

أهمية التحليل المالي عن طريق تقييم المؤسسات في إطار عمليات الاندماج

The importance of financial analysis by evaluating institutions in the context of mergers

بن الدين عبد الرحمان

Beneddine Abderrahmane

جامعة غليزان (الجزائر)، abderrahmane.beneddine@univ-relizane.dz

تاريخ الاستلام: 2022/10/19 تاريخ القبول: 2022/10/23 تاريخ النشر: 2022/10/30

ملخص:

من القضايا المعاصرة التي أخذ فيها التحليل المالي دورا رياديا هي عمليات الاندماج و الاستحواذ حيث تعتبر هذه العمليات من أهم الخيارات لتنفيذ استراتيجية التوسع الخارجي للمؤسسات، يعالج هذا المقال موضوع تقييم المؤسسات كأداة أساسية من أدوات التحليل المالي لمساعدة المؤسسات و المساهمين في اتخاذ قرار دمج الشركة من عدمه.

في هذا الاطار تناول البحث الموضوع من زاويتين، ليشمل مفهوم اندماج الشركات، أهدافه و دوافعه من جهة، و طرق و أساليب التقييم المالي للمؤسسات من جهة أخرى. و قد خلص البحث الى عدد من النتائج و قدم العديد من التوصيات.

كلمات مفتاحية: الاندماج، تحليل مالي، تقييم المؤسسات، تدفقات نقدية، فائض القيمة.

تصنيفات JEL: G32، G34.

Abstract:

One of the contemporary issues in which financial analysis has taken a leading role is mergers and acquisitions, as these operations are considered one of the most important options for implementing the external expansion strategy of institutions. or not.

In this context, the research dealt with the subject from two angles, to include the concept of corporate merger, its objectives and motives on the one hand, and the methods and methods of financial evaluation of institutions on the other hand. The research concluded with a number of results and made many recommendations.

Keywords: Mergers, financial analysis, valuation of institutions, cash flows, goodwill.

JEL Classification Codes: G34 ,G32.

المؤلف المرسل: بن الدين عبد الرحمان، الإيميل: abderrahmane.beneddine@univ-

relizane.dz

1. مقدمة :

اتجه العالم خلال العقدين الأخيرين الى ظاهرة الاندماج والتكتل بين الشركات لتحقيق النمو السريع واقتصاديات الحجم، فضلا عن تعظيم القيمة السوقية لهذه الشركات، الا ان تحقيق كل ذلك يتطلب اتخاذ قرارات استراتيجية أقل ما يقال عنها انها خطيرة ويمكن ان تعرض حياة المنشآت الى الزوال او ضعف قيمة أسهمها على الأقل، لذلك وجب على متخذي القرار الامام بجميع الاخطار وتوفير كل المعلومات الضرورة حتى لا تتخذ قرارات عشوائية من شأنها القضاء على مستقبل الشركة.

هنا يظهر دور التحليل المالي كأداة لتقييم الشركات المستهدفة ليس فقط للدمج بل وحتى للبيع من خلال التقنيات والادوات والنماذج المستعملة دوليا لتحديد قيمة أسهم وأصول المؤسسة.

في ظل التحديات الجديدة التي تواجه الشركات من انفتاح على السوق العالمي واتساع مشاريع الاستثمار لم تتمكن هذه الشركات من مواكبة هذا التسارع فلجأت العديد منها الى التكتلات وعمليات الاندماج والاستحواذ، وإضافة الى ما يميز هذه العمليات من أخطار مرتفعة خاصة أن ما يقارب 70 بالمائة من عمليات الدمج تبوء بالفشل، تنشق اشكالية البحث في السؤال التالي: ما الدور الأساسي

للتحليل المالي في انجاح عمليات الاندماج بين الشركات؟

فرضية البحث

تتمحور الفرضية حول النقطة التالية:

- توسع الشركة سواء كان داخليا او خارجيا عبارة عن قرار استثماري يتوقف اتخاذه على مدى الربحية التي يحققها وبالتالي يكون للتحليل المالي دور أساسي.

