



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير
تخصص: محاسبة مالية

بعنوان:

إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسة الوطنية للأبار (ENTP) للفترة الممتدة ما بين 2016-2025

إعداد المترشح: طبشي مصطفى

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ: 13 ماي 2023

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.الدكتور:	بن ساسي إلياس، أستاذ (جامعة غرداية).....	رئيساً
أ.الدكتور:	غريب بولرباح، أستاذ (جامعة ورقلة).....	مشرفاً ومقرراً
الدكتورة:	تلي سعيدة، أستاذة محاضرة "أ" (جامعة ورقلة).....	مناقشة
الدكتور:	بضياف عبد الباقي، أستاذ محاضر "أ" (جامعة ورقلة).....	مناقشاً
أ.الدكتور:	حميداتو صالح، أستاذ (جامعة الوادي).....	مناقشاً
أ.الدكتور:	محيريق فوزي، أستاذ (جامعة الوادي).....	مناقشاً

السنة الجامعية: 2022 / 2023



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير
تخصص: محاسبة مالية

بعنوان:

البيانات المالية وفقاً لمقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسة الوطنية لأشغال في الآبار (ENTP) للفترة الممتدة ما بين 2016-2025

إعداد المترشح: طبشي مصطفى

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ: 13 ماي 2023

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.الدكتور:	بن ساسي إلياس، أستاذ (جامعة غرداية).....	رئيساً
أ.الدكتور:	غريب بولرياح، أستاذ (جامعة ورقلة).....	مشرفاً ومقرراً
الدكتورة:	تلي سعيدة، أستاذة محاضرة "أ" (جامعة ورقلة).....	مناقشة
الدكتور:	بضياف عبد الباقي، أستاذ محاضر "أ" (جامعة ورقلة).....	مناقشاً
أ.الدكتور:	حميداتو صالح، أستاذ (جامعة الوادي).....	مناقشاً
أ.الدكتور:	محيريق فوزي، أستاذ (جامعة الوادي).....	مناقشاً

السنة الجامعية: 2022 / 2023

بسم الله الرحمان الرحيم

«... هُوَ الَّذِي أَنْزَلَ عَلَيْكَ الْكِتَابَ مِنْهُ آيَاتٌ مُحْكَمَاتٌ هُنَّ أُمُّ الْكِتَابِ وَأُخْرُ
مُتَشَابِهَاتٌ فَأَمَّا الَّذِينَ فِي قُلُوبِهِمْ زَيْغٌ فَيَتَّبِعُونَ مَا تَشَبَهَ مِنْهُ ابْتِغَاءَ الْفِتْنَةِ وَابْتِغَاءَ
تَأْوِيلِهِ وَمَا يَعْلَمُ تَأْوِيلَهُ إِلَّا اللَّهُ وَالرَّاسِخُونَ فِي الْعِلْمِ يَقُولُونَ ءَأَمَّنَّا بِهِ كُلٌّ مِّنْ
عِنْدِ رَبِّنَا وَمَا يَذَّكَّرُ إِلَّا أُولُو الْأَلْبَابِ»¹.

صدق الله العظيم

¹سورة آل عمران، آية 07.

إهداء

بدأنا بأكثر من يد وعانينا الكثير من الصعوبات وها نحن اليوم والحمد لله نسطر خلاصة مشوارنا في هذه المرحلة بين دفعتي هذا العمل المتواضع.

إلى منارة العلم والإمام المصطفى، إلى الأبي الذي علم المتعلمين إلى سيد الخلق إلى رسولنا الكريم سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى الينبوع الذي لا يمل العطاء إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها إلى والدتي العزيزة.

إلى أبي، إلى روح جدي مُربيتي تغمدها الله برحمته الواسعة.

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إلى إخوتي حفظهم الله وسدد خطاهم.

إلى من علمونا حرفاً من ذهب وكلمات من درر وعبارات من أسمى وأجلى عبارات العلم، إلى من صاغوا لنا علمهم حروفاً ومن فكرهم منارة تنير لنا سيرة العلم والنجاح إلى أساتذتي الكرام.

طبشي مصطفى

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين القائل: ﴿... رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾¹.

والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد خاتم الأنبياء والمرسلين القائل في الحديث الشريف: [لا يشكر الله من لا يشكر الناس].

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أحمد الله سبحانه وتعالى أن وفقني على إتمام بحثي هذا، ويطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر ووافر الامتنان إلى من ساهم في إنجاز هذا البحث وأخص بالذكر أستاذي الدكتور غريب بولرباح على ما بذله وقدمه من نصح وإرشاد لكي يصل هذا البحث إلى هذا الانجاز الذي نراه.

الشكر كذلك موصول إلى كل أساتذتي من مرحلة التدرج إلى ما بعد التدرج.

أشكر صاحب الفضل عليا حتى وصلت لهذه المرحلة العلمية بعد الله عز وجل أستاذي بن ساسي إلياس.

أشكر الدكتور بن شويحة بشير نائب رئيس قسم علوم التسيير على المتابعة الشخصية لملف مناقشة الأطروحة.

كما أتقدم بأسمى عبارات التقدير والاحترام والشكر لأعضاء لجنة المناقشة لتخصيص جزء من وقتهم في تقييم هذا العمل رغم ظروفهم والتزاماتهم.

أشكر كل من له فضل في إنجاز هذا البحث ولو بكلمة، مسيرتي المديرية المالية للمؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار.

طبشي مصطفى

¹سورة النمل، آية 19.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في موضوع إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية، حيث وقع اختيارنا على المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) خلال الفترة الممتدة من سنة 2016 إلى سنة 2025، وذلك بالاعتماد على بياناتها المالية المتمثلة في كل من: (الميزانية المالية، بيان حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة، بيان حسابات النتائج التقديري، جدول تدفقات الخزينة التقديري، ملاحق القوائم المالية، تقارير محافظ الحسابات، تقارير التسيير).

خلصت الدراسة إلى أن اعتماد مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسات الاقتصادية والتي تنشط في بيئة الأعمال الجزائرية أمر صعب نظراً لمتطلبات تطبيقها، حيث وباختلاف طرقها نجدها تعتمد على استخدام عناصر حسابية متعلقة بالمستقبل يصعب تحديدها، خاصة إذا تعلق الأمر بمعدل الخصم أو الاستحداث للتدفقات المتوقع حدوثها في ظل غياب سوق مالي كفي.

الكلمات المفتاح: قيمة مؤسسة، تقييم مالي، مقارنة تدفقات، طريقة تدفق نقدي متاح، معدل خصم.

Résumé :

Cette étude vise à recherche de sujet de la problématique de l'évaluation financière selon l'approche des flux dans les entreprises économiques, nous avons choisi l'Entreprise Nationale des Travaux aux Puits (ENTP) durant la période entre 2016 et 2025, pour examiner ses états financiers : (Bilan financier, comptes de résultats, tableau des flux de trésorerie selon la méthode directe, comptes de résultats prévisionnels, tableau des flux de trésorerie prévisionnels, les annexes des états financiers, les rapports des commissairesaux comptes, les rapports de gestion).

L'étude a fait ressortir que l'adoption de l'approche des flux dans l'évaluation des entreprises agissantes dans l'environnement économique algérien est difficile, en raison des exigences d'application, car l'intégration des élémentsarithmétiques prévisionnels dans ce type d'évaluation est compliqué à déterminer, notammentle taux d'actualisation des flux potentielles et surtout dans l'absence d'un efficace marché financier.

Mots Clés : valeur d'entreprise, évaluation financière, approche des flux, méthode des flux de trésorerie disponible, taux d'actualisation.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنصر
IV	الإهداء
V	الشكر
VI	الملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
XV	قائمة الأشكال البيانية
XVII	قائمة الملاحق
XVIII	قائمة الرموز والاختصارات
أ	المقدمة
001	الفصل الأول: محددات القيمة، التقييم المالي
002	تمهيد
003	المبحث الأول: القيمة في علم المالية
003	المطلب الأول: مفهوم القيمة
004	المطلب الثاني: القيمة والسعر، القيمة والتمن
004	الفرع الأول: القيمة والسعر
006	الفرع الثاني: القيمة والتمن
006	الطلب الثاني: الأشكال المختلفة للقيمة
007	الفرع الأول: القيمة الدفترية، القيمة المحاسبية الصافية وقيمة الحياة
007	الفرع الثاني: القيمة السوقية العادلة، قيمة السوق والقيمة الخاصة
008	الفرع الثالث: القيمة العاطفية، القيمة الجوهرية وقيمة الاستخدام
008	الفرع الرابع: القيمة الاستبدالية، القيمة التشغيلية والقيمة القابلة للتحصيل
009	الفرع الخامس: القيمة الاستثمارية، قيمة التصفية والقيمة المتبقية
009	الفرع السادس: قيمة التأمين والقيمة عن مشتري استراتيجي
010	المبحث الثاني: محددات التقييم المالي
010	الطلب الأول: مفهوم التقييم المالي

011	.....	المطلب الثاني: أغراض التقييم المالي
011	.....	الفرع الأول: إنجاز وتحقيق الاستثمار أو سحبه والتنازل عنه
012	.....	الفرع الثاني: تقييم مؤسسة محل تركة (ميراث)، التأمين على مؤسسة
012	.....	الفرع الثالث: حالات الاندماج والاستحواذ، الدخول لبورصة الأوراق المالية
013	.....	الفرع الرابع: تغيير الشكل القانوني، إعادة الهيكلة، إقامة شراكة بين المؤسسات
014	.....	المطلب الثالث: التقييم المالي في إطار التسيير بالقيمة
014	.....	الفرع الأول: مقاييس التقييم وتطورها التاريخي
015	.....	الفرع الثاني: مفهوم إنشاء القيمة
017	.....	الفرع الثالث: تكلفة رأس المال من منظور إنشاء القيمة
020	.....	الفرع الرابع: التسيير بالقيمة
021	.....	المبحث الثالث: المسار التطبيقي لعملية التقييم المالي
021	.....	المطلب الأول: مبادئ نظرية التقييم المالي
022	.....	الفرع الأول: مبدأ وجود البدائل
022	.....	الفرع الثاني: مبدأ الاستبدال
022	.....	الفرع الثالث: مبدأ الإحلال أو الاستبدال
023	.....	الفرع الرابع: مبدأ المنافع المستقبلية
023	.....	المطلب الثاني: الجوانب المرتبطة بعملية تقييم المؤسسة
023	.....	الفرع الأول: الجانب المالي والقانوني
024	.....	الفرع الثاني: الجانب المحاسبي والجبايئي
024	.....	الفرع الثالث: حالة السوق (المنافسة) والخبرة
024	.....	الفرع الرابع: الجانب الاجتماعي والبيئي
024	.....	الفرع الخامس: أشغال البحث والتطوير وبراءات الاختراع
025	.....	الفرع السادس: الجانب العقاري والشهرة
025	.....	المطلب الثالث: مراحل عملية تقييم المؤسسات
026	.....	الفرع الأول: جمع المعلومات
027	.....	الفرع الثاني: وضع خطة عمل
029	.....	الفرع الثالث: التشخيص
036	.....	الفرع الرابع: اختيار طريقة التقييم
036	.....	الفرع الخامس: تحديد فرضيات ومعايير التقييم

037	..... الفرع السادس: ملخص عملية التقييم وعرض نطاق القيمة
038	..... خلاصة الفصل
039	..... الفصل الثاني: مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية والمختلطة
040	..... تمهيد
041	..... المبحث الأول: التقييم وفق القيمة المحاسبية (الدفترية)
041	..... المطلب الأول: طريقة الأصل المحاسبي الصافي
041	..... الفرع الأول: مبدأ طريقة الأصل لمحاسبي الصافي
042	..... الفرع الثاني: قيمة التصفية
044	..... الفرع الثالث: حدود طريقة الأصل الصافي
045	..... المطلب الثاني: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)
045	..... الفرع الأول: مبدأ طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)
047	..... الفرع الثاني: القيمة وفرضية الاستمرارية
048	..... الفرع الثالث: تحليل العناصر الرئيسية للميزانية المالية وتصحيحها
049	..... الفرع الرابع: عرض أهم التصويبات (التصحيحات) المتعلقة ببنود الميزانية
056	..... الفرع الخامس: حدود طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)
057	..... المبحث الثاني: طريقتي القيمة الجوهرية والأموال الضرورية للاستغلال
057	..... المطلب الأول: طريقة القيمة الجوهرية
057	..... الفرع الأول: مفهوم القيمة الجوهرية
058	..... الفرع الثاني: متطلبات طريقة القيمة الجوهرية
058	..... الفرع الثالث: أشكال أو تصنيفات القيمة الجوهرية
060	..... المطلب الثاني: طريقة الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE)
060	..... الفرع الأول: مفهوم الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE)
061	..... الفرع الثاني: الفائدة المرتبطة بطريقة الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE)
062	..... المبحث الثالث: طرق التقييم المختلطة (ذمة مالية، تدفقات)
062	..... المطلب الأول: طريقة الشهرة وطريقة ربحية الشهرة
062	..... الفرع الأول: طريقة الشهرة (Goodwill)
066	..... الفرع الثاني: طريقة ربحية الشهرة (Méthode de rente de Goodwill)
067	..... المطلب الثاني: طريقة الممارسين وطريقة المحاسبين الأوروبيين

067	..... (La Méthode des Praticiens) طريقة الممارسين
069	..... (Experts-Comptables Européens) طريقة المحاسبين الأوروبيين
069	..... (EVA) طريقة القيمة الاقتصادية المضافة
069	..... ماهية القيمة الاقتصادية المضافة
070	..... حساب القيمة الاقتصادية المضافة
071	..... الفرع الثالث: تقييم المؤسسة وفق طريقة القيمة الاقتصادية المضافة
073	..... الفرع الرابع: إيجابيات وحدود القيمة الاقتصادية المضافة
075	..... خلاصة الفصل
076	..... الفصل الثالث: مقارنة التدفقات
077	..... تمهيد
078	..... المبحث الأول: تعديل النواتج المحاسبية
078	..... المطلب الأول: النتائج كمؤشر للفعالية داخل المؤسسات محل التقييم
080	..... المطلب الثاني: تعظيم النواتج المحاسبية
080	..... الفرع الأول: النتيجة المحاسبية من المنظور الوظيفي
080	..... الفرع الثاني: مختلف أساليب التلاعب ببند النتيجة المحاسبية
081	..... الفرع الثالث: إجراءات اكتشاف التلاعب في حسابات النتائج
082	..... المطلب الثالث: تحليل البنود في بيان حسابات النتائج
082	..... الفرع الأول: تحليل النفقات
083	..... الفرع الثاني: تحليل الإيرادات
083	..... الفرع الثالث: تحديد القدرة الربحية
084	..... المبحث الثاني: محددات مقارنة التدفقات
084	..... المطلب الأول: أسس ومُعلمات مقارنة التدفقات
084	..... الفرع الأول: التدفق المستقبلي
084	..... الفرع الثاني: تحديد معدل الخصم
085	..... الفرع الثالث: مُعلمات مقارنة التدفقات
086	..... المطلب الثاني: تقدير قيمة حقوق الملكية
087	..... المطلب الثالث: تقدير صافي الديون المالية
088	..... المطلب الرابع: متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (CMPC)

090	..... طرق التقييم المشتقة من مقارنة التدفقات
090	..... المطلب الأول: طريقة التقييم المبينة على الأرباح
090	..... الفرع الأول: الطريقة المرتكزة على المردودية
092	..... الفرع الثاني: طريقة علاقة سعر السهم / الربح
095	..... المطلب الثاني: طريقة نماذج خصم قسائم الأرباح
095	..... الفرع الأول: نموذج (IRVING FISHER)
096	..... الفرع الثاني: نموذج (GORDON SHAPIRO)
099	..... المطلب الثالث: طريقة القدرة على التمويل الذاتي CAF
101	..... المطلب الرابع: طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)
101	..... الفرع الأول: مفهوم التدفق النقدي المتاح (FTD)
102	..... الفرع الثاني: مبدأ طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)
103	..... الفرع الثالث: تحديد قيمة المؤسسة
104	..... الفرع الرابع: حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة
107	..... الفرع الخامس: صعوبات وحدود تطبيق هذه الطريقة
109	..... خلاصة الفصل
110	الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار وفق مقارنة التدفقات
111	..... تمهيد:
112	..... المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة
112	..... المطلب الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة
112	..... الفرع الأول: نبذة تاريخية عن مؤسسة (ENTP)
113	..... الفرع الثاني: هيكل المؤسسة
114	..... الفرع الثالث: نشاطات المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP)
115	..... الفرع الرابع: عدد العمال في 2020
117	..... المطلب الثاني: البعد الاستراتيجي للمؤسسة
117	..... الفرع الأول: الأهداف والقرارات الإستراتيجية
118	..... الفرع الثاني: القرارات التكتيكية
118	..... الفرع الثالث: القرارات التنفيذية
118	..... المطلب الثالث: المؤسسات التابعة لمؤسسة (ENTP) - حيازة، شراكة

120	المبحث الثاني: دراسة تحليلية لمؤسسة ENTP (الجانب القانوني، التنظيمي، الاقتصادي)
120	المطلب الأول: تقييم الرقابة الداخلية (النظام والإجراءات)
120	الفرع الأول: مراجعة الحسابات
121	الفرع الثاني: ثبات طرق التقييم المحاسبي والمالي
121	الفرع الثالث: المبادئ الأساسية
122	المطلب الثاني: تحليل أصول المؤسسة
122	الفرع الأول: الأصول الثابتة
124	الفرع الثاني: تحليل الأصول المتداولة
127	المطلب الثالث: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة ENTP
127	الفرع الأول: تحليل الأموال الخاصة
129	الفرع الثاني: تحليل الخصوم غير المتداولة
133	المطلب الثالث: تحليل الخصوم المتداولة
133	الفرع الأول: الموردون والحسابات ذات الصلة
134	الفرع الثاني: الضرائب وما شابهها (Impôts)
135	الفرع الثالث: الديون الأخرى (Autres dettes)
136	المبحث الثالث: تقييم مؤسسة (ENTP) وفق مقارنة التدفقات
136	المطلب الأول: حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
136	الفرع الأول: تكلفة رأس المال حسب نموذج توزيع الأرباح
137	الفرع الثاني: حساب تكلفة الدين
138	الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
139	المطلب الثاني: طريقة خصم الأرباح
139	الفرع الأول: الاعتماد على أرباح السنوات السابقة
140	الفرع الثاني: الاعتماد على أرباح السنوات التقديرية
141	المطلب الثالث: طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)
141	الفرع الأول: دراسة القدرة على التمويل الذاتي
143	الفرع الثاني: قيمة المؤسسة وفق طريقة القدرة على التمويل الذاتي
144	المطلب الرابع: طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)
145	الفرع الأول: دراسة التدفق النقدي المتاح

146	..... الفرع الثاني: قيمة المؤسسة وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)
148	..... المطلوب الخامس: ملخص عملية التقييم وعرض نطاق القيمة
150	..... خلاصة الفصل
151	..... الخاتمة
158	..... المراجع
165	..... الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	ملخص الظروف التي تستدعي إعداد خطة عمل	028
(1-3)	خطوات التقييم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المستحدثة	104
(1-4)	تعريف موجز بالمؤسسة محل الدراسة	113
(2-4)	تطور الإنتاج في مؤسسة ENTP	114
(3-4)	إنتاجية العامل في مؤسسة ENTP	115
(4-4)	قيمة مساهمات (ENTP) في المؤسسات التابعة- حيازة، شراكة	119
(5-4)	تطور الأصول الثابتة خلال سنة 2018	122
(6-4)	تطور الأصول الثابتة	123
(7-4)	تطور المخزونات خلال سنة 2018	124
(8-4)	وضعية الزبائن خلال سنة 2018	125
(9-4)	تطور مخصصات الذمم المدينة	127
(10-4)	تشكيل الأموال الخاصة خلال سنة 2018	128
(11-4)	تطور الأموال الخاصة	128
(12-4)	تشكيل الخصوم غير المتداولة خلال سنة 2018	130
(13-4)	تشكيل الديون المالية خلال سنة 2018	130
(14-4)	قيمة الضرائب المؤجلة أصول المسجلة خلال (2018-2017)	131
(15-4)	تطور الخصوم غير المتداولة	132
(16-4)	تشكيل الخصوم المتداولة خلال سنة 2018	133
(17-4)	وضعية الموردون خلال سنة 2018	134
(18-4)	دفع أقساط الضرائب المستحقة لسنة 2018	134
(19-4)	تطور الخصوم المتداولة	135
(20-4)	يوضح حساب توزيعات الأرباح لكل سهم	137
(21-4)	يوضح حساب متوسط تكلفة رأس المال	137
(22-4)	عرض الأرباح المحققة خلال الفترة (2020-2016)	139
(23-4)	عرض الأرباح التقديرية خلال الفترة (2025-2021)	140
(24-4)	يوضح تطور القدرة على التمويل الذاتي (CAF)	142

143	.....	(25-4)	عرض القدرة على التمويل الذاتي التقديري خلال الفترة (2025-2021)
145	.....	(26-4)	يوضح تطور التدفق النقدي المتاح (FTD)
147	.....	(27-4)	عرض التدفق النقدي المتاح التقديري خلال الفترة (2025-2021)
148	.....	(28-4)	يوضح نطاق القيمة لمؤسسة (ENTP)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
010	..... مفهوم التقييم المالي	(1-1)
017	..... محددات قيمة المؤسسة	(2-1)
018	..... إنشاء القيمة من منظور تكلفة رأس المال	(3-1)
025	..... مراحل عملية التقييم	(4-1)
026	..... المعلومات الضرورية لعملية التقييم	(5-1)
032	..... عملية التحليل المالي في مجال التقييم	(6-1)
034	..... التشخيص الخارجي للمؤسسة	(7-1)
036	..... التشخيص الداخلي للمؤسسة	(8-1)
042	..... الأصل المحاسبي الصافي	(1-2)
059	..... القيمة الجوهرية	(2-2)
061	..... الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال	(3-2)
099	..... حساب القدرة على التمويل الذاتي	(1-3)
103	..... قيمة المؤسسة وفق مقارنة تدفقات الخزينة المستحدثة	(2-3)
123	..... معدلات الإطفاء الإجمالية للأصول خلال (2016-2020)	(1-4)
129	..... نسبة التخصيصات إلى نتيجة سنة 2017	(2-4)
132	..... يوضح تركيبة الهيكل المالي لمؤسسة ENTP خلال (2016-2020)	(3-4)
142	..... تطور القدرة على التمويل الذاتي	(4-4)
146	..... تطور التدفق النقدي المتاح	(5-4)
149	..... نطاق القيمة لمؤسسة (ENTP)	(6-4)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
166	..... الهيكل التنظيمي لمؤسسة ENTP	الملحق رقم 1
167	..... جانب الأصول من ميزانية 2016	الملحق رقم 2
168	..... جانب الخصوم من ميزانية 2016	الملحق رقم 3
169	..... جانب الأصول من ميزانية 2017	الملحق رقم 4
170	..... جانب الخصوم من ميزانية 2017	الملحق رقم 5
171	..... جانب الأصول من ميزانية 2018	الملحق رقم 6
172	..... جانب الخصوم من ميزانية 2018	الملحق رقم 7
173	..... جانب الأصول من ميزانية 2019	الملحق رقم 8
174	..... جانب الخصوم من ميزانية 2019	الملحق رقم 9
175	..... جانب الأصول من ميزانية 2020	الملحق رقم 10
176	..... جانب الخصوم من ميزانية 2020	الملحق رقم 11
177	..... بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2016	الملحق رقم 12
178	..... بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2017	الملحق رقم 13
179	..... بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2018	الملحق رقم 14
180	..... بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2019	الملحق رقم 15
181	..... بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2020	الملحق رقم 16
182	..... جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2016	الملحق رقم 17
183	..... جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2017	الملحق رقم 18
184	..... جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2018	الملحق رقم 19
185	..... جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2019	الملحق رقم 20
186	..... جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2020	الملحق رقم 21
187	..... بيان حسابات النتائج التقديرية (2021-2025)	الملحق رقم 22
188	..... جدول تدفقات الخزينة التقديرية (2021-2025)	الملحق رقم 23
189	..... معدلات الفائدة المطبقة في البنوك حتى 2021	الملحق رقم 24
190	..... المصادقة على طلب تقديم تسهيلات من مؤسسة ENTP	الملحق رقم 25

قائمة الرموز والاختصارات

الاختصار/الرمز	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
AGO	Assemblée Générale Ordinaire	الجمعية العامة العادية
ANC	Actif Net Comptable	الأصل المحاسبي الصافي
ANCC	Actif Net Comptable Corrigé	الأصل المحاسبي الصافي المصحح
BFR	Besoin Fonds de Roulement	الاحتياج في رأس المال العامل
BFRE	Besoin Fonds de Roulement d'Exploitation	الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال
CAF	Capacité d'Autofinancement	القدرة على التمويل الذاتي
CI	Capital Investi	رأس المال المستثمر
CNC	Conseil National de la Comptabilité	المجلس الوطني للمحاسبة
CPNE	Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation	الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال
DCF	Discounted Cash Flow	تدفقات الخزينة المستحدثة
DDM	Dividend Discount Model	نموذج خصم الأرباح
EBE	Excédent Brut d'Exploitation	الفائض الإجمالي للاستغلال
ENTP	Entreprise Nationale des Travaux aux Puits	المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار
EVA	Economique Valeur Ajoutée	القيمة الاقتصادية المضافة
FTD	Flux de Trésorerie Disponible	التدفق النقدي المتاح
GW	Good Will	الشهرة
IAS	International Accounting Standard	المعيار المحاسبي الدولي
IBS	Impôt sur les Bénéfices des Sociétés	الضرائب على أرباح الشركات
IFRS	International Financial Reporting Standards	المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
K _{CP}	Cout de Capital Propre	تكلفة رأس المال
K _D	Cout des Dettes	تكلفة الديون
MBA	Marge Brute d'Autofinancement	الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي
MC	Marge Commerciale	الهامش التجاري
MEDAF	Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers	نموذج تقييم الأصول المالية
MVA	Market Value Added	القيمة السوقية المضافة

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة	Net Operating Profit After Tax	NOPAT
صافي القيمة الحالية	Net Present Value	NPV
المخطط المحاسبي الفرنسي	Plan Comptable Générale	PCG
الربح الاقتصادي	Profits Economique	PE
إنتاج السنة	Produire d'Exploitation	PE
ربحية السهم	Price Earning Ration	PER
النتيجة الحالية قبل الضريبة	Résultat Courant Avant Impôt	RCAI
نتيجة الاستغلال	Résultat d'Exploitation	RE
نتيجة الاستغلال بعد الضريبة	Résultat d'Exploitation Après Impôt	REAI
النتيجة الصافية	Résultat Net	RN
النظام المحاسبي والمالي الجزائري	Système Comptable Financier	SCF
العائد الإجمالي للسهم	Total Shareholder Return	TSR
الضريبة على القيمة المضافة	Taxe sur la Valeur Ajoutée	TVA
المحاسبين الأوروبيون	Union Européenne des experts Comptables	UEC
القيمة المضافة	Valeur Ajoutée	VA
القيمة الحالية الصافية	Valeur Actualisée nette	VAL
قيمة رأس المال	Valeur Capital Propre	V _{CP}
قيمة الديون	Valeur des Dettes	V _D
قيمة المؤسسة	Valeur de Entreprise	VE
قيمة الإنتاجية	Valeur de Productivité	VP
القيمة الجوهرية الاجمالية	Valeur Substantielle Brute	VSb
القيمة النهائية	Valeur Terminale	VT

المقدّمة

1) توطئة:

يعتبر موضوع تقييم المؤسسات أحد المسائل الهامة في مجال الإدارة، فلم يعد تحديد الأرباح الصافية التي يمكن أن تحققها المؤسسة الاقتصادية في الوقت الراهن مؤشراً كافياً لمعرفة قيمتها، كون النتائج المحاسبية المعطاة لا تعكس الواقع السوقي، كما يمكنها أن تخفي عدة نقائص كعدم كفاية الاستثمار المادي والمعنوي المتجدد والمولد للإنتاجية، ومن ثم تحجيم القيمة أو تشويهها. وفي هذا الصدد قام مجموعة من الممارسين والمحللين الماليين بعرض مجموعة من الطرائق الحديثة للتقييم التي استطاعت أن تعالج بعض نقاط الضعف المأخوذة على الطرق التقليدية، كأن تراعي على سبيل المثال بعض المؤشرات الخاصة بمخاطر النمو مثلاً، وتحافظ على ديمومة استمرارية النتائج المحققة. بالإضافة إلى ذلك فهي لا تأخذ بعين الاعتبار المعطيات المحاسبية التي لا تتطابق مع الواقع الاقتصادي للمؤسسة. إن أغلب المؤسسات في ظل العولمة والانفتاح على السوق العالمية تجعل من القيمة المحرك الذي تركز عليه عملية التسيير، الأمر الذي يجعل من الضروري القيام بعملية التقييم بشكل دوري (مؤسسة، نشاط معين، فرع، مجمع) والوقوف على قيمتها، ومن ثم تحليل هذه القيمة. أين يتعين القيام بمجموعة من الإجراءات والتدابير وبعض القرارات التي قد تكون مناسبة حيال هذه القيمة أو القيم.

شهدت عملية التقييم المالي للأعمال بصفة عامة تطوراً قوياً جداً على مدى الثلاثين عاماً الماضية، في بيئة اقتصادية ومالية متغيرة باستمرار وكذا تحت تأثير العولمة. من جانب آخر نجد أن التطور الحاصل في الفكر المحاسبي من خلال مخرجات مختلف المنظمات العالمية المختصة في مجال المحاسبة من معايير محاسبية انعكس على مختلف مقاربات وطرق التقييم، حيث برزت مفاهيم السوق في الأفق واتجهت الأنظار أكثر نحو مؤشرات سوقية محضنة تتحدد على ضوءها قيمة المؤسسة بالسعي وراء محاولة التقريب بين القيم السوقية والقيم المحاسبية، خاصة في ظل مفهوم القيمة العادلة.

وفي ظل الحقائق والوقائع التي عاشتها الجزائر بخصوص تجربة التحول إلى اقتصاد السوق والتي صاحبها موجة من عمليات الخصخصة والتي كانت السبيل الوحيد أمام الدولة آنذاك، وجود عراقيل أبطأت إجراءات سير هذه العمليات، حيث أثبتت تصريحات مهنيي المحاسبة خاصة خبراء المحاسبة المقيمين أن هذه العراقيل تتعلق بعملية تقييم وحدات القطاع العام التي ستؤول إلى الخصخصة، وهو الأمر الذي فسره هؤلاء بعوامل عديدة كان أهمها ما تعلق بالشق المحاسبي، حيث اعتبرت القوائم المالية عشرة واجهها خبراء التقييم والتي حالت دون الوصول إلى تقييم مالي يمكن اعتباره صادقا، كما ظهر ذلك من خلال الوصول إلى قيمة بخسة للوحدات التي خضعت للتقييم، وقد كانت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية هي أكثر المؤسسات التي عانت هذا الإشكال بالنظر إلى ما كانت

تعاينه من مشاكل ظلت ولزمن طويل تميّز القطاع في الجزائر بالرغم من برامج الإصلاح الاقتصادي التي كان الهدف منها إنعاش المؤسسات العمومية.

2) إشكالية البحث:

يعتمد نجاح عملية التقييم على النجاح في تحديد مقارنة التقييم الأقرب لطبيعة نشاط المؤسسة، وكذا التوفر على كل ما يتطلب من معطيات خاصتها بغية تحديد قيمة حقيقية عادلة للمؤسسة. تحاول هذه الدراسة تسليط الضوء على مختلف مقاربات التقييم المالي وذلك بالتركيز على مقارنة التدفقات ومحاولة توضيح ما يميز هذه المقاربة عن غيرها من مقاربات التقييم، وما إذا كانت يمكن الاعتماد عليها في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. وعليه يمكن صياغة إشكالية بحثنا كالتالي:

إلى أي مدى يمكن اعتماد مقارنة التقييم المالي المرتكزة على التدفقات في تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) للفترة الممتدة ما بين (2016-2025)؟.

وللإجابة على هذه الإشكالية يمكن أن نشق منها الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أشهر وأهم مقاربات التقييم المعتمدة من قبل خبراء التقييم المالي في الجزائر؟
- هل يمكن أن يساهم التحول الاقتصادي في الجزائر واعتماد نظام محاسبي عالمي في تطور عملية التقييم المالي وإمكانية المفاضلة بين مختلف المقاربات خصوصا مقارنة التدفقات؟
- هل يمكن الجزم بأن مقارنة التدفقات فعلا مقارنة مثالية وصالحة في كل زمن أو ظرف ويمكنها أن تعطينا نتائج مقبولة عموما من خلال تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP)؟
- هل تطبيق مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) يمكن أن يصادف بعض المشاكل خاصة فيما تعلق بشقها التنبؤي؟

3) فرضيات البحث:

- انطلاقا من ما سبق من تساؤلات نخدم فرضية بحثنا وفي سبيل الإجابة عنها يمكن الانطلاق من الفرضيات التالية:
- خبراء التقييم المالي في الجزائر يركزون على مختلف مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية، وذلك يمكن أن يعود إلى كونه هذه المقاربات أقل تكلفة بغض النظر على جودة النتائج.

- التحول الاقتصادي في الجزائر واعتماد نظام محاسبي يواكب التطورات على الساحة الدولية ساهم في تطوير عملية التقييم المالي حيث أصبح هنالك تحديد دقيق وتميز بين مختلف مفاهيم القيمة، أما بخصوص إمكانية المقارنة بين مختلف المقاربات فمازال بعيد جداً خصوصاً مقارنة التدفقات.
- لا يمكن الجزم بأن مقارنة التدفقات فعلاً مقارنة مثالية وصالحة في كل زمن أو ظرف، وعنصر المثالية مستبعد تماماً، كما يمكنها أن تعطينا نتائج غير مؤمولة في حال اعتمادها في تقييم مؤسسة (ENTP).
- تطبيق مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية عموماً ومؤسسة (ENTP) خصوصاً صادف ومازال يصادف مشاكل نظراً لما يتطلبه هذا النوع من المقاربات من معلومات خاصة تلك المتعلقة بمستقبل المؤسسة.

4) مبررات اختيار الموضوع:

من واقع البيئة الاقتصادية الجزائرية التي أصبحت اليوم منفتحة على الاقتصاد العالمي، هذا الأخير يقضي بتحرير رأس المال ويجعل إمكانية انتقاله داخلياً وخارجياً أمر سهل. وفي هذا الصدد قامت الجزائر بمجموعة من التدابير في سبيل الخروج من النظام الاقتصادي الاشتراكي، أهمها استراتيجيات إعادة الهيكلة والخصوصية وكذا استراتيجيات الشراكة الشائعة في مجال المحروقات، وهنا تظهر أهمية عملية التقييم المالي كأحد ركائز هذا التحول. إضافة إلى ذلك:

- مجال التقييم المالي في الجزائر ميدانياً لا يعرف تطور أو تحديث للمفاهيم أو الطرق المستحدثة (أغلب الطرق المستخدمة تقليدية)، وعليه أردنا انتهاج أحد الطرق المستحدثة في هذا المجال؛
- موضوع التقييم المالي في الجزائر دائماً ما ارتبط واستخدم في مجال الخصوصية وكذا الشركات الأجنبية في مجال المحروقات، حالياً التقييم المالي لا يتوقف عند ذلك فقط بل تطور ليصبح كأحد أهم الأدوات أو الأساليب المساعدة في عملية التسيير وبشكل فعال؛
- محاولة الإسهام ولو بشكل بسيط في تحديد بعض النماذج المالية التي من شأنها أن تساعد في تسيير بورصة الجزائر، وكذا المتدخلين فيها أو المحتملين في تسيير محافظهم المالية وذلك كون هذه المقاربة تهتم بالأسهم وكيفية تقييمها، وبالتالي تصبح عمليات التنازل والتبادل وحتى التسيير تتم بشكل منظم ووفق أسس سليمة وهو ما يساهم في الرفع من كفاءة البورصة.

5) أهمية الموضوع:

تكمن أهمية الموضوع في كونه يمس آليات التحول الاقتصادي في الجزائر ولعلها حالياً الشراكة الأجنبية في مجال المحروقات، وعليه ومن خلال هذه الدراسة نحاول إزالة بعض الغموض أو تصحيح بعض المعتقدات_الاكتفاء بمقاربة واحدة_ حول موضوع التقييم المالي في الجزائر هذا من جهة، ومن جهة أخرى نحاول انتهاج إحدى مقاربات التقييم الأحدث والأنسب حسبنا في تقييم المؤسسات خاصة تلك المراد الاستثمار فيها (الاستمرارية) وكذا الأصول المالية المنقولة.

كما تظهر أهمية الموضوع كذلك في إبراز الجانب التسييري للقيمة وإخراج هذه الأخيرة من مفهومها الضيق ألا وهو التقييم المالي على ضوء أغراض التقييم المعروفة، حيث بات على المؤسسة في ظل الانفتاح المتزايد للاقتصاد خلق ما يسمى بفائض القيمة (Création de valeur).

6) أهداف البحث:

تمثل الأهداف المتوخاة من هذا العمل في فهم الآليات والأساليب العلمية لعملية التقييم المالي للمؤسسات في ظل اعتماد مقاربة التدفقات كونها تمثل أداة قوية للغاية، لا تستخدم فقط لتقييم المؤسسات ولكن أيضاً لتسعير عروض طرح الأسهم للاكتتاب العام والأصول المالية الأخرى. إنها أداة قوية في التمويل، حيث يتم استخدامها على نطاق واسع من قبل المتخصصين في البنوك الاستثمارية والاستشاريين والمديرين، بالإضافة إلى ذلك:

- إرساء فكرة مفادها أن التقييم المالي للمؤسسة ما يقوم على تقديم أو اقتراح مجموعة من القيم (نطاق القيمة)، وذلك ما يتناهى مع فكرة الاعتماد والاكتفاء بمقاربة واحدة في عملية التقييم؛
- إبراز ما يميز التقييم وفق مقاربات التدفقات عن نظيراتها من مقاربات التقييم خصوصاً مقاربة التقييم المرتكزة على الذمة المالية والشائع استخدامها بين خبراء التقييم في الجزائر؛
- محاولة تكييف هذا النوع من المقاربات (التدفقات) مع طبيعة وخصوصية المؤسسة العمومية والاقتصادية الجزائرية، كونها تعتمد على بيانات تقديرية، وبالتالي تتطلب قدرأ كبيراً نسبياً من التنبؤات لحالة الأعمال المستقبلية للمؤسسة والاقتصاد بشكل عام. حيث أن التغييرات الطفيفة في الافتراضات الأساسية ستؤدي إلى اختلافات كبيرة في قيمة المؤسسة؛
- لفت انتباه مسيري المؤسسات والقائمين على إدارة المؤسسة إلى ضرورة فهم الغاية من عمليات التقييم في طابعها التسييري، كون أغلب المؤسسات في ظل العولمة والانفتاح على السوق العالمية تجعل من القيمة

المحرك الذي تركز عليه عملية التسيير، الأمر الذي يجعل من الضروري القيام بعملية تقييم المؤسسة بشكل دوري والوقوف على قيمتها.

7) تحديد إطار الدراسة:

تحاول هذه الأطروحة محاكاة الإشكال الحاصل في تقييم الأعمال بصفة عامة والمؤسسات الاقتصادية في الجزائر بصفة خاصة، خاصة إذا تعلق الأمر بالاعتماد على مقارنة التدفقات في عملية التقييم، حيث جاء بحثنا محددًا في النقاط التالية:

- الدافع الذي يجعل خبراء التقييم في الجزائر يركزون على مقارنة الذمة المالية في عملية تقييم المؤسسات الاقتصادية دون غيرها من مقاربات التقييم؛
- الأثر السلبي الذي قد يشوب عملية التقييم أو بالأحرى القيمة النهائية للمؤسسة المراد تقييم في حال الاعتماد على مقارنة واحدة؛
- أهمية التقييم وفق مقارنة التدفقات خاصة طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF) في تقييم المؤسسات الاقتصادية كونها تلم بكل ما له قيمة، كما لا يتعلق مفهوم القيمة حسب هذه المقاربة بما هو ملموس فقط (أصول عينية).

