفه أساسا لاتخاذ قرارات اقتصادية ”

## ومن هذا التعريف يمكن مناقشة خصائص التقويم

### ١- تحديد القيمة العادلة

الهدف الأساس للتقويم هو القيمة العادلة حيث سعى جميع المتعاملين بالسوق لها والقيمة العادلة هي القيمة التي تفرزها صفقات متكافئة بين طرفين مستقلين في ظروف عادية لدى كل منهما المعلومات التي تعينه على التفاوض والمساومة وعرض وقبول أسعار يرى أنها عادلة .

### ٢- المنشأة أو حصة منها

قد تنصب عملية التقويم على منشأة قائمة بذاتها أو أكبر أو أقل من ذلك عندما تتناول مجموعة من منشآت تقع تحت سيطرة واحدة ، وهنا يجب النظر إلى قيمة المجموعة ككل على أنها أكبر من مجموع قيم المنشآت كلا على حده .

### ٣- الاستمرار

هي عملية يتم بموجبها تحديد قيمة صافي الأصول بناء على قيم التصفية وسداد الالتزامات ورأس المال حسب حصيلة عائدات التصفية ، فالتصفية بحد ذاتها لا تعد

تقويما للمنشأة بل خروج اضطراري من الأعمال أما الأصل في التقويم فانه يعتمد على فرض الاستمرار وفي هذه الحالة التقويم المحاسبي يقوم على أن "قيمة المنشأة تفوق قيمة التصفية لها"

#### ٤- الأداء الماضي والمركز المالي الحالي

تعد هذه الخاصية العامل المميز لكون التقويم ينتمي للمحاسبة وذلك لأنه وإن كان يعتمد على قيم مستقبلية إلا أنها لا تأتي من فراغ ، فالأداء المستقبلي يمكن النظر إليه على أنه امتداد طبيعي للأداء الماضي لذا فإن قوائم الدخل لعدد كاف من السنوات السابقة تعد ركيزة رئيسة لتحليل البيانات وعلى ضوءها يمكن توقع الأداء المستقبلي . كما أن توليد الدخل في المستقبل يعتمد على قوة الشركة المالية حالياً حسب ما لديها من طاقات معينة تعد المنتج الأساس للدخل . وبناء على ذلك فإن المركز المالي للمنشأة يساعد بشكل جيد على فهم قدرة الشركة على توليد الدخل في المستقبل ومنها يمكن التعرف على التدفقات النقدية المستقبلية .

#### ٥- القرارات الاقتصادية

لا تتم عملية التقويم دون أن يكون هناك قرار اقتصادي جوهري ، وهنا يجب أن نفرق بين عمليات التقويم الدورية وعمليات التقويم الحرجة. ففي الأولى تقوم شركات التحليل المالي بتحديث قاعدة بياناتها عن كل شركة وتعيد النظر في معطيات التقويم على ضوء البيانات الحديثة ومن ثم تقوم بإصدار تقويم أو تحديث لتقويم سابق عن القيمة العادلة لسهم الشركة .

أما عمليات التقويم الحرجة فإنها عمليات غير متكررة تتم بغرض خدمة قرار اقتصادي مهم لا يتكرر في حياة المنشأة كثيراً ، ومنها الاندماج والاستحواذ وطرح حصة من أسهم الشركة في السوق لأول مرة

#### المداخل الرئيسية للتقويم

مداخل التقويم عبارة عن مدخلين كل منهما يحدد المنظور الذي يتم من خلاله تقويم المنشأة وهما :

- مدخل تقويم السهم الواحد .

- مدخل تقويم الشركة ككل .

يمكن أن يبدأ المحلل المالي من الشركة بوصفها كلا عند إجراء عملية التقويم ، أو ينظر إلى الشركة من منظور السهم الواحد بوصفه مدخلا لتقويم الشركة .

وفي كلا الحالتين الهدف واحد وهو تحديد القيمة العادلة لحقوق الملاك أو أي حصة منها .

حيث في المدخل الأول يركز المحلل على سعر السهم ثم يستخدم عدد الأسهم الكلي في تحديد حق الملكية .

أما في المدخل الثاني فإن المحلل يقوم بتحديد قيمة الشركة ككل ثم يستبعد قيمة الديون ليبقى لدينا حقوق الملاك .