أهداف البحث

- التعرف على كفاءة التحليل المالي و فعاليته في مساعدة المؤسسات الداجمة على اتخاذ قرار الدمج من عدمه.
- معرفة تقنيات التحليل المالي المستعملة دوليا في تقييم الشركات موضوع الدمج.

1. مفهوم الاندماج

1.1 تعريف الاندماج بين الشركات:

شركة واحدة أو أكثر يمكن لها، عن طريق الاندماج، نقل أصولها إلى شركة قائمة أو إلى كيان جديد تقوم بتشكيله (MEREUX, 2011, p. 30)

ويعرف أيضا بأنه: "اتحاد شركتين أو أكثر موجودة أصلا، إما بانصهار شركة لشركة أخرى أو أكثر، أو بأن تمتزج شركتان أو أكثر لتكوين شركة جديدة، أما الشركاء في الشركات المنحلة، فإنهم يستلمون بالمقابل أسهما أو حصصا في الشركات الباقية، وهذه الشركة تتلقى جميع حقوق والتزامات الشركات المندمجة". (بديدة، 2021، صفحة 32)

تتم عملية اندماج الشركات بأحد الأساليب التالية:

➤ الاندماج مع اختفاء الصفة القانونية للشركة أو الشركات المندمجة

إن هذا الأسلوب يتضمن نوعين رئيسيين للاندماج بين الشركات هما:

أ. اندماج شركة أو أكثر في شركة قائمة

وفقا لهذا الأسلوب يترتب على الاندماج اختفاء أو زوال الصفة القانونية عن الشركة أو الشركات المندمجة، ويتم ذلك بموافقة أعضاء مجالس وإدارات الشركات الداخلة في الاندماج وكذلك المساهمين أو غالبيتهم حيث يتم الاندماج عن طريق حصول الشركة الداجمة على الأسهم العادية التي يحملها مساهمو الشركة أو الشركات المندمجة مقابل منحهم أسهم عادية أو ممتازة تصدرها الشركة الداجمة أو مقابل سداد القيمة نقدا أو التعهد لهم بسداد القيمة بموجب سندات إذنية وبذلك تحصل الشركة الداجمة على صافي أصول الشركة المندمجة.

ب. الاندماج بتكوين شركة جديدة

ويتم الاندماج وفقا لهذا الأسلوب بحيث تتلاشى أو تختفي الصفة القانونية عن الشركات المندمجة وإضفاء هذه الصفة القانونية على الشركة المكونة لهذا الغرض. بحيث تتم موافقة مجالس الإدارة والمساهمين لتلك الشركة المعنية، ومن ثم يتم إصدار أسهم عادية جديدة باسم الشركة الجديدة، مقابل الأسهم التي يحملها مساهمي الشركات التي اندمجت وانتهى وجودها، وبذلك فإن صافي أصول تلك الشركات يؤول إلى الشركة الجديدة وتتحول الشركات إلى أقسام أو قطاعات تعمل في نطاق الشركة الجديدة.

➤ شراء كل أو جزء من أصول شركة أخرى قائمة

وفقا لهذا الأسلوب فقد تحصل شركة على كل أو جزء من أصول شركة أخرى مقابل إصدار أسهم أو سداد الثمن نقدا أو التعهد بسند أذني بحيث يتم ذلك بموافقة مجلس الإدارة والمساهمين كوحدة مستقلة أو قد يتم تصفيتهما.

➤ الاندماج عن طريق السيطرة مع بقاء الصفة القانونية للشركة المندمجة

أما هذا الأسلوب فيأخذ الاندماج فيه شكل السيطرة أو الاستيلاء، عن طريق قيام إحدى الشركات بشراء كل أو جزء من الأسهم العادية لشركة أو شركات أخرى نقدا أو بمقابل إصدار أسهم، وذلك عن طريق سوق الأوراق المالية مباشرة أو بالتفاوض مع المساهمين الرئيسيين، فإذا تمكنت الشركة المسيطرة من شراء أكثر من 50 % من الأسهم العادية لشركة أخرى فإنها تصبح شركة قابضة أما الشركة المسيطر عليها فتصبح تابعة وتبقى صفتها القانونية مستقلة، هذا ويمكن أن تتم عملية الاندماج بطريقة ودية أو عدائية أو قسرية ومهما كان شكل الاندماج فهدفه واحد هو النمو والتوسع السريع (بشير، 2016، صفحة 14)

1.2. أهداف الاندماج

➤ الدوافع الاستراتيجية الهجومية

- زيادة النفوذ والسيطرة والتأثير.
- اللجوء الى موارد خارجية أخرى.