في سبيل ذلك، تم أخذ المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) كدراسة حالة، كونها معرضة للدخول في أي نوع من أنواع الاندماج أو الاستحواذ نظرا لطبيعة نشاطها (قطاع المحروقات_خدمات الحفر)، حيث حددنا الفترة ما بين (2016-2025) كحدود زمنية للدراسة، أما بالنسبة للحدود المكانية فتتعلق بمكان تواجدها وهي المنطقة البترولية حاسي مسعود.

8) المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

للإجابة على إشكالية الموضوع ومحاولة اختبار الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي فيما يخص الجانب النظري كونه يلائم لسرد الحقائق وفهم مكونات الموضوع، حيث استعملنا بعض أدوات جمع المعلومات كالملاحظة، المقابلة والوثائق التي تمثلت في مختلف القوائم المالية التي تنتجها مؤسسة ENTP وبعض الملاحق التابعة لهذه القوائم، كما تم اعتماد البحث البيداغوجي من خلال استعمال المراجع المتوفرة في المكتبات ومخبر البحث والمراجع الالكترونية على شبكة الأنترنت بغية التأصيل النظري لموضوع الدراسة.

بينما تم الاعتماد على منهج دراسة حالة في ما يخص الجانب الميداني، معتمدين على مجموعة من الأدوات متمثلة في: (حساب صيغ التقييم، تحليل متحرك لعدة سنوات، استخدام برنامج XLSTAT 2009)، من أجل

إسقاط الدراسة على إحدى مؤسسات القطاع العام الاقتصادية الجزائرية والتي تمثلت في المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTP.

9 صعوبات البحث:

أثناء إجراء هذه الدراسة واجهتنا بعض الصعوبات والعقبات تعلقت في مجملها بالجانب التطبيقي والتي حدثت من قدرتنا على الوصول إلى نتائج أكثر دقة، ولعل أهمها تعطلنا في إجراء تربص بالمؤسسة لمدة تفوق 9 أشهر بسبب جائحة (Covid 19 virus)، أين كان من الصعب استقبال أي نوع من المترشحين داخل هذا النوع من المؤسسات تطبيقاً لتعليمات الوقاية. كما أنه وحتى بعد الموافقة على إجراء تربص تم إحتجازي في مكتب خاص مع عدم الحرية في التحرك والتقصي والاختلاط مع المسيريين المالمين بالمؤسسة وهو ما صعب عملية جمع المعلومات المطلوبة التي نخدم موضوع بحثي هذا.

10 الدراسات السابقة:

قبل الشروع في دراسة إشكالية بحثنا كان حتماً علينا الاطلاع على عدد لا بأس به من الدراسات التي تناولت موضوع التقييم المالي بشكل عام، والتي تم انتقاؤها بعناية وحصرتها في تلك الدراسات المسقطة على مختلف المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بأنواعها، كون الإشكال نابع من واقع التقييم المالي في الجزائر وليس في أحد أساليب أو مقاربات التقييم في حد ذاتها. حيث نجد أن معظم هذه الدراسات ربطت بين موضوع التقييم وإحدى أغراضه الشائعة (خصوصة، شراكة، .. الخ). يمكن عرض أهم الدراسات السابقة والتي تمس موضوع بحثنا بشكل كبير حسب الترتيب الزمني (من الأقدم إلى الأحدث) في الآتي:

◀ دراسة سويسي هواري (2008):

دراسة بعنوان: تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير من جامعة الجزائر (الجزائر).

جاءت إشكالية الباحث لتناقش مدى أهمية تقييم المؤسسات وفعاليتها كأداة لترشيد قرارات الأطراف المعنية بالمؤسسة كل حسب مركزه، حيث تبنى الباحث في سبيل الإجابة على هاته الإشكالية فرضية أساسية مفادها أن تقييم المؤسسة بشكل منهجي ومدروس سيؤدي حتماً إلى إنجاح إجراءات التفاوض وترشيد قرارات الأطراف المهتمة بالمؤسسة. اعتمد الباحث أسلوب المسح في الجانب الميداني للعمل المرتبط بدراسة واقع وأفاق التقييم في الجزائر مستعيناً في خضم ذلك بالمنهج الوصفي عند التطرق لتنظيم بورصة قيم الجزائر، حيث استعمل بعض

أدوات جمع المعلومات كالاستبيان والملاحظة، المقابلة والوثائق، إضافة لاستعمال برنامج معلوماتي لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان. وتوصل الباحث كنتائج لدراسته -أهمها- ما يلي:

- تلزم طرق التقييم المعتمدة على التوقعات بشأن العوائد والتدفقات تشخيص وضعية المؤسسة لمعرفة مواطن الضعف والقوة من جهة، والطاقات الكامنة التي تتمتع بها من جهة أخرى؛

- تعرف طرق التقييم تعدداً كبيراً واختلافاً فيما بينها، حيث نجد على الأقل ثلاث عائلات منها تركز على مناظير مختلفة تماماً عن بعضها في المنطلق، لأن كل طريقة تفضي إلى قيم مختلفة، حيث تكون أحيانا متباينة بشكل كبير؛

- يعتبر اعتماد مجموعة من طرق التقييم وحساب المتوسط الحسابي لمختلف نتائجها ليس دائما هو الحل، بل يفترض اللجوء إليه في الحالات الاستثنائية، عند غموض الأهداف المرجوة؛

- واجه تطبيق منظور التدفقات في الجزائر صعوبة كبيرة، الأمر الذي دفع بطغيان تطبيق الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية على حساب المناظير الأخرى؛

- الضيق الشديد لبورصة قيم الجزائر وعدم نضجها أدى إلى تجاهل أهمية عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين.

◀ دراسة بكاري بلخير (2010):

دراسة بعنوان: أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر "حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير من جامعة الجزائر 3 (الجزائر).

جاءت إشكالية الباحث لتناقش مدى أثر اختيار مقارنة تقييم مالي دون أخرى في إبرام اتفاقية شراكة بالنسبة للوحدات التابعة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، حيث ركز الباحث على مقارنة الذمة المالية (الأصل الصافي المصحح) المعتمدة أساسا من طرف المؤسسات البترولية محاولا إيجاد البديل لهاته المقاربة. اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري من بحثه، كما استعمل بعض أدوات جمع المعلومات كالملاحظة، المقابلة، والوثائق المتمثلة في: (القوائم المالية لسنوات الدراسة، تقارير تقييم، تقارير تسيير) مؤسسة ENSP وفروعها. وتوصل الباحث في الأخير إلى النتائج التالية (نذكر أهمها):

- من محددات استخدام طريقة تقييم بدلا من أخرى هو مدى توفر المعلومات حول كل طريقة، فبالرغم من أن الطرق المرتكزة على مقارنة التدفقات أكثر تعبيراً عن حقيقة قيمة المؤسسة منها الطرق المرتكزة على مقارنة الذمة

المالية خاصة طريقة التدفق النقدي المتاح، ولكن بسبب عدم إتاحة المعطيات المتعلقة بمقاربة التدفقات فيتم اللجوء إلى الطرق المرتكزة على مقارنة الذمة المالية؛

- مقارنة التدفقات هي مقارنة جد حساسة وأيضا عملية تطبيقها صعبة نظرا للعناصر المكونة لها (إعداد التدفقات المستقبلية، تحديد تكلفة رأس المال، تحديد معدل الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية) وبالتالي فإن نتيجة التقييم مرهونة بشكل مباشر باختيار تلك العناصر، والاختيار بدوره مشروط جداً بما هو منتظر من نتيجة التقييم (هل هناك استمرار لنشاط المؤسسة، التعاضد المحتمل، الدخول إلى البورصة، ... الخ).

◀ دراسة مواعي بحرية (2016):

دراسة بعنوان: التقييم المالي للمؤسسات العمومية الصغيرة والمتوسطة في ظل المعايير المحاسبية الدولية،

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية من جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف (الجزائر).
جاءت إشكالية الباحثة لتناقش إشكالية التقييم المالي للمؤسسات العمومية الصغيرة والمتوسطة ومدى موثوقية مخرجات النظام المحاسبي (SCF) على مصداقية عملية التقييم، حيث تبنت الباحثة مجموعة فرضيات تلخصت في مجملها أن الإشكال المتعلق بعملية التقييم المالي في الجزائر يتمثل حسبها في مصداقية المعلومة المحاسبية. اعتمدت الباحثة الأسلوب أو المنهج الوصفي وذلك من أجل عرض ما تعلق بقيمة المؤسسة من مفاهيم وكذا استعراض التوجه نحو محاسبة القيمة العادلة وواقع المؤسسة الصغيرة والمتوسطة حيال ذلك، حيث استعملت بعض أدوات جمع المعلومات كالاستبيان والملاحظة، المقابلة والوثائق، إضافة لاستعمال برنامج (SPSS) نسخة 20 لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان. وتوصلت كنتائج لدراستها -أهمها- كما يلي:

- إسهام النظام المحاسبي (SCF) في تحسين جودة المعلومة المالية وموثوقيتها أسهم في تقليص بعض الصعوبات في عملية تقييم المؤسسات العمومية الصغيرة والمتوسطة؛

- عدم اختيار الطريقة الأنسب في التقييم والاعتماد على مقارنة الذمة المالية في كل الحالات لا يخدم مفاهيم خلق القيمة، وتعظيم القيمة التي أصبحت في ظل المعايير المحاسبية الدولية بمثابة الأساس في الفكر الحديث للمؤسسة؛

- تحقيق المصداقية في تقييم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة العمومية لا يتوقف فقط على مصداقية المعلومة المالية، كذلك يتطلب نجاح عملية التقييم أيضا توفر سوق مالي نشط ومناخ أعمال ملائم وإرساء نظام معلوماتي اقتصادي وطني.

◀ دراسة بن حمو عصمت محمد (2016)

دراسة بعنوان: طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة "حالة مؤسستي صيدال والأوراس"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير من جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان (الجزائر)

تمثلت إشكالية الباحث في التساؤل التالي: « ما هي الطرق والمقاربات التي يمكن اعتمادها في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية الراغبين في خوصصتها والتي لا تتعارض مع مصالح طرفي العقد (الدولة والمستثمر)»، حيث انطلق في سبيل الإجابة على هذا التساؤل إلى مجموعة من الفرضيات أهمها تمثل في كون التباين والاختلاف في القيم المتحصل عليها نتيجة تطبيق مختلف المقاربات ما هو إلا نتيجة اختلال في إحدى المستويات: (درجة الإفصاح في القوائم المالية، عدم كفاءة الأسواق المالية، اختلاف أهداف الدولة والمستثمر المحتمل أو غياب الموضوعية في عملية التقييم). اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي في الجانب النظري من بحثه، كما استعمل منهج دراسة حالة اشتملت على مؤسستي صيدال والأوراسي. وتوصل الباحث في الأخير إلى النتائج التالية (نذكر أهمها):

- لا يمكن أن تتم عملية التقييم ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق و المعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها، والتي تلعب دوراً مهماً في عملية المفاضلة بين طرق التقييم المعتمدة، وأيضاً في تحديد القيمة العادلة التي تلقى الإجماع بين الأطراف المختلفة؛

- تنوع طرق التقييم يعتبر شيئاً إيجابياً كونه يسمح بإثراء العملية، ولكن في بعض الحالات يكون سبباً في فشل الصفقات وذلك بسبب التباين الكبير في القيم المتحصل عليها؛

- تبني مقارنة التدفقات على خطة العمل المحددة من طرف الإدارة، أي على توقعات يصعب تحقيقها في ظل عدم ثبات بيئة الأعمال وبالتالي تنقص من دلالة أو عدالة القيمة المتحصل عليها.

◀ دراسة TLAMSI Ismahene (2018):

دراسة بعنوان: "Interaction Entre l'Évaluation de l'Entreprise et la Gouvernance_Cas de la Société Saidal"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (LMD) من جامعة عبد الحميد ابن باديس - مستغانم (الجزائر).

تمثلت إشكالية الباحثة في محاكاة التفاعل بين قيمة المؤسسة كأداة تسيير فعالة والحوكمة بشأن فصل السلطات والشفافية في السوق المالي (البورصة)، أين تبنت الباحثة في سبيل الإجابة على هاته الإشكالية فرضيتين أساسيتين

مفادهما أن تقييم المؤسسة له آثار إيجابية على القرارات المتخذة من قبل الإدارة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تطبيق ممارسات حوكمة الشركات يمكن أن يكون له آثار إيجابية على تطور قيمة المؤسسة. اعتمدت الباحثة المنهج الوصفي وذلك لسرد أدبيات الدراسة حول ماهية قيمة المؤسسة وكذا حوكمة الشركات، حيث استعملت بعض أدوات جمع المعلومات كالاستبيان والملاحظة، المقابلة والوثائق، إضافة لاستعمال برنامج (SPSS) لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان. يمكن سرد أهم ما توصلت إليه كنتائج كما يلي:

- العولمة والتغيرات الاقتصادية وفتح الأسواق وتكاثر المعاملات وتطوير البورصات، كل هذه العوامل تجعل من الحاجة لتقييم المؤسسة بشكل مستمر حاجة ملحة؛
- تعتمد عملية التقييم نهجاً تحليلياً عالمياً يوفر معرفة معمقة للمؤسسة محل التقييم، ومنه فلا يمكن حصر عملية التقييم في طريقة معينة وإعطاء رقم واحد؛
- التسيير بالقيمة محور استراتيجي للاستدامة والتنمية للمؤسسات، كونه أسلوب إدارة يسمح بتطوير المؤسسة ويخلق مزايا تنافسية لها؛
- يسمح تقييم المؤسسة بإجراء بعض التحسينات في الأنشطة المختلفة بالإضافة إلى تغيير إستراتيجية المؤسسة. كونه يتيح أمام إدارة المؤسسة بشكل أفضل وتوجيه إدارتها في اتجاه أكثر طموحاً.

دراسة (TAMSSAOUT Zahir و HADJADJ Zineb) (2022):

دراسة بعنوان: "Évaluation des entreprise non cotées en bourse_Cas de la SARL" LGA، مقال منشور عن مجلة الأبحاث الاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 02، الصادرة عن جامعة عمار ثليجي - الأغواط (الجزائر).

حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء عن قضية تقييم المؤسسات غير المدرجة، وذلك من خلال استكشاف أساليب أو مقاربات التقييم المختلفة التي تساعدنا في تقييم مؤسسة خارج السوق المالي، حيث طرح الباحثان التساؤل التالي: "ما هي طرق التقييم المناسبة لتقييم المؤسسات الغير مدرجة في البورصة، وتحديد SARL LGA"، وهي مؤسسة تم إنشاؤها سنة 2015، تنشط في مجال تكنولوجيا المعلومات. اعتمد الباحثان على فرضية مفادها "أن استخدام مقارنة أو طريقة تقييم معينة لتحديد قيمة المؤسسة مشروط بتوافر مجموعة من المعلومات عن ماضي ومستقبل هذه المؤسسة وكذا الهدف أو الغاية من عملية التقييم". طبق الباحثان كل من مقارنة الذمة المالية وطريقة الشهرة (Good will) وكذا مقارنة التدفقات، وتوصل الباحثان في الأخير إلى النتائج التالية (نذكر أهمها):

- الصعوبة في مجال التقييم المالي لا تكمن في تطبيق طرق وأساليب التقييم المختلفة، بل في اختيار الطريقة المناسبة، حيث أن الغرض من تقييم مؤسسة ما لا يكمن في تحديد سعر لها، بل تحديد نطاق من القيم؛

- لاحظ الباحثان من خلال اعتماد الأساليب أو الطرق الثلاثة في تقييم مؤسسة SARL LGA أن مقارنة التدفقات (DCF) قدمت المعلومات الأكثر موضوعية بناءً على الافتراضات المتعلقة باستمرارية نشاط المؤسسة ونمو التدفقات إلى اللانهاية.

◀ دراسة مرشدي كمال (2022):

دراسة بعنوان: مدى كفاءة مقارنة التدفقات النقدية المخصومة في تقييم المشاريع الاستثمارية وأثرها على قيمة المؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير من جامعة الجزائر 3 (الجزائر).

تمثلت إشكالية الباحث في التساؤل التالي: "ما مدى كفاءة مقارنة التدفقات النقدية المخصومة في تقييم المشاريع الاستثمارية وأثرها على قيمة المؤسسة"، حيث انطلق في سبيل الإجابة على هذا التساؤل إلى مجموعة من الفرضيات أهمها تمثل في: "تحدد الكفاءة المالية لمقاربة التدفقات من خلال اختيار الهيكل الأمثل للتمويل والذي يرافقه اختيار معدل خصم ملائم للتدفقات المستقبلية المتولدة عن المشروع". اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي والتحليلي في الجانب النظري من بحثه، كما استعمل منهج دراسة حالة اشتملت على مؤسستي TREFISOUD SPA و EL EULMA SETIF مستعملا بعض أدوات جمع المعلومات كالملاحظة، المقابلة، والوثائق المتمثلة في: (القوائم المالية لسنوات الدراسة، تقارير تقييم، تقارير تسيير). توصل الباحث في الأخير إلى النتائج التالية (نذكر أهمها):

- كفاءة مقارنة التدفقات نسبية وليست مطلقة فهي مرتبطة بعملية التقييم الخاصة بالمشروع وبظروف التقييم وبيئة الأعمال؛

- محيط التقييم في بيئة الأعمال الجزائرية يؤثر على كفاءة مقارنة التدفقات عند اعتمادها في عمليات التقييم، فهو مرتبط بطبيعة الاقتصاد بالمؤسسات فيه تأخذ الطابع العمومي وهدفها اقتصادي أكثر منه مالي ولا توجد مخاطرة مالية في السوق الجزائري.

11 مناقشة الدراسات السابقة:

نلاحظ أن أغلب الدراسات السابقة أشارت إلى إشكالية بحثنا بشكل مباشر، كون هذا النوع من المقاربات (التدفقات) يعتبر حساس للغاية من حيث التكلفة وكذا من حيث متطلبات أو العناصر المكونة لهذه المقاربة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يقضي تطبيق هاته المقاربة ضرورة توفر المعلومة المالية الموثوقة سواء تعلقت هذه الأخيرة

بماضي المؤسسة أو حاضرها أو مستقبلها. وأشارت الدراسات كذلك إلى ضرورة توفر سوق مالي (بورصة) فعّال يجعل من عملية التقييم متاحة أمام المستثمرين المالىين، كما جاءت إسقاطات هذه الدراسات (دراسة حالة) متنوعة شملت مختلف أنواع المؤسسات في بيئة الأعمال الجزائرية (مؤسسات ذات طابع عمومي، إقتصادي، المؤسسات الاقتصادية العاملة في مجال المحروقات، المؤسسات العمومية والاقتصادية المسعرة في البورصة). من جانب آخر، نجد أنه من بين أهم هذه الدراسات جاءت قبل الاصلاح الاقتصادي واعتماد النظام المحاسبي المالي (SCF)، أين كانت القوائم المالية أو المعلومة المحاسبية المخرجة من المخطط المحاسبي (PCN) لاتخدم الخبير المقيم. كل هذه النقاط المستخلصة من الدراسات السابقة تشير إلى أهمية الخوض في إشكالية بحثنا.

إن ما يميز دراستنا عن هذه الدراسات هو تركيزنا على عملية التقييم بشكل مباشر دون ربط العملية بأحد أغراض التقييم المالي أو تحديد نوع معين من المؤسسات العمومية أو الاقتصادية الناشطة في بيئة الأعمال الجزائرية، كون الإشكال حاصل في واقع عمليات التقييم المالي في الجزائر خصوصا إذا تعلق الأمر بانتهاج مقارنة التدفقات.

12) هيكل البحث:

قصد استيفاء موضوع بحثنا بما يوفره من منهج يؤدي إلى اختبار فرضياته، اعتمدنا على جانبين أحدهما نظري والأخر ميداني، حيث شمل الجانب النظري ثلاثة فصول. أما الفصل الرابع فخصّص للجانب الميداني وعموما جاءت الخطة المعتمدة كما يلي:

بدأنا بمقدمة تتضمن المحاول الأساسية لموضوع البحث والإشكالية التي يدور حولها، ثم أعقبنا بأربعة فصول وأهيننا البحث بخاتمة تتضمن استنتاجات نظرية والنتائج التطبيقية المتوصل إليها ومن ثم التوصيات المستمدة من هذه النتائج، تليها آفاق البحث. نلخص ما تضمنته الفصول على النحو التالي:

- **الفصل الأول:** المعنون بـ "محددات القيمة، التقييم المالي"، تناول هذا الفصل مختلف المفاهيم المتعلقة بعنصر القيمة حسب النظرية المالية وكذا عرض مختلف الأشكال التي يمكن أن تكون عليها القيمة ومن ثم تطرقنا إلى محددات التقييم المالي انطلاقا من عرض مختلف المفاهيم حول التقييم، يليها أغراض التقييم والحالات التي تحتم إجراء تقييم مالي، وخلصنا في هذا الجزء إلى مجال التقييم المالي في إطار التسيير بالقيمة وإنشائها (Création de valeur)، ومن ثم يأتي الجزء الأخير من هذا الفصل ليتضمن المسار التطبيقي لعملية التقييم حيث تناول كل من مبادئ نظرية التقييم وكذا الجوانب المرتبطة به، واختتمنا هذا الفصل بعرض المراحل الضرورية التي يجب على الخبير المقيم إتباعها.

- **الفصل الثاني:** المعنون بـ "مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية والمختلطة"، جاء هذا الفصل ليتناول مختلف طرق التقييم وفق مقارنة الذمة المالية. تطرقنا في أوله لكل من طريقتي الأصل المحاسبي الصافي والأصل الصافي المصحح (ANCC)، ومن ثم جاء الجزء الثاني من هذا الفصل ليتضمن طريقة

القيمة الجوهرية و كذا طريقة الأموال الضرورية للاستغلال، لنختتم هذا الفصل كجزء أخير منه بمقاربات التقييم المختلطة أو المركبة تضمن مختلف طرق التقييم التالية: طريقة الشهرة، طريقة الممارسين، طريقة المحاسبين الأوربيين، طريقة ربحية الشهرة، طريقة القيمة الاقتصادية المضافة.

- **الفصل الثالث: المعنون بـ "مقاربة التدفقات"**، افتتحنا هذا الفصل بأهمية تعديل النواتج المحاسبية من خلال تحليل كل من النفقات والإيرادات وذلك في سبيل تحديد القدرة الربحية، ومن ثم تطرقنا في شقه الثاني لمحددات مقارنة التدفقات الذي تضمن المعلومات الأساسية التي تقوم عليها هذه المقاربة، وختاماً لهذا الفصل عرضنا مختلف الطرق المشتقة من مقارنة التدفقات والتي تمثلت في: طريقة التقييم المبنية على الأرباح، طريقة نماذج خصم الأرباح، طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)، طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF).

- **الفصل الرابع: خصصناه للدراسة الميدانية والتي تمت في المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP)**، جاء الجزء الأول منه كتعريف بالمؤسسة، كما تم من خلال عرض مختلف المؤسسات التابعة لمؤسسة (ENTP) سواء في شكل حيازة أو شراكة، يليه الجزء الثاني والذي جاء في شكل دراسة تحليلية للمؤسسة من الجانب القانوني، التنظيمي والاقتصادي، حيث قمنا من خلاله بتقييم النظام والاجراءات (مراجعة الحسابات، ثبات طرق التقييم المحاسبي والمالي، المبادئ الأساسية) وكذا تحليل الأصول والخصوم ودراسة الهيكل المالي للمؤسسة، وختاماً لهذا الفصل تم تقييم مؤسسة (ENTP) وفق مقارنة التدفقات، وذلك بتطبيق مختلف الطرق المذكورة في الفصل الثالث.

الفصل الأول:

محدّدات القيمة، التّقييم المالي

تمهيد:

يتطلب تقييم المؤسسة ككل تحديد القيمة الإجمالية لأصولها والتزاماتها. لكن كيف تحدد قيمة مناسبة، في حين أن جوهر كلمة "قيمة" يدعو إلى مفهوم ذاتية؟.

أدت هذه القضية إلى ظهور "مفهوم القيمة" في التقييم، بحيث يمكن استخدام هذا الأخير بشكل متسق وواضح من قبل جميع أصحاب المصلحة. يشير هذا المفهوم إلى أن قيمة المؤسسة يجب أن تتميز بمعيار يتم تحديده من خلال عناصر موضوعية قدر الإمكان وتخضى بالقبول العام.

ما هي قيمة المؤسسة؟. إنه مفهوم يطرح الكثير من التساؤلات خاصة عندما يتعلق الأمر بالمؤسسات غير المدرجة في سوق مالي (بورصة) على عكس تلك المدرجة، حيث أن هذه الأخيرة يمكن للسوق حل مسألة قيمتها بشكل مسبق في أي وقت، كما نجد أن قيمة المؤسسة تأخذ عدة أشكال وينتمي هذا المفهوم لمختلف النظريات في علم الاقتصاد، بل نجد أن في النظرية الواحدة عدة مفاهيم للقيمة لكل مفهوم زاوية معينة، خاصة تلك المفاهيم المتبناة في النظرية المالية التي تصور قيمة المؤسسة أحياناً في شكل رأي أو سعر للتفاوض، كما يمكن أن تُصورها في شكل دخل أو ربح ناتج عن الكفاءة في التسيير نشأ عنه ما يسمى بـ "إنشاء القيمة" والمفاهيم كثيرة.

نحاول من خلال هذا الفصل إبراز المفاهيم الأساسية للقيمة والتقييم من المنظور المالي، مركزين على المسار التطبيقي لعملية التقييم وكذا المفهوم الحديث للقيمة من منظور "نظرية قيمة المؤسسة" والمتعلق بإنشاء القيمة.

المبحث الأول: القيمة في علم المالية

المطلب الأول: مفهوم القيمة

يعرفها كل من Maire و Brilman على أنها: "عبارة عن رأي وليس حدث، فالسعر هو الحدث والمقصود هنا هو سعر الدفع الذي على أساسه تتم عملية المبادلة في البورصة"¹.

كما يرى Duplat أن القيمة تعتمد على مفهومي العرض والطلب على حق امتلاك مؤسسة أو جزء منها. وهنا لا بد من التفريق بين قيمة المؤسسة وسعر بيعها والذي يمثل أساساً للتفاوض².

كما يعرفها Ceddaha على أنها: القيمة الحالية للأداء المتوقع عن طريق استخدام الأصل (تقاس عن طريق التدفقات) الحالية أو المحينة بمعدل مطلوب من قبل المستثمرين (يسمى بمتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال)³.

من جهة أخرى يرى كل من Gregorio و Barneto أن تعريف القيمة يكمن في الاجابة على السؤالين التاليين: (كيف تم إنشاء القيمة من طرف المؤسسة لصالح المالكين؟، وكيف تم توزيعها عليهم؟)، حيث تأخذ القيمة العديد من الأشكال المختلفة منها الأصول النقدية والأصول المادية بشرط إمكانية التحول إلى سيولة أو توليد سلع وخدمات يمكن بيعها في المستقبل⁴.

حيث نجد أن هناك العديد من العوامل التي تعزز أو تزيد من قيمة المؤسسة المرتبطة أساساً بضرورة تحسين مشاريعها وما ينجم عن هذه الأخيرة من تدفقات نقدية مستقبلية، والمتمثلة في:⁵

- نوعية وحجم السلع المنتجة؛
- الأصول (الاستثمارات) المستخدمة؛
- العلامة التجارية؛
- نوعية اليد العاملة والإدارة؛
- ظروف السوق وحالة الاقتصاد... الخ.

¹ Jean Brilman, Claude Maire, **manuel d'évaluation des entreprises "Sociétés cotées et non cotées"**, Les Éditions d'Organisation, Paris, 1990, P: 19.

² Claude-Annie Duplat, **Évaluez votre entreprise**, Librairie Vuibert, Paris, 2007, P: 10.

³ Franck ceddaha, **fusions acquisitions «Évaluation, Négociation, Ingénierie»**, 3^e édition revue et augmentée, ECONOMICA, Paris, 2010, P: 13.

⁴ Pascal Barneto, Georges Gregorio, **DSCG 2 : Finance "MANUEL ET APPLICATIONS**, 2^e édition, Dunod, Paris, 2009, P-P : 3-4.

⁵ Idem.

وإن اختلفت هذه العوامل يبقى أن القاسم المشترك بينها هو قدرتها على تحسين ظروف تشغيل المؤسسة لمشاريعها أو استثماراتها المالية وتجنب أو التخفيف من حدة المخاطر المرتبطة بهذا التشغيل، والتي يمكن أن يكون لها تأثيراً سلبياً على قيمة المؤسسة، وبالتالي تعزيز آفاق تكوين قيمة مميزة للمؤسسة في الحاضر والمستقبل.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن الاختلاف في تحديد مفهوم للقيمة لا ينحصر فقط في الاختلاف القائم بين كل من النظرية المالية ونظيرتها المحاسبية، حيث نجد أن مفهوم القيمة في النظرية المالية ينحصر بين ثلاث مجالات مختلفة، يتمثل أولها في تحديد القيمة بغرض التسعير ومن ثم التنازل وهو ما جاء في تعريف كل من Maire و Brilman وكذا Duplat، أما المجالين الثاني والثالث فيتمثلان في كل من التمويل وإنشاء القيمة للمساهمين وهو ما ورد في تعريف Ceddaha وكذا Barneto و Gregorio، وعليه يمكن حصر مفهوم القيمة في النظرية المالية في ثلاث مجالات (التسعير والتأمين، التمويل، إنشاء القيمة).

المطلب الثاني: القيمة والسعر، القيمة والتمن

من الشائع ارتباط مفهوم القيمة بكل من مفهومي السعر والتمن في مجالات مختلفة ليس فقط في الاقتصاد، كما نجد أن إشكال الفصل بين هذه المفاهيم تم طرحه حتى في الشريعة الإسلامية، حتى أنهم استدلوا بآيات من القرآن الحكيم.

الفرع الأول: القيمة والسعر

القيمة هي بالتأكيد أكثر ذاتية، كونها تعتمد على رأي القائم بعملية التقييم (المحلل، المساهم، المستثمر، المدير، الدائن... الخ) والأهداف التي يتابعها:¹

- مواصلة تشغيل المؤسسة بنفس مستوى وحجم النشاط الحالي؛
- مواصلة تشغيل المؤسسة عن طريق تعديل الإستراتيجية؛
- مواصلة تشغيل المؤسسة وجعلها أقرب إلى مؤسسة أخرى؛
- تصفية أصول المؤسسة.

¹ Jean-Étienne Palard, Franck Lmbert, D'évaluation d'entreprise "Guide pratique", Groupe Eyrolles, Paris, 2013, P: 20.

اعتماداً على هذه الحالات المختلفة، من المرجح جداً أن نفس المؤسسة سيكون لها قيم مختلفة، لكن القيمة لا تعني بالضرورة وجود إرادة للمعاملة. حيث تشير معظم تقنيات التقييم إلى أن السعر يمكن تحديده من خلال:¹

◀ من خلال السوق: وذلك شريطة أن يكون سوق مثالي (كُفئ) يقوم على معايير تنافسية دقيقة ومثالية قدر الامكان (تعدد المتعاملين، شفافية المعلومة، السيولة).

◀ في حال عدم وجود سوق: يتم تقديرها نظرياً بواسطة نماذج حسابية تهدف إلى إعادة بناء ما يمكن أن يكون سعراً، والذي تحدده قوى الطلب والعرض من طرف المتعاملين الاقتصاديين الذين يتصرفون بعقلانية، على افتراض أن هذا السعر سيكون متوافقاً مع القيمة المقدرة.

القيمة والسعر مفهومان مختلفان للغاية، حيث أن قيمة المؤسسة تعتمد على حجم وطبيعة نشاطها في حين أن السعر هو نتيجة تفاوض بين طرفين. من السهل جداً تحديد قيم مختلفة للمؤسسة طالما هي في ملكية البائع²، سعر المؤسسة ليس سوى تقييم لأي عنصر يمكن أن يساهم في استمرارية سير هذه المؤسسة بسلاسة في لحظة معينة، يتم تحديده من خلال مزيج من أساليب التقييم المختلفة، كما يمكن معرفته من خلال قراءة معلومتها المالية (سعر السهم)، لكن قيمة المؤسسة الحقيقية تكمن حول هذا السعر³.

إشكالية التمييز بين القيمة والسعر تمثل أساس ثراء المنطق المالي، أين نجد أن هذا الأخير أتاح وجود العديد من طرق التقييم تستند هذه الطرق والأساليب بشكل عام إلى ركيزتين (الثروة والتدفقات النقدية المتولدة)، ومنه فإن الغرض من التقييم هو تعيين مجموعة من القيم التي تعمل كمرجع لتحديد السعر في نقطة محددة من حياة المؤسسة.

القيمة المالية والقيمة الإستراتيجية: فهم الفرق بين مفهومي السعر والقيمة بشكل أكثر وضوح يتوقف على التمييز بين القيمة المالية والقيمة الإستراتيجية للمؤسسة، حيث أن القيمة المالية للمؤسسة تتوافق مع قيمتها الحقيقية، وهذا يعني أن القيمة التي تم الحصول عليها عن طريق استخدام إحدى مقاربات التقييم المعروفة يجب أن تكون متاحة لجميع المتعاملين الاقتصاديين بغض النظر عن المشتري المحتمل، أي أن يكون لدى المتعاملين الاقتصاديين نفس مستوى المعلومات عن المؤسسة⁴، أما القيمة الإستراتيجية فتدمج المصالح الإستراتيجية الخاصة

¹ Olivier Arthaud, Raphaël Jacquemard, **Le concept de valeur d'une entreprise**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Groupe Revue Fiduciaire, N°433, Paris, Décembre 2015, P: 29.

² Franck ceddaha, **Op. Cit**, P: 13.

³ Abdelilah EL ATTAR, **L'évaluation de la valeur de l'entreprise par l'approche basée sur le triptyque coût-qualité-temps**, Dossiers de Recherches en Economie et Gestion, N° spécial, Université Mohammed Premier, Oujda- MAROC, 2014, P: 84.

⁴ Jean-Étienne Palard, Franck Lmbert, **Op. Cit**, P: 20.

بكل مستثمر بالإضافة إلى حجم الإسهام والعوائد التي يأمل في تحقيقها، أين تجد المستثمر دائما ما يأمل في تحسين إدارة مؤسسته عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة أو عن طريق تطوير وفورات الحجم¹، وبالتالي سيتم تعزيز التدفقات المستقبلية وقيمتها والعمل على زيادة مستوياتها بشكل تصاعدي _عبارة أخرى_ تكمن المفارقة في أن القيمة المالية للمؤسسة تشتمل على العديد من القيم الإستراتيجية في ظل وجود مشتريين محتملين وطرق تقييم مختلفة (ينبغي اختيار أنسبها للمؤسسة).

الفرع الثاني: القيمة والتمن

الفرق بين القيمة والتمن أن التمن ما تراضى عليه المتعاقدان في عقد البيع، والقيمة ما فهم به الشيء، فالتمن منظور فيه إلى اتفاق طرفي عقد البيع دون النظر إلى ما يستحقه المبيع، أما القيمة فمنظور فيها إلى ما يستحقه المثلّمن دون زيادة ولا نقص، فعلى هذا التعريف يكون التمن في عقد المفاوضات فقط، والقيمة أشمل منه، جاء في البحر الرائق "الفرق بين التمن والقيمة أن التمن ما تراضى عليه المتعاقدان، سواء زاد على القيمة أو نقص، والقيمة ما قُوم به الشيء بمنزلة المعيار من غير زيادة ولا نقصان"².

بعض الاقتصاديين يقولون بأن معنى التمن والقيمة واحد حيث يُعبران عن العلاقة بين النقود والسلع، بينما يرى آخرون بأن القيمة تعني معدل استبدال السلعة بالسلع الأخرى وأن التمن يعني معدل استبدال السلعة بالنقود، ونظرا لأن المقايضة بين السلع لم تعد تستخدم إذا فهذه التفرقة بين التمن والقيمة لا مبرر لها³.

المطلب الثالث: الأشكال المختلفة للقيمة

من الأمور الشائعة خاصة في مجال الاقتصاد مشكل القيمة، سواء تعلق الأمر بالتقدير أو المفهوم في حد ذاته، وذلك راجع لكون مفهوم القيمة ارتبط بمختلف مجالات الاقتصاد (مجال المحاسبة، المالية، الإدارة،... الخ)، حيث نجد كل مجال من هاته المجالات لديه تصور أو تمثيل معين حول القيمة، الأمر الذي جعل مفهوم القيمة مرتبط بعدد كبير من المحددات ويأخذ أشكالا عديدة. بصفة عامة الأشكال المختلفة للقيمة الشائع استخدامها في الممارسات العملية في المحاسبة والمالية وكذا الاقتصادية تتمثل في التالي:

¹ Idem.

² أحمد عبدالعزيز العميرة، التمن العقاري، مجلة القضائية، مجلد الأول، العدد الثالث، وزارة العدل السعودية، المملكة العربية السعودية، 2012، ص: 208.

³ محمد عبد الحليم عمر، الأسس العلمية للتقويم والتمن في الفكر والتطبيق الاقتصادي والمحاسبي، مؤتمر تنشيط السوق العقاري المصري، جامعة الأزهر، مصر، في الفترة من 25-27 يونيو 2002، ص: 03.

الفرع الأول: القيمة الدفترية، القيمة المحاسبية الصافية وقيمة الحيازة

1- القيمة الدفترية (**La valeur comptabilité**): القيمة الدفترية هي قيمة حقوق المساهمين الواردة في

الميزانية المالية (رأس المال والاحتياطات). هذه القيمة يمكن التعبير عليها بالفرق بين إجمالي الأصول والخصوم¹.

2- القيمة المحاسبية الصافية (**La valeur comptabilité nette**): هي المبلغ الذي تُدرج على

أساسه الأصول في دفاتر المحاسبة المتعلقة بالميزانية بعد خصم مجموع الاهتلاكات ومجموع خسارة القيمة المتعلق بهذا الأصل².

3- قيمة الحيازة (**La valeur d'acquisition**): تمثل هذه القيمة السعر الأصلي للأصل الذي يسجل

به هذا الأخير لأول مرة في ميزانية المؤسسة. هذا السعر يتضمن مختلف التكاليف المتعلقة بدخول الأصل ملكية المؤسسة. تجدر الإشارة إلى أن قيمة الحيازة لأصل معين في تاريخ دخوله ملكية المؤسسة هي نفسها قيمته العادلة.

الفرع الثاني: القيمة السوقية العادلة، قيمة السوق والقيمة الخاصة

1- القيمة السوقية العادلة (**La juste valeur**): هو أعلى سعر نقدي يمكن الحصول عليه بالأخذ بعين

الاعتبار الشروط العامة للسوق، عند عمليات البيع الخاصة بممتلكات معينة المبرمة بين الأطراف المتعاقدة الذين يتصرفون بمعرفة ودراية طوعاً دون أي شكل من أشكال الاكراه أو أي علاقة تبعية³.

2- قيمة السوق (**La valeur vénale**): تمثل المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من أجل بيع سند توظيف

في سوق نشطة أو المبلغ الواجب دفعه من أجل اقتنائه⁴.

3- القيمة الخاصة أو الذاتية (**La valeur pour le propriétaire**): وهي قيمة يتم حسابها على

ضوء المزايا الاقتصادية للممتلكات من حيث ما إذا كانت هذه المزايا يمكن تحقيقها والاستفادة منها أم لا. حيث تستخدم هذه القيمة من قبل مستثمرين خواص (مُعِينين) انطلاقاً من أنشطة أعمالهم التجارية وتطلعاتهم

(توقعاتهم) الشخصية⁵.

