

المحاضرة رقم 06

طريقة التدفق النقدي المتاح FTD

ترتكز هذه الطريقة على مبدأ أساسي، أن قيمة المؤسسة تابعة لقدرتها الربحية التي يمكن قياسها بالتدفق النقدي المتاح FTD وليس بأرباحها، بحيث تمثل هذه التدفقات أهم المدخلات النقدية الصافية للخرزينة والتي تعبر عن المردودية الفعلية للمؤسسة، على عكس الأرباح الصافية، بحيث يتم حساب قيمة المؤسسة على أنها القيمة المخصومة لكل التدفقات المستقبلية، ويمكن الحصول عليها من خلال العلاقة التالية:

$$VGE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTDt}{(1+i)^t} \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

$$FTDt = REt - REt(t) + DAPt - RAPt - \Delta BFREt - INt$$

$$FTDt = EBET - REt(t) - \Delta BFREt - Int$$

- FTDt: تدفقات الخزينة في t
- REt: نتيجة الاستغلال
- REt(t): النظرية النظرية
- DAPt: مخصصات الاهتلاك والمؤونات
- RAPt: استؤجاع مخصصات الاهتلاك والمؤونات
- $\Delta BFREt$: التغير في احتياج رأس المال العامل خلال الفترة
- INt: الاستثمارات الصافية خلال الفترة
- EBET: إجمالي فائض الاستغلال للفترة
- T: معدل الضريبة على الأرباح

تعتبر المعادلات السابقة أساس لحساب قيمة تدفقات الخزينة للفترة t، كما أن تحديد قيمة المؤسسة وفق منهج الطريقة تحتاج إلى حساب تدفقات الخزينة (التدفق النقدي المتاح) خلال فترة مستقبلية محددة n، بحيث تؤثر هذه الفترة في قيمة المؤسسة وهي محل خلاف بين الباحثين حول مدتها، منهم من يقدرها بين 4 و 5 سنوات ومنهم من يرى أنها يجب أن تتوافق مع فترة تقديرات المؤسسة بشأن الأرباح، ويمكن تقسيمها إلى فترتين:

- الفترة الاولى: توقع FTD لفترة n تكون متوافقة مع مخطط العمل من 3 الى 5 سنوات ، كما ينبغي ان تكون الفترة الاولى اطول ما يمكن حتى تصل المؤسسة الى مرحلة النضج اين يكون معدل النمو g ثابت بحى يتم تقسيمها الى فترتين

- الفترة الثانية: من n+1 الى ∞ بحيث تقرب قيمة المؤسسة الى القيمة النهائية (القيمة المتبقية للتدفقات النقدية المتاحة المخصصة بعد الفترة الاولى ، ولتقدير القيمة النهائية للمؤسسة ينبغي ان تكون المؤسسة في مرحلة النضج اين يستقر معدل النمو g ، اي انه يمكن صياغة العلاقة التي من خلالها يتم حساب قيمة المؤسسة بالشكل التالي:

$$VGE = \sum_{n=1}^n \frac{FTDt}{(1 + CMPC_1)^t} + \frac{VTn}{(1 + CMPC_1)^n}$$

- $CMPC_1$: هو معدل الخصم والموافق للتكلفة المتوسطة المرجحة للاموال في الفترة الاولى والثانية
- $FTDt$: التدفق النقدي المتاح الناتج عن الفترة t
- n : عدد سنوات الفترة الاولى
- VTn : القيمة النهائية للمؤسسة

بحيث تقدر القيمة النهائية عادة بافتراض ثبات للتدفقات بعد الفترة الاولى ، وعندما تصبح المؤسسة في حالة نضج ، وانطلاقا من هذه الفرضية فإن التدفقات تتطور بمعدل ثابت g للفترة للحقة لـ n ، لتصبح :

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

حيث: FTD_{n+1} يمثل التدفق النقدي الاول بعد الفترة n والذي يحسب بالطريقة التالية:

$$FTD_{n+1} = FTD_n (1 + g)$$

حيث: ان g يمثل معدل النمو في المؤسسة والمفترض ثباته، مع العلم ان النموذج صالح للتطبيق اذا كان $CMPC > g$

ملاحظة: تحسب VT_n على اساس اخر تدفق نقدي للفترة الاولى، وهي الطريقة الاكثر استعمالا ، كما انه يمكن حساب القيمة النهائية للمؤسسة من خلال مؤشرات اخرى ، كالنتيجة الاقتصادية او النتيجة الصافية (RN) او مضاعف سعر السهم العادي (PER)، بحى تعطى قيمة النهائية (VT_n) بالعلاقة التالية:

$$VT_n = PER + RN$$

تقييم طريقة التدفق النقدي المتاح :