■ التمرکز في سوق جديد.

■ التجدد والتحديث.

➤ الدوافع الاستراتيجية الدفاعية

■ ترسيخ مكانة الشركة في القطاعات الناضجة.

■ التكفي مع التطورات التكنولوجية.

■ عرقلة سلوكات المنافس المزعج.

■ الحد من الدخول إلى القطاع من طرف شركات أخرى.

2. التحليل المالي في عمليات الاندماج

2.1. أهمية التحليل المالي

تکمن أهمية التحليل المالي لأغراض ترشيد قرار الاندماج وتحقيق الاهداف المرجوة منه في الإجابة

عن الأسئلة التالية:

■ هل تخلق عملية الاندماج قيمة إضافية لمساهمي الشركات المعنية بالعملية؟

■ ما مدى احتمال تحقق النجاح في تحقيق الاهداف المسطرة من وراء هذه العملية؟

■ هل العرض المقدم من الشركة الراغبة في الشراء عرض معقول بالنسبة لمساهميها؟

■ هل الموقف الضريبي للشركات المعنية له اثار ايجابية ام سلبية على قيمة الشركة بعد الاندماج؟

■ كيف تؤثر العروض المنافسة على القيمة او السعر الذي يجب دفعه للشركة المستهدفة؟

وتستمد الإجابة الصحيحة لمختلف هذه الأسئلة من اجراءين اساسيين يقوم بهما المحلل المالي وهما:

➤ تقييم الشركات المعنية بالاندماج

➤ تحديد طريقة التسديد الملائمة لإتمام الصفقة (منصور، 2010، صفحة 9)

سنسلط الضوء في بحثنا على تقييم الشركات المعنية بمشروع الاندماج.

2.2. مفهوم تقييم المؤسسات

يساعد تقييم المؤسسات المساهمين في معرفة قيمة ربحية أسهمهم و الوقوف على أداء المؤسسة، ويوجه للمستثمرين الذين يرغبون في الخروج عن المؤسسة في حالة تضارب المصالح أو حالة رفع أو خفض رأس مال المؤسسة، كما يسمح بتسيير أمثل للمؤسسة و الحصول على تمويلات مناسبة للمؤسسة و معرفة مكانة المؤسسة في سوق بيع المؤسسات بالإضافة الى مساعدة المؤسسات المستهدفة من طرف الشركات الداجمة في اتخاذ قرار الدمج من عدمه.

ويعرف تقييم المؤسسات بأنه عملية تحليلية من طرف شخص متخصص بهدف تحديد قيمة معينة للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، بغض النظر عن القيمة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة. (وسيلة، 2016، صفحة 56)

2.3. اهداف تقييم المؤسسات

- تساهم في تحديد القيمة الصافية لحقوق الملكية الخاصة بالشركات
- تحدد قيمة الالتزامات والمصروفات والديون المترتبة على نتيجة عمل الشركات
- تعتبر وسيلة مساندة لعملية دمج الشركات
- تقدم قيما حقيقية لحصص الشركاء في الشركات المساهمة وخصوصا في حال اراد احد الشركاء بيع حصته في الشركة تساعد في عملية تصفيه الشركات بهدف بيعها او اغلاقها اغلاقا تاما
- تساعد على تحديد قيمة اسهم الشركة قبل طرحها في السوق المالي للتداول (سعاد، 2020، صفحة 2)