¹ Pablo Fernández, **COMPANY VALUATION METHODS "THE MOST COMMON ERRORS IN VALUATIONS"**, IESE Business School – University of Navarra, Rev. February, 2007, P: 04.

² القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، الجريدة الرسمية، العدد 74، الجزائر، 2007، ص: 91.

³ Denis Karpicek, **L'évaluation d'entreprise " Guide pratique pour les dirigeants de PME"**, Bibliothèque et archives du Canada, 2010, P: 17.

⁴ القانون رقم 07-11، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

⁵ Denis Karpicek, **Op. Cit**, P: 18.

الفرع الثالث: القيمة العاطفية، القيمة الجوهرية وقيمة الاستخدام

1- القيمة العاطفية (La valeur sentimentale): تنشأ هذه القيمة نتيجة المواقف الغير منطقية أو غير العادية من طرف المالك (المستثمر) بخصوص التعاملات المالية المتعلقة بأصل معين، والتي يكون الطرف الثاني في هذه المعاملات شخص مقرب. وهنا يفقد الأصل قيمته المادية¹.

2- القيمة الجوهرية (La valeur intrinsèque): تمثل المبلغ الواجب دفعه مقابل الحصول على أصل معين في ظل الظروف المماثلة لتلك التي يتم فيها تقييم هذا الأصل²، وهي القيمة الفعلية للأصل. تختلف عن القيمة السوقية وكذا الدفترية، كما تشتمل على متغيرات أخرى مثل العلامة التجارية. غالباً ما يكون من الصعب حسابها وأحياناً لا تعكس بدقة سعر السوق.

3- قيمة الاستخدام (Valeur d'usage): تمثل ما يعادل قيمة جملة الممتلكات (الأصول) المستخدمة في عملية الاستغلال³، ويقصد بها هنا منفعة هذه الممتلكات، بالإضافة إلى ذلك نجد أن قيمة الاستخدام لأصل ما دائماً ما تكون مرتبطة بمساهمته في عملية الاستغلال وليس بملكيته.

الفرع الرابع: القيمة الاستبدالية، القيمة التشغيلية والقيمة القابلة للتحويل

1- القيمة الاستبدالية (La valeur de remplacement): ويقصد بها سعر السوق الحالي اللازم لاستبدال أصل مماثل تماماً أو مكافئ بأصل موجود⁴.

2- القيمة التشغيلية (La valeur d'exploitation): وهي قيمة نشاط المؤسسة مع مراعاة فرضية الاستمرارية⁵، وتمثل قيمة جميع المخزونات من المواد والمنتجات أو التعبئة والتغليف الخاصة بالمؤسسة والمرتبطة بنشاطها الأساسي.

3- القيمة القابلة للتحويل (La Valeur recouvrable): تتمثل في أعلى قيمة لسعر البيع الصافي لأصل ما مقارنة مع قيمته النفعية⁶.

¹ Idem.

² Pablo Fernández, **Op. Cit**, P: 04. بتصرف

³ Denis Karpicek, **Op. Cit**, P: 18.

⁴ إبراهيم خليل حيدر السعدي، مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم وأثرها على استبدال الأصول، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 21، بغداد-العراق، 2009، ص: 15.

⁵ Denis Karpicek, **Op. Cit**, P: 18.

⁶ القانون رقم 07-11، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

الفرع الخامس: القيمة الاستثمارية، قيمة التصفية والقيمة المتبقية

1- القيمة الاستثمارية (La valeur d'investissement): هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية التابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري محدد. تعتبر هذه القيمة مفهوم أسهل في الفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة لمشتري محدد¹. تجدر الإشارة إلى أنه هناك ارتباط مباشر بين هذه القيمة والقيمة السوقية، كون الأساليب المستخدمة في تقدير كل منهما واحدة في جوهرها.

2- قيمة التصفية (La valeur de liquidation): وهي القيمة الصافية التي يمكن الحصول عليها في حال توقف نشاط المؤسسة والمتعلقة ببيع أصول هذه الأخيرة بشكل منفصل².

3- قيمة النفاية أو القيمة المتبقية (La valeur résiduelle): هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة. هذه القيمة تختلف عن مفهوم الخردة³.

الفرع السادس: قيمة التأمين والقيمة عن مشتري استراتيجي

1- القيمة القابلة للتأمين (La valeur assurable): هي قيمة واضحة ومباشرة جداً فهي ببساطة قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة⁴.

2- القيمة عن المشتري الاستراتيجي (Valeur pour un acheteur stratégique): هي القيمة التي يمكن أن يدفعها مشتر خاص أو متميز (عادة ما تكون مؤسسة أو مجمع من نفس القطاع) يكون على استعداد للدفع في سياق السوق الكفء، وذلك في سبيل امكانية الاستفادة من ميزة تنافسية (اقتصاديات الحجم) و/أو علامة تجارية من خلال دمج المؤسسة المستهدفة⁵.

من خلال عرض مختلف أشكال القيمة يمكن القول أن نموذج القيمة السوقية العادلة يعتبر كمرجعية لباقي أشكال القيمة الأخرى هذا من منظور المفاضلة، أما بخصوص التقييم فنجد أن كل من نموذج القيمة الاستثمارية وكذا الجوهرية يعتبران الأكثر موضوعية، كونهما ينظران للأصل كمنافع اقتصادية (تدفقات نقدية) حالية ومستقبلية. والجدير بالذكر أن كل من هذين النموذجين يصنفان ضمن الطرق المتعارف عليها في مجال تقييم المؤسسات على حساب الطرق المرتكزة على مقارنة التدفقات.

¹ طارق عبد العال، التقييم وإعادة هيكلة الشركات "تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2008، ص: 14.

² Denis Karpicek, *Op. Cit.*, P: 19.

³ طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 20.

⁵ Denis Karpicek, *Op. Cit.*, P: 19.

المبحث الثاني: محددات التقييم المالي

المطلب الأول: مفهوم التقييم المالي

يعرفه كل من Palard و Lmbert على أنه: "توفير قيمة أو مجموعة من القيم لأصول المؤسسة أو لأوراقها المالية، ومن ثم تحديد السعر المناسب"¹.

كما يرى Duplat أن التقييم المالي عبارة عن: "قياس وإعطاء تقييم نوعي لكل من (الادارة الفعالة، السلامة المالية، مردودية أكيدة، احتمالات تحقيق نمو، ... الخ)، التي سوف تترجم في الأخير إلى مبلغ مالي يحدد قيمة المؤسسة. في حين أن النتيجة النهائية لعملية التقييم هي إعطاء مجموعة من القيم التي تنطبق على المؤسسة التي شملتها الدراسة"².

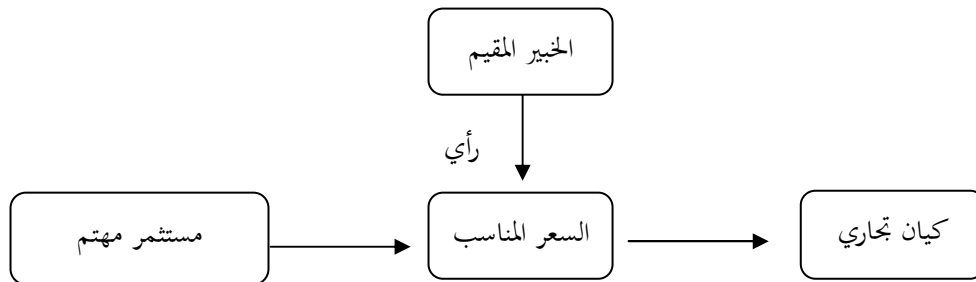
تجدر الإشارة إلى أن عملية التقييم المالي تختلف باختلاف نوع وحجم المؤسسة محل التقييم، وهنا يجب التمييز بين فئات عديدة من المؤسسات (مؤسسات صناعية، تجارية وخدمية، ... الخ).

أما Hubert فيعتبر عملية التقييم المالي: "محاولة لتحديد رقم مطابق لقيمة أسهم المؤسسة، والذي من المفترض أن يعبر عن القيمة الاقتصادية للمؤسسة ككل، بمعنى البحث عن قيمة موضوعية محددة بأدلة من واقع المؤسسة"³.

في حين يرى كل من Raphaël Olivier و Raphaël أن التقييم المالي: "يتمثل في تقديم أو اقتراح مجموعة من القيم (نطاق القيمة)، والتي لا تمثل بأي حال من الأحوال تحديدا للسعر، حيث لا يمكن حساب السعر من خلال القياس، كما يمثل القياس مرجع فقط لتحديد السعر"⁴.

لتوضيح مفهوم أكثر دقة للتقييم نعرض الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (1-1): مفهوم التقييم المالي



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مراجع البحث.

¹ Jean-Étienne Palard, Franck Lmbert, **Op. Cit**, P: 20.

² Claude-Annie Duplat, **Op, Cit**, P: 09.

³ Hubert de La Bruslerie, **Analyse financière "Information financière, diagnostic et évaluation"**, 4 e édition, Dunod, Paris, 2010, P: 326.

⁴ Olivier Arthaud, Raphaël Jacquemard, **Op. Cit**, P: 29.

انطلاقاً من الشكل في الصفحة السابقة وما سبق من تعاريف يمكن تعريف التقييم المالي على أنه: "عبارة عن رأي يدلي به خبير تقييم معتمد حول السعر المناسب لكيان تجاري".

المطلب الثاني: أغراض التقييم المالي

الحالات التي تُحتم إجراء تقييم المؤسسات والمشاريع كثيرة جداً، حيث نجد أن لكل حالة خصوصية تنطوي على وجهات نظر عديدة فيما يخص المنهجية المستخدمة في بعض الحالات المختلفة. كما سنتناول أدناه أهم الحالات التي تستدعي إجراء تقييم مالي.

الفرع الأول: إنجاز وتحقيق الاستثمار أو سحبه والتنازل عنه

1- إنجاز وتحقيق الاستثمار: للاستثمارات أشكال عديدة نأخذ أهم شكلين والمتمثلان في:¹

1-1- الاستثمارات ذات الطبيعة الصناعية:

في المفهوم الكلاسيكي حول القيمة والتقييم بغرض الاقتناء والتنازل نجد أن فكرة الاستثمار طويل الأجل في المؤسسة يقضي بحق امتلاك أغلبية رأس المال أو نسبة كبيرة من هذا الأخير، الأمر الذي يمكن صاحب الاستثمار من التدخل بشكل أو بآخر بجرية في إدارة المؤسسة موضوع الصفقة. في هذا السياق، فإن هذا النوع من الاستثمارات يبرز أو يتطلب أساليب تقييم شاملة ومدى العمل يعتمد على حجم الصفقة (أهمية المؤسسة ونسبة الأسهم التي سيتم الحصول عليها).

1-2- الاستثمارات ذات الطبيعة المالية:

الاستثمارات ذات الطابع المالي تختلف بشكل عام عن الحالة السابقة بفعل المستوى المحدود للحصة المكتسبة، حيث أن المستثمر (المستحوذ) هنا يسعى لتحقيق عائد عن حصة مكتسبة ثابتة. كما أن الاستثمار المالي يمكن أن يكون مجرد شراء أوراق مالية من قبل فرد أو مؤسسة، وعلى أية حال فإن هذا النوع من الاستثمارات لا يتطلب إجراء عملية تقييم كبيرة كما في الحالة السابقة، كون مجال التقييم ودرجة أهميته ترتبط بأهمية الاستثمار ودرجة الخاطرة.

2- سحب الاستثمار والتنازل عنه:

تعتبر عملية التنازل عن الاستثمارات أحد أهم الاشكالات المتعلقة بالتقييم المالي، وذلك راجع لتعدد الأطراف المعنية بالتقييم سواء من ذوي المصلحة (بائع، مشتري) أو الخبير المقيم وغيره من المكاتب العاملة في هذا المجال، فإذا تحدثنا عن أصحاب المصلحة نجد أن منطق التقييم المالي غالباً ما يعتمد على حالة المشتري أكثر من البائع،

¹ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, ÉVALUATION D'ENTREPRISE "Que vaut une entreprise ?", 4^e édition, EYROLLES, Paris, France, 2007, P: 04.

وبالتالي فإن عملية التقييم لا تأخذ نفس الأهمية وينتج عنها نتائج مختلفة، الأمر الذي سيؤثر حتماً على مدى تحديد القيمة النهائية محل عقد الصفقة، ويبقى ميزان القوى بين المتفاوضين هو الفاصل في النتيجة النهائية لعملية التقييم¹.

الفرع الثاني: تقييم مؤسسة محل تركة (ميراث)، التأمين على مؤسسة

1- تقييم المؤسسة محل تركة (ميراث):

في مثل هذه الحالة يكون هناك تغيير في أصحاب الملكية داخل العائلة مع ضرورة تحقق فرضية عدم التنازل، حيث يتم إجراء عملية التقييم وفقاً لحقوق الميراث المنصوص عليها في الوصية بعد الالتزام بدفع الضريبة على التركات، الأمر الذي يتطلب التحكم الجيد في عملية التقدير وهنا تخضع عملية التقييم لأساليب الإدارة.

2- التأمين على المؤسسة:

عملية التقييم في مثل هذا الغرض تأخذ نفس المفهوم أو المنهج المتبع من طرف البنوك والمؤسسات المالية وإن اختلف الهدف، ومنه فإن شركات التأمين ينبغي عليها تحديد مبلغ أقساط التأمين من جهة، وكذا مبلغ التعويضات على ما تم تأمينه من جهة أخرى.

الفرع الثالث: حالات الاندماج والاستحواذ، الدخول لبورصة الأوراق المالية

1- حالات الاندماج والاستحواذ:

تعتبر من أشهر الدوافع لعملية التقييم نظراً للانتشار الواسع لعمليات الاندماج والاستحواذ من جهة، وقيام هذا النوع من العمليات على أطراف متفاوضة من جهة أخرى. وهنا تكون عملية التقييم محل تحديد معدل التبادل في حال تمت عملية الاندماج أو الاستحواذ بتبادل الأسهم أو تحديد سعر الاقتناء مع أن تتم عملية الحياة نقداً.

2- الدخول لبورصة الأوراق المالية:

عملية التقييم في هذه الحالة تتأثر بطبيعة الحال تأثيراً مباشراً بالطرق المستخدمة في تحديد قيمة الأوراق المالية ومدى التطبيق السليم لهذه الطرق في ضوء ظروف السوق المالي في الفترة مجال التقييم.

أ- التمويل الخارجي: التمويل الخارجي يأخذ شكلين والمتمثلان في:

✓ زيادة رأس المال: ويكون ذلك بطرح أسهم المؤسسة للاكتتاب العام للجمهور ويكون الغرض من عملية

التقييم هنا هو تحديد علاوة الإصدار التي تضاف للقيمة الاسمية للسهم.

¹ Ibid, P-P: 04-05.

✓ البنوك والمؤسسات المالية: ويتعلق الأمر هنا في حاجة أو رغبة المؤسسة في الحصول على قروض طويلة الأجل من البنوك و/أو المؤسسات المالية الأخرى، هذه الأخيرة حرصا منها على ضمان مستحقاتها على المؤسسة ينبغي عليها القيام بتقييم شامل للمؤسسة على قدر حجم القرض. نتيجة التقييم هنا تمكنها من تحديد ما يمكن رهنه من ممتلكات المؤسسة بما يعادل قيمة القرض أو أكثر.

الفرع الرابع: تغيير الشكل القانوني، إعادة الهيكلة، إقامة شراكة بين المؤسسات

1- تغيير الشكل القانوني للمؤسسة:

عملية التقييم هنا لا تختلف عن عملية التقييم بغرض التنازل إلا فيما يخص الأطراف ذوي المصلحة، نفس الشيء بالنسبة للتصفية، حيث تشتمل على جميع الممتلكات، فعلى سبيل المثال عند تحويل شركة أشخاص إلى شركات أموال فيتطلب ذلك إعادة تقييم الأصول.

2- إعادة هيكلة المؤسسات:

بصفة عامة إعادة الهيكلة هي خلق فرصة جديدة لمؤسسة معرضة للإفلاس. بمعنى إعادة تقييم شخصية اعتبارية كادت تنهار، وذلك بضخ أموال جديدة كأهم شيء في هذه العملية، كما تشتمل هذه العملية على إعادة تقييم الأصول في محاولة لتحسين نسبة المردودية بالنسبة لحقوق الملكية، إعادة هيكلة الديون (مبادلة الديون بمساهمات، تحويل الديون القصيرة إلى ديون طويلة الأجل) وهذا في إطار إعادة الهيكلة المالية.

3- إقامة الشراكة بين المؤسسات المختلفة:

يظهر الغرض من التقييم هنا عندما يتم إنشاء مؤسسات تشتغل في مشاريع مشتركة بين أكثر من مؤسسة، وذلك عند تقديم أصول قائمة من طرف مؤسسة على الأقل، إذ يساعد على معرفة حصة كل شريك¹. إن تعدد أغراض التقييم ينتج عنه قيم مختلفة للأصل تبعا للغرض من تقييمه، وبالتالي يمكن حصر أغراض التقييم في مجالين:

✓ إذا كان الغرض من تقييم الأصل ليس في محل تنازل أو ما في حكمه - على سبيل المثال - تقييم أصل بغرض رهنه لصالح البنك كضرورة للحصول على قرض، أو إعادة تقييم المؤسسة، أو تقييم المؤسسة محل تركة، أو حالة إعادة تقييم المؤسسة، فإن الأمر لا يتطلب استقصاء كبير كما يجب مراعاة أن فروق إعادة

¹ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشور، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص: 43.

التقييم إن كانت بالزيادة تعد مكسبا غير متحقق وطبقا لسياسة الحيطة والحذر المحاسبية فإنه يلزم عدم المغالاة في التقييم.

✓ أما التقييم في الحالات التي يكون فيها الأصل محل معاملة تبادلية مثل حالات التنازل وانضمام أو انفصال شريك أو تصفية شركة، فإن الأمر هنا يرتبط بتحديد حقوق أطراف المعاملة التي تجب أن تبنى على الدقة والعدالة.

على غرار ما سبق ذكره من أغراض للتقييم المالي، نجد أن مفهوم القيمة أصبح يمثل أحد المحاور الرئيسية في استراتيجية أعمال المؤسسات تحت مفهوم التسيير بالقيمة، إذ أن التركيز على تعظيم قيمة المؤسسة من خلال التفكير المستمر في زيادة القيمة السوقية لأشهرها يدفع إدارة المؤسسة إلى اتخاذ إجراءات إستراتيجية فعالة (تقييم المؤسسة بشكل كلي أو جزئي)، الأمر الذي يجعل من اتخاذ أي قرار على ضوء هذا التقييم ذا فعالية مقارنة بتلك القرارات المبنية على تعظيم الربح (أداء الاستغلال) كهدف حالي أو مرحلي.

المطلب الثالث: التقييم المالي في إطار التسيير بالقيمة

قبل ظهور النظرية المالية ركز الفكر المالي على تقدير قيمة المؤسسة من سجلاتها المحاسبية، لكن بالنظر إلى جوهر القيمة نجد أن التمييز بين المحاسبة والتمويل أمر ضروري لأنه يعكس منظورين مختلفين جوهرياً.

الفرع الأول: مقاييس التقييم وتطورها التاريخي

تتميز مؤشرات الأداء بالحركية والتجدد وعلمياً فإن كل فترة لها معاييرها الخاصة في تقييم الأداء. سيتم تقسيم هذه الفترات حسب مدى تبلور فكرة إنشاء القيمة وعدم تبلورها كمدخل تطبيقي تستخدمه المؤسسات في ميدان العمل إلى مرحلتين أساسيتين كما يلي:¹

1- مرحلة ما قبل سنة 1990: وهي بدورها تنقسم إلى ثلاث فترات:

◀ إلى غاية 1970: اهتمت معايير الأداء في هذه الفترة بحجم المؤسسة مُعبّراً عنها بـ:

✓ قيمة الأصول؛

✓ رقم الأعمال.

◀ من 1970 إلى 1980: اعتمدت معايير الأداء أساساً في هذه الفترة على العوائد المحاسبية وتقاس بـ:

✓ الأرباح الصافية (Bénéfice Net)؛

¹ بركة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية "مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، الملتقى الدولي حول: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف - الجزائر، أيام 14-15 أبريل 2009، ص: 12.

✓ الأرباح الصافية للأسهم (Bénéfice Net Par Action)؛

✓ ربحية السهم إلى سعره (PER : Price Earning Ratio).

2- مرحلة ما بعد 1990: وفيها تبلورت فكرة إنشاء القيمة على فترتين:

◀ من 1990 إلى 2000: برز مفهوم إنشاء القيمة عملياً وقد اهتم كل من المستثمرين والمؤسسات بـ:

✓ العائد على الأموال المستثمرة؛

✓ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)؛

✓ العائد الإجمالي على القيمة الدفترية (TBR: Total Book Return) والعائد الإجمالي

للسهم (TSR: Total Shareholder Return)؛

✓ نسبة Q (TOBIN).

◀ من 2000 إلى اليوم: إنشاء القيمة في إطار التنمية المستدامة، وفيه تبحث المؤسسة على تعريف للرافعة

"Leviers" التي تسمح بإنشاء القيمة وتجعل مجموعة الأفراد والمؤسسات في الخدمة.

مفهوم إنشاء القيمة أثبت نفسه كمؤشر أداء معياري ومقياس عالمي لأهمية القرارات الإستراتيجية وأصبح عنصراً أساسياً في الثقافة الإدارية. بل أصبح يمثل حجر الأساس لأدوات إدارة الأداء (التسيير بالقيمة)، كونه يبرر الإدارة الإستراتيجية والتشغيلية للمؤسسة بما يتماشى مع توقعات المساهمين.

الفرع الثاني: مفهوم إنشاء القيمة

يمكن تعريف إنشاء القيمة للمساهم على أنها: "القدرة على تجميع الاحتياطيات وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة"¹. مفهوم إنشاء القيمة يقوم على عنصرين: (زيادة إنتاجية المؤسسة، والسعي لتحقيق نمو مستدام ومربح). كما يمكن تقييم قيمة المؤسسة من خلال قدرتها على القيام باستثمارات أكثر أو أقل خطورة مع ربحية أكبر من متوسط التكلفة المرجح لرأس المال، أين يتم إنشاء القيمة لصالح جميع المستثمرين والمساهمين والدائنين (تحسين الهيكل المالي) للمؤسسة.

يجب الأخذ بعين الاعتبار المحاور الأربعة لإنشاء القيمة والمتمثلة في:²

- الزبائن؛

- الموظفون؛

¹ Georges Legros, **Mini manuel de finance d'entreprise**, Dunod, Paris, 2010, P: 125.

² François-Xavier SIMON, **Management et gestion d'un point de vente**, 2e édition, Dunod, Paris, 2008, P-P: 110-111.

- المساهمون؛

- بيئة المؤسسة.

من جهة أخرى، تعتمد ديناميكية إنشاء القيمة على أربعة عوامل رئيسية يمكننا استيعابها في الاستراتيجيات

التالية:¹

- زيادة ربحية الأصول التشغيلية: استراتيجيات تنافسية؛

- تقليل رأس المال المستخدم من خلال القضاء على رأس المال السيئ: الاستراتيجيات التنظيمية؛

- إعادة تركيز نشاط المؤسسة على أعمالها الأساسية: استراتيجيات المحفظة؛

- تحسين الهيكل التمويلي لتقليل تكلفة رأس المال: الاستراتيجيات المالية.

قيمة المؤسسة: تمثل القيمة في المؤسسة من بين أبرز اهتمامات الإدارة وإنشائها أو خلقها يمثل أهم الأهداف

المسطرة، وهو ما يعني أن تكون المؤسسة قادرة على إجراء استثمارات بمعدل عائد إيجابي يتوافق مع توقعات

المستثمر. أي كيف يترجم نشاط المؤسسة إلى ربحية (نتيجة تشغيل إيجابية)؟².

قيمة المؤسسة تعتمد أساسا على ثلاث معايير:³

- الأرباح (المردودية) الاقتصادية المتوقعة؛

- مستوى النمو المتوقع للنشاط؛

- مخاطر أنشطة الاستغلال.

الشكل في الصفحة الموالية يوضح محددات قيمة المؤسسة:

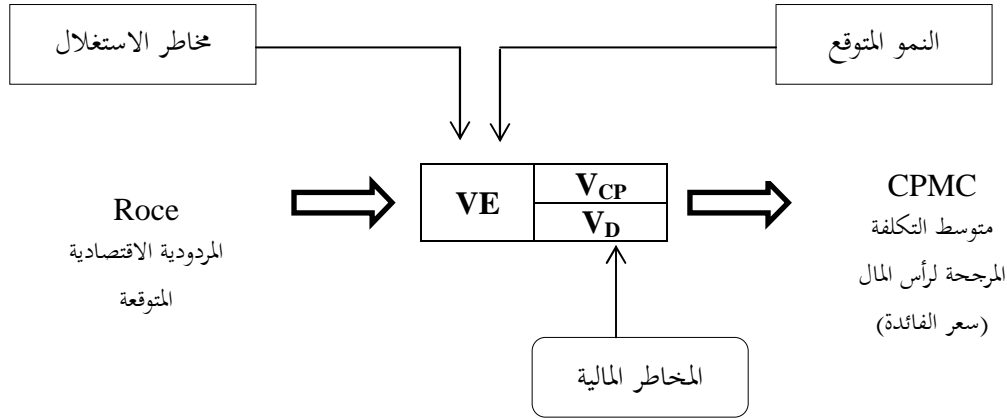
¹ Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **DCG 6: Finance d'entreprise "Manuel & applications"**, 2^e édition, Nathan, Paris, 2009, P: 66.

² Ibid, P: 78.

³ Franck Ceddaha, **Op. Cit**, P: 96.

الشكل رقم (2-1): محددات قيمة المؤسسة

$$\text{قيمة المؤسسة (VE)} = \text{قيمة رأس المال (V}_{CP}\text{)} + \text{قيمة الديون (V}_{D}\text{)}$$



Source: Franck Ceddaha, Op. Cit, P: 96.

من خلال الشكل أعلاه يتضح جليا أن تحديد قيمة المؤسسة ينطلق من خلال هيكلها المالي (التمويل) كونه يؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للسهم وبالتالي قيمة المؤسسة ككل، هذا الهيكل يقوم على كل من عناصر رأس المال (أسهم ممتازة، عادية، أرباح محتجزة) والديون طويلة الأجل، وعليه فإن تحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تحديد تكلفة ونسبة كل مصدر تمويل إلى هيكل رأس المال. وهو ما يسمى بالتكلفة المرجحة لرأس المال.

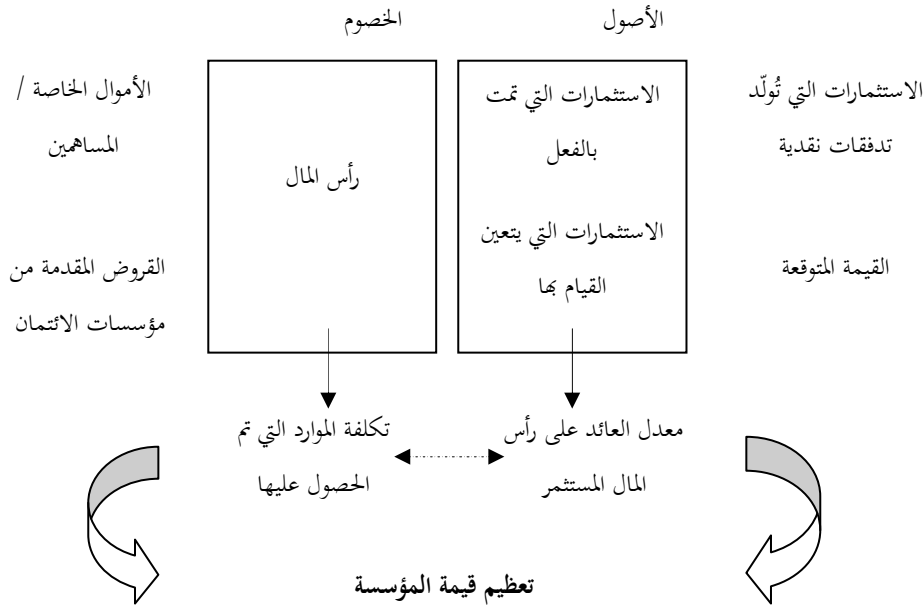
الفرع الثالث: تكلفة رأس المال من منظور إنشاء القيمة

يتم إنشاء القيمة إذا كانت قرارات الإدارة تنتج تدفقات نقدية تتجاوز تكلفة رأس المال وما إذا كانت المؤسسة قادرة على الحفاظ على هذا الأداء على المدى الطويل¹. يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل في الصفحة الموالية:²

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 15.

² Idem.

الشكل رقم (1-3): إنشاء القيمة من منظور تكلفة رأس المال



Source: Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 15.

من خلال الشكل أعلاه نجد أنه بالنسبة للمستثمرين سواء الحاليين أو المحتملين، تعتبر المؤسسة ذات أهمية إذا كانت قادرة على توليد النقد. وهنا يتعين على القائمين على المؤسسة (المديرين) التفكير في القيمة الحقيقية للمؤسسة وهو ما يستلزم منهم إعادة استثمار رأس المال الذي تنتجه المؤسسة في مشاريع تزيد من قيمتها. وذلك يكون دون تجاهل عنصر توزيع الأرباح طبعاً، كون قرار إعادة استثمار أرباح المؤسسة يكون على قناعة وثقة كبيرة من طرف المساهمين تجاه مسيري المؤسسات المالكيين لها.

1- متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال:

تعرف تكلفة رأس المال بأنها العائد المطلوب تحقيقه من طرف المؤسسة لصالح المساهمين في ظل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في المؤسسة¹. يمكن النظر إلى هذا العائد المطلوب تحقيقه من جانبين:

- ✓ معدل خالي من المخاطر، والذي يمثل العائد المرتبط بزمّن معين؛
- ✓ علاوة المخاطر التي توحى بحقيقة أن الاستثمار في الأسهم هو أكثر خطورة من الاستثمار في السندات أو في العقارات.

¹ Franck Ceddaha, Op. Cit, P: 98.

تُحسب تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية:¹

$$CPMC = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} \times K_{CP} + \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} \times K_D(1 - IS) \quad \dots (1-1)$$

حيث:

V_{CP} : قيمة الأموال الخاصة؛

V_D : قيمة الديون؛

K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة؛

K_D : تكلفة الديون؛

IS : الضرائب على الأرباح.

2- إنشاء القيمة

تنشأ القيمة في حالة ما إذا كانت المردودية الاقتصادية المتوقع تحقيقها أعلى من تكلفة رأس المال، في هذه الحالة ستكون قيمة المؤسسة أكبر من القيمة الدفترية للأصل الاقتصادي. ويمكن حساب القيمة المضافة (إنشاء القيمة) انطلاقاً من العلاقة التالية:²

$$EVA = REAI - (i \times C) \quad \dots (1-2)$$

حيث:

EVA : القيمة المضافة؛

$REAI$: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة؛

i : تكلفة رأس المال؛

C : حقوق الملكية + الديون المالية.

من خلال الصيغة أعلاه فإن المؤسسة (الإدارة المالية) في حالة توليد ربحية اقتصادية أعلى من تكلفة رأس المال المرجح فإنها قد أنشأت قيمة للمساهمين³. حيث يقاس إنشاء القيمة بالفرق بين معدل العائد على رأس المال المستخدم والتكلفة المطبقة على قيمته⁴.

¹ Idem.

² Georges Legros, **Op. Cit**, P: 136.

³ Bruno BACHY, Michel SION, **Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS**, 2^e édition, Dunod, Paris, 2009, P: 238.

⁴ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 82.

ومنه يمكن تحديد حالتين لخلق القيمة:

- إذا كانت $REAI < (i \times C)$: خلق القيمة؛
- إذا كانت $REAI > (i \times C)$: تدمير القيمة.

حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة:

إجمالي القيمة التي تم إنشاؤها من خلال نشاط المؤسسة يساوي القيمة الحالية للأرباح الاقتصادية السنوية المتوقعة. إذا افترضنا (EVA) مستقر بشكل لا نهائي، وعليه تحدد الصيغة كما يلي:¹

$$\text{Création de valeur cumulée} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Profits économiques}}{(1 + k)^t} = \frac{PE}{K} \quad \dots (1-3)$$

حيث:

PE : الربح الاقتصادي؛

K : تكلفة رأس المال؛

t : الفترة الزمنية.

من خلال المعادلة أعلاه نجد أن قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة تساوي مقدار رأس المال المستثمر في بداية فترة زيادة إنشاء القيمة المتراكمة، في ظل افتراض وجود نتيجة اقتصادية صافية مستقرة.

الفرع الرابع: التسيير بالقيمة

موضوع التسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية في النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي والذي يؤدي إلى إنشاء القيمة، حيث أضحت تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات الإستراتيجية الشاملة والدائمة.

يشير كل من Michael Treacy و Fred Wiersema إلى أن إنشاء قيمة مستدامة يتطلب اختيار نموذج تشغيل مناسب وذلك استناداً إلى مفهوم التسيير بالقيمة.²

تحدد إدارة المؤسسة أدوات العمل (محركات القيمة) والتي من شأنها أن تزيد ربحيتها الاقتصادية، والتي يمكن أن تشمل ما يلي:³

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 401.

² François-Xavier SIMON, **Op. Cit**, P: 34.

³ Caroline Selmer, **Toute la fonction Finance**, Dunod, Paris, 2006, P-P: 34-35.

◀ العمل على هامش التشغيل: تحسين الربحية التجارية (النتيجة / رقم الأعمال):

- زيادة المبيعات يجعل من الممكن على وجه الخصوص استيعاب التكاليف الثابتة بشكل أفضل؛
- تفضيل السياسة التجارية على سياسة الحجم؛
- تعزيز الميزة التنافسية (الجودة، السمعة، الخدمات، ... إلخ)؛
- العمل على المفاضلة بين المنتجات والتركيز على المنتجات ذات الهامش المرتفع.

◀ العمل على رأس المال المستخدم: على النحو التالي:

- تحسين إدارة احتياجات رأس المال العامل (BFR): معدل دوران المخزونات والعملاء وديون الموردين؛
- زيادة معدل دوران الأصول عن طريق تجنب الاستخدام غير الكافي للمعدات، والحد من الطاقة الإنتاجية وتفضيل التعاقد من الباطن خلال فترات النشاط الزائد؛
- الاستعانة بمصادر تمويل خارجية في تمويل الأنشطة ذات رأس المال الاستثماري العالي والقيمة المضافة المنخفضة؛
- التنازل عن الأصول التي لا تتأني منها تدفقات نقدية معتبرة؛
- تجنب وجود فوائض نقدية غير مستثمرة.

◀ اللجوء إلى الاستدانة للحد من استخدام الأموال الخاصة: وهنا نقصد الاستفادة من تأثير الرافعة

المالية والتي تمثل طريقة إنشاء قيمة خاصة تحسب لإدارة المؤسسة.

تعتمد ديناميكية إنشاء القيمة من التمويل الذاتي على المقارنة بين ربحية الأموال المعاد استثمارها وتكلفتها¹.

المبحث الثالث: المسار التطبيقي لعملية التقييم

المطلب الأول: مبادئ نظرية التقييم

يعد مشكل القيمة وعملية تحديدها من المحاور الأساسية التي تطرق إليها المفكرين الاقتصاديين منذ القدم، في مقدمتهم أرسطو الذي يعتبر من أكبر مفكري اليونان القديمة. أعطى وجهة نظره حول هذا المشكل من خلال تحليل القيمة التبادلية للسلعة أو الملك واكتشاف العلاقة بين السلعة والتعبير عن قيمتها، وعليه وكما أشرنا سابقاً فإن القيمة لا يمكن النظر إليها من زاوية واحدة أو بالأحرى حصرها في نظرية أو فكر معين.

¹ Hubert de La Bruslerie, Op. Cit, P: 179.

في هذا السياق، فإن النظر إلى قيمة المؤسسة أو الأصل من الزاوية الاقتصادية نجد أنها تتأثر بشكل عام بأربع مبادئ اقتصادية وهي كما يلي:¹

- مبدأ وجود بدائل؛
- مبدأ الاستبدال؛
- مبدأ الإحلال والاستبدال؛
- مبدأ المنافع المستقبلية.

الفرع الأول: مبدأ وجود بدائل

يقضي هذا المبدأ بأن العلاقات التبادلية محور نقل ملكية الأصل يكون أمام كل من أطراف المعاملة (المشتري، البائع) بدائل لإتمام هذه المعاملة، ولا يعني هذا المبدأ أنّ كل المبادلات مرغوبة بدرجة متساوية، ولكن يعني ببساطة أنّ البائع ليس مجبراً على البيع لمشتري معيّن أو أنّ المشتري ليس مجبراً على الشراء من بائع محدّد. وهو ما تقتضيه إمكانية تحديد القيمة السوقية العادلة والتي من المفترض أن تتم بها المعاملة، ويفترض تقدير القيمة العادي أو الطبيعي استثناء مبدأ البدائل.

الفرع الثاني: مبدأ الاستبدال

يقضي هذا المبدأ بأنّ المشتري العاقل لا يدفع في مُلك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بآخر، ويقترّب هذا البديل من أن يكون بديلاً تاماً. فعلى سبيل المثال المشتري العاقل أو الرّاشد لا يدفع مقابل جهاز أو معدّات مستعملة أكثر ممّا يمكن أن يدفعه مقابل جهاز أو معدّات جديدة تؤدّي نفس الوظائف. ولكن تطبيق هذا المبدأ على المؤسسة ككل أصعب بكثير وذلك أنّ تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة أعمال بأخرى أمر بالغ التعقيد، ويقوم مدخل التكلفة إلى تقدير القيمة على مبدأ الاستبدال.

الفرع الثالث: مبدأ الإحلال أو الاستبدال

مبدأ الإحلال مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير لعملية التقييم. فهو يقضي بأنّ قيمة الأصل تتحدّد بواسطة التكاليف التي سوف يتمّ إنفاقها لامتلاك أصل بديل بدرجة مساوية، وكمثال واقعي: إذا كان هناك مجموعة من المستثمرين يدرسون إمكانية شراء مؤسسة ما، وباعتبارهم مستثمرين فنيين فإن دراستهم سوف لن تقتصر على مستوى المؤسسة المستهدفة في حد ذاتها بل أيضاً السّعر المدفوع في المؤسسات المماثلة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة مساوية)، ومبدأ الإحلال يمثّل الأساس النظري لمدخل السّوق إلى تقدير القيمة.

¹ طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 24-25. بتصرف

الفرع الرابع: مبدأ المنافع المستقبلية

يقضي هذا المبدأ -الذي يحظى بأهمية بالغة في مجال تقييم المؤسسات ذات الطابع الخدمي، وكذا عمليات الاندماج والاستحواذ- بأنّ قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاكه أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإنّ قيمة أي المؤسسة هنا تتمثل في القيمة الحالية الصّافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتأتية عن امتلاكها والسيطرة عليها بشكل كلي أو جزئي. من النّاحية النّظرية وحسب هذا المبدأ لا يكون لما حقّقه المؤسسة في الماضي أي علاقة بالقيمة، على عكس النّاحية العملية، فإنّ الأداء السّابق يكون عادة مؤشراً جيّداً للأداء في المستقبل ما لم تكن هناك أحداث خارجية غير عادية قد شوّهت الاتجاهات الماضية. حسب هذا المبدأ، نجد أن المستثمر قبل التفكير في الحصول على أصل خاصة في مجال الاستثمار طويل الأجل (تكلفة الأصل معتبرة) يكون قد أعدّ مسبقاً خطة أو موازنة تحتوي على كل ما يتعلق بهذا الأصل محل امتلاكه والسيطرة عليه (التكلفة، مدة الاستثمار، العوائد المنتظرة من استخدامه... الخ)، الأمر الذي يتطلب الكفاءة العالية في مجال التنبؤ والتقدير.

