

الأساليب المستخدمة في تقييم الشركات الخاصة^١

ترجمة: مؤمنة فاعور

طالبة ماجستير تمويل ومصارف في جامعة حماة

يتم تداول القيمة السوقية للشركة بعلانية في البورصة، وتحسب بضرب سعر سهم الشركة بعدد أسهمها الممتازة. ولكن بالنسبة إلى الشركات الخاصة، فإن العملية ليست بهذه البساطة أو الشفافية، لأن الشركات الخاصة^٢ لا تقدم تقاريرها المالية بشكل علني - وبما أنه لا يوجد أسهم مدرجة في البورصة - فغالباً ما يكون من الصعب تحديد قيمة السهم للشركة.

ما الفرق بين ملكية الشركات الخاصة عن العامة:

إن الفرق الأكثر وضوحاً بين ملكية الشركات في القطاع الخاص عن العامة والتي يتم تداول أسهمها في الأسواق، تتمثل ببيع الشركات العامة جزءاً من ملكيتها على الأقل خلال الطرح العام الأولي (IPO)^٣. وهذا يتيح للمساهمين الخارجيين في الاكتتاب العام وفرصة لشراء حصة في الشركة، على شكل أسهم. أما فيما يتعلق بملكية الشركات الخاصة فإنها تبقى في أيدي عدد قليل من المساهمين المحددين. وتشمل قائمة الملاك عادةً مؤسسي الشركات وأعضاء العائلة في حالة شركة عائلية، بالإضافة إلى المستثمرين المبدئيين مثل المستثمرين الملاك أو أصحاب رأس المال المغامر^٤. إن الشركات الخاصة لا تملك نفس المتطلبات للمعايير المحاسبية حيث أن الشركات العامة تجعل الإبلاغ أكثر سهولة مما كانت عليه الشركة العامة.

^١ Chris B. Murphy، Methods used in valuing private companies، Investopedia، [link](#)

^٢ هي شركة تجارية مملوكة إما عن طريق المنظمات غير الحكومية أو من قبل عدد قليل من المساهمين أو شركة تجارية في الأوراق المالية في سوق الأسهم للتبادل .

^٣ يتم فيها تحويل الشركة المملوكة ملكية خاصة إلى شركة عامة، ويمكن استخدام العروض العامة الأولية: لزيادة رأس المال الجديد للشركة المعنية.

^٤ هو مستثمر يقدم إما رأس المال إلى مشاريع ناشئة أو يدعم الشركات الصغيرة التي ترغب في التوسع ولكن ليس لديها إمكانية الوصول إلى أسواق الأسهم . إن الرأسماليين المغامرين مستعدون للاستثمار في مثل هذه الشركات لأنهم يستطيعون الحصول على عائد كبير على استثماراتهم إذا كانت هذه الشركات ناجحة. كما يتعرض أصحاب رأس المال المغامرة لخسائر كبيرة عندما تفشل خياراتهم، ولكن هؤلاء المستثمرين عادة ما يكونوا أغنياء بما يكفي لأنهم قادرين على تحمل المخاطر المرتبطة بتمويل الشركات.

التقارير :

يجب أن تلتزم الشركات العامة بمعايير المحاسبة والتقارير، المنصوص عليها من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصة^١ (SEC)، والتي تتضمن العديد من التقارير الخاصة بإيداعات للمساهمين بما في ذلك تقارير الأرباح السنوية والفصلية وإشعارات نشاط التداول الداخلي .

إنّ الشركات الخاصة لا تلتزم بمثل هذه القوانين، مما يسمح لها بمزاولة الأعمال دون الحاجة إلى القلق كثيراً بشأن سياسة لجنة البورصة والإدراك العام للمساهمين . كما يعد عدم وجود متطلبات التقارير الصارمة هي أحد الأسباب الرئيسية لبقاء الشركات الخاصة خاصة .

الحصول على رأس المال :

إنّ أكبر ميزة للاكتتاب العام هي القدرة على الاستفادة من الأسواق المالية العامة لرأس المال عن طريق إصدار أسهم عامة أو سندات، فالوصول إلى رأس المال يمكن أن يسمح للشركات العامة بجمع الأموال اللازمة لاتخاذ مشاريع جديدة أو توسيع نطاق الأعمال .

حقوق الملكية الخاصة :

على الرغم من أن الشركات الخاصة لا تصل عادة إلى المستثمرين العاديين، إلا أنّ هناك أوقات قد تحتاج فيها الشركات الخاصة إلى زيادة رأس مالها . نتيجة لذلك، تحتاج إلى بيع جزء من الملكية في الشركة . على سبيل المثال؛ قد تختار الشركات الخاصة إتاحة الفرصة للموظفين لشراء أسهم في الشركة كتعويض عن طريق إتاحة الأسهم للشراء .