2.4. أساليب التقييم

على الرغم من عدم وجود تعريف رسمي ومعترف به عالميا لأسلوب التقييم، فإن المصطلح يستخدم عموما ليعني المنهجية العامة التي يتم بها تنفيذ مهمة التقييم من أجل تحديد قيمة الأصل أو الالتزام المحدد. ويستخدم مصطلح طريقة التقييم عموما للإشارة إلى الإجراء أو الوسيلة المعينة المستخدمة في التقييم أو حساب النتيجة. تطلب التقييمات لحقوق مختلفة وأنواع مختلفة من الأصول لمجموعة من الأغراض المتعددة. وبالنظر إلى هذا التنوع، قد يكون الأسلوب المتبع في تقدير القيمة في إحدى الحالات غير مناسب في

حالة أخرى، ناهيك عن الطريقة أو الطرق الفعلية المستخدمة. تصنف أساليب التقييم عادة إلى ثلاث فئات رئيسية:

أولاً: مقارنة الذمة المالية (تقييم الأصول)

1. مبدأ طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها

تعطي طريقة التقييم هذه للمؤسسة قيمة اجمالية منطلقة من منظور الاستمرار في الاستغلال: وتتميز بالسهولة، الموضوعية والواقعية النسبية لكونها تعتمد على معطيات فعلية. يتم تسجيل عناصر الميزانية تبعاً لمبدأ الكلفة التاريخية، الأمر الذي ينعكس مع مرور الوقت على حقيقة قيمة العناصر التي تدوم طويلاً في الميزانية، خاصة منها الاستثمارات والديون متوسطة وطويلة الأجل حيث يجعلها أقل تعبيراً عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة، وذلك في ظل:

- تدني قيمة النقود؛

- طبيعة نماذج الاهتلاك المطبقة التي تسمح بها مصلحة الضرائب؛
- الارتفاع المستمر لأسعار بعض العناصر (الأراضي بالأخص) في السوق؛
- طبيعة طرق التسجيل المحاسبي المعتمدة التي من شأنها إحداث فروقات بين الميزانية المحاسبية والميزانية الاقتصادية (الحقيقية). لذلك يجب إعادة تصحيح عناصر الميزانية على النحو التالي وبصفة عامة:

الأصل الصافي المحاسبي المصحح = الأصل المصحح - الخصوم المستحقة المصححة

يجب لحساب قيمة المؤسسة عن طريق الأصل الصافي المصحح القيام بتعديلات من شأنها إعطاء قيم حقيقية لمختلف عناصر الميزانية، بدلاً من قيم محاسبية. وذلك بالقيام بإحصاء دقيق، كمي، نوعي ومفصل لكافة عناصر الميزانية. (سويس، 2008، صفحة 79)

2. القيمة الجوهرية La valeur substantielle

هي القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة، وبعبارة أخرى تعبر عن مجموع الاستخدامات المادية للمؤسسة المستعملة من أجل تحقيق غاية المؤسسة بصرف النظر عن كيفية التمويل. (الغني، 2007، صفحة 137)

وتحسب كالتالي:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال

3. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

بعد الانتقادات التي طالت طريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما يتعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال، جاءت هذه الطريقة لتأخذ بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال. إذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة الاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل. وتحسب كالتالي:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

هذه الطريقة أكثر نجاعة عند استعمالها في التوقعات المستقبلية، لأن هذه الأخيرة متناسقة مع حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل الواجب لتمويلها. (سويسي، 2008، صفحة 88)

ثانيا: مقارنة رسملة التدفقات:

1. الطرق المبنية على منظور الربح:

2.1. العائد أو المردودية:

تعتبر المردودية المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تسمح بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة، تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي الأكثر استخداما من طرف الخبراء وتكتب وفق العلاقة: (كوثر و بومزايد ابراهيم، 2018، صفحة 378)

$$V = \sum B(1+i)^n$$

V : قيمة المؤسسة

B : متوسط الربح المتوقع

i : معدل الاستحداث

N : عدد السنوات

2.2. التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي:

يستعمل هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلا من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح. وفيما يتعلق بمعدل الرسالة، والزمن المرجعي، تبقى نفس الملاحظات الموجهة في حساب المردودية باستخدام الربح الصافي المصحح، إلا أنه وفي غياب تقديرات صادقة يفضل الاستناد إلى التكلفة الترجيحية المتوسطة لمختلف موارد التمويل.

فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) فيمكن استعماله على غرار نسبة السعر إلى الربح في طرق المقارنة نظرا للانتقادات الموجهة إلى هذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلا للقدرة الربحية.

يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CAF_t}{(1+i)}$$

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة.

2.3. التقييم عن طريق تدفقات الخزينة المستحدثة: يمكننا تحديد قيمة المؤسسة وفق تدفقات

الخزينة المستحدثة على النحو التالي: (بلخير، 2012، صفحة 241)

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+t)^i} + \frac{VT}{(1+t)^n}$$

V: قيمة المؤسسة

DCF_i : التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة (i)

t : معدل الاستحداث

i = معدل الاستحداث

n : عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير

VT : القيمة الباقية للمؤسسة.

2.4. التقييم عن طريق نسبة سعر السهم/ الربح (PER): تلعب هذه العلاقة دورا مهما في تقييم المؤسسات، بحيث تستخدم الطريقة الأنجلوساكسونية حيث يستعملها الخبراء الماليون على المستوى العالمي، ويشير "PER" إلى عدد مرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية:

$$V = (P/E)B$$

إن نسبة سعر السهم/الربح هي سعر الأصل إلى الربح السنوي الذي يطرحه، ويبين فترة الاسترداد اللازمة للأصل من خلال عدد المرات التي يغطي فيها سعر الأصل (السهم) من خلال ربحيته. و لهذا الغرض نجدها تستعمل كثيرا في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة و بين مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ، و المساعدة في التحليل لمعرفة أوضاع الأسواق المالية للمحللين الماليين، كما تلعب دورا مهما في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المسعرة و غير المسعرة. (Alain, 1991, p. 143)

ثالثا: طرق التقييم المرتكزة على مفهوم فائض القيمة: GOOD WILL

يمثل مفهوم فائض القيمة وجود فرق دائم بين الربح المحقق من طرف المؤسسة من جهة، وبين عائد الأموال الخاصة الضرورية لإنشاء الآلة الإنتاجية والحصل عليه عند توظيفه بدون خطر في السوق المالية

من جهة أخرى. يمكن تعريفه بأنه التعبير عن كل الأسباب المؤدية لوجود فائض في القيمة على الأصول المادية للمؤسسة أي أنه يمثل فائضا في القيمة.

في هذا الصدد يعرف "بريلمان ومار" مفهوم فائض القيمة على أنه القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال عناصر مختلفة (بشرية، منتجات، معدات، أسواق وزبائن) وبالتالي فهو يمثل جميع العناصر المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة والتي لا يمكن تقييمها بشكل مباشر بخلاف العناصر المادية وبعض العناصر المعنوية (الترخيصات، براءات الاختراع، حق الإيجار، ...) التي تملك قيمة مستقلة عن نشاط المؤسسة. لذا ففائض القيمة يقيم بجميع العناصر المعنوية الضرورية والمرتبطة بنشاط المؤسسة. (سويسبي، 2008، صفحة 98)

يمكن تقييم المؤسسة انطلاقا من فائض القيمة وفق عدة طرق تنحصر في قسمين: الطرق المباشرة وغير المباشرة علما أن كل طريقة يمكن حسابها بشكل إجمالي أو بشكل صاف.

1. الطرق المباشرة:

يحسب فائض القيمة بعدة طرق، نتطرق إليها كالاتي:

1.1. الطريقة الأنجلوساكسونية:

وفق هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة تركز على مجموع أصلها الصافي المصحح، ويقدر فائض القيمة بالفرق بين الربح الصافي والمكافأة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل (i) بدون مخاطر للأصل الصافي المصحح. يتم وفقها حساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة مباشرة دون الرجوع إلى الفرق بين القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح، تكتب العلاقة كالتالي (بلخير، 2010، صفحة 123):

الطريقة الإجمالية:

$$V = ANC + \frac{1}{t}(CB - i \times VS)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i \times VS)$$

الطريقة الصافية:

$$V = ANC + \frac{1}{t}(B - i \times ANC)$$

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times ANC)$$

V: قيمة المؤسسة

ANC : الأصل الصافي المصحح

t : معدل الاستحداث بمخطر (Taux Risqué) مضاف إليه من 25 إلى 50 في المائة كعلاوة
مخطر

CB : القدرة الربحية

i : سعر الفائدة بدون مخطر

VS : القيمة الجوهرية

B : الربح المصحح

إن القيمة (i.ANC) تعبر عن المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري من أجل الحصول على مكافأة عادية، وعندما ننقص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ريع فائض القيمة المسمى (Goodwill)، وفي حالة العكس يصبح لدينا (Badwill).