المطلب الثاني: الجوانب المرتبطة بعملية تقييم المؤسسة

تقييم أداء المؤسسات يمكن دراسته من عدة زوايا مختلفة، أهمها:¹

- الجانب المالي والقانوني؛
- الجانب المحاسبي والجبايي؛
- حالة السوق (المنافسة) والخبرة؛
- الجانب الاجتماعي والبيئي؛
- أشغال البحث والتطوير وبراءات الاختراع؛
- الجانب العقاري والشهرة.

الفرع الأول: الجانب المالي والقانوني

1- الجانب المالي: يبرز الجانب المالي خلال عملية التقييم المالي من خلال التساؤلات التالية: كم تساوي قيمة المؤسسة؟، ما هي المردودية المحققة وما هو معدل نمويها؟، ما هي التوقعات المستقبلية حول (الابتكارات، إمكانيات النمو والتوسع، الدينامية)؟.

¹ Claude-Annie Duplat, Op.Cit, P: 15.

2- الجانب القانوني: يهتم هذا الجانب بتحديد مركز المؤسسة والتدقيق في مختلف العقود التي أبرمتها مع الغير (على سبيل المثال: عقود العمل، عقود صيانة المعدات، عقود تأجير المعدات، ... الخ)، كما يتم التأكد من ما إذا كانت هذه العقود قد أبرمت بشكل صحيح ووفق الضوابط القانونية المطلوبة.

الفرع الثاني: الجانب المحاسبي والجبايي

1- الجانب المحاسبي: يبحث هذا الجانب في ما إذا كانت المؤسسة تطبق نظام محاسبي سليم، وما إذا كانت المؤسسة تمسك وتحتفظ بسجلات محاسبية معبرة عن تعاملاتها ومعدة وفق المعايير التي يحددها هذا النظام.

2- الجانب الجبايي: يبحث هذا الجانب في شروط التصريجات الجبايية وكذا دفع مختلف أنواع الضرائب التي تقع على عاتق المؤسسة لصالح مصلحة الضرائب (الضريبة على القيمة المضافة TVA، الضرائب على أرباح الشركات IBS) وما إذا كانت قيمة هذه الضرائب المدفوعة مرضية لمصلحة الضرائب أم لا.

الفرع الثالث: حالة السوق (المنافسة) والخبرة

يبحث هذا الجانب في قطاع نشاط المؤسسة ومكانته في السوق (هل المؤسسة تملك حصة سوقية مميزة، أو أن المؤسسة تفقد حصتها السوقية تدريجياً؟)، وكذا تحديد مختلف المنافسين الحقيقيين والمحتملين للمؤسسة ومستوى تأثيرهم عليها، بالإضافة إلى معرفة ما إذا كانت المؤسسة قادرة على المنافسة أو أنها من المحتمل أن تفقد حصتها السوقية في أي لحظة. وهل للمؤسسة من الخبرة والدراية في المجال الذي تنشط فيه ما يميزها عن غيرها من المنافسين؟.

الفرع الرابع: الجانب الاجتماعي والبيئي

يهتم هذا الجانب بالبحث في ماهية ثقافة المؤسسة وكذا البيئة التي تنشط فيها ما إذا كانت مواتية لنشاط أعمالها، بالإضافة إلى حالة الموظفين خاصتها وما إذا كانوا عاملين دائمين أو مؤقتين، وهل الأجور التي يتحصلون عليها مرضية؟. كما يتم من خلاله تسليط الضوء على موقف المؤسسة تجاه المسؤولية البيئية وما إذا كانت المؤسسة تحترم اللوائح والأنظمة المعمول بها في هذا المجال.

الفرع الخامس: أشغال البحث والتطوير وبراءات الاختراع

يبحث هذا الجانب في ما إذا كان لدى المؤسسة أي أشغال أو مشاريع للبحث والتطوير (تقنيات جديدة، منظمات عمل جديدة، ... الخ). بالإضافة إلى ما إذا كانت المؤسسة قد أودعت براءات اختراع، وما إذا كانت هذه البراءات تمثل قيمة يمكن تحديدها.

الفرع السادس: الجانب العقاري والشهرة

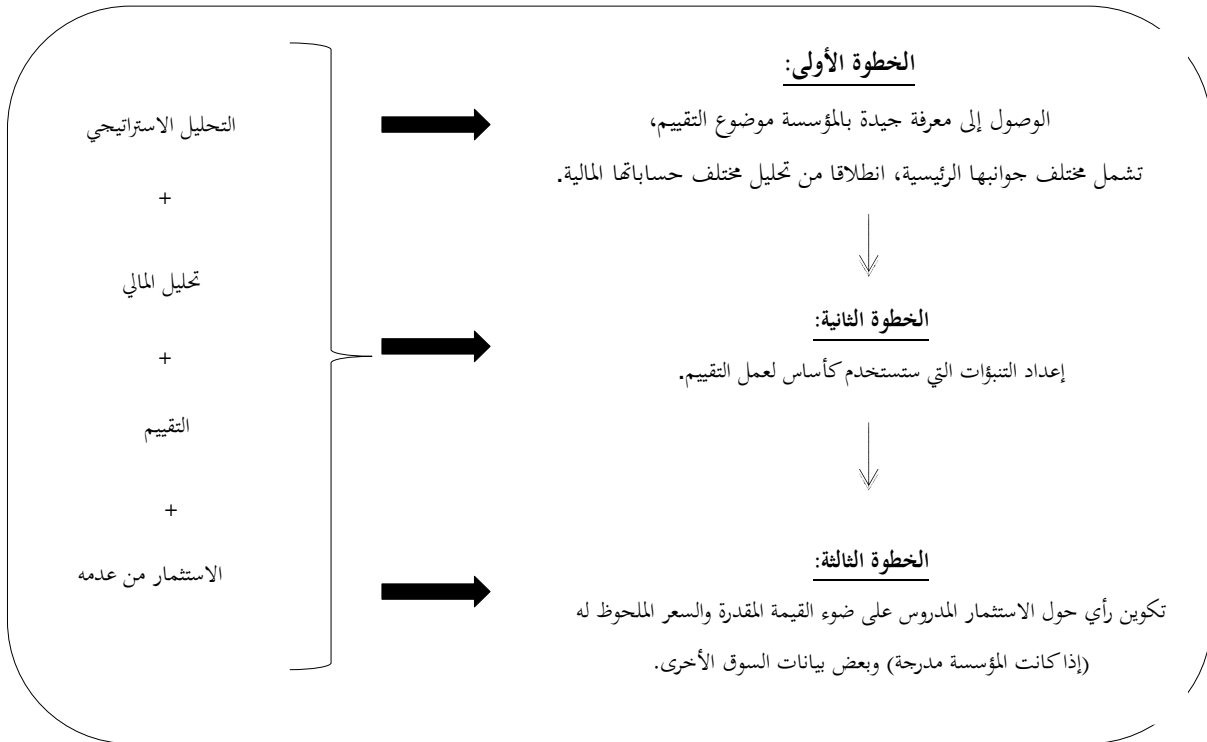
يهتم هذا الجانب بمتابعة كل ما تملكه المؤسسة من عقارات (حجم الأراضي والمباني المملوكة للمؤسسة). كما يبحث في ما إذا كانت المؤسسة تملك اسم معروف في السوق أم لا.

في الواقع، فإن التقييم المالي للمؤسسة (كم تساوي قيمة المؤسسة؟) يأخذ في الاعتبار كل هذه الجوانب.

المطلب الثالث: مراحل عملية تقييم المؤسسات

تعتبر عملية تقييم المؤسسات عملية صارمة تعتمد على تشكيلات معينة، قد تكون معقدة تبعاً لحجم المؤسسة أو مجال النشاط أو إذا تعلق الأمر بعمليات توحيد حسابات المجمعات، وتعتبر القيمة النهائية للمؤسسة هي فقط نتيجة اختتام عملية التقييم، وبالتالي مهما كان حجم التعقيد لا بد للخبير المقيم المرور بعدة مراحل ضرورية. يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4): يوضح مراحل عملية التقييم



Source: Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op Cit, P : 271.

من خلال الشكل أعلاه نرى بأن عملية التقييم تنطلق من معلومات وصفية وكمية، وترتكز بالأساس على عملية التشخيص بكل أنواعه وكذا التنبؤات والتفديرات ومن ثم تكوين رأي حول قيمة المؤسسة. وفيما يلي نقدم الخطوات الرئيسية التي تشكل عملية التقييم المالي.

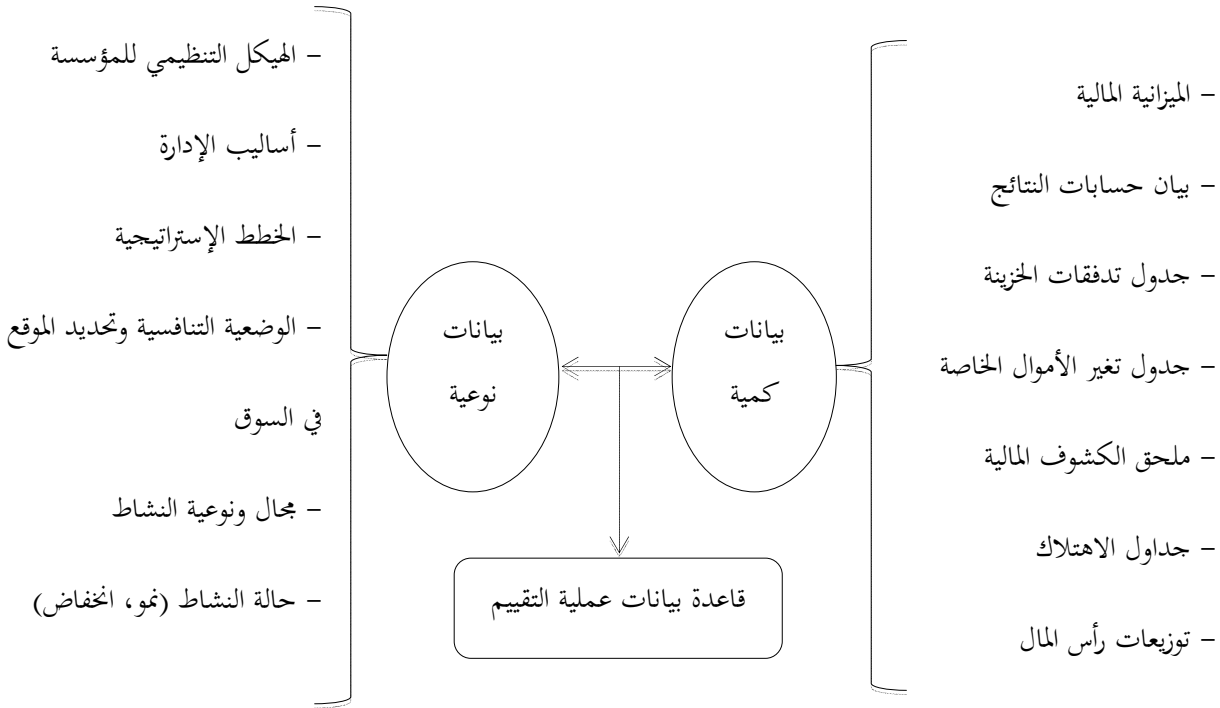
الفرع الأول: جمع المعلومات

هذه المرحلة تقضي بالمعرفة العامة والكاملة للمؤسسة محل التقييم، وعادة ما يتم ذلك من خلال إجراء مقابلات مع المديرية العامة والإدارات التشغيلية وكذا الزيارات الميدانية¹. يتم من خلال هذه المرحلة ووفقا لما سبق جمع أكبر قدر من المعلومات المتاحة على المؤسسة المراد تقييمها سواء من داخل المؤسسة أو خارجها. تتمثل هذه المعلومات في البيانات العامة (البيانات المالية المنشورة، تقارير الإدارة، ... الخ) أو من البيانات الخاصة (تقارير المحللين الماليين، التقارير القطاعية، ... الخ).

تتعلق هذه البيانات التي سيتم فحصها بماضي ومستقبل المؤسسة²، حيث تمثل هذه المعلومات سواء كانت محاسبية أو مالية أو قانونية أو ضريبية المادة الخام لأي عملية تقييم، كونها تمثل أحداث وقعت في الماضي أو توقعات وتقديرات يمكن أن تحصل في المستقبل.

يمكن عرض البيانات الرئيسية التي سيتم جمعها لتقييم أي مؤسسة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-5): المعلومات الضرورية لعملية التقييم



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مراجع البحث.

¹ Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, **Op. Cit**, P: 77.

² Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 19.

الفرع الثاني: وضع خطة عمل

إن الخوض في عملية تقييم مؤسسة ما ليس بالأمر السهل، حيث تتطلب هذه العملية تفكيراً مسبقاً ودراسة تحليلية معمقة من طرف الخبير المقيم لمختلف العوامل التي من الممكن أن تؤثر على عنصر القيمة في المؤسسة. الأمر الذي يتطلب من الخبير المقيم ضرورة إعداد خطة عمل كونها تمثل أهم مرحلة يقوم بها في عمله.

1- مفهوم مخطط الأعمال:

يعتبره Xavier Durand وآخرون جواز سفر قائد المشروع ويعرفونه على أنه: "بيان أو وثيقة دعم تتيح لك تقديم مشروعك بتنسيق دقيق، وضمان عدم نسيان أي شيء بخصوص معطياته والتي من الضروري أن تُعنى بكثير من الاهتمام، كما يعتبر أداة تحتوي على ثلاثة مهن رئيسية: الاتصال، الإدارة والتخطيط"¹. كما يعرفه كل من SOIN وBRAULT على أنه: "وثيقة موجزة تعرض مشروعاً استثمارياً أو تطور المؤسسة على المدى المتوسط"².

ويعرفه DUPLAT على أنه: "وثيقة تشتمل على محتوى تفصيلي مشروع وإستراتيجية تطوره مستقبلاً (النمو المرتقب، النتائج المستقبلية، الاحتجاجات المالية المستقبلية). إذن فهو يمثل الرؤية المستقبلية الاقتصادية والمالية للمشروع أو للمؤسسة"³.

من خلال ما سبق من تعاريف لمخطط الأعمال - أصل الكلمة Anglo-saxonne - يمكن القول بأن مخطط الأعمال هو في الحقيقة عبارة عن: "وثيقة تمثل دليل المؤسسة لدى المستثمرين المحتملين، توضع قبل قرار الاستثمار أو المشروع وكذا التقييم، والتي من شأنها أن تتيح إمكانية التنبؤ بشكل موضوعي بقدر الإمكان بالمستقبل المحتمل للمشروع أو الاستثمار بشكل عام".

2- أهمية مخطط الأعمال:

يعتبر مخطط الأعمال أداة مميزة لدى رجال الأعمال أو أصحاب المؤسسات. له أهميتان أساسيان (أداة إستراتيجية، أداة وساطة)، وهدفان أساسيان كذلك (داخلي، خارجي)⁴.

تعتبر خطة العمل ضرورية إذا تعلق الأمر بإحدى الحالات التالية (على سبيل المثال لا الحصر)⁵:

✓ إنشاء مؤسسة؛

¹ Xavier Durand, Ali Goumar et Éric Simon, **RÉALISER SON BUSINESS PLAN EN 48**, 2^{ème} édition, Groupe Eyrolles, 2015, P: 04.

² Michel SION, David BRAULT, **Définir le businessplan «Méthodes, outils et astuces»**, 3^e édition, DUNOD, Paris, 2013, P: 03.

³ Claude Annie DUPLAT, **Pour gérer une entreprise à croissance rapide**, Organisation, Paris, 2002, P: 164.

⁴ Alain Fayolle, **Entrepreneuriat «Apprendre à entreprendre»**, 2^e édition, Dunod, Paris, 2012, P: 167.

⁵ Xavier Durand, Ali Goumar et Éric Simon, **Op. Cit.**, P: 04.

- ✓ إطلاق منتج جديد مع الحاجة إلى التمويل؛
- ✓ الحيازة أو التنازل على مؤسسة اقتصادية؛
- ✓ توزيع التركة (الإرث)؛
- ✓ تخطيط النمو؛
- ✓ التمويل (البنوك والمؤسسات المالية)؛
- ✓ أبحاث الشركاء أو الموظفين؛
- ✓ إدارة المشاريع في المؤسسة.

يمكن ترتيب ما سبق من الظروف أو العوامل الرئيسية التي تستدعي إعداد خطة عمل من خلال معيارين وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): ملخص الظروف التي تستدعي إعداد خطة عمل

الاستخدام الخارجي	الاستخدام الداخلي	
<p>- زيادة رأس المال: (رأس المال، قروض، إعانات). تقييم المؤسسة حسب مقارنة التدفقات في سياق عملية الحيازة أو التنازل أو زيادة رأس المال.</p> <p>- الأزمات: تقدير فرص البقاء والعوامل الضرورية للانعاش المالي</p>	<p>التحقق من التوجهات الإستراتيجية وخطط العمل بالنسبة للمساهمين أو المؤسسة الأم (المجمعات).</p>	<p>خطة عمل مالية تغطي المؤسسة بأكملها</p>
<p>التفاوض على عقد تجاري يولد تدفقات نقدية على المدى الطويل (الشراكات بين القطاعين العام والخاص، تطوير منتجات جديدة مميزة).</p>	<p>اعتماد مشروع داخلي في المؤسسة، تجاري كان أو غير ذلك، في إطار إجراءات التحديد والاختيار</p>	<p>خطة عمل مشروع معين</p>

Source: Michel SION, David BRAULT, Op. Cit, P: 06.

تعتمد خطة العمل في الأساس على عدة افتراضات تتعلق في مجملها بالتغيرات في التدفقات النقدية ونمو الاحتياج في رأس المال العامل (BFR) أو النفقات الرأسمالية¹.

قبل الشروع في عملية تقييم أي مؤسسة لابد من التركيز على آفاق هذه المؤسسة بخصوص النمو والربحية، الأمر الذي يستوجب ضرورة إعداد مخطط يشمل توقعات مالية مستقبلية تتعلق بكافة العناصر المالية للمؤسسة

¹ Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, Op. Cit, P: 78.

(نتائجها، احتياجاتها المالية، مواردها المالية). حيث نجد أن هناك العديد من الطرق والأساليب حيال ذلك، هذه التوقعات المالية في مجملها يشار إليها غالباً على أنها خطة عمل، وهنا تتحدد مهمة الخبير المقيم للمؤسسة بخصوص هذه التوقعات من خلال أخذ هذه الأخيرة بعين الاعتبار من أجل بناء مخطط يساعده في تحديد قيمة المؤسسة.

من الناحية النظرية وبشكل عام نجد أن المقاربات المرتكزة على التدفقات هي الأنسب، كونها تقوم على فرضية أن قيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المتأتية من نشاطها¹.

الفرع الثالث: التشخيص

يمتد أصل كلمة التشخيص إلى الجذور اليونانية، وهي مشتقة من كلمة «Diagnosis» التي تعني المعرفة والقدرة على الإدراك، وهذه الكلمة شائعة الاستعمال والتداول خاصة في المجال الطبي، وتعني تحديد المرض من خلال أعراضه. أما في مجال المال والأعمال نجد أن مصطلح التشخيص يقوم على عدة اعتبارات وكذا يهتم بعدة جوانب خاصة إذا تعلق الأمر بتقييم المؤسسات أو الأعمال بشكل عام.

1- مفهوم التشخيص:

تعددت التعاريف التي قدمها الباحثون حول التشخيص المالي والتي يمكن أن ذكر منها ما يلي: يعرفه كل من Faucher و Bazet على أنه: "التشخيص المالي يجعل من الممكن الحكم على نقاط القوة والضعف المالية للمؤسسة من خلال الأساليب المختلفة المستخدمة في التحليل المالي"². كما يرى Hubert أن مفهوم التشخيص بالمعنى الدقيق للكلمة هو: "بمجرد أداة هدفها أن تقودنا إلى تشخيص شامل للسياسات التي تتبعها المؤسسة ونتائجها، ومن ثم إعطاء تفسيرات وإعادة توجيه السلوك الاقتصادي والمالي للمؤسسة"³.

أما Legros فيعرفه على أنه: "إجراء يختص بدراسة صحة المؤسسة من أجل اتخاذ مجموعة من القرارات والتدابير. هذا التشخيص يقوم على بعض المفاهيم الأساسية والضرورية (المخاطر، الملاءة المالية والسيولة)"⁴.

ومن خلال هذه التعاريف يمكن أن نستنتج أن التشخيص ما هو إلا عملية بحث وتقصي، تنطلق من معطيات كمية كانت أو نوعية يتم دراستها وتحليلها باستخدام آليات وأدوات حسب مجال التشخيص المحدد، ومن ثم

¹ Idem.

² Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **Op. Cit**, P: 11.

³ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 475.

⁴ Georges Legros, **Op. Cit**, P: 8.

عرض النتائج والتفسيرات والوقوف على المعضلات التي قد تواجه المؤسسة من جهة، وتحديد وتوجيه المسار الاقتصادي والمالي للمؤسسة من جهة أخرى.

2- أنواع التشخيص:

تستدعي عملية التقييم المالي القيام بتشخيص شامل للمؤسسة، وهو شرط أساسي لمواجهة أي توقعات والحكم على مدى كفاءة وفاعلية الإدارة المالية لها. ويشمل:¹

2-1- تشخيص اقتصادي:

الغرض من هذا التشخيص يكمن في دراسة وضعية المؤسسة في بيئتها، أي معرفة (نشاطها وسوقها وتاريخها _تاريخ الإنشاء_ وأهميتها ومديريها ومساهميها ووسائل استغلالها ووضعها الجغرافي)، بالإضافة إلى معرفة (عدد الموظفين، أسلوب الإدارة، المنافسين الرئيسيين، العملاء _عدد العملاء_... الخ). كما أن هناك نقاط يجب مراعاتها حسب هذا التشخيص مثل: (ديناميكية فريق الإدارة والموظفين، ربحية المؤسسة وسمعة منتجاتها).

لتنفيذ هذا التشخيص الاقتصادي يقوم المحلل عموماً بتقسيم المؤسسة إلى وظائف وتقييم أدائها باستخدام نظام تصنيف أكثر أو أقل تفصيلاً². غالباً ما تكون الأساليب التي يعتمد عليها المحللون وصفية وتظهر في أغلب الأحيان في شكل "قوائم مراجعة" يتم من خلالها الفحص مع عدد كبير جداً من المتغيرات تخص جميع أنشطة المؤسسة³.

2-2- تشخيص مالي:

هذا التشخيص يقوم على التحقق من أن نشاطات المؤسسة قابلة للتطبيق وأن استدامتها مضمونة بفضل ربحيتها وإمكاناتها في التنمية. النقاط التي يجب مراعاتها وفق هذا التشخيص تتمثل في: الهيكل المالي، تمويل الاستثمار (قرض طويل الأجل، تأجير)، تمويل تشغيلي (السحب على المكشوف، الخصم)، مبلغ الحساب الجاري، عدد البنوك.

2-3- تشخيص تجاري:

الغاية من هذا التشخيص هو التحقق من تطور السوق وشرح الوظيفة التجارية للمؤسسة. أين يجب مراعاة النقاط التالية: المنافسة، وعي المؤسسة، سياسة التسعير، هوامش فئات المنتجات، تنظيم المبيعات، خدمة ما بعد البيع، وشروط الدفع للموردين والعملاء.

¹ Claude-Annie Duplat, *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise*, Vuibert, Paris, 2004, P: 130.

² Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, *Op. Cit*, P: 76.

³ Idem.

4-2- تشخيص اجتماعي:

يهدف هذا التشخيص إلى التحقق من أن المؤسسة تطبق القوانين الاجتماعية وكذا معرفة ثقافتها بغية تحليل المناخ الاجتماعي خاصتها. كما يتعين وفق هذا التشخيص دراسة مجموعة نقاط محددة في التالي: عقود العمل، عدد الموظفين، كشوف المرتبات، كفاءة وأقدمية الموظفين، سياسة الأجور (المزايا الخاصة والمكافآت المختلفة)، الاتفاق الجماعي، التغيب، سياسة التدريب، صناديق التقاعد.

5-2- أداة تشخيص للإنتاج:

الغرض من هذا التشخيص هو التأكد من كفاءة المعدات المطلوبة للتشغيل وأنها في حالة عمل جيدة. كما يجب وفقاً لهذا التشخيص مراعاة ما يلي: مبانى المؤسسة (صغيرة جداً، كبيرة الحجم)، والمعدات والمواد (حديثه العهد أم قديمة)، طرق الاستهلاك.

6-2- تشخيص جبائي وقانوني:

يقوم هذا التشخيص على التأكد من التطبيق الصارم للقانون التجاري وقانون الضرائب. وعليه فإنه يقوم على مجموعة إعتبارات من بينها: قوانين المؤسسة، تخصيص رأس المال، الإقرارات الضريبية المرسله في الوقت المحدد.

7-2- تشخيص استراتيجي:

الغرض من هذا التشخيص هو دراسة "موقع" المؤسسة في بيئتها، من أجل تحديد كيفية الحصول على ميزة تنافسية تتيح لها البقاء والنمو. كان التشخيص أو التحليل الاستراتيجي يقتصر تاريخياً على معرفة المنافسين، وبمرور الوقت تم توسيع نطاق التشخيص ليشمل العوامل والمتغيرات الأخرى، الخارجية والداخلية إلى المؤسسة¹. وذلك من خلال بناء خطة تمويل تبدأ من دراسة الاستثمارات اللازمة للمؤسسة ووسائل تمويلها. يتطلب هذا النوع من التشخيص دراسة شاملة للمنظورات التجارية والتكنولوجية والمالية والبشرية². أي إدارة المؤسسة على أفق مستقبلية من ثلاث إلى خمس سنوات³.

3- التشخيص المالي في مجال التقييم:

التحليل المالي هو "جعل الأرقام تتحدث" وإصدار حكم بشأن نقاط القوة والضعف المالية للمؤسسة، بخلاف التشخيص الاقتصادي الذي يجب على المحلل البحث عن المعلومات ذات الصلة به⁴. والغرض من ذلك هو

¹ Jean-Luc CHARRON, Et Entres, **DCG 7 : Management " Manuel et applications "**, 5e edition, Dunod, Paris, 2016, P: 228.

² Dov Ogien, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 2008, P: 82.

³ Idem.

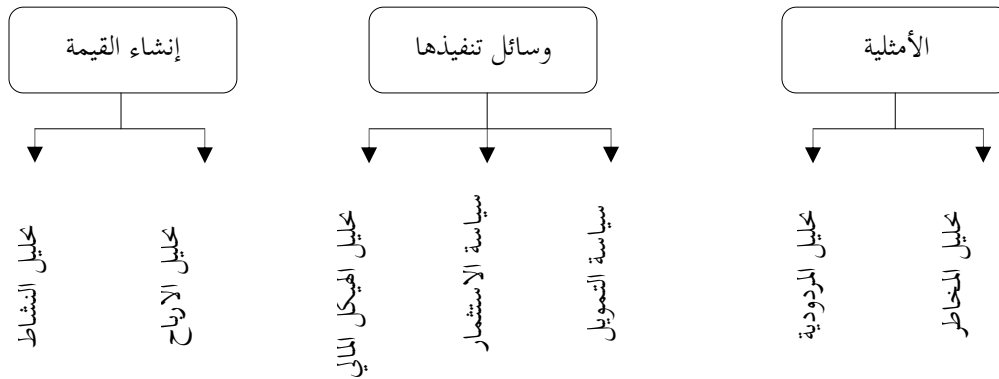
⁴ Claude ALAZARD, Sabine SÉPARI, **DCG 11 : Contrôle de gestion (MANUEL ET APPLICATIONS)**, 2e édition, Dunod, Paris, 2010, P: 77.

الإجابة على أسئلة حول البيانات المالية، وذلك بشكل مختلف وفقاً لفئة المستخدم، حيث ستميز بشكل خاص المستثمر الحالي والمحتمل، وموظفي الكيان، والمقرضين، وخاصة المصرفيين والموردين والدائنين الآخرين¹. يهدف التشخيص المالي إلى الإجابة على أربعة أسئلة أساسية من أصحاب رؤوس الأموال وشركائهم (الدائنون والمستثمرون والموظفون ،... إلخ)²:

- تقييم الملاءة (خاصة بالنسبة للدائنين)؛
- قياس أداء المؤسسة (خاصة للمستثمرين)؛
- النمو عن طريق تحليل آفاق التنمية؛
- المخاطر (وخاصة خطر الفشل والافلاس).

يجب أن يتبع التحليل المالي تسلسلاً منطقياً يسمح بمقارنة المراحل المختلفة، كما يظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-6): عملية التحليل المالي في مجال التقييم



Source: Claude ALAZARD, Sabine SÉPARI, Op. Cit, P: 78.

من الملاحظ في الشكل أعلاه أن عملية التحليل المالي تمثل خطة عمل ممنهجة، هذه الخطة تنطلق من معلومة كمية مع ربطها بملاحظات وصفية ومن ثم إنشاء الروابط السببية.

4- التشخيص المالي والتشخيص العام:

يتطلب التشخيص المالي للمؤسسة معرفة عامة مسبقة لها ووضعها في السوق، حيث أن هذه المعرفة المسبقة عنها سوف تشري التحليل المالي أثناء تحليل البيانات الموجزة. إن التصور الجيد للمؤسسة وتوجهاتها وموقعها في السوق

¹ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, DSCG 4 : Comptabilité et audit " MANUEL ET APPLICATIONS", 2e édition, Dunod, Paris, 2009, P: 04.

² Idem.

ومواردها وتنظيمها سيثري كذلك التشخيص المالي، لذلك فإنه من الضروري إكمال التشخيص المالي بتشخيص أحر أكثر عمومية لفحص نقاط القوة والضعف في المؤسسة.

حيث يجب أن يركز هذا التشخيص العام بشكل خاص على النقاط التالية:¹

- تاريخ المؤسسة؛
- التنظيم والموارد البشرية؛
- الموقع ووسائل العمل؛
- التوجهات الإستراتيجية والموضوعية للمؤسسة؛
- الاحتياجات، مصادر التمويل، العلاقات مع الموردين؛
- السوق والتسويق؛
- علاقات المؤسسة مع شركائها الماليين.

5- التشخيص الاستراتيجي في إطار عملية التقييم:

يتم عادةً إجراء تحليل استراتيجي للتقييم المالي على ثلاث مراحل تغطي قطاع (قطاعات) المؤسسة والمؤسسة نفسها، ومن ثم تحديد موقعها فيما يتعلق بمجالات الأنشطة. حيث يُتيح هذا الفحص تسليط الضوء على العناصر التي تميز المؤسسة والتي من المفترض أن تنعكس في خطة أعمالها.²

يتضمن التحليل الاستراتيجي ثلاثة مكونات:³

- ✓ تحليل المنافسة والسوق التي تتطور فيها المؤسسة؛
- ✓ تحليل الإمكانيات التكنولوجية والاتجاهات والفرص؛
- ✓ تحليل مهارات المنظمة والهيكلة والجهات الفاعلة.

تجدر الإشارة أنه لا يمكن في سبيل الوقوف على نقاط القوة والضعف لمؤسسة ما أن نتجاهل نقاط القوة والمهارات التي تتمتع بها بقدر ما نبحت لإيجاد محور استراتيجي لتنفيذ الخيارات الإستراتيجية.⁴

¹ Ibid, P: 05.

² Julien Herenberg, Jean-Luc Loir, **L'analyse stratégique et la méthode des (DCF)**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Groupe Revue Fiduciaire, N°433, Paris, Décembre 2015, P: 36.

³ Claude ALAZARD, Sabine SÉPARI, **Op. Cit**, P: 15.

⁴ Ibid, P: 19.

5-1- التشخيص الاستراتيجي الخارجي:

يتم إجراء التشخيص الاستراتيجي الخارجي من خلال فهم متعمق لسوق المؤسسة وآفاقها والابتكارات المتوقعة والجهات الفاعلة والمنافسين واللوائح والتنظيم... الخ. إنها مسألة تحديد ما يسمى بالفرص والتهديدات، أي العناصر الخارجية التي لا ترتبط مباشرة بقرارات المؤسسة. يجب أن يكون لهذا التشخيص دائماً بُعداً محتمل، لأنه يهدف إلى تقييم التنبؤات بأفق بعيد¹. حيث يجب إيلاء اهتمام خاص للتطور المحتمل للعوامل التالية:²

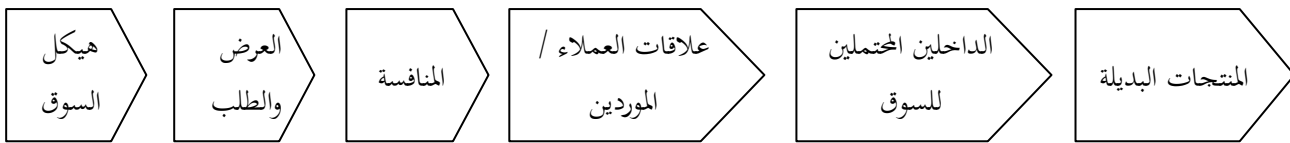
- التطور التنافسي، والتجمعات، واختفاء أو ظهور الجهات الفاعلة على السوق؛
- التغييرات القانونية أو التنظيمية في بيئة أعمال المؤسسة؛
- تطور سياسات المساعدات العامة والدعم؛
- التطورات التكنولوجية؛
- تطور الموارد الطبيعية؛
- الديموغرافيا... الخ.

كما يركز التشخيص الخارجي على تحليل السوق والبيئة الخارجية للمؤسسة، أي:³

- العلاقة بين المؤسسة ومنافسيها الرئيسيين؛
- الترابط مع العملاء (شبكات التوزيع) والموردين (شبكات الإمداد)؛
- التفاعلات مع أصحاب رؤوس الأموال والخدمات الحكومية (الضرائب، والمنظمات الاجتماعية).

يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (7-1): التشخيص الخارجي للمؤسسة



Source: Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, **Op. Cit**, P: 85.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن التشخيص الخارجي دائماً ما يتعلق بالسوق، هذا المكان الذي توجد فيه المنافسة. حيث بمجرد تحديد المؤسسة لسوقها يمكن تقسيمها وفقاً للمتغيرات الجغرافية (محلية، إقليمية، وطنية، عالمية) والاجتماعية (فاخرة، المنتجات متوسطة المدى، مستوى الدخل).

¹ Julien Herenberg, Jean-Luc Loir, **Op. Cit**, P: 37.

² Idem.

³ Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, **Op. Cit**, P: 85.

يتيح هذا التحليل الطويل الأجل لإستراتيجية المؤسسة تقييم قدرتها على التكيف مع العوامل الخارجية وتوفير أفضل ترجمة في خطة العمل. كما يجب أن يجعل التشخيص الخارجي من الممكن تقدير معدل دوران المؤسسة المتوقع، والذي يشكل أساساً لأي خطة عمل¹.

5-2- التشخيص الاستراتيجي الداخلي:

الغرض من التشخيص الداخلي هو تحديد أعمال المؤسسة أو المجمع، وتحديد مجالات الأنشطة الإستراتيجية التي تنوي المؤسسة تطويرها. خاصة تلك المتعلقة بنظام الإنتاج، ومستوى الاستثمارات، وإستراتيجية التوزيع، والأشخاص (مساهمين، مدراء، عمال) الذين يشكلون المؤسسة².

يتم توجيه التشخيص الداخلي نحو البحث عن نقاط القوة والضعف الجوهرية للمؤسسة، يمكننا سرد النقاط التي يتم بها هذا التشخيص في الآتي³:

أ- وضع المنتجات والخدمات على مختلف المستويات:

- الشهرة؛
- التكنولوجيا؛
- الملكية الفكرية (العلامات التجارية وبراءات الاختراع)؛
- فائدة العملاء (الإخلاص، مدة التعامل، الإمكانيات، ... الخ).

ب- الإمكانيات:

- الموارد البشرية، بما في ذلك تحديد "الفاعلين الرئيسيين في المؤسسة"، هرم القوى العاملة والدراية في مجال الابتكار في الإنتاج أو على المستوى التجاري؛
- وسائل الإنتاج (الأدوات المتاحة، الموقع الجغرافي، مستوى التقادم، الأداء، وما إلى ذلك)؛
- جودة الموردين ومستوى الاعتماد عليهم؛
- شبكة ووسائل التوزيع والعلامات وصورة العلامة التجارية ... الخ.

ت- عوامل أخرى:

- تقاسم الملكية والتسيير؛
- نوعية العلاقات الاجتماعية؛

¹ Julien Herenberg, Jean-Luc Loir, **Op. Cit**, P: 37.

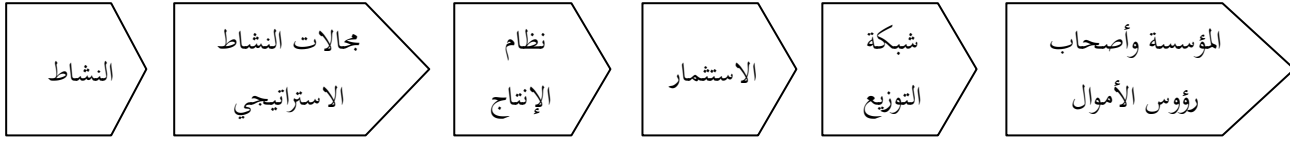
² Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, **Op. Cit**, P: 92.

³ Julien Herenberg, Jean-Luc Loir, **Op. Cit**, P: 37.

- التعرض للمخاطر الاجتماعية والبيئية.

يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-8): التشخيص الداخلي للمؤسسة



Source: Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, **Op. Cit**, P: 92.

من خلال الشكل أعلاه نجد أنه من الضروري على المؤسسة أن تكون لديها من الدراية والمعرفة بمختلف مراحل الإنتاج وكذا الخبرة الداخلية في استغلال الموارد في بيئتها المباشرة ما يمكنها من ضمان تنميتها.

الفرع الرابع: اختيار طريقة التقييم

اختيار الطريقة المناسبة لعملية التقييم تعتمد بالضرورة على توفر البيانات وكذا ظروف السوق في وقت التقييم¹. حيث يتم من خلال هذه المرحلة تحديد المقاربة أو الطريقة من بين مختلف الطرق المستخدمة في عمليات التقييم والتي سيختارها ويستخدمها الخبير المقيم في عملية تقييم المؤسسة مع تبرير سبب الاختيار أو الاستبعاد، حيث تتأثر عملية تحديد الطريقة المناسبة لعملية التقييم بالعناصر التالية:

- المعلومات المتاحة؛
- الهدف من عملية التقييم؛
- حجم وخصائص المؤسسة؛
- إمكانية إعداد مخطط توقعات حول نشاط المؤسسة.

الفرع الخامس: تحديد فرضيات ومعايير التقييم

وفقا لطرق التقييم المختلفة، نجد أن كل طريقة تستوجب وضع مجموعة من الفرضيات ومعالجتها من خلال الإجابة عنها، وبالتالي الحصول على تقييم نهائي للمؤسسة. فعلى سبيل المثال عند اختيار طريقة الأصل الصافي المصحح يتوجب افتراض أن قيمة المؤسسة مساوية لقيمة أصولها إضافة إلى أن التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال محدود من منظور مقاربات الذمة المالية ومعايير التقييم هنا يتمثل في إعادة تقييم الأصول. نفس الشيء بالنسبة إلى طرق التقييم المقارن، التي تستوجب فرضية مفادها أن قيمة المؤسسة تتحدد من قيمة المؤسسات العاملة في نفس قطاع النشاط.

¹ Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, **Op. Cit**, P: 78.