ويمكن للمحلل باستخدام نفس المدخل أن يحدد قيمة السهم وذلك عن طريق قسمة القيمة العادلة لحقوق الملاك على عدد الأسهم .

### تقويم السهم

يعتمد هذا المدخل في المقام الأول على تداول أسهم الشركة في سوق رأس المال حتى ولو لم يتم استخدام القيمة السوقية للسهم بوصفه أساسا للتقويم . فهناك بعض الطرق العملية التي تساعد في تحديد سعر السهم في وقت معين بصرف النظر عن القيمة السوقية للسهم ، وتستخدم شركات التحليل هذه الطرق لعرض توقعاتها بالنسبة للأسعار ومساعدة عملائها على اتخاذ قرارات البيع والشراء .

وبصفة عامة هنالك مجموعتين رئيسيتين من الطرق المستخدمة لتحديد القيمة العادلة للسهم تشمل ما يلي :

- طرق تعتمد على التدفقات النقدية .

طرق تعتمد على القيم السوقية .

### الطرق المعتمدة على التدفقات النقدية

مجموعة الطرق التي تعتمد على التدفقات النقدية تعتمد على عاملين رئيسيين في تحديد القيمة العادلة للسهم ، وهما :

- التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في السهم (ت)

- معدل العائد المتوقع على الاستثمار في السهم (ع)

وباستخدام العاملين فإن العلاقة التي تجمع بين العاملين السابقين لتحديد السعر يتم التعبير عنها على النحو التالي

سعر السهم (س) = ت ÷ ع

### قياس متغيرات القيمة العادلة للسهم

تتوقف العلاقة السابق ذكرها لتحديد سعر السهم على كيفية تحديد التدفقات النقدية للسهم فمن الممكن أن يتم الاعتماد فيها على التوزيعات أو تستخدم ربحية السهم المتوقعة بديلا للتدفقات النقدية كما تعتمد أيضا على كيفية حساب معدل العائد المطلوب من الاستثمار وتحديد القيمة العادلة للسهم يعتمد أساسا على القيمة المتوقعة (المستقبلية) للتدفقات النقدية والمعلومات المتاحة للمحلل هي التدفقات النقدية التاريخية ومن ثم يمكن أن يعتمد المحلل على المعلومات التاريخية بوصفها بديلا للتدفقات المتوقعة أو يعد تنبؤات للتدفقات النقدية المستقبلية لتستخدم في تحديد القيمة العادلة للسهم

### مفهوم التدفقات النقدية

يعتمد المحللون الماليون على مفاهيم عديدة للتعبير عن التدفقات النقدية للسهم (ت). وقد يتم قياس هذه المفاهيم من القوائم المالية المنشورة عن الشركاء ، مثل الأرباح والتدفقات النقدية لحملة الأسهم ، أو قد تكون التوزيعات النقدية التي تقررها الشركة لكل سهم .

وتشمل المفاهيم المختلفة للتدفقات النقدية ما يلي :

١- التوزيعات النقدية للسهم الواحد

٢- ربح السهم أو ما يعرف بنصيب السهم من الأرباح المتاحة لحملة الأسهم

٣- نصيب السهم من التدفقات النقدية ، حيث يتم تحويل صافي الربح إلى تدفقات نقدية باستخدام العلاقة الآتية

صافي الربح + المصروفات غير النقدية – المصروفات الرأسمالية- التغير في رأس المال العامل + التغير في الديون طويلة الأجل

ثم يتم تحديد نصيب السهم من التدفقات النقدية عن طريق

التدفقات النقدية ÷ عدد الأسهم

ويتوقف المفهوم الذي يحدده المحلل المالي للتدفقات النقدية على ثبات قيم المفهوم عبر الزمن وكيفية تعبيره عن النمو في التدفقات النقدية المستقبلية ، ويميل معظم المحللين الماليين الى استخدام التدفقات النقدية للسهم أو ربحية السهم بديلا عن التوزيعات النقدية

### القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للسهم (ت)

هي الخطوة التالية في عملية التقويم بعد تحديد مفهوم التدفقات النقدية ، سواء بوصفها ربح السهم أو نصيب

السهم من التدفقات النقدية ، ويجب استخدام طريقة معينة لتوقع هذه القيمة لفترة زمنية معقولة