1.2. طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة (Rente abrégée du GoodWill):

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين. حيث تنطلق هذه الطريقة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية. (سويسري، 2008، صفحة 102)

تحسب كالتالي:

أ- عندما يكون فائض القيمة ثابتا:

الطريقة الصافية:

$$V = ANCC + a_n (B - i.ANCC)$$

$$a_n = \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$$

حيث: يمثل القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

(ب) - عندما يكون فائض القيمة غير ثابت:

الطريقة الصافية:

$$V = ANCC + \sum_{t=1}^n \left(\frac{B_t - i.ANCC}{(1 + i)^t} \right)$$

1.3. طريقة Calba and Barnay:

تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة على مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال والمردودية المالية، حيث أن فائض الربح حسبهما يساوي إلى الفرق بين المردودية المالية والقيمة التوظيفية لأموال المعالجة بمعدل دون خطر وفق العلاقة التالية:

$$V_0 = ANCC + \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i \times an)} \cdot CPNE$$

CPNE : قيمة التوظيف لأموال المعالجة بمعدل بدون خطر.

RF : العائد المالي

i : معدل الفائدة

ومنه:

$$GW = \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i \times an)} \cdot CPNE$$

فالأساس الذي تعتمد عليه هذه الطريقة هو الاعتماد على مفهومي الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال والعائد المالي بدل القيمة الجوهرية اخام والقيمة الربحية وذلك بإحداث تخفيض على الربح المستقبلي من 5 % إلى 30 % كحد أقصى.

2. الطرق غير المباشرة:

توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار والتي تسمى أيضا بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية. يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة انطلاقا من القيمة الإجمالية، حيث يعتبرون بأن فائض القيمة يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المصححة، والفرق بين قيمتها الإجمالية وقيمتها الجوهرية، وتحسب كالاتي:

الطريقة الإجمالية (Henri, 1990, p. 28):

$$V = \frac{1}{2} \left(VS + \frac{CB}{i} \right) + AHE - E$$

$$GW = \frac{1}{2i} (CB - i \times VS)$$

V: قيمة المؤسسة

VS: القيمة الجوهرية

CB: القدرة الربحية

i: معدل الفائدة بدون خطر

AHE: عناصر خارج الاستغلال

E: الديون

GW: فائض القيمة

الطريقة الصافية:

تحسب قيمة المؤسسة في هذه الطريقة على النحو التالي:

$$V = ANC + \frac{1}{2i} (B - (i \times ANC))$$

V: قيمة المؤسسة

B: الربح الصافي المصحح

ANC: الأصل الصافي المصحح

i: معدل الرسملة

تظهر هذه الطريقة بشقيها الصافي والإجمالي تعسفا لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة، كما أن فائض القيمة حسبها يساوي إلى نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول المطروحة (ANC) أو (VS).

4. خاتمة:

ان قرار دمج الشركات هو قرار استثماري حيث أن شراء شركة لشركة أو الاتحاد معا يعني استثمارا للشركة الداخلة و تنفيذه يتطلب اللجوء الى المبادئ الاساسية لأي استثمار فيما يخص العائد و التكلفة و الربحية، الا ان هذا القرار يتميز بصعوبته للخطر المحيط به و كذا صعوبة دراسته و على هذا ينبغي عدم التهور و استعمال الاساليب العلمية لتجنب هذه المخاطر من جهة و كفاءة و نجاعة القرارات الاستثمارية من جهة اخرى و هنا يظهر الدور الرئيس للتحليل المالي الذي يسهم في ترشيد هذه القرارات من خلال التقييم الدقيق للمؤسسات المستهدفة باستعمال المعايير الدولية للتقييم. ومع ذلك فان جوانب التقييم متعددة كتقييم الموارد البشرية والادارية الا ان التقييم المالي هو الذي يأخذ حصة الأسد والذي تبني عليه المؤسسة قرار الدمج من عدمه.