الفرع السادس: ملخص عملية التقييم وعرض نطاق القيمة

إن الغرض من عملية التقييم لا يتمثل في تحديد قيمة واحدة للمؤسسة، على العكس يجب على الخبير المقيم أو المحلل السعي لبناء نطاق من القيم من خلال تحديد القيم الدنيا والقصى، كما ينبغي اعتبار أساليب التقييم ما هي إلا أدوات لصنع القرار للمديرين والمستثمرين¹. وعليه فإن المقيم مطالب في هذه المرحلة بتقديم النتائج المتوصل إليها من عملية التقييم في شكل تقرير يلخص هذه العملية، يشمل هذا الملخص مجموعة من القيم لا قيمة واحدة تشكل في مجملها ما يسمى بنطاق القيمة.

¹ Ibid, P: 79.

خلاصة الفصل:

بعدما تم استعراض محددات القيمة والتقييم المالي والتطرق لمختلف المفاهيم خاصة تلك المتعلقة بالقيمة لما تتميز به من غموض أو بالأحرى تشعب، اتضح لنا أن عنصر القيمة في مجال الاقتصاد ينتمي لمختلف النظريات في هذا المجال خاصة النظرية المحاسبية والنظرية المالية، هذا من جهة.

من جهة أخرى كذلك نجد أن هناك اختلاف تام بين مفهومي القيمة والسعر، حيث أن قيمة المؤسسة تتحدد بحجم وطبيعة نشاطها في حين سعرها هو نتاج عملية تفاوض حولها، والتداخل بين هذين المفهومين هو أن قيمة المؤسسة تكمن حول سعرها.

تقييم المؤسسة يقوم على عدة دوافع وهي كثيرة جداً، حيث يعتبر التقييم حالة خصوصية تنطوي على وجهات نظر عديدة فيما يخص المنهجية المستخدمة في بعض الحالات المختلفة. كما أن قيمة المؤسسة يتم تحديدها وفق مسار علمي يضم مجموعة من الأساليب والمحددات تندرج كلها تحت مفهوم التقييم المالي، هذا الأخير يحكمه منهج علمي ومبادئ على الخبير المقيم أن يراعيها.

تمر عمليات تقييم المؤسسات وفق مراحل معينة، كونها تعد عملية صارمة تعتمد على شكلية معينة. قد تكون معقدة تبعاً لحجم المؤسسة أو مجال نشاطها أو إذا تعلق الأمر بعمليات توحيد حسابات المجمعات، حيث تنحصر هذه المراحل في: (جمع المعلومات، وضع خطة عمل، التشخيص، تحديد فرضيات ومعايير التقييم، ملخص عملية التقييم وعرض نطاق القيمة).

الفصل الثاني:

مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة

المالية والمختلطة

تمهيد:

لطالما كانت هناك علاقة معقدة بين المحاسبة والتقييم المالي: فالبيانات المالية ذات الطبيعة المحاسبية لا تهدف إلى إظهار قيمة المؤسسة. ومع ذلك، فإن القيمة موجودة في كل بند في الحسابات: (المبلغ القابل للاسترداد، السوق، القيمة العادلة، ... إلخ)، وعليه فمن المهم فهم كيفية ارتباط عمل التقييم المالي والعمل المحاسبي.

انطلاقاً من كون أن للمؤسسة قيمة كونها تحتوي على عناصر ذات قيمة خاصة بها: المباني، الأراضي والنقد... إلخ، فإن هذه العناصر قد تكون محل تفاوض، هذا الأخير يقضي بتحديد قيمة هذه العناصر سواء بشكل جزئي أو كلي (قيمة المؤسسة)، الأمر الذي يستدعي توفر مجموعة من الطرق والأساليب حيال ذلك، حيث نجد أن من بين هاته الطرق والأساليب تلك التي تقوم على ما يسمى بالذمة المالية والتي تعتبر أبسط تعبير عن قيمة الأصول وهو ما يسمى بصافي القيمة المحاسبية (الدفترية).

كما يشير Jollant أن مقارنة الذمة المالية للمؤسسة ظهرت منذ بداية الستينات، والتي كانت ولا زالت تمثل أصل عملية التقييم المالي، كما شهدت تطوراً كبيراً: "الجهود الأولى جاءت لتجاوز عدم كفاية الطرق التي تقوم عليها هذه المقارنة في تمثيل الوضعية الصافية للمؤسسة. هذه الوضعية التي ترتبط كثيراً بمفاهيم محاسبية وتاريخية، حيث كان البحث يُنصبّ على إشكالية الأصول الوهمية، وبشكل عام الصعوبات المتعلقة بتحديد وقياس الأصول المرجعية، مما استوجب ضرورة اعتماد أساليب مشتركة من خلال دمج بعض أساليب التقييم المرتبطة بالنتائج"¹.

نحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على مختلف الطرق المنتمية أو المحسوبة على هاته المقارنة، ومحاولة الخوض في الأسس العلمية التي تقوم عليها كل طريقة على حدى، كما سنشير كذلك إلى تلك الطرق الهجينة أو المختلطة بين مقارنة الذمة المالية ومقارنة التدفقات، هذه الأخيرة التي سنتطرق إليها بالتفصيل في الفصل الموالي.

¹ Didier Van Caillie, **Techniques modernes d'évaluation des entreprises**, Séminaire de perfectionnement des formations postuniversitaires, HEC Liège, Belgique, 1998, P: 4.

المبحث الأول: التقييم وفق القيمة المحاسبية (الدفترية)

يمكن التمييز بين نوعين من طرق التقييم القائم على القيمة المحاسبية أو الدفترية:¹

◀ طريقة الأصل الصافي (VNC)؛

◀ طريقة الأصل الصافي المصحح (VNCC)؛

المطلب الأول: طريقة الأصل المحاسبي الصافي (VNC)

حتى بداية القرن العشرين، كانت الميزانية العامة تمثل مجموعة من البيانات أكبر بكثير من بيان حسابات النتائج، حيث أن واستناداً على الميزانية العامة لطالما كانت قيمة الأصول هي المعيار الأساسي في تقييم المؤسسات.²

الفرع الأول: مبدأ طريقة الأصل المحاسبي الصافي

تهدف هذه الطريقة إلى استخلاص قيمة سوقية للمؤسسة من حساباتها السنوية³، حيث تستند قيمة المؤسسة وفقاً لهذه الطريقة إلى القيم المأخوذة من الميزانية المالية. الأصل الصافي المحاسبي يحدد من خلال حساب الفرق بين الأصول الحقيقية (أي تلك التي لها قيمة سوقية) والديون الفعلية. ووفقاً لهذه الطريقة، يتم الاحتفاظ بالأصول والديون بقيمتها الدفترية. ويمكن حسابها على النحو التالي:⁴

$$(1-2) \dots \quad \text{قيمة المؤسسة} = \text{إجمالي الأصول} - \text{مجموع الديون}$$

$$\text{VE} = \text{TOTAL ACTIF} - \text{DETTES}$$

ويحسب أيضاً:

$$(2-2) \dots \quad \text{الأصل الصافي} = \text{الأصول الحقيقية} - \text{مجموع الديون ومؤونات المخاطر}$$

$$\text{ANC} = \text{Actifs réels} - \text{Dettes et provisions pour risques}$$

والشكل في الصفحة الموالية يوضح كيفية تحديد الأصل المحاسبي الصافي:

¹ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, *Op. Cit*, P: 22.

² Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, *Op. Cit*, P: 175.

³ Abdelilah EL ATTAR, *Op. Cit*, P: 89.

⁴ Gérard CHAPALAIN, «Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise», EMS Edition, France, 2004, P: 105.

الشكل رقم (1-2): الأصل المحاسبي الصافي

الأصول الوهمية	الأصل الصافي	رأس المال
الأصول الأخرى		الديون والمؤونات

Source: Micheline Friederich, Georges Langlois, **DSCG 4 : le meilleur du «Comptabilité et audit»**, LMD Expertise comptable, 5^eÉdition, Éditions Foucher, France, 2015, P: 07.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن الأصل الصافي يمثل الجزء المستثمر من رأس المال فعلاً. هذا الجزء يمثل ما يمكن استرجاعه من رأس المال المستثمر في شكل سيولة حقيقية في حالة التنازل أو أي شكل من أشكال تصفية المؤسسة.

تجدر الإشارة إلى أن الأصول لا تشمل الأصول الوهمية:¹

- تكاليف التأسيس،
- تكاليف إصدار الديون،
- مكافآت استرداد السندات.

في الواقع إن هذه الطريقة لا تقدم تقدير واقعي لرأس المال المستثمر الذي يمكن استرداده، كونها تقوم على بيانات محاسبية متأثرة بالضرائب بعيدة كل البعد عن الواقع الاقتصادي، بما في ذلك عدم النظر في الاستثمار غير المادي.

الفرع الثاني: قيمة التصفية (الأصل الصافي)

قيمة التصفية (أو صافي قيمة الأصول) هي مجموع قيم التصفية لكل بند محاسبي مطروحاً منه الديون المستحقة الدفع والديون الجديدة المرتبطة بتصفية المؤسسة: تكلفة التصفية، الالتزام تجاه الموظفين، ... إلخ. قيمة التصفية هي القيمة السوقية عند بيع أصول المؤسسة في سوق ثانوي، وتسمى قيمة التصفية أحياناً بقيمة الخردة. كذلك يُطرح أمامنا إشكال وهو محاولة المؤسسة بيع أصولها بسرعة، الأمر الذي يجعل من المشتريين المحتملين ناذرين هذا من

¹ Micheline Friederich, Georges Langlois, **Op. Cit**, P: 07.

جهة، ومن جهة أخرى نجد أن هذا الأمر يؤثر حتى على قيمة بعض الأصول مثل المخزونات، فغالبا ما يتم التنازل عنها منفصلة عن قيمتها الاقتصادية، نفس الشيء بالنسبة للأسهم في حالة التصفية القضائية غالبا ما يتم بيعها بنسبة 10% أو 30% من قيمتها الاقتصادية¹.

قيمة التصفية تشمل تكاليف التصفية وأيضا أي ضرائب في حالة تحقيق فائض قيمة. تحسب وفق العلاقة التالية:²

$$\text{Valeur de liquidation} = \text{Valeur de liquidation des actifs} - \text{Dettes} - \text{Coûts de liquidation et impôts éventuels}$$

قيمة التصفية = قيمة التصفية للأصول - الديون - تكاليف التصفية والضرائب المحتملة

... (2-3)

يمكن أن تتخذ التصفية شكلين مختلفين:³

- ◀ في الحالة العادية: يكون للمؤسسة الوقت الكافي لبيع أصولها ولا يعني ذلك حتمية التوقف عن النشاط.
- ◀ في حالة الإجماع: عندما يتعين على المؤسسة التوقف عن أنشطتها على الفور والمضي قُدما في بيع الأصول (الإفلاس، نزع الملكية).

تعطي هذه الطريقة تقديراً غير واقعي لرأس المال المحتمل استرداده. بل إنها تُنتج قيم بعيدة كل البعد عن الواقع الاقتصادي للأسباب التالية:⁴

- التسجيل المحاسبي بالتكلفة التاريخية (المباني مثلا يُفترض إعادة تقييمها)؛
- الطابع الجبائي الغالب على محاسبة الاستهلاك والمخصصات؛
- عدم وجود بعض الأصول غير الملموسة في الميزانية المالية؛
- قيمة الأوراق المالية لحقوق الملكية؛
- الأصول غير التشغيلية؛
- الخصوم غير المحققة (مستترة) ... إلخ.

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 328.

² Ibid, P: 329.

³ Denis Karpicek, **Op. Cit**, P: 26.

⁴ TLAMSI Ismahene, **Interaction Entre l'Evaluation de l'Entreprise et la Gouvernance "Cas de la Société Saidal"**, Thèse pour l'obtention du diplôme de doctorat LMD, Université Abdelhamid BEN BADIS MOSTAGANEM, Non publié, Algérie, 2017-2018, P-P: 70-71.

الفرع الثالث: حدود طريقة الأصل المحاسبي الصافي

التقييم وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي يرقى إلى تقدير قيمة المؤسسة على أساس مخصص وثابت، حيث أن الميزانية المالية ما هي إلى صورة أو لقطة من لحظة معينة لا تعكس الحركة المستقبلية للمؤسسة، في حين أن هذه الأخيرة هي كائن حي اعتباري يجب النظر إليه بشكل أساسي من زاوية مستقبلها¹.

التقييم وفق هذه الطريقة لا يأخذ في الاعتبار ربحية المؤسسة²، الأمر الذي يجعل القيمة الناتجة عن هذه الطريقة لا تعكس دائما توقعات المستثمرين بشأن الربحية المستقبلية للمؤسسة.

لذلك لا يمكن أن تشكل قيمة الأصول في حد ذاتها طريقة تقييم مؤسسة مقبولة لخبير مقيم أو مدير مالي يرى بأن مؤسسته تستمر في التطور³.

هذه الطريقة مثير للاهتمام بشكل خاص عندما يتعلق الأمر بتقييم المجموعات المعقدة للغاية لأنها تتكون من العديد من الأصول أو الشركات التابعة أو الشركات القابضة المتنوعة، وأيضاً في شركات العقارات والأراضي التي تمتلك أصولاً عقارية للأغراض السكنية أو التجارية المخصصة للتأجير⁴.

يمكن تحديد استخدامين لطريقة الأصل المحاسبي الصافي⁵:

- يمكن استخدام قيمة الأصول بشكل مناسب في حالة المؤسسات التي ليس لديها نشاط تشغيلي حقيقي، لاسيما في حالة الشركات القابضة.

- يمكن استخدام هذه الطريقة في حال تصفية المؤسسة، والتي لن يتم الاحتفاظ بأي نشاط لها شريطة أن تأخذ إعادة تقييم صافي الأصول في الاعتبار وعدم سيولة بعض الأصول.

تجدر الإشارة إلى أن هناك فرق كبير بين السعر والقيمة الرياضية الجوهرية إلى الحد الذي يقتصر فيه صافي الأصول المحاسبية على قياس حقوق ملكية المؤسسة بدقة من بياناتها المسجلة دون أي إعادة تعديل. لذلك من الضروري تحليل الأصول والخصوم ذات الصلة وتصحيحها، مما سيمكن من تقدير صافي الأصول المصححة⁶.

¹ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 176.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 32.

³ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 178.

⁴ TLAMSI Ismahene, **Op. Cit**, P: 69.

⁵ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 176.

⁶ TLAMSI Ismahene, **Op. Cit**, P: 71.

المطلب الثاني: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC

يؤدي تطبيق مبدأ التكاليف التاريخية إلى عرض ميزانية مالية لا تسمح بتقييم المؤسسة بقيمتها العادلة. ومن الضروري بعد ذلك إجراء عمليات إعادة الصياغة التي سيكون لها تأثير مالي وجبائي¹.

الفرع الأول: مبدأ طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح

لا تختلف هذه الطريقة كثيراً عن سابقتها كونها ينطلقان من نفس المنطق (الذمة المالية)، إلا أن طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح أو طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها تقترح تصحيح آثار تغيرات القيم الاسمية (قيم الميزانية المالية) للأصول، وذلك بالإستناد إلى أدلة حول حقيقة هذه القيم المعروضة في الميزانية المالية². تقوم هذه الطريقة على تحديد القيم التي يعكسها السوق لهذه البنود، وبالتالي إمكانية إظهار فوائض أو خسائر القيمة الناتجة عن الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الحقيقية للمؤسسة.

يعتبر التقييم وفق هذه الطريقة أمر ضروري، كونه يسمح بالانتقال من القراءة المحاسبية إلى القراءة الاقتصادية للميزانية المالية للمؤسسة. يمكن حسابها وفق العلاقة التالية:³

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = صافي الأصول - الخصوم الفعلية (ديون فعلية) - الأصول الوهمية أو بدون

قيمة + الخصوم الوهمية (فروقات تحويل الخصوم) +/- تصحيحات فائض أو نقص القيمة

(4-2) ...

ANCC = Actif net au bilan – passif réel (dettes réelles) - actif fictif ou les non-valeurs (Capital souscrit non appelé, charges à répartir, primes de remboursement des obligations, écarts de conversion actif) + passif fictif (écart de conversion passif) +/- corrections de plus ou moins-values.

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 291.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 24.

³ Abdelilah EL ATTAR, **Op. Cit**, P: 89.

تحديد قيمة الأصول المحاسبية الصافية والمعاد تقييمها: يتم ذلك كما يلي:¹

حقوق الملكية (المحاسبة)

- توزيعات الأرباح

= حقوق الملكية بعد التوزيع

- الأصول غير الملموسة المتعلقة بالشهرة

- القيم المدومة

- الالتزامات الضريبية والاجتماعية المؤجلة

+ تصحيح الضريبة

= الأصول المحاسبية الصافية المصححة

+ فائض القيمة عن الأراضي

+ فائض القيمة عن مباني

+ فائض القيمة عن المعدات

+ فائض القيمة عن الأصول الثابتة الملموسة الأخرى

+ فائض القيمة عن الأصول المالية الأخرى

+ فائض القيمة عن البنود الأخرى في الميزانية المالية

- الضرائب المؤجلة (تحدد وفقاً للطرق ذات الصلة اعتماداً على طبيعة الأصل)

= الأصول المحاسبية الصافية المصححة والمعاد تقييمها

يجب إجراء إعادة تقييم العناصر المعنية بعملية التقييم انطلاقاً من فرضية استمرارية المؤسسة والتي تقضى بأن لهذه العناصر قيمة استخدام أو قيمة سوقية، وإلا فإننا سنجد أنفسنا في سياق توقف نشاط المؤسسة والتصفية، ولن يكفي إضافة قيمة العناصر المختلفة، بل سيكون من الضروري أيضاً طرح جميع تكاليف التصفية والالتزامات المحتملة الناتجة عن نشاط المؤسسة².

¹ TLAMSI Ismahene, Op. Cit, P: 72.

² Idem.

الفرع الثاني: القيمة وفرضية الاستمرارية

يجب وانطلاقاً من فرضية استمرارية الاستغلال الأخذ بعين الاعتبار الالتزامات أو المستحقات الضريبية التي قد تنشأ عن فائض القيمة أو نقص القيمة الناتجة عن إعادة تقييم الأصول أو تخفيض قيمة الديون¹. وعليه فإنه عندما تكون القيمة الحقيقية للأصل أعلى من القيمة الدفترية ينشأ لنا فائض قيمة، هذا الأخير يزيد من قيمة صافي الأصول (النتيجة الصافية)، الأمر الذي يستدعي فرض ضريبة تكميلية على هذه الزيادة في قيمة الأصول، وفي حالة نقص القيمة نكون بصدد تحقيق وفورات ضريبية.

في سياق التصفية، فائض القيمة يتم الاحتفاظ به صافي من الضريبة، بينما في سياق الاستمرارية يتم أخذ فائض القيمة الإجمالية في الاعتبار باستثناء الأصول غير التشغيلية².

على ضوء فرضية الاستمرارية كذلك من المهم إيلاء اهتمام خاص بالقيمة السوقية المستخدمة، حيث يتم تقييم الأصول الملموسة بتكلفة الاستبدال المطفأة أو تكلفة الاستبدال في حالة الاستخدام³. و يتم تصحيح جميع بنود الأصول والخصوم المسجلة في الميزانية المالية لتعكس القيمة الفعلية بأكبر قدر ممكن⁴.

تحديد القيمة السوقية لعناصر بعض بنود الميزانية المالية:

إن تحديد عناصر الميزانية المالية يتم وفقاً لقواعد أو معايير متفق عليها أو تحظى بقبول عام (معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS)، حيث أن هذه القواعد لا ينتج عنها دائماً قيمة متوافقة مع الواقع الاقتصادي والمالي لاسيما⁵:

- عدم الاعتراف ببعض البنود غير الملموسة (النشاطات التجارية، والصناعات التي تم إنشاؤها)؛
- تطور السوق (المباني)؛
- انخفاض قيمة العملة؛
- وجود احتياطات مخفية، أو المبالغة في التقدير والعكس لبعض البنود.

وعليه فإنه من الضروري القيام بإعادة معالجة مختلف بنود الميزانية المالية. إعادة المعالجة هذه تمارس على نطاق واسع من طرف الخبراء المحاسبين، أعمال المعالجة هذه والتي تنطلق من تحليل بنود الميزانية تجعل من الممكن تحقيق جزء هام من التصويبات أو التصحيحات على القيمة الدفترية.

¹ BELHOUADJEB Hinde, *L'évaluation des entreprises et la privatisation en Algérie_Cas d'une entreprise publique des travaux routiers*, Mémoire de Magister en Sciences Economiques, Université d'Alger, 2008/2009, P: 60.

² TLAMSI Ismahene, *Op. Cit*, P: 71

³ Denis Karpicek, *Op. Cit*, P: 28.

⁴ Idem.

⁵ Direction générale des Finances Publiques, *L'EVALUATION DES ENTREPRISES ET DES TITRES DE SOCIETES*, France, Version de novembre 2006, P : 37. La documentation en ligne sur : <https://www.impots.gouv.fr>, consultation le: 10/03/2019.

الفرع الثالث: تحليل العناصر الرئيسية للميزانية المالية وتصحيحها

يجب تصحيح الأصول والخصوم عن طريق استبدال القيم الفعلية المقابلة (أو القيم العادلة) للمبالغ الدفترية. تحدد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) القيمة العادلة على أنها: "مبلغ يمكن من خلاله تبادل أصل أو تسوية التزام أو أداة حقوق ملكية مخصصة بين الأطراف المطلعة والموافقة في إطار صفقة يتم تنفيذها في ظل ظروف المنافسة العادية".

1- التعديلات التي يجب إجراؤها على الميزانية المالية: تتمثل في:¹

- القيم المعدومة (اختفى بعضها تماماً بالنسبة للمؤسسات التي تسجل حساباتها وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية (IAS _ IFRS)؛
 - وفورات الضرائب المؤجلة على القيم المعدومة؛
 - ضرائب مؤجلة على حسابات حقوق ملكية معينة غير معفاة من الضرائب.
- بالنسبة للنتيجة، يجب تخصيص جزء من الأرباح التي سيتم تحويلها إلى ديون لديون غير تشغيلية، وبالتالي إضافتها إلى إجمالي الديون². كذلك يتم أخذ الالتزامات غير المسجلة مثل الالتزامات الاجتماعية (مخصص تعويضات التقاعد) في الاعتبار وكذلك الضرائب المرتبطة بالتصحيحات التي تم إجراؤها أو حتى الضرائب المؤجلة.

2- تحليل العناصر الرئيسية للميزانية المالية وتصحيحها: ويتم ذلك على النحو التالي:³

- يتم تعديل الأصول العقارية حسب القيمة السوقية. تشير القيمة الدفترية في الميزانية المالية إلى التكلفة التاريخية، وغالباً ما نجد أن القيمة السوقية للأصول العقارية أعلى بكثير من القيمة الدفترية. من أجل إجراء التعديلات اللازمة سيكون رأي خبير أو وكيل عقارات مطلوباً للتحقق من القيمة السوقية؛
- يجب تعديل قيمة المعدات لتعكس القيمة السوقية البديلة، أو تكلفة الاستبدال المطفأة. قد يكون رأي الخبير المقيم ضرورياً في بعض الحالات؛
- يتم تعديل المخزونات لتعكس قيمة الاستبدال؛
- يتم تعديل الذمم المدينة إلى القيمة السوقية، يجب تقييم كل حساب وبشكل أكثر تحديداً حسابات التحصيل وفقاً لشروط واحتمالات التحصيل؛
- يتم تعديل الحسابات الدائنة باستخدام نفس المنطق الذي عُدلت من خلاله الذمم المدينة.

¹ TLAMSI Ismahene, Op. Cit, P-P: 72-73.

² Idem.

³ Denis Karpicek, Op. Cit, P-P: 28-29.

الفرع الرابع: عرض لأهم التصويبات (التصحیحات) المتعلقة بنود الميزانية

من أجل الحصول على قيمة مرتكزة على الذمة المالية أقرب إلى الواقع من القيمة الدفترية، من الضروري إجراء إعادة تقييم أو استبعاد بعض بنود الميزانية المالية، حيث يؤدي فحص كل بند من بنود الميزانية المالية إلى رؤية أكثر دقة لقيمة المؤسسة، وسوف يبرز أن بعض البنود مقيمة بأعلى من قيمتها وأن بعضها الآخر مُقيم بأقل من قيمتها أو لا يملك قيمة أصلاً.

1- القيم المعدومة أو الأصول الوهمية:

وهي تكاليف مسجلة كأصول وهمية موزعة على عدة سنوات مثل (مصاريف التأسيس، تكاليف إصدار القروض، تكاليف البحث والتطوير،... إلخ)¹. لا ينبغي أن تُؤخذ كل هذه البنود في الاعتبار عند تقييم الأصول².
مصاريف التأسيس مثلاً، هي في الحقيقة تكاليف كبيرة جداً موزعة على عدة سنوات مالية، إلا أنها لا تعتبر أصلاً مادياً يمكن تحديده ولا يتم تضمينه في صافي الأصول المعدلة، وتتكون من:

✓ مصاريف التأسيس؛

✓ مصاريف رفع رأس المال؛

✓ العمليات من نوع اندماج - تنازل أو تحويل المؤسسة.

2- الأصول الثابتة الغير ملموسة

الأصول الثابتة هي عبارة عن ممتلكات يتم اقتناؤها من قبل المؤسسة، والتي من المفروض أن تبقى في المؤسسة لعدة سنوات، وهي صنفان (الأصول الثابتة الملموسة والغير الملموسة).
بالنسبة لهذا النوع من الأصول فإنه يتعين على الخبير المقيم الفصل بين الأصول غير الملموسة غير المحددة والأصول غير الملموسة القابلة للتحديد:³

1-2- الأصول غير الملموسة وغير القابلة للتحديد: لا يمكن أن تخضع للتقييم، حيث إنها ليست قابلة للبيع

وليس لها قيمة فردية. ومع ذلك، عند إجراء تقييم إجمالي للمؤسسة فإنه سيتم إضافة قيمة الأصول غير الملموسة وغير القابلة للتحديد إلى قيم الأصول والخصوم التي يمكن تحديدها في شكل شهرة.

2-2- الأصول غير الملموسة التي يمكن تحديدها: تتمثل في: (براءات الاختراع، البرمجيات، تكاليف

التطوير، وما إلى ذلك)، يجب تقييم بقيمتها العادلة، أي بالقيمة السوقية عندما يكون هناك سوق أو بقيمة

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 292.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, Op. Cit, P: 27.

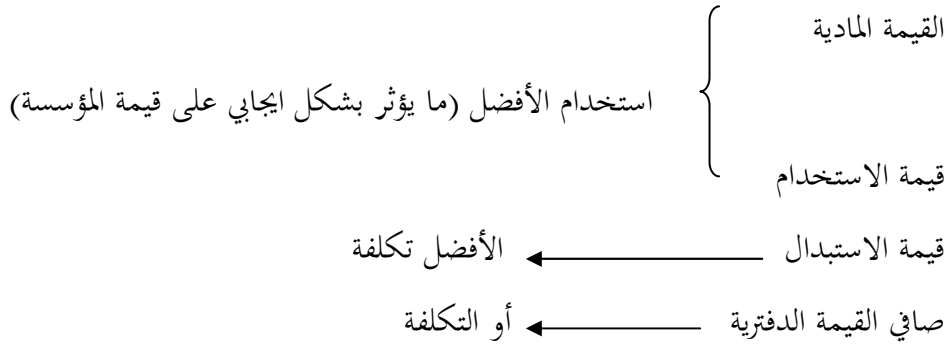
³ Idem.

استخدام (أو القيمة المستخدمة) أي قيمة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من استخدامها، والتي يتم تحديدها بشكل عام على أساس صافي التدفق النقدي المتوقع.

حتى يتم الاعتراف بالأصل في الميزانية المالية، يجب أن يكون هناك تأكيد معقول بأن المؤسسة تستفيد من المنافع الاقتصادية المستقبلية للأصل، وأن الأصل قابل للتحديد، وأن التكلفة أو القيمة يمكن قياسها بمصدقية كافية¹. مثل: (العلامات التجارية، براءات الاختراع، التراخيص الإدارية،... إلخ) يتطلب تقييمها معرفة طبيعتها الدقيقة التي تختلف وفق نشاط المؤسسة، ولذلك فمن الضروري تحديد الأصول التي يمكن أن تمثل قيمة مهمة (يمكن أن تكون قيمة الموقع مهمة للغاية، وفي هذه الحالة يجب أن تكون قيمة هذا الحق في الإيجار مميزة).

3- الأصول الثابتة الملموسة:

كما هو الحال مع الأصول غير الملموسة، يمكن تقييم الأصول الملموسة إما بالقيمة السوقية أو بقيمتها في الاستخدام (أو المنفعة)². تضمنها المعيار المحاسبي (IAS 16):³



أ- القيمة المادية: تساوي السعر الممكن الحصول عليه بطرح الأصل للبيع (سعر السوق)، تستخدم لتقييم الأصول التي تقع خارج نطاق الاستمرارية. (الأصول التي لا يخطط المشتري الاحتفاظ بها).

ب- قيمة الاستخدام: تحدد سعر الأصل على أساس العائد المتوقع منه.

ت- قيمة الاستبدال: تمثل جميع التكاليف التي سيتم تنفيذها (دفعها) للحصول على أصل من نفس طبيعة الأصل الذي تم تقدير قيمته⁴.

- يمكن أن تكون القيمة السوقية: إذا كان من السهل العثور على الأصل في السوق.

- يمكن أن تكون تكاليف التصنيع: إذا تم تطوير الأصل من قبل المؤسسة نفسها.

¹ Jean-Paul MILOT, *Méthodes comptables, valeur de l'entreprise et actifs incorporels*, 10^{ième} colloque de comptabilité nationale, organisé par l'ACN à Paris les 21, 22 et 23 janvier 2004, P: 02.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, *Op. Cit*, P: 27.

³ TLAMSI Ismahene, *Op. Cit*, P: 75.

⁴ *Ibid*, P: 76.

- من الضروري مراعاة عامل التقادم (حالة الأصول القديمة).
- ث- صافي القيمة الدفترية: تساوي القيمة الإجمالية للتكلفة التاريخية للأصل مطروحاً منها الاهتلاك المتراكم، حيث لا تتوافق مع القيمة الحقيقية للأصل.
- بالنسبة للأصول غير التشغيلية، فإن قيمتها الحالية تتوافق مع القيمة السوقية؛
- بالنسبة للأصول التشغيلية: القيمة الحالية تتوافق مع قيمة الاستخدام، بمعنى أننا نبحث عن قيمة جديدة معادلة للأصل مع الأخذ في الاعتبار قيمة الاستخدام للأصل الذي تعزم المؤسسة المقيّمة الاستفادة منه.
- يتم طرح الاهتلاك المقابل للعمر الإنتاجي المنقضي من الأصل للحصول على صافي قيمة الاستبدال.
- 3-1- الأراضي:** هناك عدة عوامل تؤثر على قيمة الأرض (الموقع، العرض والطلب، الاستخدام في ما يخص ما إذا كانت أرض بور أو مبنية، وكذا محيطها)¹، وتنقسم الأراضي إلى مجموعتين:
- أ- الأرض البور (العارية): قيمتها تعتمد بشكل أساسي على موقعها. يمكن تقدير قيمتها من خلال الأخذ بعين الاعتبار سعر المتر المربع، والمقارنة مع أرض مماثلة.
- ب- الأرض المبنية: في هذه الحالة تكون عملية التقييم معقدة وتتطلب الدقة والموضوعية، حيث يجب الفصل بين قيمة الأرض وقيمة المبنى وقيمتها معاً.
- لتحديد قيمة هذا النوع من الأصول يمكن استخدام العلاقة التالية:²

$$\text{La valeur comptable réévaluée} = \text{valeur à neuf} \times \text{valeur comptable nette} / \text{valeur comptable brute.}$$

... (2-5)

$$\text{القيمة الدفترية المعاد تقييمها} = \text{القيمة الجديدة} \times \text{القيمة الدفترية الصافية} / \text{إجمالي القيمة الدفترية}$$

حيث:

- تتوافق القيمة الجديدة مع سعر شراء أصل جديد مكافئ للأصل القديم في يوم التقييم؛
 - صافي القيمة الدفترية هي القيمة التي يظهر فيها الأصل في الميزانية المالية في تاريخ التقييم؛
 - القيمة الإجمالية هي القيمة الأصلية للأصل في الميزانية المالية.
- يمكن أن تتعلق هذه المعادلة بالأصول التي لا تكون قيمتها عالية جداً، ولها عيب يتمثل في عدم الاعتماد على فترة الإهلاك المحاسبي، والتي لا تعكس دائماً الحياة الحقيقية للأصل محل التقييم.³

¹ BELHOUADJEB Hinde, Op. Cit, P: 62.

² TLAMSI Ismahene, Op. Cit, P: 76.

³ Ibid, P: 77

3-2-2 المبانى: الطريقة الأنسب لتقدير قيمة المبانى الصناعية كما هو الحال مع جميع فئات المبانى الأخرى هي التقييم المقارن، حيث يتم البحث عن شروط للمقارنة في سوق أوسع، كون أن السوق المحلية غالبا ما تكون غير كافية. والعلاقة التالية تحدد قيمة المبانى:¹

$$\text{إعادة الإعمار} = \text{قيمة جديدة (المساحة المبنية} \times \text{تكلفة المتر المربع الجديد)} \times \text{معامل} \dots (6-2)$$

حيث:

$$\text{معامل التقادم} = \frac{\text{العمر المتبقي}}{\text{العمر الإجمالي (بين 25 و 30 سنة)}} \dots (7-2)$$

3-3-3 التركيبات والتجهيزات: لا يجب أن تخضع لتقييم منفصل إذا كانت جزء لا يتجزأ من قيمة المبانى أو بعض الأصول الأخرى. وفي فرضية العكس، فإنه يتعين تقييم هذا النوع من الأصول إما بتكلفتها أو بمنفعتها الاقتصادية.

3-4-4 المعدات والأدوات والمعدات المكتبية ومعدات النقل: الفترة الاقتصادية لهذه الأصول غالبا ما تكون أطول من الفترة الضريبية (العمر الإنتاجي)، حيث نجد أن هذا النوع من الممتلكات التي تخضع لمبدأ الحيطة والحذر في عملية التقييم المحاسبي (مؤونات، اهتلاكات)، دائما ما تكون لها قيمة استخدام أو قيمة اقتصادية، ونظراً لأهمية هذه الأصول في الميزانية المالية وجب إعادة تقييمها². يمكن تقييم المعدات بشكل عام وفق:³

- سعر السوق المستعمل للأصول المماثلة أو قابلة للمقارنة بشكل كافٍ، مما يجعل من الممكن مراعاة عوامل التلف والتقادم التي تؤثر على معظم المعدات.
- عروض أسعار المعدات، بما في ذلك معدات النقل.

3-5-5 الممتلكات المكتسبة من التأجير التمويلي: في حسابات المؤسسة وفقاً للمادة 331-7 من (PCG)، لا تظهر الأصول "المكتسبة بموجب إيجار تمويلي" في جانب الأصول في الميزانية المالية، ومع ذلك فإن لها قيمة⁴. على عكس النظام المحاسبي الجزائري، وهو ما جاءت به المادة 2.135 من (SCF)⁵. على الرغم من أنها ليست مملوكة من قبل المؤسسة، بمعنى لا يتم رسملتها، إلا أنه لا يمكن تجاهل هذه الأصول في عملية التقييم وإعادة التقييم، كون المؤسسة في الواقع ومن خلال هذه العقود تملك حقوق ذات طبيعة غير ملموسة تمثل قيمة معينة.

¹ Direction générale des Finances Publiques, Op. Cit, P: 37.

² Ibid, P: 42.

³ TLAMSI Ismahene, Op. Cit, P: 78.

⁴ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, Op. Cit, P: 28.

⁵ القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية، العدد 19، الجزائر، 2009، ص: 19.

العلاقة التالية تحدد قيمة هذا النوع من الأصول:¹

الأصل المكتسب من إيجار تمويلي = قيمة الأصل في تاريخ محدد - القيمة الحالية للإيجار ومبلغ الخيار المتبقي الذي يتعين دفعه

(8-2) ...

Biens acquis par contrat de crédit-bail = valeur du bien à une date déterminée
- valeur actuelle des loyers et montant de l'option restant à payer

حيث:

$$\text{valeur du bien à une date déterminée} = V(1 - a)^n \quad \dots (2-9)$$

V : مبلغ الاستثمار الأولي؛

a : معدل الاهتلاك الاقتصادي؛

n : عدد سنوات استخدام الأصل.

و:

$$\text{Valeur actuelle des loyers et montant de l'option restant à payer} = L_X \frac{1-(1+i)^{-X}}{i} + \frac{OP}{(1+i)^X} \quad \dots (2-10)$$

L : مبلغ الإيجار السنوي؛

i : سعر الفائدة الحالي في السوق؛

X : عدد السنوات المتبقية للتشغيل؛

OP : مبلغ خيار إعادة الشراء في نهاية عقد الإيجار.

3-6- إصلاحات مهمة على الأصول: قد يحدث أن تعترف المؤسسة محاسبياً بإصلاحاتها لبعض أصولها

كمصرفات تسجل مسبقاً كمخصصات، حيث يجب اعتبار الإصلاح الرئيسي الذي تم تنفيذه للتو كأحد الأصول أثناء عملية التقييم، لأنه يزيد من قيمة الأصل الذي تم إصلاحه للتو.²

3-7- الأصول المالية الثابتة: بالنسبة للأصول المالية الثابتة لا بد أن نميز بين الأسهم التي تشكل رأسمال

المؤسسة وتلك التي تمثل أوراق مالية استثمارية متداولة والتي تحتفظ بها المؤسسة لغرض تحقيق عوائد مالية من خلالها، حيث أنه في حال ما إذا كانت الأوراق المالية مدرجة في البورصة فإن عملية تقييمها تقوم على أساس متوسط سعر السوق في يوم الحدث، أما في حالة ما إذا كانت غير مدرجة فيتم الاحتفاظ بها بقيمة استردادها.

¹ Direction générale des Finances Publiques, **Op. Cit**, P: 44.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 28.

تجدر الإشارة إلى أن هذه الأوراق المالية تمثل حقوق ملكية حصة من أصول وخصوم شركة تابعة أو شركة مشاركة، وعليه فإن هذه الأوراق لا يتم تقييمها بصورة مباشرة في حالة غياب سوق مالي، أين يتعين ضرورة تقييم الشركة التابعة أو المشاركة من أجل تحديد قيمة هذه الأوراق¹.

3-8- الضرائب المؤجلة أصول: عبارة عن مستحقات ضريبية قد تنشأ من بعض بنود الأصول الوهمية عن طريق توزيع المصاريف على مدى عدة سنوات (الاهتلاك)، يترتب عن هذه الأصول الوهمية مستحقات ضريبية تضاف إلى الأصول المحاسبية الصافية المصححة².

4- الأصول المتداولة:

هي أصول ترتقب المؤسسة إمكانية إنجازها أو بيعها أو استهلاكها في إطار دائرة الاستغلال العادي، أو هي أموال الخزينة التي لا يخضع استعمالها للقيود³.

4-1- المخزونات: من حيث المبدأ، يجب تقييم المخزون على أساس السعر اليومي. هذا الأخير يمكن تحديده بسهولة فيما يتعلق بالمواد الخام والمواد الاستهلاكية والسلع التي هي موضوع سوق كبير وبالتالي أسعارها معروفة، إلا أنه وفي بعض الأحيان يكون تقييم بعض المخزونات أكثر حساسية⁴.

قبل الشروع في تقييم المخزونات لا بد من التأكد من الوجود المادي لها أولاً، حيث يتم تقييمها على أساس الجرد والفحص المتعمق كجزء من التشخيص، يتم تقييم المواد الخام وفقاً لنظام المحاسبة المطبق والذي قد يكون سعر تكلفة الشراء، أما فيما يتعلق بالمنتجات النهائية فيعتمد تقييمها على أساس السعر الجاري التي خرجت به من المصنع، كما يجب التأكد من ثبات طرق تقييم المخزون.