تقييم المؤسسات السنة الثانية ماستر: محاسبة وجباية

تعبّر من أكثر الطرق استعمالاً في المجال العملي، وهي أكثر تعبيراً عن القيمة الفعلية للمؤسسة (لها نظرة مستقبلية) ، كما أنّها صعبة التطبيق بسبب اعتمادها على التنبؤ ومعدل الخصم الذي هو عملياً معقد الحساب وكذا صعوبة التطبيق من خلال اعتمادها على معدل نمو تقديري

❖ مثال 01 تطبيقي: يقدر نمو الشركة في مخطط العمل بـ 10 % حتى السنة العاشرة، وبعدها ينمو لمعدل ثابت 3 % انطلاقاً من السنة 11، مصاريف الاستغلال تقدر بـ 7000 كما أن DAP الموافق يقدر بـ 2000، رقم الأعمال للسنة العاشرة يقدر بـ 10000 ، احتياج رأس المال العامل يقدر بـ 20 % من رقم الأعمال ، الاستثمارات خلال السنة العاشرة 500، الضريبة على الأرباح 33.33 %

المطلوب: حساب FTD للفترتين N11 و N12

حل المثال الأول:

CA	رقم الأعمال	10000	10300	10609
CE	مصاريف الاستغلال	7000	7210	7426,3
RE	نتيجة النهائية	3000	3090	3182,7
IBS	الضريبة النظرية	1000	1030	1060,9
DAP	مخصصات الاهتلاك والمؤنات	2000	2060	2121,8
IN	استثمارات الفترة	500	515	530,45
الاحتياج في رأس المال العامل		2000	2060	2121,8
التغير في احتياج رأس المال العامل		182	60	61,8
FTD		3318	3545	3651,35

- بالنسبة لاحتياج رأس المال العامل خلال السنة العاشرة فقد يقدر بـ 2000 وقد تطور بـ 10

% من السنة التاسعة ، وعليه يجب حساب احتياج رأس المال العامل خلال سنة التاسعة من أجل

حساب التغير بين السنة التاسعة والعاشرة،

- احتياج رأس المال العامل خلال السنة التاسعة = $1818 = 1.1 / 2000$

- التغير في احتياج رأس المال العامل بين السنة العاشرة والسنة التاسعة = $182 = 1818 - 2000$

من أجل حساب التدفق النقدي المتاح يجب تطبيق المعادلة

$$FTD_t = RE_t - RE_{t(t)} + DAP_t - RAP_t - \Delta BFRE_t - INT_t$$

مثال 02 تطبيقي:

احسب بطريقة التدفق النقدي المتاح اذا توفرت لديك المعلومات التالية:

	1	2	3	4	5
الضريبة - EBE	47	54	57	66	73
الاستثمارات	9	15	16	17	18
التغير في احتياج راس المال العامل	4	6	12	17	18
FTD	34	33	29	32	37
محين FDT ACTUALISES	29	24,1	18,1	17,1	16,9
				المجموع	105,2

• معطيات اضافية:

- مضاعف سعر السهم العادي PER المقدر للقطاع الذي تعمل فيه المؤسسة للسنوات القادمة 10
- القيمة الحالية للديون 108
- CMPC للمشتري هو 17 %
- للمؤسسة نفس درجة مخاطر الاعمال والمخاطر المالية بالنسبة للمشتري ، كما انه يتوقع بعد السنة 5 ستزيد التدفقات بمعدل ثابت 9% ، كما ان النتيجة المالية الصافية المتوقعة هي 50

مناقشة الحل :

- من اجل حساب التدفق النقدي المتاح يجب التعويض في المعادلة:

$$FTD_t = EBE_t - RE_{t(t)} - \Delta BFRE_t - INT_t$$

- نحسب قيمة التدفق النقدي المخصوم بالعلاقة التالية:

$$FTD_{Actualisés} = FTD / (1 + CMPC)^t \quad -$$

نحسب قيمة المؤسسة من خلال العلاقة:

$$VGE = \sum_{n=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC_1)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC_1)^n} \quad -$$

نحسب القيمة النهائية VT_n من خلال العلاقة التالية:

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

$$425 = 0.08 / 34 = 0.9 - 0.17 / 34 =$$

كما انه يمكن حساب القيمة النهائية من خلال طريقة رسملة الارباح:

$$VT_n = PER + RN$$

$$500 = 50 * 10 =$$

- طريقة 01 لحساب قيمة المؤسسة:

$$\begin{aligned} VGE &= \sum_{n=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC_1)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC_1)^n} \quad - \\ &= 105.2 + 425 / (1.17)^5 \\ &= 105.2 + 194.06 = \mathbf{299.29} \end{aligned}$$

- طريقة 02 لحساب قيمة المؤسسة:

$$\begin{aligned} VGE &= \sum_{n=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC_1)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC_1)^n} \quad - \\ &= 105.2 + 500 / (1.17)^5 \\ &= 105.2 + 230.41 = \mathbf{335.61} \end{aligned}$$