طريقة السير العشوائي

تعد هذه الطريقة أبسط طرق التوقع للأرباح المستقبلية حيث تعد الأرباح المستقبلية امتداد للأرباح الحالية وبناء عليه فإن

$$ت + ١ = ت$$

حيث ت+١ تمثل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للسنة القادمة

ت تمثل التدفقات النقدية للسنة الحالية

### القيمة المتوقعة في حالة عدم ثبات التدفقات

تغطي هذه الطريقة في توقع التدفقات النقدية فترة زمنية أطول ، حيث تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية من سنة لأخرى . وتتطلب هذه الطريقة أن يقوم المحلل المالي بتقدير التدفقات النقدية على مدار فترة زمنية طويلة نسبيا قد تصل لخمس سنوات أو أكثر . كما تعتمد الطريقة على خصم التدفقات النقدية المتوقعة بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار ، كما تأخذ في الحسبان التغيرات الممكنة في ربح السهم أو في التدفقات النقدية للسهم بصرف النظر عن القيمة السابقة لمقياس التدفقات النقدية .

$$ق ح = ت \frac{١}{١} (ع+١) + ت \frac{٢}{٢} (ع+١) + ت \frac{٣}{٣} (ع+١) + ... + ت \frac{٣٨}{٣٨} (ع+١) + ت \frac{١}{١} (ع+١) / ن$$

حيث :

ق ح : القيمة الحالية للتدفقات النقدية

ت : التدفقات النقدية للسهم في الفترة وحيث و = ١، ٢، ٣، ...، ن

ع : معدل العائد المطلوب

ن : هي آخر فترة للتوقع

نلاحظ هنا أن الفترة ن تعد آخر فترة مالية للتوقع ، ويفترض هنا أن يهمل المحلل المالي الفترات اللاحقة لها . وهنا لا تستخدم القيمة الحالية للتدفقات النقدية في تحديد القيمة العادلة للسهم بصورة مباشرة ولكن يتم استخدام متوسط الأرباح المتوقعة ( أو التدفقات ) بقسمة القيمة الحالية على عدد السنوات

### القيمة العادلة للسهم في حالة

#### الاستمرار

حيث يمكن هنا حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية على فرض استمرار التدفق النقدي لفترة طويلة ، وعندئذ يجب إتباع الخطوات التالية :

تحديد المدى الزمني لتقدير التدفقات النقدية ، الذي من المفترض انه خمس سنوات

اعتبار السنة الخامسة في مدى التقدير مستمرة إلى مالا نهاية

استخدام القيمة الحالية للتدفقات النقدية في تقدير القيمة العادلة للسهم

وبناء على هذه الافتراضات ،خصوصا استمرار التدفقات النقدية للسنة الأخيرة إلى مالا نهاية تعدل معادلة القيمة الحالية فتصبح

$$ق ح = ت \frac{١}{١} (ع+١) + ت \frac{٢}{٢} (ع+١) + ت \frac{٣}{٣} (ع+١) + ..... + ت \frac{٣٨}{٣٨} (ع+١) + ت \frac{١}{١} (ع+١) / ن - ع \times ١$$

وفي هذه الحالة فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية تمثل القيمة العادلة المحسوبة للسهم

### القيمة العادلة للسهم في حالة معدل النمو الثابت

لتبسيط العمليات المالية والحسابية المترتبة على طريقة خصم التدفقات النقدية لعدد أطول من السنوات ، يمكننا افتراض معدل نمو ثابت في الأرباح أو في التدفقات النقدية للسهم من سنة لأخرى ، وبناء عليه تعد هذه الطريقة التي نقدمها هنا تقريبية لحساب الأرباح المتوقعة . وفي هذه الحالة فإن معادلة سعر السهم الرئيسة تكون على النحو الآتي :

$$\text{سعر السهم (س)} = \text{ت} \div (\text{ع} - \text{م})$$

حيث م تمثل معدل النمو المتوقع في ربح السهم

### طرق تعتمد على المؤشرات السوقية :

تشمل الطرق التي تعتمد على قيم سوقية طريقتين هما :

طريقة مكرر الربحية .

-طريقة مكرر القيمة الدفترية للسهم .