ينتج عن عملية جرد المخزونات في إطار عملية التقييم الوقوف على الانحرافات أو الفروقات المتعلقة بالمخصصات والمؤونات المتعلقة بها وتحليلها بشكل منطقي ومن ثم تصحيحها، وبالتالي إمكانية تأثر نتيجة السنة المالية واردة ومن ثم النتيجة الخاضعة للضريبة، الأمر الذي يعطي معطيات جديدة بخصوص قيمة المخزونات بشكل خاص وقيمة المؤسسة بشكل عام.

4-2- العملاء ومختلف المستحقات: يتعين على الخبير المقيم بخصوص هذا النوع من البنود مراجعة كل الوثائق التي تثبت المديونية التي تقع على العملاء لصالح المؤسسة، وتصحيح أي خطأ في قيمة هذه الديون، بالإضافة إلى إعادة تصنيفها تبعاً لطول فترة تحصيلها.

¹ Ibid, P: 29.

² Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 292.

³ القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

⁴ Direction générale des Finances Publiques, Op. Cit, P: 45.

بالنسبة لهذا النوع من البنود، فإن إعادة التقييم تقتصر على فحص مبلغ المخصصات (مؤونات) إذا اقتضى الأمر¹، بمعنى التأكد من قدرة العملاء على السداد وما إذا كانت هذه المخصصات كافية لتغطية القيمة الفعلية لحسابات العملاء أو جزء منها، وكذا حالة استحالة تحقق الدين (ديون معدومة) التي تقتضي بضرورة إلغائها.

4-3- السيولة المتاحة (بنك، صندوق): انطلاقاً من أن القيم المحاسبية والاقتصادية من المفروض أن تكون متطابقة، فإنه من الضروري التوفيق بين البيانات البنكية للمؤسسة لدى البنك مع بياناتها الخاصة بحسابها البنكي في دفاترها المحاسبية (مقاربة بنكية)، والتحقق من السيولة النقدية في الصندوق².

كل هذه التصحيحات أو التعديلات من شأنها أن تؤثر بالسلب أو الإيجاب على نتيجة السنة المالية، وبالتالي فإن حتمية تغير النتيجة الخاضعة للضريبة أمر أكيد.

5- تصحيح الخصوم:

لتقييم الخصوم لا بد من إعادة النظر في بعض حسابات الأموال الخاصة التي يمكن أن تتحول في أي لحظة إلى ديون، مثل حساب مخصصات الخسائر والتكاليف التي يمكن أن تتحول إلى ديون بشكل نسبي أو كلي إذا تبين أن الخطر الذي كونت من أجله قد زال أو قد تحقق فعلاً، كما يمكن أن تكون المؤسسة قد التزمت أمام الغير بضمانات معينة، أين يتعين على الخبير المقيم قياس مدى الخطر الذي قد تواجهه المؤسسة بخصوص قدرتها على سداد هذه الضمانات لما لذلك من انعكاس على قيمة المؤسسة³.

5-1- الأموال الخاصة: الأموال الخاصة لا تتأثر بإعادة التصحيح لأنها تشكل الفرق بين الأصول والديون، ولكن يجب على الخبير المقيم أن يتحقق من أن رأس المال قد تم دفعه فعلاً وبالكامل. كما يجب التحقق من الفصل بين حسابات الشركاء كمساهمين وحسابات توزيعات الأرباح الناتجة عن هذه المساهمات.

5-2- الديون المالية: تصحيح قيمة الديون المالية يقتصر على إعادة صياغة معدلات الفائدة التي لا تعتمد على سعر السوق، وتقدر قيمتها الحقيقية بالقيمة الحالية وبسعر السوق لأقساط الفائدة المستقبلية التي يتوجب على المؤسسة الالتزام بها.

5-3- الالتزامات المسددة مسبقاً: تعتبر هذه الالتزامات دين مستقبلي مسدد حالياً، أي قبل تحقق الخدمة أو مقابل هذا الدين بالنسبة للمؤسسة -على سبيل المثال مصاريف التأمين-، حيث تختص عملية التقييم هنا على

¹ Idem.

² TLAMSI Ismahene, Op. Cit, P: 78.

³ عيساوي نادية، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية "دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب وشتقائه (ملبنة نوميديا)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشور، جامعة قسنطينة، الجزائر، السنة الجامعية 2004-2005، ص: 72.

ضرورة الحصول على تفاصيل للتحقق من الواقع الاقتصادي لمستوى هذه الالتزامات من حيث كفاية مبلغ الدين المسدد من عدمها، وهنا يجب إعادة تقييمه كونه يشكل دين في المستقبل.

4-5- مؤونات الأعباء - الخصوم غير الجارية: حسب (SCF) مؤونات الأعباء تمثل خصوم يكون تاريخ استحقاقها أو مبلغها غير مؤكد¹، تتعلق بديون أو مخاطر أو تكاليف مستقبلية على المؤسسة، يتعين على الخبير المقيم النظر والتدقيق بالتفصيل لقيمتها، حيث يمكن له أن يزيد من قيمتها أو ينقصها أو يلغيها تماماً إذا اعتبرت غير مبررة بناءً على التفاصيل الموجودة أمامه.

من المفترض أنها تتمثل في شكل دين في ذمة المؤسسة، إلا أننا نجد أن بعضها غير مبرر بشكل كامل. إذا كان الأمر كذلك، فيجب إعادة تصنيفها كحقوق ملكية لأنها تعتبر احتياطات، وفي حال ما إذا كانت هذه المخصصات تم خصمها بالفعل من النتائج الضريبية للسنوات السابقة يتم زيادة مبلغ الضريبة الصافي إلى صافي الأصول².

5-5- الضرائب المؤجلة خصوم: هي ديون ضريبية محتملة قد تنشأ من بنود حقوق الملكية³.

- إعانات الاستثمار (حصة الإعانة المنقولة للنتيجة)؛

- إذا قامت المؤسسة بإجراء اهتلاك استثنائي للأصل المعاد تقييمه، يجب الإبلاغ عن رصيد هذا الاهتلاك الذي لم يتم تضمينه بعد في النتيجة المحاسبية أثناء إعادة التقييم.

5-6- فروق تحويل الأصول أو الخصوم: تظهر هذه الفروقات كربح أو خسارة غير محققة على دين أو حق

بعملة أجنبية، هذه الفروقات يجب حذفها. نفس الشيء بالنسبة لمخصصات خسائر الصرف التي تظهر في جانب الخصوم⁴.

الفرع الخامس: حدود طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC

هذا التقييم القائم على صافي الأصول المعاد تقييمها ثقيل للغاية. لا يمكن إجراؤه بواسطة محللين خارج المؤسسة وعلى أساس الحسابات وحدها، بل يتضمن تحقيقات طويلة ودقيقة لمختلف بنود الأصول والمسؤوليات المعنية واستخدام المتخصصين في مجالات متنوعة مثل: (العقارات والعلامات التجارية والتقنيات والعقود القانونية،... إلخ)⁵.

¹ القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

² Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P-P: 292-293.

³ Idem.

⁴ TLAMSI Ismahene, Op. Cit, P: 80.

⁵ Ibid, P: 73.

إن صافي الأصول المصححة يتوافق مع القيمة الدفترية الصافية المصححة لفائض القيمة ونقص القيمة على مستوى الأصول الثابتة وحقوق التأجير والشهرة. ومع ذلك تبقى هذه الطريقة لا تمثل سوى مقارنة مالية أولية، كونها لا تأخذ في عين الاعتبار حسابات عناصر السوق التي يمكن أن تجعلها تتطور.

يمكن تحديد الحالات التي يتم فيها استخدام هذه الطريقة وهي كما يلي:¹

- تقييم شركات الاستثمار العقاري أو الشركات القابضة؛
- عندما لا تولد المؤسسة المراد تقييمها تدفقات نقدية كافية، أو قيمة العوائد المتأتية من أصولها أقل من قيمة هذه الأصول.
- عندما يكون للمؤسسة شهرة محل (Goodwill) شخصية، بمعنى على سبيل المثال: عندما يكون المدير المسير للمؤسسة له ثقل كبير بخبرته سواء على المستوى الداخلي (المؤسسة) أو المستوى الخارجي (المتعاملين مع المؤسسة خاصة الزبائن)، وعليه فإن رحيله سيؤدي إلى خسارة كبيرة في المبيعات.

المبحث الثاني: طريقتي القيمة الجوهرية والأموال الضرورية للاستغلال

المطلب الأول: طريقة القيمة الجوهرية

تسمى أيضا القيمة الوظيفية. هو مفهوم أُدخل في عام 1960م من قبل الخبراء الألمان، ومن ثم استلمه الاتحاد الأوروبي للمحاسبين القانونيين. تستند قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على فكرة أن أرباح المؤسسة تأتي من خلال المردودية المحققة من جميع وسائلها المتاحة بغض النظر عن مصدر تمويل هذه الوسائل، حيث أن قيمة المؤسسة قد تشمل قيمة بعض الممتلكات التي لم يتم تسجيلها كأصول في الميزانية المالية.

الفرع الأول: مفهوم القيمة الجوهرية

يعرفها VIZZAVONA على أنها: "مجموع الوظائف المادية للمؤسسة تعمل وتُنظم لتحقيق الهدف دون الأخذ بعين الاعتبار طريقة تمويل هذه الوظائف"². وتحسب وفق العلاقة التالية:³

القيمة الجوهرية (VSB) = الأصل الصافي (ANC) + الديون قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل + الأصول المستخدمة في سياق الإيجار التمويلي، الأوراق التجارية المخصومة قبل موعد استحقاقها - الإنفاق المترتب على إعادة تأهيل المعدات

... (11-2)

¹ Denis Karpicek, Op. Cit, P: 26.

² Patrice VIZZAVONA, «Evaluation des entreprises» cours et étude de cas corrigés, édition Berti, Paris, 2000, P: 14.

³ Idem.

ويمكن حسابها انطلاقاً من الأصل المحاسبي الصافي المصحح وفق العلاقة التالية:

(12-2) ...

القيمة الجوهرية (VSB) = الأصل الصافي المصحح (ANCC) + الأصول المستخدمة في سياق الإيجار
التمويلي + الانفاق المترتب على إعادة تأهيل بعض الأصول - الأصول غير التشغيلية

الفرع الثاني: متطلبات طريقة القيمة الجوهرية

من أجل حساب القيمة الجوهرية (VSB) من الضروري أن نضيف إلى الأصول قيمة الممتلكات اللازمة للعمليات التشغيلية والتي لا تمتلكها المؤسسة (كعقود الإيجار)، وبالتالي يتم استبعاد جميع الأصول الغير مرتبطة بالعمليات التشغيلية، وعليه فإن القيمة الجوهرية تساوي أصول الميزانية المالية بعد تصحيحها للتعبير عن حقيقة قيمة الأصول الاقتصادية. غالباً ما تستخدم القيمة الجوهرية لحساب الشهرة.

القيمة الجوهرية تتضمن ما يلي:¹

- الأصول المستخدمة في سياق الإيجار التمويلي؛
- الأوراق التجارية المخصصة قبل موعد استحقاقها.
- كما لا تتضمن القيمة الجوهرية كذلك:²
- الأصول غير التشغيلية؛
- الأصول الوهمية؛
- العلامات التجارية.

الفرع الثالث: أشكال أو تصنيفات القيمة الجوهرية

إضافة إلى القيمة الجوهرية الإجمالية نجد أن هناك علاقتين مشتقتين من هذه الأخيرة وذلك حسب خبراء الكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين، حيث اشتقوا من العلاقة الأصلية (القيمة الجوهرية الإجمالية) صنفين آخرين وذلك من منطلق مصادر أو مكونات تمويل الأصول وهما كالاتي:³

1- القيمة الجوهرية المخفضة (Réduite): تمثل الأصول الإجمالية المصححة من منظور الاستمرارية مطروحا

منها الديون التي لا تحمل فوائد. حيث تحسب القيمة الجوهرية على ضوء هذا التصنيف وفق العلاقة التالية:

(13-2) ...

القيمة الجوهرية المخفضة (Réduite) = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

¹ Micheline Friederich, Georges Langlois, **Op. Cit**, P: 10.

² Idem.

³ Pierre JAMMAR, **L'évaluation des biens immobiliers**, édition Edi pro, Belgique, 2012, P: 142.

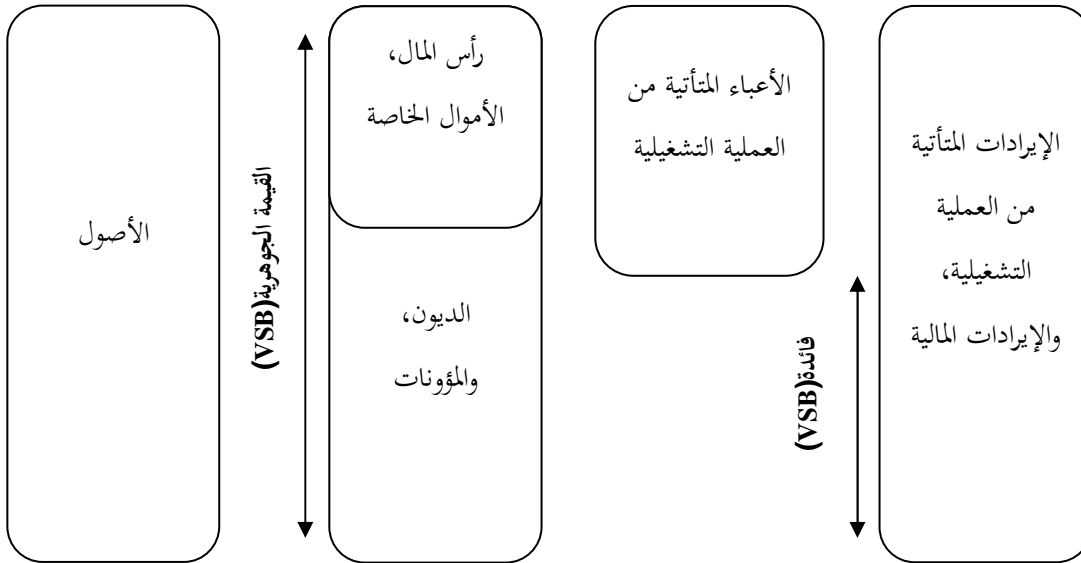
2- القيمة الجوهرية الصافية (Nette): تختلف عن سابقتها في ما يخص الفوائد المرتبطة بالديون، حيث تمثل القيمة الجوهرية مطروحا منها إجمالي الديون. تحسب القيمة الجوهرية وفق هذا التصنيف وفق العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الجوهرية الصافية (Nette)} = \text{القيمة الجوهرية الإجمالية} - \text{مجموع الديون} \dots (14-2)$$

تجدر الإشارة إلى أنه ووفقا لهذه الطريقة لا يمكن أبداً استخدامها كقيمة للمؤسسة، لأنه يتم إضافة جميع البنود الموجودة على جانب الأصول في الميزانية المالية، أي أن القيمة الجوهرية يتم تعيينها من خلال جميع الأصول والديون المشككة لرأسمال المؤسسة بقيمتها الدفترية، أين لا يتم إجراء تعديلات متعلقة ببنود الدين وكذا بعض البنود التي لا تدخل ضمن ملكية المؤسسة، وبالتالي فإن حسابها يتوقف فقط على تحديد فائض القيمة (Goodwill).

الشكل التالي يوضح القيمة الجوهرية:

الشكل رقم (2-2): القيمة الجوهرية



Source: Micheline Friederich, Georges Langlois, Op. Cit, P: 11.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن الفائدة أو الغاية المرجوة من التقييم وفق مقارنة القيمة الجوهرية، هو أن الربح المحقق يخضع لصياغة مفادها إعادة الفوائد على الديون غير المالية.

المطلب الثاني: طريقة الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE)

يعتبر مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال الذي أدخل كطريقة بديلة من طرف G.Calba و A.Barnay بغية تجاوز الانتقادات الموجهة لطريقة القيمة الجوهرية خاصة في ما يتعلق بشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال¹.

الفرع الأول: مفهوم الأموال الضرورية للاستغلال

يتحدد مفهوم الأموال الضرورية للاستغلال من منطلق الأصول الثابتة اللازمة للاستغلال كما هو الحال بالنسبة للقيمة الجوهرية، بالإضافة إلى الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال². حيث يمثل مفهوم الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE) حجم رأس المال اللازم لتمويل الاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل (BFRE) بحيث تكون المؤسسة في حالة توازن مالي. وعليه يمكن حساب (CPNE) وفق العلاقة التالية:³

$$(15-2) \dots \text{الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE)} = \text{القيم الثابتة للاستغلال} + \text{القيم الثابتة لقرض الإيجار} + \text{القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال}$$

ويمكن اختصارها في العلاقة التالية:⁴

$$(16-2) \dots \text{الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE)} = \text{القيمة الجوهرية الخام (خارج الأصول المتداولة)} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل}$$

تجعل هذه الطريقة من الممكن تسليط الضوء على الحد الأدنى لتكلفة إعادة تكوين الأصول التشغيلية للمؤسسة بناءً على عناصر مالية غير موجودة.

¹ بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر "دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)", أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشور، جامعة الجزائر 3، الجزائر، السنة الجامعية 2009-2010، ص: 78.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, *Op. Cit*, P: 41.

³ TCHÉMENI Emmanuel, *L'Évaluation des Entreprises*, édition Economica, Paris, 1993, P: 14.

نقلا عن: بكاري بلخير، مرجع سبق ذكره.

⁴ Idem.

الفرع الثاني: الفائدة المرتبطة بطريقة الأموال الضرورية للاستغلال

يخضع الربح المرتبط بـ CPNEs إلى عمليات إعادة التقييم الإضافية التالية:¹

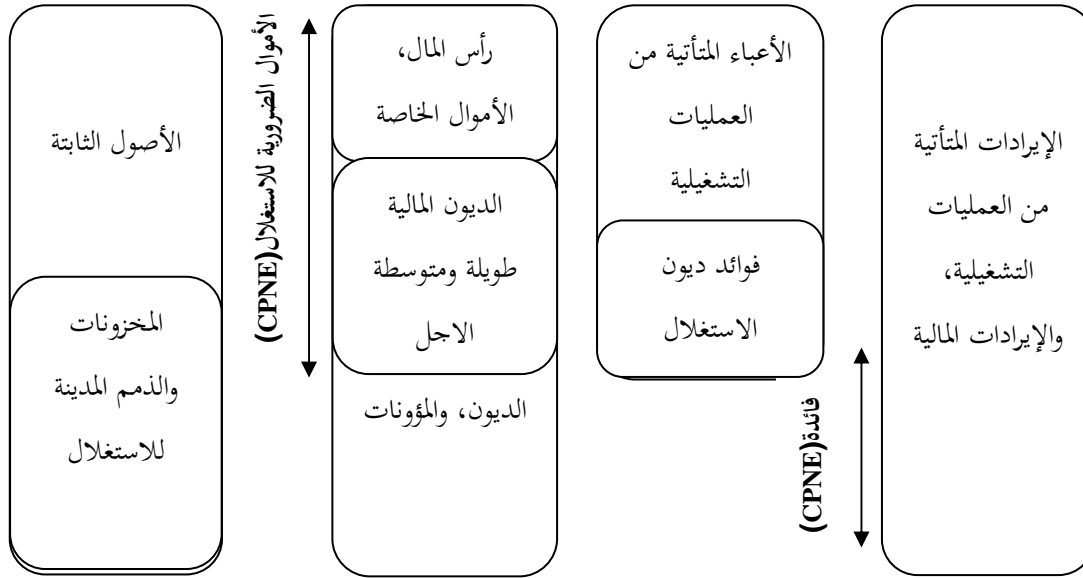
- إلغاء الإيرادات والمصروفات المتعلقة بالمتلكات غير التشغيلية؛
- إعادة الفائدة على الديون المالية؛
- استبدال الاتوات المرتبطة بعقود الايجار التمويلية بمخصصات الاهتلاك للقيمة المستخدمة للأصول.

حيث تشمل الأموال الضرورية للاستغلال (CPNE) على ما يلي:²

- القيمة المستخدمة للأصول الرأسمالية اللازمة لعمليات التشغيل؛
- الاحتياج في رأس المال العامل (BFRE).

والشكل التالي يوضح تحديد الأموال الضرورية للاستغلال:

الشكل رقم (2-3): الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال



Source: Micheline Friederich, Georges Langlois, Op. Cit, P: 11.

يوضح الشكل أعلاه الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورة الاستثمار ومن ثم تغطية الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) كذلك، وبالتالي تحقيق توازن مالي في المؤسسة. حيث تكمن الفائدة المرتبطة بمفهوم الأموال الضرورية للاستغلال في ذلك الربح الصافي الناتج عن دورة الاستغلال فقط.

¹ Micheline Friederich, Georges Langlois, Op.Cit, P: 11.

² Ibid, P: 10.

المبحث الثالث: طرق التقييم المختلطة (ذمة مالية، تدفقات نقدية)

تنطلق هذه الطرق من فكرة أساسية تقضي بأنه هنالك فجوة بين قيمة العائد والقيمة التاريخية للأصل، وعليه تم ابتكار هذا النوع من مقاربات التقييم لهذا الغرض، حيث أنه وإن اختلفت في أشكالها أو أوزانها إلا أنها إجمعت في محاولة إيجاد علاقة بين القيمة التاريخية للأصل ونتائجه¹.

المطلب الأول: طريقة الشهرة وطريقة ربحية الشهرة

الفرع الأول: طريقة الشهرة (Goodwill)

1- ماهية الشهرة:

تعرف الشهرة على أنها: قيمة غير ملموسة تساهم في القيمة الإجمالية للمؤسسة مساهمة ضمنية في ربحيتها، مساهمة قد تكون أكثر مما تتوقع من هذا النوع من الأصول².

كما يمكن تعريفها كذلك على أنها: القيمة الحالية للربح الزائد الذي حققته المؤسسة، بسبب مهاراتها ومعرفتها المحددة وحيازتها لمزايا تنافسية محددة³. حيث نجد عدة عوامل كامنة وراء عنصر الشهرة، نذكر منها ما يلي⁴:

- مهارات العاملين؛
- جودة العملاء؛
- جودة مجموعة المنتجات؛
- كفاءة المدير وجودة فريق الإدارة؛
- الكفاءة التنظيمية؛
- العلامات التجارية؛
- الأهمية الإستراتيجية؛
- محفظة الابتكارات وبراءات الاختراع؛
- الخ...

¹ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 181.

² Didier Arias , **Les méthodes d'évaluation patrimoniales**, Évaluation : le point de vue des praticiens, RFComptable, N°433, D É C E M B R E 2 0 1 5, P: 42.

³ Olivier Meier, Guillaume Schier, **Fusions Acquisitions "Stratégie • Finance • Management"**, 3^e édition, Dunod, Paris, 2009, P: 64.

⁴ Didier Arias, **Op. Cit**, P: 44.

تمثل الشهرة المحاسبية فرقاً في القيمة المحددة في النظام المحاسبي. في منطق التقييم، تقيس الشهرة قيمة الأصول غير الملموسة التي لا يتم تقييمها مباشرة من خلال (L'ANC)¹. على العكس، في حالة وجود صعوبات تكون الربحية منخفضة، حيث تكون قيمة الأصل أعلى من قيم الربحية أو العائد. هذا الفرق يتوافق مع (Badwill) شهرة سلبية، أين يجب إعادة الهيكلة واتخاذ إجراءات وتدابير حيال هذه التكلفة².

كذلك تمثل الشهرة الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وحصة الأسهم المعاد بيانها يوم الشراء، حيث يكون هذا الفرق إيجابياً عندما تكون تكلفة الحصول على الأوراق المالية أكبر من حصة حقوق الملكية والعكس صحيح³. طريقة الشهرة تهدف إلى تصحيح قيم الأصول لمراعاة الربحية الاقتصادية المتوقعة للمؤسسة. نقطة البداية لهذه الطريقة هي تحديد الأصول الاقتصادية المصححة للمؤسسة (ANC) من أجل الحصول على قيم الفوائض المحتملة⁴.

يتم التعبير عنها وفق العلاقة التالية:⁵

$$\text{Valeur des capitaux propres} = \text{Actif Net Corrigé} + \text{Goodwill} = \text{ANC} + \text{GW}$$

... (2-17)

قيمة حقوق الملكية = صافي الأصول المصححة + الشهرة

تتوافق قيمة حقوق الملكية للمؤسسة كما في المعادلة السابقة مع مجموع صافي الأصول المعاد تقييمها (بما في ذلك البنود غير التشغيلية) وربحية الشهرة⁶.

تتجلى الشهرة (GW) بشكل مباشر على أنها أرباح زائدة، وتسمى أيضاً الربح المميز (Super-bénéfice) أو إيراد الشهرة. هذا هو الفرق بين النتيجة الناتجة عن المؤسسة والنتيجة التي يطلبها المستثمرون بالنظر إلى فئة المخاطر للأصل الذي يمولونه. لفهم الربح المميز الذي يمكن للمؤسسة أن تحققه، يجب:⁷

◀ يتم أولاً حساب النتيجة المعيارية المقابلة لمنتج الأصول المستثمرة المصححة بالعائد "العادي" على رأس المال المستثمر؛

◀ ثم يتم تسليط الضوء على الفرق بين هذه النتيجة المعيارية والنتيجة المتوقعة في خطة العمل، حيث يشكل هذا الفرق ما يسمى بالربح المميز (Super-bénéfice).

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 360.

² Idem.

³ Bruno BACHY, Michel SION, **Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS**, Dunod, Paris, 2009, P: 77.

⁴ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 360.

⁵ Idem.

⁶ Didier Arias, **Op. Cit**, P: 42.

⁷ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 360.

$$\text{Super-bénéfice} = \text{Bénéfice net prévisionnel} - k_{CP} \times (\text{ANC})$$

الربح المميز = صافي الربح المتوقع - تكلفة رأس المال × الأصل الصافي

... (2-18)

من المعادلة يمكن القول أن المؤسسة لها القدرة على تحقيق أرباح زائدة تفوق الربح العادي أو الأنشطة المماثلة، وهذه الأرباح الزائدة أو غير العادية تمثل مؤشر عن وجود أصول غير محددة القيمة وغير ملموسة تساهم في تحقيقها وهي عنصر الشهرة.

2- حساب قيمة المؤسسة:

كون الشهرة تمثل جميع البنود غير الملموسة التي لا يمكن تحديدها كميًا في الحسابات، فإنه من البديهي أن قيمة المؤسسة كذلك لا تعتمد على جودة وسائل إنتاجها فحسب، بل تعتمد أيضًا على جودة إمكاناتها البشرية: (الدراية الفنية والإدارة السليمة والمناخ الملائم للإنتاج). كلها ثروات تضاف إلى الثروة المادية لإعطاء أرباح إضافية يمكن أن تزيد من قيمة المؤسسة. تتكون طريقة الشهرة من إضافة منفعة اقتصادية (ربحية الشهرة) محسوبة على مدى عدة سنوات، ثم يتم خصمها إلى قيمة الأصل (صافي الأصول الدفترية المصححة)¹. تحسب قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة كالتالي:²

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{ANCC} + \text{GW}$$

قيمة المؤسسة = الأصل الصافي المصحح + الشهرة

... (2-19)

3- الطريقة المباشرة في حساب الشهرة:

تتوافق الشهرة مع المبلغ المخصوم من الأرباح المميزة (Super-bénéfice) الناتجة عن المؤسسة، حيث نجد أن الصيغة الأكثر عمومية في حسابها كالتالي:³

$$\text{GW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{rente}_t}{(1 + r_{\text{GW}})^t} \quad \dots (2-20)$$

من خلال الصيغة أعلاه نجد أن السؤال الأساسي الذي يطرح نفسه هو معدل خصم r_{GW} الذي سيتم استخدامه لتحديث التسلسل المستقبلي للأرباح المميزة، حيث أن هذا المعدل يكون أعلى من المعدل الذي يجعل من الممكن حساب الربحية "العادية" لرأس المال المستثمر.

¹ Dov Ogien, *Op. Cit.*, P: 126.

² Idem.

³ Hubert de La Bruslerie, *Op. Cit.*, P: 361.

❖ الطريقة المباشرة (Anglo-saxonne):

من خلال هذه الصيغة (الطريقة المباشرة)، يتم الجمع بين الشهرة والقيمة التاريخية للأصل لتوفير التقييم المطلوب، ووفقاً لهذه الطريقة يتم حساب الشهرة أولاً ومباشرةً، دون المرور إلى حساب العائد وقيم الأصول. يتم بعد ذلك رسمة الشهرة ولكن لا يتم الاحتفاظ بهذه الرسمة إلا بنصف قيمتها، حيث نحصل على العلاقة التالية:¹

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Actif net réel} + 1/2 \text{ capitalisation du goodwill} \quad \dots (2-21)$$

قيمة المؤسسة = الأصل الصافي الحقيقي + 2/1 رسمة الشهرة

تعتبر الطريقة الأنجلو ساكسونية (Anglo-saxonne) للتقدير المباشر للشهرة أن العمر السنوي للشهرة عمر غير محدود، وتحسب الشهرة من خلالها وفق العلاقة التالية:²

$$GW = \frac{B - K_{CP} \times ANC}{r_{GW}} \quad \dots (2-22)$$

هنا B في العلاقة يمثل: صافي الربح المتوقع.

من خلال صيغة حساب الشهرة يجب أن نتحقق من أهمية اختيار سعر الخصم لأقساط الشهرة، حيث أنه إذا أخذنا الحالة القصوى لتحديث الأقساط بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين في K_{CP} تصبح الصيغة أبسط، كما أنه إذا استبدلنا تقييم رأسمال المؤسسة أو ما يسمى بحقوق الملكية تحتفي الإشارة إلى ANC ثم نحصل على:³

$$V = \frac{BNC}{K_{CP}} \quad \dots (2-23)$$

4- بعض الانتقادات الموجهة لطريقة الشهرة:

تكمن ميزة حساب قيمة الشهرة وفق الطريقة المرتكزة على الذمة المالية في بساطة الصيغ المستخدمة وفي محاولتها عكس واقع الأصول المملوكة أو المستثمرة من قبل المؤسسة. ومع ذلك، فإن ضعف هذه الطريقة الرئيسي ينبع من حقيقة أنه يستند إلى بيانات محاسبية متقدمة في كثير من الأحيان، كون الميزانية المالية نادراً ما يعاد تقييمها، مما يمنع فهم التغييرات التي تحدث بين عناصر القيمة.⁴

¹ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 184.

² Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 362.

³ Idem.

⁴ Abdelilah EL ATTAR, **Op. Cit**, P: 91.

طريقة الشهرة كغيرها من مختلف طرق تقييم المؤسسات يشوبها بعض النقائص أو الانتقادات، من بين أهم المشاكل التي نواجهها بالاعتماد على هذه الطريقة هو تحديد سعر الخصم. الجانب السلبي هو أن طريقة الشهرة غالبًا ما يتم استخدامها عن طريق أخذ معدل خصم منخفض جدًا، لاسيما باستخدام معدل خالي من المخاطر، وهو خطأ أساسي في التقدير أو الحكم¹.

الفرع الثاني: طريقة ربحية الشهرة (Méthode de la rente du goodwill)

إن العناصر غير الملموسة التي تشكل GW لها قيمة فقط إذا سمحت للمؤسسة بتحقيق ربح يتجاوز مبلغه مكافأة الأصول المادية، كحد أدنى بمعدل الاستثمارات الخالية من المخاطر². يمكن تحديد الصيغة التالية لحساب ربحية الشهرة³:

$$R_n = B_n - t \times A_n \quad \dots (2-24)$$

حيث:

R_n : ربحية الشهرة في السنة n ؛

B_n : الربح المتوقع بعد الضريبة للسنة n ؛

t : معدل العائد المطلوب على الأصول؛

A_n : الأصول المطلوبة للتشغيل (باستثناء الشهرة).

يمكن بعد ذلك تقدير قيمة GW بخصم هذه الأرباح الفائقة بمعدل (i). هذا سيشكل ربحية الشهرة، حيث تحسب الشهرة على النحو التالي⁴:

أ- في حالة التقييم لفترة محدودة: (في الغالب 5 سنوات) تكون العلاقة كالتالي:

$$GW = (B - A \times t) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \quad \dots (2-25)$$

ب- في حالة التقييم على ما لانهاية: تكون العلاقة كالتالي:

$$GW = \frac{(B - t \times A)}{i} \quad \dots (2-26)$$

¹ Idem, P: 91.

² Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 294.

³ Micheline Friederich, Georges Langlois, Op. Cit, P: 09.

⁴ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 295.

المطلب الثاني: طريقة الممارسين، طريقة المحاسبين الأوروبيين

الفرع الأول: طريقة الممارسين (La Méthode des Praticiens)

قيمة المؤسسة يتم الحصول عليها عن طريق القيام بحساب الوسط الحسابي لما يلي¹:

- قيمة ذمتها المالية (الأصول الصافية المصححة (ANCC) باستثناء الشهرة_قيمة الحد الأدنى)؛
- الربحية (يتم اعتبار قيمة العائد VR كقيمة الحد الأعلى).

حيث أن قيمة العائد تكون مساوية لآخر ربح معروف قبل الضريبة مقسوماً على معدل الفائدة الخالي من المخاطر (مع مراعاة الحسابات التي أهملت التضخم الذي يجب إعادة طرحه)².

تتميز طريقة الممارسين أو الطريقة المختلطة المزعومة بأنها تعتمد على كل من القاعدة المالية للمؤسسة وعلى العوائد التي حققتها أو ستحققها. كما أن تنفيذها ليس معقداً للغاية، حيث تمثل الأسلوب الأكثر استخداماً لتقييم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

هذه الطريقة تقدر قيمة المؤسسة انطلاقاً من المتوسط الحسابي لصافي أصولها المعاد تقييمها وقيمة المردودية التي تحققها هذه الأصول³، وتحسب وفق العلاقة التالية:⁴

$$V = \frac{ANCC + VR}{2} \dots (2-27)$$

VR : قيمة (التدفق النقدي المتاح أو قيمة الربحية).

تسمى هذه الطريقة أيضاً الطريقة غير المباشرة لأنها تتيح لك تقدير الشهرة بغض النظر عن تقييم الربح السنوي، حيث تحسب الشهرة انطلاقاً من الصيغة أعلاه بالعلاقة التالية:⁵

$$GW = V - ANC = \frac{VF + ANC}{2} \dots (2-28)$$

تجعل هذه الصيغة من الممكن تحديد قيمة الشهرة بشكل غير مباشر (ومن هنا ظهر مصطلح الطريقة غير المباشرة). وفق هذه الصيغة تكون الشهرة عملياً مساوية لنصف الفارق بين قيمة العائد وصافي الأصول الحقيقية:⁶

$$\text{Goodwill} = 1/2 (\text{Valeur de rendement} - \text{Actif net réel}) \dots (2-29)$$

الشهرة = 2/1 (قيمة العائد - الأصل الصافي الحقيقي)

¹ Ibid, P: 294.

² Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 182.

³ Didier Van Caillie, **Op. Cit**, P: 4.

⁴ Pascal BARNETO Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 294.

⁵ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 363.

⁶ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 182.

ويمكن حسابها أيضا وفق العلاقة التالية:¹

$$V = \frac{1}{2}(A + V_R) \dots (2-30)$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة

A: صافي الأصول المعاد تقييمها

V_R: قيمة المردودية، وتساوي: B/i، حيث B يمثل آخر ربح معروف، و i تمثل معدل خالي من المخاطر.

انطلاقا من كون المردودية الاقتصادية لأصول المؤسسة تمثل نسبة مساهمة هاته الأصول في النتائج المحققة وكذا التطور الذي تشهده النظرية المالية، نجد أن طبيعة التقييم وفق هذه الطريقة يجعلنا نضع عدة افتراضات من بينها:

◀ التوزيع المساوي بين القيمة الدفترية للمؤسسة (تؤخذ صافي الأصول المعاد تقييمها بعين الاعتبار عند تاريخ الاستحقاق) وقيمة المردودية المحققة من طرف المؤسسة والمرتبطة بالنتائج المحققة يبدو تعسفي للغاية، وذلك للحساسية الحادة التي تُعنى بها تحديد الرسملة الحقيقية للمؤسسة. أي أننا قد نصادف بعض الأصول مملوكة للمؤسسة ومستقلة تماما عن طبيعة وهيكل نشاطها.

◀ تحديد قيمة المردودية V_R وفق هذه الطريقة أمر يشوبه لبس ويطرح العديد من التساؤلات يمكن حصرها في نقطتين:

- من ناحية، نجد أن النسبة B/i تستفيد منها المؤسسة إلى ما لا نهاية ولها نتيجة ثابتة (تحدد في معظم الأحيان نهاية السنة المالية)، مما يوحي بتأكيد الأبدية من هذه المنفعة أو الاستفادة، ونظراً لاختلاف الدورات الاقتصادية عن بعضها البعض وكذا احتمالية التطور الذي يمكن أن يمس المؤسسة وأنشطتها، نجد أن هذه النسبة قد لا تعكس المردودية الحقيقية للمؤسسة.

- ومن ناحية أخرى، نجد أن الربح يتم خصمه بمعدل i خالي من المخاطر وهو أمر يتعارض مع النظرية المالية الحديثة وكذا الواقع الاقتصادي للأسواق المالية، هذه الأخيرة تفرض شرط وجود علاوة مخاطر عند خصم أي ربح عشوائي.

الفرع الثاني: طريقة المحاسبين الأوروبيين (Experts-comptables européens)

يوصي المحاسبون الأوروبيون (UEC) بأخذ عمر محدود مقابل المردودية المتوقعة للشهرة. هذه المردودية يتم تحديدها على مدى العمر n (سنوات)، تتراوح قيمة n بين خمس إلى عشر سنوات. الفكرة هي أن تأخذ في

¹ Idem.

الاعتبار احتمالية تحقيق مردودية ضعيفة بسبب هشاشة عوامل النجاح المرتبطة بالأرباح المميزة (Super-bénéfice)، كون الأصول غير الملموسة التي سيستفيد منها المشتري لن تتجدد، وبالتالي فهذا افتراض متشائم لتآكل الميزة النسبية التي يتم تحديدها لهذا النوع من الأصول¹.
حيث تحسب قيمة المؤسسة كالتالي:²

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Actif net réel} + \text{Valeur actualisée du goodwill} \quad \dots (2-31)$$

قيمة المؤسسة = الأصل الصافي الحقيقي + قيمة تحديث الشهرة

وقيمة الشهرة وفق العلاقة التالية:³

$$GW = (B - K_{CP} \times ANC) \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r_{GW}} \quad \dots (2-32)$$

من خلال الصيغة أعلاه نجد أنه يمكن حساب قيمة حقوق الملكية V_{CP} وذلك بإضافة قيمة الأصول الصافية المصححة وفق العلاقة التالية:⁴

$$V_{CP} = ANC + (B - K_{CP} \times ANC) \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r_{GW}} \quad \dots (2-33)$$

هذا التقييم من خلال طريقة المحاسبين الأوروبيين هو في الواقع معادلة لمجهول يمكن حلها بسهولة في جدول بيانات تقديري.

المطلب الثالث: طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

الفرع الأول: ماهية القيمة الاقتصادية المضافة

خلال التسعينات، قدمت شركة (Stern, Stewart & Co) الأمريكية للخدمات الاستشارية التي أسسها كل من Jael Stern و G.Bennette Stewart مفهوم القيمة الاقتصادية (أو EVA القيمة الاقتصادية المضافة)⁵ التي تم إنشاؤها كمقياس للأداء يعتمد على القيمة، يمكن استخدامه في تقييم المؤسسات أو المشاريع الاستثمارية بصفة عامة.

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 362.

² Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 185.

³ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 362.

⁴ Ibid, P: 363.

⁵ Bruno BACHY, Michel SION, **Op. Cit**, P: 237.