وقد تسعى الشركات المملوكة للقطاع الخاص أن تحصل على رأس المال من الأسهم الخاصة . وفي مثل هذه الحالة، فإنّ أصحاب الاستثمارات ورأس المال المغامر يجب عليهم أن يستثمروا في شركة خاصة وأن يكونوا قادرين على تقدير قيمة الشركة قبل اتخاذ قرار الاستثمار .

^١ هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) هي وكالة حكومية اتحادية مستقلة مسؤولة عن حماية المستثمرين، وتعمل بشكل عادل ومنظم في أسواق الأوراق المالية وتسهل تكوين رأس المال. كما تشجع SEC الإفصاح الكامل للعموم، وتحمي المستثمرين من ممارسات الاحتيال والتلاعب في السوق، وتراقب إجراءات الاستحواذ على الشركات في الولايات المتحدة.

تقييم الشركات الخاصة

تحليل الشركة المقارن

تتمثل الطريقة الأكثر شيوعاً لتقدير قيمة شركة خاصة في استخدام تحليل الشركة المقارن (CCA)^١. وينطوي هذا المنهج على البحث عن شركات متداولة علانية تشبه إلى حد كبير شركة خاصة (أو مستهدفة).

وتشمل العملية البحث عن شركات من نفس الصناعة، ومن الناحية المثالية منافس مباشر، وحجم، وعمر، ومعدل النمو؛ مماثل.

عادةً، يتم تحديد العديد من الشركات في هذه الصناعة التي تشبه الشركة المستهدفة. بمجرد إنشاء مجموعة صناعية، ويمكن حساب متوسطات تقييمها أو مضاعفاتها لتوفير إحساس بالمكان الذي تتناسب فيه الشركة الخاصة داخل صناعتها.

على سبيل المثال، محاولة لتقييم حصة أسهم في متجر ملابس متوسط الحجم، لا بد من البحث عن شركات عامة ذات حجم ومكان مماثل للشركة المستهدفة. بمجرد إنشاء "مجموعة نظيرة"، وسيتم ذلك بحساب متوسطات الصناعة بما في ذلك هوامش التشغيل والتدفقات النقدية الحرة والمبيعات لكل قدم مربع^٢؛ وهو مقياس مهم في مبيعات التجزئة.

يجب أيضاً جمع مقاييس تقييم حقوق الملكية، بما في ذلك السعر للأرباح، والسعر للمبيعات، والسعر للقيمة الدفترية، والسعر للتدفقات النقدية الحرة.

يمكن EBIDTA^٣ المتعدد أن يساعد في العثور على قيمة المؤسسة المستهدفة للمؤسسة، والتي تقدم تقييماً أكثر دقة لأنه يشمل الدين في حساب القيمة.

أيضاً، إذا كانت الشركة المستهدفة تعمل في صناعة شهدت عمليات استحواذ حديثة، أو عمليات اندماج الشركات، أو الاكتتابات العامة الأولية، يمكن استخدام المعلومات المالية من تلك المعاملات لحساب التقييم. وبما أن المصرفيين الاستثماريين وفرق تمويل الشركات قد حددوا بالفعل قيمة أقرب منافسي الهدف، فيمكن

^١ تحليل شركة مقارنة (CCA) هو عملية تستخدم لتحديد قيمة شركة تستخدم مقاييس شركات أخرى ذات حجم مماثل في نفس المجال.

^٢ تعتبر المبيعات لكل قدم مربع مقياساً شهيماً للمبيعات يستخدم في صناعة البيع بالتجزئة. إن المبيعات لكل قدم مربع تحسب بمتوسط الإيرادات التي تحققها تجارة التجزئة لكل قدم مربع من مساحة المبيعات.

^٣ قيمة المؤسسة، أو القيمة العادلة، هي مقياس لقيمة إجمالية للشركة، وتستخدم كبديل أكثر شمولاً لرسملة سوق الأسهم. يتم احتساب قيمة المؤسسة كقيمة رأس المال للسهم بالإضافة إلى الدين، وحقوق الأقلية والأسهم الممتازة، مطروحاً منها إجمالي النقد والنقد المعادل.

استخدام النتائج التي توصلوا إليها لتحليل تلك الشركات ذات الحصة السوقية المماثلة من أجل التوصل إلى تقدير لتقييم الشركة المستهدفة.

وعلى الرغم من عدم وجود شركتين متماثلتين، إلا أنه من خلال دمج وتوحيد البيانات من تحليل الشركة المقارن، يمكن تحديد كيفية مقارنة الشركة المستهدفة مع مجموعة الأقران المتداولة علناً. وهذا سيكون أفضل لتقدير قيمة الشركة المستهدفة.