### طريقة مكرر الارباح :

تعتمد طريقة تقويم سعر السهم على أساس أسعار الاسهم المتداولة في السوق ( طريقة مكرر الربحية ) على حساب مكرر الربحية للشركات المماثلة و هنا يجب التفرقة بين حالتين :

**الحالة الاولى :** أن يكون السهم محل التقويم متداولاً في السوق .

**الحالة الثانية :** أن يكون السهم محل التقويم لشركة لا تتداول اسهمها في سوق الأوراق المالية .

في الحالة الاولى الهدف من التقويم هو تحديد القيمة العادلة لشركة ومن ثم التحقق من مدى ارتفاع سعر تداول السهم او انخفاضه عن القيمة العادلة .

في الحالة الثانية فان الهدف يكون تحديد السعر العادل الذي يطرح به الاسهم في

العام ( سعر الاصدار الاولى IPO ).

و في جميع الاحوال يجب اتباع الاتي :

- اختيار عينة من الشركات التي تنتمي الى نفس الصناعة التي تنتمي اليها الشركة محل التقويم .

- حساب مكرر ربحية السهم لكل شركة من شركات العينة .

- حساب متوسط مكرر الربحية لعينة الشركات التي تم اختيارها .

- استخدام متوسط مكرر الربحية لعينة الشركات في تحديد القيمة العادلة لسعر السهم

محل التقويم على النحو الاتي :

سعر السهم ( س ) = م ر X ر

حيث :

م ر : متوسط مكرر الربحية لعينة الشركات

ر : ربحية سهم الشركة محل القويم

### شروط اختيار العينة :

عندما يتم تقويم سعر سهم شركة ما ، خصوصا عندما لا تكون هذه الشركة مقيدة في السوق ، يجب اختيار عينة الشركات بعناية حتى لا يأتي متوسط مكرر الربحية متحيزا .

من اهم شروط اختيار العينة :

١/ ان تكون عينة الشركات من نفس القطاع او الصناعة التي تنتمي اليها الشركة محل التقويم .

٢/ الا تكون احجام تلك الشركات حسب عدد الاسهم المقيدة في السوق مختلفة كثيرا عن حجم الشركة التي يخضع سهمها للتقويم .

٣/ أن تكون الشركات مقيدة في السوق منذ فترة .



٤/ أن تكون أرباح الشركة منتظمة ولم تحقق خسائر خلال عدد من السنوات السابقة .

٥/ أن تكون عينة الشركات من الشركات التابعة او القابضة .

### طريقة مكرر القيمة الدفترية :

تشبه طريقة مكرر الربحية ، و تعتمد اساسا على نسبة السعر السوقي للسهم الى القيمة الدفترية للسهم ، و يستخدم المحلل المالي هذه الطريقة اذا كان سهم الشركة غير متداول في السوق ، و يتم استخدام هذه الطريقة بعدة خطوات :

١/ اختيار عينة من الشركات المقيدة للتداول في سوق الاوراق المالية .

٢/ حساب القيمة الدفترية للسهم بالنسبة لكل شركة :

مجموع حقوق المساهمين ÷ عدد الاسهم

٣/ حساب نسبة السعر الى القيمة الدفترية لكل شركة من شركات العينة .

٤/ حساب متوسط نسبة السعر الى القيمة الدفترية على مستوى عينة الشركات .

٥/ حساب القيمة الدفترية لسهم الشركة محل التقويم بنفس طريقة تحديد القيمة الدفترية للسهم .

٦/ استخدام متوسط نسبة السعر الى القيمة الدفترية في تحديد القيمة العادلة للسهم :

القيمة العادلة للسهم = متوسط س/د × د

س/د : نسبة السعر الى القيمة الدفترية

د : القيمة الدفترية لسهم الشركة محل التقويم

## تقويم الشركة بوصفها كلا :

يعتمد كثير من المحللين و المكاتب الاستشارية على تقويم الشركة بوصفها كلا ، ومن هذا التقويم يمكن تحديد القيمة العادلة للسهم .

كل الطرق المستخدمة في تحديد القيمة العادلة يمكن استخدامها في تقويم الشركة أو حقوق الملكية دون تغيير يذكر باستثناء أن على المحلل أن يستبدل القيم المحسوبة للسهم بذات القيم على مستوى الشركة .