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة على مستويات مختلفة: المجموعة بأكملها (حالة المجمعات)، قطاع الأعمال، الشركات التابعة،... الخ. تظهر أحياناً في التقرير السنوي للمجموعات المدرجة في تقاريرهم المالية¹. تسعى القيمة الاقتصادية المضافة فقط لقياس الثروة التي أنشأتها المؤسسة في كل سنة مالية، حيث أن العوامل التي تقوم عليها لا تقتصر فقط على تكلفة الدين كما هو الحال في حساب صافي الربح، ولكنها أيضاً مسؤولة عن تكلفة حقوق الملكية². تسعى كذلك لتعويض عجز نظام المعلومات المحاسبية في إثبات الربح الاقتصادي، هذا الربح الاقتصادي هو الفرق بين الربح التشغيلي بعد الضريبة وتكلفة رأس المال التي تهدف إلى مكافأة مقدمي الأموال³.

تتميز هذه الطريقة بخاصية مفادها تضمين عنصراً خارج نطاق المحاسبة في حساب الأداء المالي، ألا وهو: تكلفة رأس المال⁴. وتحسب على أنها الفرق بين صافي الدخل التشغيلي وتكلفة رأس المال المستخدم⁵.

الفرع الثاني: حساب القيمة الاقتصادية المضافة

لحساب القيمة الاقتصادية المضافة فإنه من الضروري التحول من القراءة المحاسبية إلى القراءة الاقتصادية للبيانات المالية للمؤسسة. يتم ذلك عن طريق إعادة بيان بعض بنود رأس المال المستخدم على النحو التالي⁶:

- ✓ يجب رسملة تكاليف البحث والتطوير التي أنفقتها المؤسسة خلال 5-10 سنوات الماضية وإضافتها إلى الأصول الثابتة إذا ساهمت في تطوير الأعمال لأكثر من عام واحد؛
- ✓ يجب إعادة بيان الخسائر الاستثنائية للسنوات السابقة وإضافتها إلى رأس المال المستخدم كونها قد خفضت من رأسمال المؤسسة بشكل ما؛
- ✓ الشهرة المسجلة في الميزانية المالية يجب أن تؤخذ بقيمة إجمالية، أي يتم تصحيحها من أجل الاستهلاك التراكمي (يجب خصم الشهرة من الأصول).

¹ Ibid, P: 238.

² Pierre Vernimmen, **Corporate Finance "Theory and Practice"**, John Wiley & Sons Inc, England, 2005, P: 353.

³ Dov Ogien, **Op. Cit.**, P: 126.

⁴ Bruno BACHY, Michel SION, **Op. Cit.**, P: 238.

⁵ Dov Ogien, **Op. Cit.**, P: 126.

⁶ Pierre Vernimmen, **Op. Cit.**, P: 355.

الفصل الثاني: مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية والمختلطة

تعتبر المؤسسة أنها تخلق قيمة عندما تتجاوز أرباحها التشغيلية للسنة المالية تكلفة رأس المال المستخدم، ويمكن تحديد ذلك كالتالي:¹

$$\text{Rentabilité du capital investi} = \text{Résultat d'exploitation avant frais financiers} / \text{Capital} \quad \dots (2-34)$$

العائد على رأس المال المستثمر = ربح التشغيل قبل المصاريف المالية / رأس المال

أي:

$$\text{Rémunération des capitaux investis} = \text{Coût du capital} \times \text{Capital} \quad \dots (2-35)$$

العائد على رأس المال المستثمر = تكلفة رأس المال \times رأس المال

ومنه يمكن تحديد صيغة حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:²

$$\text{EVA} = (\text{Re} - \text{i}) \times \text{CI} \quad \dots (2-36)$$

حيث:

Re : معدل العائد على رأس المال المستثمر؛

i : متوسط التكلفة المرجح لرأس المال؛

CI : رأس المال المستثمر.

حسب الصيغة السابقة فإن المؤسسة تخلق قيمة للمساهمين عندما يكون العائد على رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة رأس المال.

الفرع الثالث: تقييم المؤسسة وفق طريقة القيمة الاقتصادية المضافة

تقوم طريقة القيمة الاقتصادية المضافة على تحديد أو تسليط الضوء على نقاط معينة وعلى وجه الخصوص:³

- اختيار الاستثمارات التي تؤدي إلى تحسين الربحية؛

- تصفية الاستثمار في الأنشطة ذات الربحية المنخفضة.

في الواقع، تهدف هذه الطريقة بشكل أساسي إلى خدمة إدارة المؤسسة وتعظيم نتائجها، حيث يميل التقييم من

هذا المنظور إلى أن يكون أداة تهدف إلى حساب تقاسم الأرباح بين القادة أكثر من استخدامها للبيع المحتمل.⁴

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, *Op. Cit*, P: 236.

² Georges Legros, *Ingénierie financière "Fusions, acquisitions et autres restructurations des capitaux"*, 2^e édition, Dunod, 2016, P: 237.

³ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, *Op. Cit*, P: 189.

⁴ Idem.

1- معيار التقييم وفق القيمة الاقتصادية المضافة:

حسب القيمة الاقتصادية المضافة يكون هناك خلق للقيمة إذا تحقق الشرط التالي:¹

$$\text{Rentabilité des capitaux permanents} > \text{CMPC} \quad \dots (2-37)$$

مردودية رأس المال الدائم < التكلفة المرجحة لرأس المال

هذا المعيار مثير للاهتمام كونه يوضح أنه من أجل خلق قيمة يجب أن تغطي مداخيل المؤسسة تكلفة رأس المال. من منظور التقييم، فإن أسس هذه الطريقة هي كما يلي:²

◀ تحديد "صافي الربح التشغيلي" المسمى باللغة الإنجليزية "NOPAT"، أي "صافي الربح التشغيلي بعد

الضريبة". هذا هو الربح التشغيلي مطروحاً منه ضريبة الأرباح النظرية المطبقة على هذه النتيجة؛

◀ حساب تكلفة الموارد المستخدمة لتغطية رأس المال المستخدم. هذه الموارد نوعان:

- الموارد الخاصة؛

- النقد (صافي الدين المالي).

2- قيمة المؤسسة من منظور القيمة الاقتصادية المضافة:

وفقاً لطريقة القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر الموارد الخاصة تكلفة للمستثمر الذي قدمها أو استثمارها، حيث يتم حساب هذه التكلفة مع مراعاة المخاطر المرتبطة بالمؤسسة. أما بالنسبة لتكلفة النقدية أو صافي الدين المالي فيتم حسابه من العناصر المحاسبية، وبالنسبة لصافي تكاليف التمويل فيتم تخفيضها من خلال الإعفاءات الضريبية المستفاد منها.

حيث تحسب القيمة الاقتصادية المضافة أو إنشاء القيمة السنوية وفق العلاقة التالية:³

$$\text{EVA} = \text{Résultat opérationnel net} - (\text{coût des ressources propres} + \text{frais financiers}) \quad \dots (2-38)$$

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة التشغيلية الصافية - (تكلفة الموارد الخاصة + التكاليف المالية)

يتم بعد ذلك حساب قيمة المؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$\text{V}_E = \text{Ressources propres} + \text{EVA actualisée des années à venir} \quad \dots (2-39)$$

قيمة المؤسسة = الموارد الخاصة + (EVA) المحدثة للسنوات القادمة

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 236.

² Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 189.

³ Idem.

يرتبط الربح الاقتصادي بصافي القيمة الحالية، لأن صافي القيمة الحالية هو مجموع الأرباح الاقتصادية المخصومة بمتوسط تكلفة رأس المال المرجح:¹

$$NPV = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + CMPC)^i} \dots (2-40)$$

حيث:

NPV : صافي القيمة الحالية؛

EVA_i : القيمة الاقتصادية المضافة في السنة *i*؛

CMPC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

الفرع الرابع: إيجابيات وحدود القيمة الاقتصادية المضافة

1- الإيجابيات: مصادر القوة الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة تتمثل في الآتي:²

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر؛
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض؛
- تربط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم؛
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك للمؤسسة؛
- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل.

2- الحدود: يمكن تلخيص الانتقادات وأوجه القصور المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي:³

- كمؤشر لخلق القيمة نجد أنها لا تمثل سوى طريقة القيمة الحالية، إذ لم تحمل أي إضافة عليها وما هي إلا إعادة تحوير لها؛

¹ Pierre Vernimmen, Op. Cit, P: 354.

² هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص: 63.

³ نفس المرجع السابق، ص-ص: 63-64.

- تلقى القيمة الاقتصادية المضافة محدودية في كونها تحفز المسيرين على رعاية مصالح الملاك، وذلك في مجال الحساب، فعلى سبيل المثال إن استعمال نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF في حساب تكلفة رأس المال من شأنه أن يغير بشكل كبير قيمة EVA عندما تكون تذبذبات المؤشر "بيتا" ذات تأثير معتبر على النتيجة النهائية؛
- تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجر عنه ما يعرف بمخطر الأجل القصير (Risque du court-termisme)؛
- يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة من البيانات المالية المعدة في بداية الفترة في أغلب الأحوال_ فهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة؛
- لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان.

خلاصة الفصل:

انطلاقاً من ما تم تناوله من مفاهيم وطرق تقييم خاصة بهذا النوع من مقاربات التقييم، استخلصنا بعض الهفوات أو النقائص التي يمكن أن تحول دون نجاعة هذا النوع من المقاربات في التقييم المالي.

إنّ طرق التقييم التي تركز على مقارنة الذمة المالية للمؤسسة تُعتبر من أبسط الطرق وأكثرها استعمالاً، ولكن ما يعاب عليها هو اتّصافها بالسكون وصعوبة تحديد القيمة الحالية لجملة الأصول المملوكة من طرف المؤسسة، في ظل ارتفاع مستويات الاهتلاكات وأيضاً عدم عدالة المعاملات التصحيحية الخاصة بقيم العقارات.

كما نجد أن هذه المقاربة مثيرة للاهتمام بشكل خاص عندما يتعلق الأمر بتقييم المجموعات شديدة التعقيد، كونها تتكون من العديد من الأصول أو الشركات التابعة أو من شركات قابضة متنوعة، وكذلك في شركات العقارات والأراضي التي تمتلك أصولاً عقارية للأغراض السكنية أو التجارية المخصصة للتأجير.

يتم استبعاد استخدام هذا النوع من المقاربات لبعض المؤسسات بسبب طبيعة النشاط، مثل مؤسسات خدمات تكنولوجيا المعلومات والمؤسسات التي تقدم الخدمات، وكذلك للمؤسسات الناشئة لسبب واضح يتمثل في غياب التاريخ الكافي. كما تصبح هذه المقاربة أكثر ملاءمة عندما تكون أصول المؤسسة متعددة وقابلة للتداول في أسواق مخصصة.

الفصل الثالث:
مقارنة التدفقات

تمهيد:

مقاربة التدفقات التي تم تطويرها في أوائل ثمانينيات القرن العشرين، والتي تستجيب بشكل خاص لشواغل واهتمامات المراقبين المعينين الذين يمثلون في أغلبهم أصحاب رؤوس الأموال (المساهمين) في رأسمال المؤسسة، حيث أن تقدير قيمة المؤسسة وفق هذه المقاربة يسمح لهم في الأساس بتقدير الأداء المالي المستقبلي للمؤسسة¹. تقوم هذه المقاربة على خصم التدفقات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة سواء بالاعتماد على احتساب قيمة الأسهم وحدها أو القيمة الإجمالية للمؤسسة (بما في ذلك الديون)، حيث تمثل هذه التدفقات المستقبلية ذات الصلة إما أرباح أسهم قابلة للتحقق أو تقدير لقيمة السهم.

تعتمد مقاربة التدفقات على تطبيق تقنيات قرار الاستثمار في حساب قيمة المؤسسة، حيث تقوم على حساب القيمة الحالية للتدفقات من الاستثمار².

بالإضافة إلى ذلك نجد أن هناك نهجان أساسيان وفقاً لهذه المقاربة، بغض النظر عما إذا كانت الطريقة "مباشرة" أو "غير مباشرة". حيث تركز عملية التقييم إما:³

✓ مجموعة من الأرباح، وهذا هو نموذج خصم الأرباح (DDM)؛ أو

✓ التدفق النقدي المتاح، هذه هي طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF).

حيث تحاول هذه المقاربة تحديد القيمة الجوهرية للمؤسسة وفقاً للنظرية المالية عن طريق خصم التدفقات إلى قيمتها الحالية باستخدام معدل العائد المطلوب.

¹ Didier Van Caillie, Op. Cit, P: 07.

² Pascal Quiry And Others, CorporateFinance"Theory and Practice", John Wiley& Sons Ltd, Copyright 2005, P: 813.

³ Ibid, P: 818.

المبحث الأول: تعديل النواتج المحاسبية

الناتج المحاسبية التي تنشرها المؤسسات تصبح أكثر موثوقية وشفافية عندما يتم التحكم في السلوك الانتهازي للمدراء، من خلال مجموعة متنوعة من أنظمة المراقبة. حيث أن النتيجة المحاسبية الصافية المفصح عنها غالباً ما تكون بعيدة عن النتيجة الفعلية المحققة، كونها تتميز بنوع من المرونة تجعل المسيرين قادرين على تغييرها تبعاً لأهدافهم. وفي إطار عملية التقييم وفق مقارنة التدفقات نجد أنفسنا أمام السؤال التالي: "ما هو التدفق الفعلي للناتج التي تسجلها المؤسسة؟". وهنا وجب على الخبير المقيم فحص البيانات المختلفة التي يمكن أن توفر إجابة على هذا السؤال.

الطلب الأول: النتائج كمؤشر للفعالية داخل المؤسسات محل التقييم

الناتج المحاسبية للمؤسسة هي مؤشر أداء يجمع جميع العمليات المنفذة. وبالتالي فهي مقياس رئيسي للسوق المالي، وعليه فإن نشر نتيجة إيجابية أو أعلى من تلك الخاصة بالسنة المالية السابقة له آثار كبيرة على تقييم المؤسسة. حيث يشتمل مصطلح النتيجة في المؤسسة على مجموعة من العناصر والمفاهيم مرتبطة مع بعضها البعض والمتمثلة في:¹

- ◀ **الهامش التجاري (MC):** يجلل هامش الربح النشاط الأساسي للمؤسسة، يتعلق الأمر هنا فقط بنشاط التداول (الشراء من أجل إعادة البيع بدون تحويل). يمثل صافي الربح الذي تحققه المؤسسة من إعادة بيع المنتجات المشتراة كما هي.
- ◀ **إنتاج السنة (PE):** مؤشر خاص بالمؤسسات الصناعية، يقيس النشاط الاقتصادي للمؤسسة. حيث يتضمن كل من (الإنتاج المباع والإنتاج المخزن والإنتاج نصف المصنع).
- ◀ **القيمة المضافة (VA):** تمثل القيمة المضافة الثروة التي أنشأتها المؤسسة من خلال ممارسة أنشطة الاستغلال الحالية خاصتها مقارنة بالقيمة الأولية للسلع والخدمات المستخدمة لتنفيذ هذه الأنشطة.
- ◀ **فائض التشغيل الإجمالي (EBE):** يعكس إجمالي فائض التشغيل التدفق النقدي الناتج عن عمليات المؤسسة التشغيلية قبل الأخذ في الاعتبار سياسة التمويل والاستثمار الخاصة بها.
- ◀ **نتيجة الاستغلال (RE):** تعكس نتيجة الاستغلال الثروة التي تستفيد منها المؤسسة من عملياتها، كما تقيس الأداء الصناعي والتجاري بغض النظر عن مجموعة عوامل الإنتاج.

¹ Georges Legros, Op. Cit, P-P: 17-22.

◀ النتيجة الحالية قبل الضريبة (RCAI): تمثل النتيجة الحالية قبل الضريبة التدفقات العادية الناتجة عن نشاط المؤسسة بعد مراعاة السياسة التمويلية خاصتها.

◀ النتيجة الاستثنائية: تعكس النتيجة الاستثنائية التدفقات الناتجة عن الأنشطة غير المتكررة للمؤسسة، أي التي لا تشكل جزءاً من إدارتها اليومية (أنشطة خارج الاستغلال).

◀ النتيجة الصافية (RN): تتكون النتيجة الصافية من الفرق بين جميع الإيرادات والمصروفات للسنة المالية. حيث يمثل المقياس المحاسبي للنتيجة التي ستظهر على جانب الخصوم في الميزانية المالية، كما تعتبر جزءاً أساسياً في تحليل المردودية المالية.

نجد من أهم المؤشرات التي ارتبطت بالنواتج المعول عليها بشكل كبير في عملية التقييم المالي مؤشر المردودية بأنواعها، كونها تمثل العائد المنتظر من رؤوس الأموال المستثمرة، وهو المعدل الذي يستعمل لتحديد العوائد المستقبلية عند شراء وبيع المؤسسات الاقتصادية.

معايير حديثة لقياس المردودية:

ظهرت مجموعة متنوعة من المؤشرات المالية في التقارير السنوية في السنوات الأخيرة، ولعل أهمها وأبرزها مؤشري (L'EBITDA) و (L'EBIT) إلا أنه لم يتم تحديد هاذين المؤشرين أو غيرهما تحديداً رسمياً بواسطة أي معيار محاسبي (المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية). نعرضهما كما يلي:¹

◀ **EBITDA**: يتوافق هذا المؤشر عادةً مع نتيجة الاستغلال قبل الاهتلاكات والمؤنات والمخصصات وانخفاض قيمة الشهرة. يقدم هذا المؤشر فكرة واضحة على أداء المؤسسة قبل أي تأثير لخيارات الاستثمار والتمويل والطريقة المعتمدة في حساب أفساط الاهتلاك وقرارات تحديد مخصصات المؤنات والضرائب.

◀ **EBIT**: هذا المؤشر قريب جداً من نتيجة الاستغلال، وما يميزه عن سابقه أنه يتأثر باختيار الأساليب وفترات الاهتلاك للأصول الثابتة.

اعتماداً على ما سبق من مفاهيم حول النواتج المحاسبية للمؤسسة يصبح من الممكن للخبير المقيم تقييم المردودية الحقيقية، وكذا الملاءة المالية والأرصدة المالية الرئيسة للمؤسسة ومختلف مؤشرات الأداء داخل المؤسسة والتي من شأنها الحكم على فعالية نشاط المؤسسة. ولكي تكون نتيجة التقييم واقعية وغير مُتحيّزة بات على الخبير المقيم التأكد من درجة الإفصاح عن أرصدة حسابات النتائج ومدى مصداقيتها.

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 183.

المطلب الثاني: تعظيم النواتج المحاسبية

غالباً ما يتم تقديم النواتج المحاسبية على أنها الهدف الأساسي للمؤسسة مع تجاهل مفاهيم الوقت والمخاطر التي تتضمنها التدفقات، ومع ذلك فإن قيمة المؤسسة تعتمد بشكل أساسي على هاته النواتج¹.

الفرع الأول: النتيجة المحاسبية من المنظور الوظيفي

من الممكن إصلاح النتيجة الاقتصادية والمحاسبية انطلاقاً من الإيرادات والمصاريف المحسوبة والتي لها:²

◀ **وظيفة محاسبية:** وذلك من خلال تصحيح تقييم الأصول واحترام مبادئ عدالة الحسابات والصورة العادلة؛

◀ **وظيفة جبائية:** إدارة الضرائب تقوم على تحديد النفقات المحسوبة والمقبولة جبائياً من أجل تحديد الوعاء الضريبي أثناء فرض الضرائب على المنتجات المحسوبة في المقابل؛

◀ **وظيفة اقتصادية:** وذلك من خلال توزيع تكلفة الاستثمار على مدى السنوات المختلفة التي تتوافق مع فترة استخدام الأصل؛

◀ **وظيفة مالية:** إعادة النظر في مخصصات الاهتلاك والخسائر كونها تكاليف محسوبة غير مدفوعة تأثر بشكل سلبي على نتيجة السنة المالية وبالتالي لا بد أن لا يتم المبالغة فيها.

الفرع الثاني: مختلف أساليب التلاعب بنود النتيجة المحاسبية

قد يجد الخبير المقيم وأثناء إجراء عملية التقييم لمؤسسة ما نفسه أمام مجموعة من الممارسات المحاسبية على مستوى بنود بيان حسابات النواتج والتي من شأنها أن تعيق وصوله إلى قيمة اقتصادية حقيقية حيادية، وعليه يمكن عرض أهم تلك الممارسات كما يلي:

✓ أن يتم تأجيل قيد المشتريات التي تتم آخر السنة المالية حتى أوائل الفترة التالية، وذلك بالرغم من ورود البضاعة إلى المؤسسة وقيدتها في سجلات المخازن وظهورها ضمن مخزون آخر المدة وذلك بغرض تضخيم الربح؛

✓ يمكن تأجيل قيد إثبات مردودات المشتريات آخر الفترة المالية وإبقائها بالمخزن وإدراجها ضمن البضاعة الباقية في قوائم الجرد بالرغم من تسجيل تلك المردودات في دفتر اليومية الخاص وتحويلها إلى حساب المورد؛

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 12.

² Dov Ogien, Op. Cit, P: 14.

- ✓ تأجيل إثبات المبيعات التي تتم آخر الفترة بسجلات المخازن وإدراجها ضمن المخزون بالرغم من إثبات تلك المبيعات في دفتر اليومية الخاص وترحيلها إلى حسابات العملاء بغرض تضخيم الأرباح؛
- ✓ تأجيل إثبات مردودات المبيعات بدفتر اليومية الخاص وترحيلها إلى حسابات العملاء المختص بالرغم من ورود البضاعة المردودة إلى المخازن وإدراجها ضمن قائمة الجرد؛
- ✓ اعتبار بعض المصروفات الايرادية مصروفات رأسمالية؛
- ✓ عدم تكوين مخصصات كافية للديون المشكوك في تحصيلها والالتزامات الأخرى؛
- ✓ عدم احتساب الاهتلاكات على الأصول الثابتة أو التلاعب في نسب الإهلاك المعتمدة؛
- ✓ المبالغة في تقييم قيمة المخزون آخر الفترة؛
- ✓ المبالغة في تقييم القيمة العادلة للاستثمارات العقارية عند إعادة التقييم بغرض إثبات الزيادة في بيان حسابات النتائج لتضخيم الأرباح.

الفرع الثالث: إجراءات اكتشاف التلاعب في حسابات النتائج

في سبيل ذلك يتوجب على الخبير المقيم متابعة كل ما يتعلق بالعمليات المحاسبية على مستوى الإيرادات والتكاليف وفحصها فحصاً دقيقاً مستنداً ببيان كل معاملة على حدى إذا تطلب الأمر ذلك. نعرض أهم الإجراءات كما يلي:

- فحص عمليات الشراء والبيع والمردودات المرتبطة بها فحصاً شاملاً وعلى الأخص العمليات التي تمت آخر السنة المالية؛
- التأكد من عدم وجود خلط بين المصروفات الايرادية والمصروفات الرأسمالية؛
- التأكد من كفاية المخصصات؛
- التأكد من احتساب الإهلاك على الأصول ومراجعة نسب الإهلاك ومدى مطابقتها لما تم اعتماده في السنوات السابقة؛
- مراجعة طرق تقييم المخزون؛
- الاطلاع على الأسس التي تم إتباعها لتقييم العقارات الاستثمارية للوصول إلى القيمة العادلة الحقيقية للعقارات.

المطلب الثالث: تحليل البنود في بيان حسابات النتائج

عمليات إعادة المعالجة هذه أقل عدداً من العمليات المتعلقة بالميزانية المالية التي رأيناها سابقاً بخصوص التقييم وفق مقارنة الذمة المالية (الأصل الصافي المصحح).

هذه التعديلات تتعلق ب:¹

◀ **استقلالية السنوات المالية:** هي جميع المصروفات والإيرادات المتعلقة بسنة مالية محملة فعلياً على هذه السنة المالية ولا توجد تحويلات (مقصودة أو غير مقصودة) من سنة مالية إلى أخرى (على سبيل المثال من أجل تأجيل الاعتراف بالمصروفات).

◀ **تصنيف الحسابات وفق معايير المحاسبة:** يمكن للمرء أن يتخيل على سبيل المثال أن بعض النفقات يتم تقديمها تحت عنوان معدّل، من أجل تحسين عرض الحسابات: على سبيل المثال النفقات المالية التي تظهر في نفقات التعاقد من الباطن، من أجل تقليل ظهور نتيجة مالية سلبية للغاية أو حتى مصاريف التشغيل مصنفة كمصروفات استثنائية لإظهار أن النتيجة الحالية إيجابية إلى حد كبير.

◀ **واقعية المصروفات "المحسوبة" (الاستهلاك والمخصصات):** أي تلك التي لا تؤدي إلى أي تدفق نقدي. إن حساب هذا النوع من المصروفات يفسح المجال للحذر أكثر بكثير من حساب النفقات "المسجلة"، أي جميع الرسوم الأخرى التي لا يترك مقدارها مجالاً لأي تقييم بسبب وجود مستندات داعمة تحقق بيانات موضوعية (الفواتير وكشوف الدفع وما إلى ذلك). وبالتالي فإن هذه النفقات صحيحة من حيث المبدأ لأنها مبررة.

الفرع الأول: تحليل النفقات:²

1- مصاريف المستخدمين: من حيث المبدأ لا تتطلب تكاليف الموظفين إعادة المعالجة. ومع ذلك، في الأعمال التجارية الصغيرة على وجه الخصوص من الضروري إجراء فحص دقيق للأجور الممنوحة للرئيس أو لأفراد عائلته. في الواقع، يمكن أن تكون هذه المكافآت أعلى بكثير من قيمة العمل المنجز، خاصة لأولئك المقربين من مدير المؤسسة ومالكها.

¹ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, Op. Cit, P: 103.

² Ibid, P-P: 103-106.

2- **المؤونات:** تظهر مشكلة عند ترحيل هذه المبالغ إلى بيان حسابات النتائج. هل يجب تخصيصها للسنة المالية الأخيرة بأكملها أم يجب توزيعها على السنوات المالية السابقة؟، من المستحيل عملياً الانتقال إلى السنة المالية الماضية لتحديد ما إذا كانت المؤونة ضرورية بالفعل أم لا.

3- **الإيجارات المدفوعة بموجب عقد إيجار تمويلي:** وفقاً لمعايير IAS كما هو الحال في حسابات Anglo-Saxon وفي سياق العقود الطويلة، يتم التعامل مع الأصول الثابتة المؤجرة كأصول ثابتة مملوكة بالكامل. ونتيجة لذلك يتم تسجيل تكاليف الإتاوات كتكاليف مالية.

4- **الاهتلاكات:** من المهم فحص معدلات الاهتلاك التي تطبقها المؤسسة. إذا تم اختيار أطول مدة فذلك لأن المؤسسة تواجه صعوبة في الإطفاء بسرعة، وبالتالي فإن حساب التشغيل الخاص بها قد انخفض بسبب بطء الاهتلاك.

الفرع الثاني: تحليل الإيرادات¹

عند تحليل رقم الأعمال لابد على الخبير المقيم التأكد من أن فواتير السنة المالية لا يجب أن تشمل المبالغ التي يكون تحصيلها غير واقعي، وعليه يجب التوفيق بين الفواتير والأوامر المسجلة (Commandes enregistrées).

يجب فحص عمليات تحويل التكاليف المقدمة على مستوى المنتج بشكل خاص والتحقق من أن هذا ليس تأجيلاً غير مبرراً للنفقات إلى السنوات اللاحقة. بالإضافة إلى ذلك، في حال ما إذا تلقت المؤسسة نوع من أنواع الإعانات فسيكون من الضروري فحص دور هذه الإعانات واستدامتها.

في حالة المؤسسات ذات الطابع الخدمي، فإنه من الضروري كذلك تحديد صافي رقم الأعمال من العقود المستحقة لصالح المقاولين من الباطن أو مقدموا الخدمات. يعتبر هذا الجانب أكثر أهمية في عملية التقييم كون بعض مقاربات التقييم تستند إلى حجم رقم الأعمال، حيث أنه إذا كان هذا الأخير يتضمن إلى حد كبير المبالغ المستحقة التي يتم تحويلها لاحقاً (إيرادات مستحقة قابلة للتحقيق) فإن ذلك يستوجب مراجعة القيمة المضافة التي تقدمها المؤسسة.

الفرع الثالث: تحديد القدرة الربحية

يتوجب على الخبير المقيم بعد حصوله على النتيجة المصححة (النتيجة الاقتصادية) القيام بتصحيحات أخرى، ذلك أنه ضمن كل نتيجة مسجلة يمكن أن نفترض بأن هناك جزء تم تحقيقه بصفة دورية يعبر عن نتيجة دائمة

¹ Ibid, P: 110.

وجزء مرتبط بالصدفة الظرفية يعبر عن نتيجة انتقالية (مؤقتة)، فقياس القدرة الربحية للمؤسسة يأخذ في الحسبان النتيجة الدائمة (العادية) فقط¹.

إن الهدف من التعديلات المحاسبية على مستوى النواتج المحاسبية هو الوصول إلى معرفة حقيقة العوائد الناتجة عن المؤسسة في مختلف أنشطتها (الاستغلال، خارج الاستغلال) في ظروفها العادية، الأمر الذي يمكننا من التنبؤ بالقدرة الربحية، ومن ثم المقارنة بينها وبين النواتج المستقبلية المعدة. هذا الأمر يتطلب من الخبير المقيم تحديد سلسلة من النواتج المحاسبية المصححة لعدد من السنوات الماضية يتحدد في الغالب ما بين ثلاث إلى خمسة سنوات وذلك في سبيل الوقوف على مدى مصداقيتها وكذا مدى تطابقها مع إمكانيات المؤسسة.

المبحث الثاني: محددات مقارنة التدفقات

المطلب الأول: أسس ومعلومات مقارنة التدفقات

تقوم مقارنة التدفقات على استخدام عناصر حسابية يصعب تحديدها، كونها متعلقة بالمستقبل في شكل تنبؤات حول قيم تشكل في مجملها قيمة المؤسسة، كما أن هذه العناصر الحسابية يمكن أن تؤثر وتتأثر بمستقبل المؤسسة التي سيتم تقييمها من خلالها. نذكر من بين هذه العناصر ما يلي:

الفرع الأول: التدفق المستقبلي

يجب توقع هذا التدفق أو بالأحرى الربح خلال فترة التقدير المطلوبة للتقييم، تحدد في الغالب من 5 إلى 7 سنوات وهو ما يصعب القيام به. الأمر الذي يتطلب إعداد خطة عمل (Plan Business) يتم من خلاله تقدير وعرض أرباح المؤسسة خلال فترة التقدير.

الفرع الثاني: تحديد معدل الخصم

تقدير معدل الخصم هو إحدى أكثر الجوانب حساسية بالاعتماد على مقارنة التدفق المتوقع المخصوم في تقييم المؤسسة، حيث يمثل هذا المعدل متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (CMPC) أو ببساطة تكلفة رأس المال². تحديد معدل الخصم لا بد أن يخص بكثير من الدقة والشفافية في التقدير، حيث أننا كثيراً ما يصادفنا اعتماد بعض المؤسسات على معدلات معيارية خاصة تلك المؤسسات الغير مدرجة في البورصة كما في الجزائر، هذه المعدلات كثيراً ما تنحرف على ممارسات السوق مما يؤدي إما إلى تدمير القيمة عند الحياة بغير سعر مرتفع أو تفويت فرص لكون معدل الخصم مرتفع.

¹ بكاري بلخير، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

² Pascal Quiry And Others, Op. Cit, P: 822.

أساس التقييم وفق هذه المقاربة يقوم على هدف تقييم المؤسسة ككل (أي تحديد قيمة رأس المال المستخدم، ما نسميه "قيمة المشروع") ومن ثم خصم قيمة صافي الدين، حيث يمثل الرصيد المتحصل عليه قيمة حقوق المساهمين في المؤسسة. يفترض في هذه التدفقات المراد تحديدها أو تقديرها أن تكون مبالغ ما بعد الضرائب المصاحبة لنشاط المؤسسة ليتم خصمها إلى ما لا نهاية على متوسط تكلفة رأس المال للمؤسسة.

الفرع الثالث: مُعلّات مقارنة التدفقات

لإعتماد مقارنة التدفقات في عملية التقييم يجب تقدير ثلاث معلّات:¹

- تحديد التدفقات على مدى المدة المحددة لخطة العمل؛
- القيمة النهائية المقابلة لرسملة التدفق التقديري في نهاية فترة التقييم المختارة؛
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال التي على أساسها سيتم خصم التدفقات والقيمة النهائية، حيث وفي هذا العنصر بالذات يأخذ في الاعتبار مفاهيم المخاطر والوقت.

يكون استخدام هذه المقاربة أكثر فعالية في الحالات التالية:²

- المؤسسات التي من المحتمل أن تضع لخطط عمل متوسطة الأجل؛
 - المؤسسات ذات الحجم المعين التي يمكنها بناء توقعات ذات رؤية كافية لمستقبلها؛
 - في جميع الأنشطة ذات الطابع الصناعي أو الاستثمارات كبيرة.
- كما أنه يمكن أن يكون التقييم وفق هذه المقاربة فعالاً في المؤسسات الناشئة بشرط توخي الحذر الشديد، كون هناك مجموعة من الخصائص تؤثر على عملية التقييم منها: (التكاليف الثابتة الكبيرة، معدل دوران نشاطها منخفضاً أو معدوماً، والخسائر الكبيرة والأسهم السلبية غالباً)، و يشترط كذلك أن تكون التوقعات متسقة. كما تجدر الإشارة إلى أنه في الغالب يتم تجاهل هذه المقاربة تماماً في المؤسسات الصغيرة بشكل عام، أين يفتقد تسيير هذا النوع من المؤسسات لعمليات تخطيط الميزانية.

¹ Joëlle Lasry, Pierre Préjean, **Mission d'évaluation "Guide pratique"**, avec le soutien de la fédération française des Expert en Evaluation (FFEE), © CSO, Paris, Edition de juin 2012, P: 47.

² Idem.

المطلب الثاني: تقدير قيمة حقوق الملكية

حقوق الملكية تساوي في الواقع الفرق بين أصول المؤسسة (جميع أصولها) وديونها¹. يمكن تقدير حقوق الملكية وفق العلاقة التالية:²

$$V = VE - \text{Dettes financières (nettes)} \quad \dots (3-1)$$

قيمة حقوق الملكية = قيمة المؤسسة - الديون المالية (الصافية)

تتكون حقوق الملكية من رأس المال الاجتماعي والاحتياطيات والنتيجة³. وعليه نجد أن حقوق الملكية تتمثل في التالي:⁴

- رأس المال الاجتماعي مقسم إلى أسهم (حصص)؛
 - الاحتياطيات التي تتوافق مع نتائج الأرباح للسنوات السابقة التي تحتفظ بها المؤسسة؛
 - الأرباح المحتجزة التي تشمل الأرباح غير الموزعة للسنوات الحالية والسابقة.
- يتم استخدام مقارنة التدفقات لتحديد قيمة المؤسسة التي يتم من خلالها خصم صافي الدين (أو إضافة صافي النقد) بالإضافة إلى العناصر الأخرى للحصول على قيمة حقوق الملكية وعلى وجه الخصوص:⁵
- بعض مخصصات المخاطر والرسوم غير المتكررة إذا لم يتم تضمين مدفوعاتها؛
 - الأصول المالية بما في ذلك الأوراق المالية التي يجب الاحتفاظ بالقيمة الحقيقية لها؛
 - الأدوات المالية التي يجب أن تؤخذ قيمتها العادلة في الاعتبار أيضاً إذا لم تساهم في تحديد صافي الدين؛
 - الضرائب المؤجلة (الأصول والخصوم) التي لم يكن من الممكن الحصول عليها من خلال استخدام معدل ضريبي فعال في التدفقات النقدية، يأخذ تقييمهم في الاعتبار وكذا توقيت (تحصيلهم/صرفهم).
- لحساب قيمة حقوق الملكية من الضروري خصم الأرباح المستقبلية للمؤسسة بمعدل عائد مع مراعاة تطور الهيكل المالي للمؤسسة⁶. وعليه فإنه لتقييم أي مؤسسة وفق هذه المقاربة وبخصوص هذا البند بالتحديد (حقوق الملكية) فإنه من الضروري أولاً دراسة سياسة توزيع الأرباح من خلال خصائصها الرئيسية (معدل التوزيع، معدل النمو، ... إلخ). حيث تؤدي هذه الخطوة إلى تنبؤات بالنتائج الصافية، واستباق معدل التوزيع، ومن ثم حساب قيمة حقوق الملكية. وذلك من منطلق أن التدفقات النقدية المتاحة ما هي سوى عوائد إلى المساهمين.

¹ Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Op. Cit**, P: 94.

² Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 336.

³ Caroline Selmer, **Op. Cit**, P: 26.

⁴ Claude-Annie Duplat, **Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise, Op. Cit**, P: 39.

⁵ Joëlle Lasry, Pierre Préjean, **Op. Cit**, P: 54.

⁶ Idem.

المطلب الثالث: تقدير صافي الديون المالية

تقييم الديون المالية يتم باستخدام التكلفة الفعلية للتمويل في تاريخ التقييم، حيث أن معدل الدين المتحصل عليه لا يساوي بالضرورة متوسط سعر الفائدة الاسمي، في حين أن أسعار الفائدة التاريخية لديون المؤسسة قد تكون مرتفعة جداً¹. يمكن حساب قيمة الديون وفق العلاقة التالية:²

$$V_D = \sum_{n=1}^n \frac{\text{annuités}}{(1 + k_D)^i} \dots (3-2)$$

حيث:

annuités : أقساط الدين؛

K_D : تكلفة الديون.

أحد عوامل الجذب الرئيسية في استخدام هذه الطريقة هو تسليط الضوء على جميع الافتراضات التي تستند إليها عملية التقييم (النمو، الربحية، الاستثمارات) على مدى فترة طويلة³، وعليه فإن قيمة المؤسسة (VE) تتوافق مع مجموع التدفقات النقدية المتاحة المتوقعة والمستحدثة بمتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال المستخدم (CMPC)⁴:

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CPMC)^i} - VD \dots (3-3)$$

حيث:

VE : قيمة المؤسسة؛

CF : التدفق النقدي الناتج عن التشغيل؛

CMPC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛

VT : القيمة النهائية؛

VD : قيمة صافي الدين المالي.

لتقييم المؤسسة وفقاً لهذه المقاربة فإنه من الضروري مراعاة العناصر التي تم جمعها خلال عملية التشخيص الاستراتيجي والمالي وكذلك خطة العمل، غالباً ما يتم تحديد هذه التوقعات على مدار فترة زمنية قصيرة نسبياً (من

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 336.

² TLAMSI Ismahene, **Op. Cit**, P: 95.

³ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 34.

⁴ Ibid, P: 35.

3 إلى 5 سنوات)¹. ومن جانب آخر وبعد مراجعة هذه التوقعات، يجب على الخبير المقيم تقدير الأداء المالي وإمكانية الحفاظ عليه على المدى الطويل في حالة الأداء المالي الجيد من أجل خلق القيمة.

المطلب الرابع: متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (CMPC)

تمثل تكلفة رأس المال الربحية المطلوبة من قبل جميع المستثمرين للأصل إذا تصرفوا بعقلانية فيما يتعلق بالمخاطر². حيث يوفر هؤلاء "المستثمرون" نوعين رئيسيين من التمويل³:

- زيادة رأس المال عن طريق تخصيص الأرباح وعدم توزيعها (زيادة حصة المساهمة)؛

- الدين المالي والذي يمثل جزء من ديون المؤسسة التي تتحمل عليه فوائد (القروض، الحسابات الجارية).

يشكل رأس المال (CP) مورداً يتطلب مكافآت بنفس طريقة الدين الذي ساهم به الدائنون (D)، رأس المال هذا لديه تكلفة تعادل تكلفة الاستثمار الخالي من المخاطر، يضاف إليه علاوة المخاطر ويتم تقييمها بقيمتها السوقية⁴.