تقدير التدفقات النقدية المخصومة:

يتم حساب طريقة التدفقات النقدية المخصومة لتقييم شركة خاصة، والتدفقات النقدية المخصومة من الشركات المماثلة في مجموعة الأقران وتطبيقها على الشركة المستهدفة.

تتضمن الخطوة الأولى تقدير نمو الإيرادات للشركة المستهدفة من خلال حساب معدلات نمو الإيرادات للشركات في مجموعة الأقران.

يمكن أن يشكل هذا الأمر تحدياً كبيراً للشركات الخاصة بسبب مرحلة الشركة في دورة حياتها وطرق المحاسبة الخاصة بها. وبما أن الشركات الخاصة لا تخضع لنفس المعايير المحاسبية الصارمة مثل الشركات العامة؛ فغالباً ما تختلف الشركات العامة، والبيانات المحاسبية للشركات الخاصة بشكل كبير وقد تتضمن بعض المصروفات الشخصية إلى جانب نفقات الأعمال (ليس بالأمر غير المألوف في الشركات العائلية الصغيرة) إلى جانب رواتب المالك، والتي ستشمل أيضاً دفع أرباح الأسهم إلى الملكية.

وبمجرد القيام بتقدير الإيرادات، يمكن تقدير التغييرات المتوقعة في تكاليف التشغيل والضرائب ورأس المال العامل. كما يمكن حساب التدفق النقدي الحر، والذي يوفر النقد التشغيلي المتبقي بعد خصم النفقات الرأسمالية.

يستخدم التدفق النقدي الحر عادة من قبل المستثمرين لتحديد مقدار المال المتاح والقيام بتوزيعهم على المساهمين في شكل أرباح.

الخطوة التالية هي حساب متوسط مجموعة نظيرة بيتا ومعدلات الضرائب ونسب الدين مقسومة على حقوق

الملكية¹. ويجب حساب متوسط التكلفة المرجح لرأس المال أو WACC.

¹ يتم احتساب نسبة الدين ÷ حقوق الملكية (D/E) بقسمة إجمالي التزامات الشركة على حقوق المساهمين. ويتم استخدام النسبة لتقييم الرافعة المالية للشركة. يشار إلى نسبة الدين إلى حقوق المساهمين أيضاً كنسبة للمخاطرة أو معدل المديونية.

يحتسب (WACC) متوسط تكلفة رأس المال سواء تم تمويله من خلال الدين أو حقوق الملكية. كما يمكن تقدير "تكلفة حقوق الملكية" باستخدام "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية" (CAPM). وغالباً ما يتم تحديد "تكلفة الدين" من خلال فحص التاريخ الائتماني للهدف لتحديد أسعار الفائدة المحملة على الشركة. كما يجب مراعاة تفاصيل هيكل رأس المال، بما في ذلك الدين ووزن الأسهم وكذلك تكلفة رأس المال من المجموعة النظرية، في حسابات WACC^١.

وعلى الرغم من أن تحديد هيكل رأس المال المستهدف قد يكون صعباً، إلا أن بإمكانه أن يساعد متوسطات الصناعة في الحسابات. ومع ذلك، من المرجح أن تكون تكاليف حقوق الملكية والديون بالنسبة إلى الشركات الخاصة أعلى من نظيراتها من القطاع العام، لذا قد يلزم إجراء تعديلات طفيفة على هيكل الشركة المتوسط لمراعاة هذه التكاليف المتضخمة. ويتم إضافة قسط إلى تكلفة الأسهم لشركة خاصة لتعويض عن عدم وجود سيولة في مركز حقوق الملكية في الشركة.

بمجرد أن يتم تقدير هيكل رأس المال المناسب، يمكن حساب متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC). يوفر WACC سعر الخصم للشركة المستهدفة، بحيث يمكن من خلاله خصم التدفقات النقدية، وتحديد قيمة عادلة للشركة الخاصة. ويمكن إضافة علاوة السيولة، إلى سعر الخصم لتعويض المستثمرين المحتملين للاستثمار الخاص.

إن تقييم شركة خاصة مليئة بالافتراضات، وتقديرات التخمين، ومتوسطات الصناعة مع الافتقار إلى الشفافية في الشركات الخاصة، يجعل من الصعب وضع قيمة للاعتماد عليها في مثل هذه الشركات. لذا توجد العديد من الطرق الأخرى المستخدمة في صناعة الأسهم الخاصة وفرق استشارية لتمويل الشركات لتحديد تقييمات الشركات الخاصة.

^١ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) هو حساب تكلفة رأس مال الشركة حيث يتم وزن كل فئة من رأس المال بشكل مناسب. ويزداد سعر WACC لشركة ما مع زيادة معدل العائد على حقوق المساهمين، لأن الزيادة في WACC تدل على انخفاض في التقييم وزيادة في المخاطر.