نتائج وتوصيات

إن أي دراسة تستهدف وتقوم بتقييم الشركات في إطار قرارات الاندماج والاستحواذ تظل إطارا عاما تنبئيا خاصة انها تعتمد على توقعات مستقبلية، حيث ان الكثير من أدوات هذه الدراسة يعتمد على فرضيات إن لم تنطبق على الواقع العملي يمكن ان تغالط في قيمة المؤسسة محل الدراسة. بالرغم من ان الأدوات المذكورة في البحث هي من المعايير الدولية المعمول بها في التقييم الا اننا لا نستطيع تطبيقها على كل المؤسسات و الأسواق سواء في البلدان النامية و المتطورة حيث ان لكل سوق خصائصه، و على هذا يمكن استعمال بعض الأدوات و الاستغناء عن أخرى لكونها غير مناسبة للدراسة ، حتى انه بالإمكان استعمال أدوات أخرى يرى خبير التقييم انها مناسبة.

5. قائمة المراجع:

- Alain, C. (1991). *Introduction à l'ingénierie Financière*. PARIS: Revue Banque.
- bennani, K. (2006). FUSIONS ET ACQUISITIONS: LES FACTEURS QUI influencent la performance post operation.
- Henri, M. (1990). *l'Evaluation des entreprises non cotées*. Paris: Dunod.
- MEREAX, J.-P. (2011). Fusions-Acquisitions Et Systemes Comptables : Une Approche Typologique Acculturative. p. 30.
- review, h. b. (2022). Récupéré sur <https://hbrarabic.com/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%81%D8%A7%D9%87%D9%8A%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9/%D9%86%D9%85%D9%88%D8%B0%D8%AC-%D8%AC%D9%88%D8%B1%D8%AF%D9%88%D9%86-%D9%84%D9%84%D9%86%D9%85%D9%88/>
- annaba.dz/pluginfile.php/16004/mod_resource/content/1/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AD%D8%A7%D8%B6%D8%B1%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%A7%D8%A8%D8%B9%D8%A9%20%D9%81%D9%8A%20%D9%85%D8%A7%D8%AF%D8%A9%20%D8%AA%D9%82%D9%8A%D9%8A%D9%85%2
- بكارى بلخير. (2010). أثر التقييم المالى على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP. صفحة 123.
- بكارى بلخير. (2012). أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة-دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات. مجلة الباحث، صفحة 241.
- بن سعد وسيلة. (2016). تقييم المؤسسة و دوره في تحقيق ميزة تنافسية. صفحة 56.
- جامعة عنابة. (2022). تم الاسترداد من <https://elearning-facsceg.univ->
- جمعة خليفة الحاسي. (2021). المحاسبة المتوسطة.
- حورية بديدة. (2021). أثر الاندماج على الأداء المالى للشركات، شركة الدار العقارية نموذجاً. مجلة إيليزا للبحوث والدراسات، صفحة 32.
- دادن عبد الغني. (2007). قياس وتقييم الأداء المالى في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإندازار المبكر باستعمال المحاكاة المالية-حالة بورصتي الجزائر و باريس-. صفحة 137.

- راجحي رانية كوثر، و بومزايد ابراهيم. (2018). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. مجلة الباحث الاقتصادي، صفحة 378.
- شجري معمر سعاد. (2020). محاضرات في تقييم المؤسسات. صفحة 2.
- طاهري بشير. (2016). اندماج الشركات التجارية في القانون الجزائري. صفحة 14.
- معايير التقييم العالمية للمعهد الملكي للمساحين القانونيين. (2020).
- موسى بن منصور. (2010). دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات. صفحة 9.
- هوارى سويسى. (2008). تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر. صفحة 102.