يمثل متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (CMPC)، التكلفة التي تنشأ من قدرة المستثمرين على التحكيم بين الأصول المتعددة وقاعدة اختيارهم المبنية على المخاطر المرتبطة بالتدفق النقدي المستقبلي لهذا الأصل⁵. وبالتالي فكلما زاد تذبذب أحد الأصول كلما كان الاستثمار فيه "أكثر مخاطرة"، والعكس صحيح (لدى المستثمرين الباحثين عن استثمار أكثر أماناً خيار اختيار الأصول الأقل خطورة في السوق). هذا التوازن بين المخاطر والربحية هو أساس هذه المقاربة⁶.

وبالتالي فإن حقوق المساهمين لها تكلفة مقابلة لأرباح الأسهم التي يحق للمساهمين الحصول عليها. هذه التكلفة تتوافق مع معدل المكافآت المتوقع من قبل المساهمين. حيث يتم التعبير عنها كنسبة مئوية ويتم تحديدها بواسطة نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF)⁷.

الممارسة الحالية لتحديد تكلفة رأس المال تعتمد بشكل رئيسي على نموذج (MEDAF)، والذي يقدر تكلفة رأس المال وتكلفة الديون المالية مع الأخذ بعين الاعتبار ما يلي: (معدل خالي من المخاطر، مخاطر السوق، معامل حساسية المخاطر)⁸.

في الستينيات، طور الاقتصاديون الأمريكيون نموذج MEDAF (نموذج تقييم الأصول المالية). يفترض هذا النموذج أن السوق يعمل بشكل كفي (جميع المستثمرين لديهم نفس المعلومات ويسعون إلى زيادة العائد على محفظة استثماراتهم لمخاطر معينة)¹.

¹ Idem.

² Dov Ogien, **Op. Cit.**, P: 101.

³ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit.**, P: 36.

⁴ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit.**, P: 39.

⁵ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit.**, P: 36.

⁶ Idem.

⁷ Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **DCG : Finance d'entreprise "Manuel & applications"**, 2e édition, Nathan, Paris, 2009, P: 364.

⁸ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit.**, P: 36.

الغرض من نموذج (MEDAF) هو تحديد العائد المتوقع $E(R_a)$ للأوراق المالية بناءً على الخطر (β) الذي يمثله.²

ويحسب وفق العلاقتين التالية:³

أ- في حالة غياب الديون: وفق العلاقة التالية:

$$E(R_a) = R_o + \beta (E(R_m) - R_o) \quad \dots (3-4)$$

حيث:

R_o : معدل العائد خالٍ من المخاطر؛

$E(R_m)$: المرودوية المتوسطة للسوق؛

β : معامل الارتباط يقيس حساسية ربحية السهم لربحية السوق. يتم الحصول عليها عن طريق العلاقة التالية:

$$\beta = \text{COV}(R_a ; R_m) / \text{VAR}(R_m) \quad \dots (3-5)$$

يعتبر المعامل β ذو أهمية قصوى في تحديد تكلفة الأموال، وفي هذا النموذج هو العامل الوحيد الذي يحدد مستوى مخاطر المؤسسة.

ب- في حالة وجود ديون: وفق العلاقة التالية:

$$D/C \times (1 - t) \times E(R_a) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f] + \beta [E(R_m) - R_f] \quad \dots (3-6)$$

حيث:

$E(R_a)$: تكلفة الأموال الخاصة المطلوبة من قبل المساهمين؛

R_f : معدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطر؛

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع للسوق؛

β : التباين $(R_a ; R_m)$ / التباين (R_m) ؛

t : معدل الضريبة على الشركات؛

D : القيمة السوقية للديون المالية المستقرة للمؤسسة؛

C : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

¹ Bruno BACHY, Michel SION, Op. Cit, P: 240.

² Dov Ogien, Op. Cit, P: 101.

³ Ibid, P-P: 101-102.

المبحث الثالث: طرق التقييم المشتقة من مقارنة التدفقات

ترتكز هذه الطرق على قاعدة مفادها أن ما يمكن أن تحققه المؤسسة من أرباح في الوقت الراهن يمكن تحقيقه في المستقبل، ومن منطلق الاعتماد على هذه الطرق في التقييم يصبح من الضروري تحديث التدفقات المستقبلية للحصول على القيمة الحالية للمؤسسة. يقترح هذا النهج ثلاث طرق وهي:

✓ طرق مبنية على الأرباح؛

✓ طرق مبنية على خصم توزيعات الأرباح؛

✓ طرق مبنية على خصم التدفقات.

المطلب الأول: طريقة التقييم المبنية على الأرباح

تقوم هذه الطريقة هي الأخرى على اعتماد طريقتين تقومان على عنصر الربح، حيث بالرغم من كونهما يعتمدان على العوائد المحققة أو المتوقع تحقيقها إلا أن لكل طريقة منهما خصوصية معينة في التقدير أو المتغيرات المعتمدة في عملية التقييم.

الفرع الأول: الطريقة المرتكزة على المردودية

المردودية (الربحية) هي قدرة المؤسسة على خلق الثروة¹. وذلك يقوم بالضرورة على مجموعة من عوامل الإنتاج (رأس المال، العمالة) ومتغيرات التشغيل (الدراية، التنظيم، ... الخ). حيث ترتبط دراسة الربحية من جانبها بالهدف الذي سيتم تحقيقه من خلال استخدام الوسائل المسخرة لتحقيق الهدف الأساسي للمؤسسة. وتحسب وفق العلاقة التالية:²

$$\text{المردودية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{رأس المال} \quad \dots (7-3)$$

إن قيمة المردودية بالمعنى الواسع هي إما قيمة مفردة من قيمة الإنتاجية (V.P) أو الفائض الإجمالي للاستغلال (E.B.E) أو نتيجة الاستغلال (R.E) أو الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (M.B.A)، أو قيمة متوسطة بسيطة أو مرجحة بين هذه القيم³.

¹ Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **Op. Cit.**, P: 156.

² Idem.

³ Direction générale des Finances Publiques, **Op. Cit.** La documentation en ligne sur : <https://www.impots.gouv.fr>, consultation le : 10/03/2019.

وهنا لا بد أن نميز بين المردودية والعائد¹، حيث نجد أن المردودية هي نسبة مالية (عادة ما يتم التعبير عنها كنسبة مئوية) تتعلق بنتيجة تم الحصول عليها إلى الموارد الرأسمالية المستخدمة للحصول عليها، على عكس ذلك تعد العوائد مفهوماً يستخدمه المدخرين و/أو المستثمرين نسبياً لاستثماراتهم.

بما أن المؤسسة تعتبر محفظة مشاريع اقتصادية ومالية، فإن ربحية سنة معينة لا تتضمن بالضرورة الربحية المستقبلية لجميع المشروعات الجارية حالياً. ومع ذلك، فإن معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين يتم تحديده جزئياً من البيانات الخارجية لأي مؤسسة من خلال:²

- فئة المخاطر الاقتصادية التي تنتمي إليها؛
 - المديونية أو المخاطر المالية؛
 - الأسواق المالية وتحديد أسعار الفائدة؛
 - البيانات العامة لسوق الأوراق المالية في الفترة المحددة للتقييم.
- ولذلك يجب على المقيم تقدير هذه الربحية الهامشية والطويلة الأجل، والتي تستند إلى الخصائص الأساسية للأنشطة التالية:³

- المنافسة، عدد الفاعلين في السوق؛
- القوة التفاوضية للعملاء والموردين؛
- سقف الأرباح؛
- نضج الصناعة.

تقوم قيمة الربحية على العناصر التالية:⁴

◀ **قيمة الإنتاجية:** يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال رزمة الربح الحالي والمتكرر، كما نجد أن معدل الرزمة من الناحية العملية يشكل صعوبات قد تواجه المقيم عند اختيار مقارنة التدفقات. حيث تكمن الصعوبة الرئيسية في التمييز الأساسي بين قيمة المؤسسة (قيمة الأصول الاقتصادية) وقيمة المشروع (أي قيمة الأسهم)، والتي تأخذ في الاعتبار تأثير المديونية.

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 26.

² Florence PIERRE, Eustache Besançon, **Valorisation d'entreprise et théorie financière**, Éditions d'Organisation, Paris, 2004, P: 85.

³ Ibid, P: 92.

⁴ Thierry Saint-Bonnet, **L'approche de l'évaluation d'entreprise par l'administration fiscale**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), RF. Comptable, DÉCEMBRE 2015, P: 63.

◀ الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (MBA): يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال تطبيق مضاعف من

4 إلى 10 على الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي، غالباً ما يكون اختيار المقيم تجريبياً ويميل إلى التمييز.

◀ قيمة العائد: يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال رسملة الأرباح المحققة والمكررة على مدى الفترة المحددة

للتقييم، حيث نجد في الممارسة العلمية أنه وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا بد من مراجعة سياسة توزيع الأرباح وضرورة الاطلاع على تقارير المكافآت (المسيرين/ الأرباح الموزعة).

تقوم طريقة تحديد قيمة المردودية على مبدأ انتقاد خصم توزيعات الأرباح، أي تجاهل الأرباح الموزعة في عملية التقييم¹. بمعنى آخر، تجعل هذه الطريقة من الممكن تحديد قيمة المؤسسة من خلال رسملة النتيجة الصافية التي

ينتجها نشاطها بغض النظر عما إذا كان الربح موزعاً أو تم تخصيصه، ويتم تحديد قيمة المؤسسة وفق العلاقة

التالية:²

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{b_t}{(1+i)^t} \quad \dots (3-8)$$

حيث:

V : قيمة المؤسسة؛

b : متوسط الربح المتوقع؛

n : عدد السنوات؛

i : معدل الاستحداث.

الفرع الثاني: طريقة علاقة سعر السهم / الربح: (L'évaluation Par la Relation Cours / Bénéfice)

يستخدم تحليل سوق الأوراق المالية باستمرار فكرة السعر/الأرباح المتعددة والمعروفة أكثر باسمها الأنجلو سكسوني

"نسبة ربح السعر"، مختصر PER³. حيث يمثل تقرير أو بيان حول مردودية السهم الواحد إلى المؤسسة، على

عكس ربحية السوق المالي⁴. تُعد هذه الطريقة بمثابة مؤشر للسوق ومؤشر محاسبي يتيح تقييم سعر الورقة المالية في

الوقت المناسب وكذلك بطريقة التنبؤ⁵، يتم تقديره على أساس تاريخي أو حالي⁶. واستناداً لطريقة الحساب نجد أن

¹ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, Op. Cit, P: 33.

² Idem.

³ Price Earning Ratio.

⁴ Hubert de La Bruslerie, Op. Cit, P: 201.

⁵ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 09.

⁶ Hubert de La Bruslerie, Op. Cit, P: 202.

(PER) ينقسم إلى نوعان وهما (PE الحالي) و(PE إلى الأمام)¹، حيث يتم الحصول على قيمة المؤسسة من خلال تطبيق مضاعف نسبة السعر إلى العائد (P/E) على هذا الربح، وهو الحد الأقصى لرسملة السوق من خلال أرباح المؤسسات المماثلة المدرجة في فرع النشاط². كما يمثل معدل رسملة الربح أو مضاعف النتيجة³. حيث يحسب بالعلاقة التالي⁴:

$$\text{REP} = \text{cours de l'action} / \text{bénéfice par l'action} \quad \dots (3-9)$$

$$\text{REP} = \text{السهم الحالي} / \text{ربح السهم}$$

أو :

$$\text{REP} = \text{capitalisation boursière} / \text{bénéfice} \quad \dots (3-10)$$

$$\text{REP} = \text{رسملة السوق (البورصة)} / \text{الربح}$$

حيث⁵:

$$\text{Capitalisation boursière} = \text{Nombre d'actions émises} \times \text{Cours de bourse} \quad \dots (3-11)$$

$$\text{رسملة السوق (البورصة)} = \text{عدد الأسهم المصدرة} \times \text{سعر السوق}$$

تعتبر هذه الطريقة الأكثر استخداماً من قبل المحللين الماليين. هي بمثابة نقطة مرجعية لمعرفة ما إذا كان الاستثمار (السهم) مكلفاً مقارنةً بالمؤسسات الأخرى من نفس القطاع. يتطور PER باستمرار وفقاً لتغيرات الأسعار (في البسط) ويعتمد على توقعات المحللين لصافي الأرباح (المقام)⁶. يتم حسابها بالنسبة لقطاعات النشاط الرئيسية، وهي مؤشر مميز يمثل موضوع المنشورات الحالية في جميع المراكز المالية. يجعل من الممكن مقارنة المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع. ولكن تبقى هذه الطريقة عبارة عن مفهوم تجريبي لم تخضع لأي توحيد قياسي (قبول عام). لذلك توجد طرق مختلفة لحساب الربح وسعر السهم منها: (آخر سعر، متوسط السعر، وما إلى ذلك). بشكل عام، يتم احتساب ربحية السهم كأرباح جارية بعد الضريبة (باستثناء العناصر غير المتكررة)⁷.

في مجال التقييم والمفاضلة بين المؤسسات المستهدفة، تعتبر طريقة (PER) واحد من طرق التقييم النسبي إلى جانب السعر إلى القيمة الدفترية والسعر إلى المبيعات وغيرها، حيث في التقييم النسبي تتم مقارنة الأصل بالقيم

¹ Liem Pei Fun, **Sautma Ronni Basana Price Earnings Ratio and Stock Return Analysis (Evidence from Liquidity 45 Stocks Listed in Indonesia Stock Exchange)**, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan (JMK), VOL.14, NO. 1, Indonesia, 2012, P: 08.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 38.

³ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 286.

⁴ Idem.

⁵ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 200.

⁶ Dov Ogien, **Op. Cit**, P: 127.

⁷ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 286.

التي يتم تقييمها من خلال السوق فيما يتعلق بالأصول المماثلة، بمعنى آخر تتم مقارنة مضاعفات الأسعار لسهم معين بقيمته المعيارية لتحديد ما إذا كانت هذه القيمة عادلة نسبياً أو مقومة بأقل من قيمتها أو مبالغ فيها نسبياً¹. وحسب طريقة (PER) نجد أن:²

- المؤسسات ذات النمو الأعلى ستكون لديها نسب PE أعلى من المؤسسات ذات النمو الأقل؛
- المؤسسات ذات المخاطر العالية سيكون لها نسب PE أقل من المؤسسات ذات المخاطر الأقل؛
- المؤسسات ذات الاحتياجات الأقل لإعادة الاستثمار لديها نسب PE أعلى من المؤسسات ذات معدلات إعادة الاستثمار الأعلى.

عموما المؤسسات ذات النمو المرتفع تميل إلى أن تكون لديها معدلات مخاطرة مرتفعة وكذا معدلات إعادة الاستثمار.

غالباً ما يستخدم العديد من المقيمين أو المحللين الماليين مضاعفات نسبة (PE) في تقييمهم بهدف تقديم آراء أو توصيات حول شراء أو بيع سهم معين، على وجه الخصوص يُوصون بشراء بعض الأسهم ذات نسبة (PE) منخفضة، لأنه يُنظر إليهم أنهم أقل قيمة مقارنة بالأسهم ذات (PE) مرتفعة³.

وعليه يمكن القول أن (PE) المرتفعة إلى أن سعر السهم مبالغ فيه. وفي مثل هذه الحالات يمكن بيع الأسهم حيث يتوقع انخفاض السعر المتضخم للسهم وتراجعها إلى قيمته الحقيقية. وعلى العكس، يشير انخفاض نسبة (PE) إلى أن السهم مُسعّر بأقل من قيمته. في هذه الحالة، يمكنك الشراء حيث يُتوقع أن مستثمرين آخرين سيلاحظون نقاط القوة الأساسية لتلك المؤسسة، وسيترفع سعر سهمها إلى قيمته الحقيقية قريباً. كما نجد كذلك أن هناك علاقة بين الربحية المالية RF و PER، يمكن صياغتها في العلاقة التالية:⁴

$$R_F = \frac{\text{bénéfice}}{\text{capitalisation boursière}} = \frac{1}{\text{PER}} \quad \dots (3-12)$$

يلعب PER دوراً كبيراً في تحليل سوق الأوراق المالية، حيث نجد أن في الممارسة العملية يُعتبر الأكثر استخداماً من ربحية سوق الأوراق المالية. يتم تقديره انطلاقاً من عدد سنوات الأرباح التي يرغب المستثمرون في دفعها للحصول على السهم⁵. ومع ذلك عند مقارنة (PE) للمؤسسات المختلفة قد تختلف التقييمات ومعدلات النمو

¹ Liem Pei Fun, **Op. Cit**, P: 08.

² Idem.

³ Ibid, P: 09.

⁴ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 287.

⁵ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 201.

لهذه المؤسسات في كثير من الأحيان بشكل وثيق بين القطاعات بسبب اختلاف طرق الكسب بالنسبة لهذه المؤسسات وكذا اختلاف الجداول الزمنية للحصول على تلك الأموال. وعلى هذا النحو، ينبغي للمقيم أن يستخدم فقط الربحية كأداة مقارنة عند المفاضلة بين المؤسسات داخل القطاع نفسه، حيث أن هذا النوع من المقارنة هو النوع الوحيد الذي سيؤدي إلى إعطاء رأي معقول حول قيمة المؤسسة.

بعض الانتقادات الموجهة لطريقة (PER):¹

- خلط بيانات سوق الأوراق المالية مع بيانات المحاسبة؛
 - PER هو مؤشر ثابت، عند استخدامه في شكل تنبؤي يبقى عرضة للنقاش حول التوقعات المالية للمؤسسة التي قد يتعين على المقيم القيام بها؛
 - PER وحده لا يمكن أن يقدم قيمة للمؤسسة لأنه في الواقع يختلف من سنة إلى أخرى.²
- إضافة إلى ذلك نجد أن الأرباح تعتبر مدخلاً مهماً في صيغة حساب هذه الطريقة، فإن تعديلها يمكن أن يؤثر على نسب (PE). فبالرغم من أن سعر السهم يحدده السوق المالي (البورصة) وهو متاح من طائفة واسعة من المصادر الموثوقة، ومع ذلك يسهل التلاعب في تقدير الأرباح (مقام) الصيغة الرياضية لطريقة نسبة (PE).

المطلب الثاني: طريقة نماذج خصم قسائم الأرباح

كما أشرنا سابقاً تقدير قيمة المؤسسة وفق هذه المقاربة يتم من خلال تحديد قيمة الأسهم الخاصة بها عن طريق خصم تدفقات الأرباح للمساهمين. والتالي أهم النماذج المتعارف عليها في مجال التقييم.

الفرع الأول: نموذج (IRVING FISHER):

حسب فيشر فإن هناك مصدرين للإيرادات (الدخل) وظيفهما في الصيغة التالية:³

$$S(0) = \sum_{t=1}^T \frac{div_t}{(1+r_a)^t} + \frac{S_T}{(1+r_a)^T} \quad \dots (3-13)$$

حيث:

S(t) : تمثل قيمة السهم (معدلة) في الزمن t؛

S_T= E₀(S(T)) : تمثل القيمة المتوقعة للسهم في T؛

r_a : المرادوية المطلوبة من قبل المساهمين أو تكلفة رأس المال؛

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 09.

² Caroline Selmer, Op. Cit, P: 168.

³ Abdelilah EL ATTAR, Op. Cit, P: 91.

$div_t = E_0(div(t))$: العائد المتوقع لكل سهم في الزمن t .

هذه الصيغة لا يزال من الصعب استخدامها عندما تكون سنة الحساب بعيدة عن السنة صفر، أي أنه كلما كانت الفترة المراد تقييم المؤسسة فيها طويلة كلما تحصلنا على نتائج بعيدة عن الواقع. بالإضافة إلى ذلك فإنه من الصعب بناء نموذج تقييم موثوق به يركز بالأساس على سلسلة أرباح S_T يتم تحصيلها على المدى الطويل لكون أن تحصيل هذه الأرباح يبقى غير مضمون وبالتالي فإن هذا النموذج يجيد عن الواقعية، بالإضافة كذلك لصعوبة تحديد قيمة أرباح الأسهم (Div) كل سنة إلى ما لانهاية.

يمكن صياغة نموذج فيشر كذلك وفق العلاقة التالية:¹

$$V = \sum_{t=1}^n D_t (1+i)^{-t} \quad \dots (3-14)$$

حيث:

D_t : إجمالي توزيعات الأرباح الموزعة خلال السنة t ؛

i : معدل الخصم المطابق لتكلفة حقوق الملكية، على اعتبار أن توزيعات الأرباح هي في جوهر التدفقات الصافية.

كما تم معالجة هذا النموذج من طرف كل من (IRWING) و (FISHER)، تمثلت في تطوير النموذج ليعالج احتمالية أو فرضية ثبات أرباح الأسهم المستحقة، وعليه تصبح الصيغة الأساسية قيمة سنوية دائمة D_t مخصومة بسعر t ، أي تصبح الصيغة على النحو التالي:²

$$V = \frac{D_1}{i} \quad \dots (3-15)$$

ولتجاوز الانتقادات والنقائص التي شابت نموذج (I. FISHER) وبهدف التبسيط وضمان الدقة تمكن (GORDON SHAPIRO) وغيره من تطوير نماذج أخرى يسهل اعتمادها ومرضية.

الفرع الثاني: نموذج (GORDON SHAPIRO)

نموذج (GORDON SHAPIRO) أو ما يسمى النمو الدائم، وهو نموذج مُطور لنموذج فيشر، يحمل اسم مؤلفيه GORDON و SHAPIRO، تم طرحه لأول مرة سنة 1956. يركز هذا النموذج على نموذج فيشر

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, Op. Cit, P: 274.

² Idem.

من خلال تقديم عدد معين من الفرضيات التي تجعل من الممكن الحصول على تقدير دقيق لقيمة السهم وبالتالي قيمة المؤسسة ككل¹. حيث يعتمد على مبدأ أن سعر السهم هو مجموع تدفقات الأرباح المستقبلية الناتجة عن المؤسسة مخصومة بمعدل العائد المطلوب من المساهمين².

تتمثل هذه الفرضيات في التالي³:

- زيادة أرباح الأسهم بمعدل ثابت، سنة بعد سنة (افتراض نمو الأرباح الدائم)؛
- ثبات تطبيق معدل توزيع الأرباح (Pay-out)⁴ كل سنة؛
- فترة توزيع الأرباح غير محدودة.

انطلاقاً من نموذج فيشر واستخدماً لهذه الفرضيات المقدمة، يمكن صياغة نموذج (GORDON SHAPIRO) على النحو التالي⁵:

$$S(0) = \frac{div_1}{r_a - g} \quad \dots (3-16)$$

حيث:

$S(0)$: تمثل قيمة السهم (معدلة) في الزمن t ؛

div_1 : أرباح الأسهم المتوقعة للسنة الأولى؛

r_a : المرادوية المطلوبة من قبل المساهمين أو تكاليف الأموال الخاصة؛

g : المعدل الثابت للأرباح المتوقعة إلى ما لا نهاية.

ويمكن صياغة النموذج وفق العلاقة التالية⁶:

$$VAL = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{DIV_n}{(1+t)^n} \quad \dots (3-17)$$

¹ Abdelilah EL ATTAR, **Op. Cit**, P: 92.

² Caroline Selmer, **Op. Cit**, 2006, P: 161.

³ Ibid, P-P: 161-162.

⁴ مصطلح أجلو سكسوني يتوافق ومعدل توزيع الأرباح، هذا المعدل يمثل النسبة بين الأرباح الموزعة وصافي نواتج المؤسسة.

⁵ Abdelilah EL ATTAR, **Op. Cit**, P: 92.

⁶ Florence PIERRE, Eustache Besançon, **Op. Cit**, P: 83.

حيث:

VAL : القيمة الحالية الصافية؛

DIV_n : الأرباح المحققة خلال السنة n؛

t : العائد المتوقع من قبل المساهمين.

من خلال المفهوم الأساسي لهذا النموذج نجد أنه يلقي انتقادات أو ملاحظات عديدة من حيث الصيغة الأساسية له، كون أن تطبيقه يتطلب معرفة أرباح كل سنة مقبلة، الأمر الذي يجعل منه قاعدة نظرية غير قابل للاستخدام في الممارسات.

ولتجاوز هذه الانتقادات حاول كل من GORDON و SHAPIRO اللجوء إلى فرضية تبسيط الأرباح (DIV)، النمو الدائم بمعدل ثابت g، وعليه يمكن كتابة صيغة حساب القيمة على النحو التالي:¹

$$VAL = \lim \left[\frac{DIV}{(1+t)} + \frac{DIV(1+g)}{(1+t)^2} + \dots + \frac{DIV(1+g)^n}{(1+t)^{n+1}} \right] \dots (3-18)$$

انطلاقاً من الصيغة أعلاه، تكون الأرباح المتوقعة DIV مساوية لكل من السنة الثانية $DIV(1+g)$ والسنة الثالثة $DIV(1+g)^2$ الخ... وعليه فإنه وفي حالة مساواة معدل النمو المستقبلي للصفر فإن قيمة المؤسسة تساوي:

$$VAL = \frac{DIV}{t} \dots (3-19)$$

يستخدم نموذج Gordon-Shapiro على نطاق واسع، لكنه يحمل افتراضاته وحدوده الخاصة². كونه يعتمد على التدفقات الحقيقية (أرباح الأسهم المدفوعة للمساهمين) ويستجيب في هذه النقطة إلى اهتمام المستثمر. حيث يسمح لهذا الأخير وكذا المدراء الماليين بتحديد قيمة المؤسسة على أساس توزيعات الأرباح وكذا ربحية المؤسسة وذلك بناءً على معدل العائد المطلوب (قيمة السهم)، ومن ثم إجراء مقارنة بين القيمة أو القيم المحسوبة مع تلك الموجودة في السوق أو غيرها من القيم المماثلة للخصائص المتاحة في السوق. رغم ذلك يبقى هذا النموذج لا يمكن الاعتماد عليه كأساس في عمليات التقييم المختلفة وضرورة ربطه بطرق تقييم أخرى.

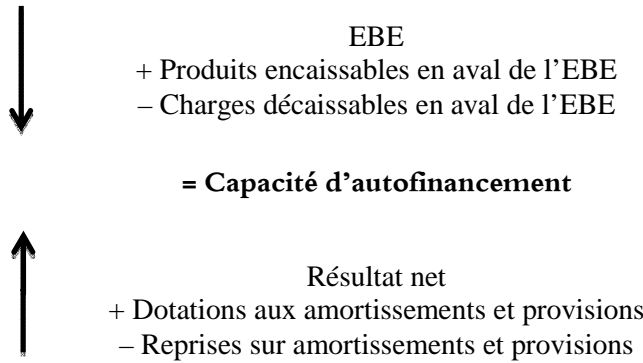
¹ Ibid, P: 84.

² Abdelilah EL ATTAR, Op. Cit, P: 92.

المطلب الثالث: طريقة القدرة على التمويل الذاتي CAF

حسب PCG يعرف التدفق النقدي بأنه: "التدفق النقدي المتبقي الفعلي أو المحتمل الناتج عن عمليات إدارة المؤسسة"¹. حيث يسعى التدفق النقدي أو CAF، إلى تقييم الفائض النقدي المحتمل الذي تحققه المؤسسة خلال السنة المالية من خلال مراعاة جميع منتجاتها القابلة للتحويل وجميع نفقاتها القابلة للصرف². من الممكن حساب القدرة على التمويل الذاتي CAF إما بطريقة الطرح أو بطريقة الإضافة، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل (3-1): حساب القدرة على التمويل الذاتي



Source: Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **Op. Cit**, P: 105.

يمثل التدفق النقدي الفرق بين المصروفات القابلة للتسوية والنفقات النقدية. حيث يمكن تحديده إما من الفائض التشغيلي الإجمالي أو من النتيجة الصافية، يطلق عليه في بعض الأحيان في المجال المالي "القدرة على التمويل الذاتي" أو "التدفق النقدي"³.

التمويل الذاتي ليس هو القاعدة أو الوسيلة لزيادة قيمة المؤسسة. ومع ذلك، هذا لا يعني عدم وجود علاقة بين التمويل الذاتي وعملية إنشاء القيمة في المؤسسة⁴.

حيث يمثل التمويل الذاتي الفرق بين قدرة التمويل الذاتي وتوزيعات الأرباح المدفوعة من قبل المؤسسة⁵.

¹ Dov Ogien, **Op. Cit**, P: 30.

² Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 176.

³ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 11.

⁴ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 179.

⁵ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 12.

استخداماته:¹

- سداد جزء من الديون طويلة ومتوسطة الأجل؛
- دفع أرباح الأسهم؛
- التمويل الذاتي لجزء من الاستثمارات التي تمت؛
- تقليل استخدام القروض النقدية من خلال تغطية أفضل لـ (BFR) من قبل (RF).

مزايا القدرة على التمويل الذاتي:

- تحسين الاستقلال المالي من خلال زيادة حقوق الملكية؛
- تنظيم الأرباح حسب اختلاف الاحتياطات.

ومع ذلك، يمكن أن يكون لنمو التمويل الذاتي عيوب:

- يعد عامل زيادة الأسعار من خلال زيادة سعر البيع لتعظيم قيمة القدرة على التمويل الذاتي؛
- انخفاض الأرباح قد يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم في شركات المساهمة؛
- مخاطر الاستثمارات في عدم تطابق الاحتياجات الحقيقية للمؤسسة.

تقوم هذه الطريقة مثل الطرق القائمة على تحديث الأرباح والتي تقوم في مجملها على انتقاد النهج القائم على خصم الأرباح الذي يتجاهل الأرباح الموزعة². بالإضافة إلى أن القدرة على التمويل الذاتي يعتبر أكثر تمثيلاً لأرباح المؤسسة كونها تتجاهل تلك المصاريف الوهمية (الاهتلاكات).

يتوافق القدرة على التمويل الذاتي مع التدفق النقدي المحتمل الذي سيمكن المؤسسة من تمويل نفسها داخلياً. على اعتبار أن مخصصات الاهتلاك والمؤونات مصاريف وهمية غير قابلة للصرف، باستثناء تلك المتعلقة ببعض الديون المعدومة أو غير قابلة للتحقق وكذا تلك المرتبطة بمخاطر حقيقة والتي لا يمكن اعتبارها غير قابلة للتحقق، حيث يمكن أن نصادف إمكانية صرفها على المدى البعيد³.

يمكن حساب قيمة المؤسسة من خلال هذه الطريقة وفق العلاقة التالية:⁴

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CAF_t}{(1+i)^t} \dots (3-20)$$

¹ Caroline Selmer, **Op. Cit**, P: 107.

² Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 34.

³ Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **Op. Cit**, P: 105.

⁴ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 34.

تبين العلاقة السابقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضاً القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسملة للقدرة على التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة¹.

المطلب الرابع: طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)

تعتمد هذه الطريقة على قدرة المؤسسة على توليد التدفقات النقدية في المستقبل ويتم خصمها بمعدل معين. هذا المعدل يعكس تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر والمخاطر التي قد تواجه المؤسسة عند توليد هذه التدفقات².

الفرع الأول: مفهوم التدفق النقدي المتاح (FTD)

التدفق النقدي المتاح (أو الحر) للمؤسسة هو التدفق النقدي بعد الضريبة المتاح لمختلف المقرضين. حيث يجب أن يكون التدفق النقدي المتاح متسقاً مع سعر الخصم المستخدم لتقييم المؤسسة. يمكن حساب (FTD) وفق العلاقة التالية³:

$$FTD_t = ETE_t - Dépenses d'investissement - Impôt théorique \dots (3-21)$$

التدفق النقدي المتاح = تدفقات خزينة الاستغلال - نفقات الاستثمار - الضرائب

وانطلاقاً من كون المتغير الرئيسي في حساب FTD هو نتيجة الاستغلال الإجمالية، يكمن حسابه كذلك وفق العلاقة التالية⁴:

$$FTD_t = RE_t + DAP_t - \Delta BFR_t - I_t \dots (3-22)$$

حيث:

RE_t : نتيجة الاستغلال بعد خصم الضرائب وقبل النفقات المالية؛

DAP_t : المخصصات والمؤونات (باستثناء الأصول التشغيلية) للسنة t؛

ΔBFR_t : التغيير في الاحتياج في رأس المال العامل في السنة t؛

I_t : استثمار السنة t.

انطلاقاً من كون التدفق النقدي المتاح يقيس قدرة المؤسسة على إنتاج النقد ووفقاً لهذا النموذج يمكن تقدير التدفقات النقدية المتاحة من إجمالي الفائض التشغيلي الذي تولده المؤسسة، أو من التمويل المتاح بعد التمويل الداخلي للنمو. حيث يتم حسابه على النحو التالي:

¹ بكاري بلخير، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

² <http://www.evaluationentreprise.net>, consulté le: 17/11/2019.

³ Hubert de La Bruslerie, Op. Cit, P: 337.

⁴ Ibid, P-P: 337-339.

إجمالي فائض التشغيل EBE

- التغير في احتياجات رأس المال العامل (ΔBFR)
- استثمارات التشغيل
- = المتاح بعد التمويل الداخلي للنمو
- +/- صافي المصروفات المالية
- توزيعات الأرباح
- الضرائب
- = التدفق النقدي المتاح (FTD)

الفرع الثاني: مبدأ طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)

ظهرت طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF) لأول مرة رسمياً في عام 1938م في نص John Burr Williams: "نظرية قيمة الاستثمارات"¹. كان هذا بعد انهيار سوق الأسهم في عام 1929م وقبل أن تقوم منظمة المحاسبة الوطنية بالتحقق من أسباب هذا الانهيار بتكليف من لجنة الأوراق المالية والبورصات (SECURITIES AND EXCHANGE Commission). بطبيعة الحال بسبب الإفلاس أصبح المستثمرون حذرين بشأن الاعتماد على الدخل المؤجل، أو في الواقع تم حساب جميع مقاييس القيمة بشكل مستقل عن السيولة. خلال الثمانينيات والتسعينيات أصبحت قيمة السيولة والملكية الملموسة تدريجياً أقل ارتباطاً بالقيمة الإجمالية للمؤسسة (وفقاً لما تحدده سوق الأسهم). ووفقاً لبعض التقديرات انخفضت القيم المادية إلى أقل من خمس القيمة الإجمالية للنشاط التجاري. الأصول غير الملموسة (مثل براءات الاختراع، ونماذج الأعمال التجارية الخاصة، وقنوات التوزيع، وما إلى ذلك).

تفترض هذه الطريقة أن الأصل يستحق ما سيعيده. حيث تقوم على عنصرين مهمين:²

- تحديد التدفقات النقدية المستقبلية المتاحة (التدفق النقدي الحر) المستحقة لجميع مقدمي الأموال (المساهمين والدائنين الماليين)؛
 - تحديث هذه التدفقات بمعدل يمثل متطلباتهم من حيث الربحية.
- غالباً ما يُعتبر التقييم وفق هذه الطريقة الأكثر ملاءمة، كونه يجعل من الممكن دمج المكونات الإستراتيجية والاقتصادية للمؤسسة من جهة وآفاق تطويرها من جهة أخرى، وكذا يركز على ربحية مقدمي الأموال مع مراعاة مستوى المخاطر المرتبطة باستثماراتهم، لذلك يتطلب قبل القيام بعملية التقييم وفق هذه الطريقة ضرورة قيام المقيم

¹ https://www.12manage.com/methods_dcf_fr.html, consulté le: 17/11/2019.

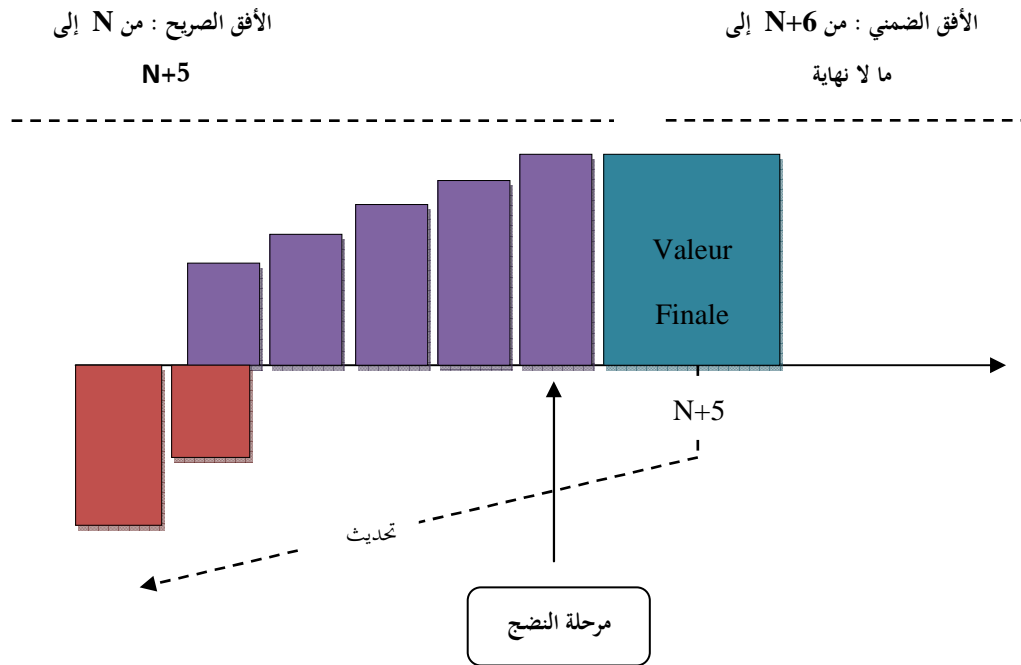
² Joëlle Lasry, Pierre Préjean, Op. Cit, P : 46.

بالتشخيص الاستراتيجي الحقيقي المسبق للمؤسسة والذي سيساعد على فهم أسباب أدائها وتحديد الانحرافات الحقيقية أو المحتملة.

الفرع الثالث: تحديد قيمة المؤسسة

قيمة المؤسسة هي قيمة اقتصادية لا تأخذ في الاعتبار الهيكل المالي. كونها تساوي مجموع التدفقات النقدية المتاحة (FTD) المستحدثة بمعدل العائد المتوقع من قبل جميع مزودي الأموال¹. لذلك فإن قيمة المؤسسة تساوي الخصم وبمعدلات ثابتة للتدفقات النقدية التي سوف تولد من السنة المقبلة إلى ما لا نهاية². حيث أن هذه الطريقة تُميز بين فترتين، الأفق الصريح والضمني³. كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-3): يوضح قيمة المؤسسة وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة



Source: <https://www.leblogdesfinanciers.fr>

من خلال الشكل أعلاه نجد أن:⁴

◀ **الأفق الصريح (L'horizon explicite):** مدته عموماً ما بين 3 و 5 سنوات، وهي تتوافق مع فترة تكثيف النشاط. حيث ومن خلاله يمكن التقدير أو التنبؤ بالتدفقات السنوية بناءً على افتراضات نمو المبيعات، والتغيرات في معدل الهامش، والتوظيف، والاستثمارات، إلخ. حيث ينتهي هذا الأفق بمجرد أن تنضج المؤسسة.

¹ <https://www.leblogdesfinanciers.fr>, consulté le: 17/11/2019.

² TLAMSI Ismahene, **Op. Cit**, P: 92.

³ <https://www.leblogdesfinanciers.fr>, consulté le: 17/11/2019.

⁴ <https://www.leblogdesfinanciers.fr>, consulté le: 17/11/2019.

◀ الأفق الضمني (L'horizon implicite): الأفق الضمني يبدأ في نهاية الأفق الصريح إلى ما لا نهاية، حيث تسمى القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة خلال هذا الأفق بالقيمة النهائية. ويمكن اختصار خطوات التقييم وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-3): خطوات التقييم وفق مقارنة تدفقات الخزينة المستحدثة

<p>حساب التدفق النقدي المتاح (FTD):</p> <p>← التدفق النقدي التشغيلي قبل تأثير طريقة التمويل (أي قبل النفقات المالية) والتي تمثل تدفقات إلى المساهمين والمقرضين الناتجة عن الأصول الاقتصادية التي تُطرح منها الاستثمارات اللازمة للحفاظ على النشاط.</p> <p>← التحديث بتكلفة رأس المال (CMPC)</p>	
<p>القدرة على التمويل الذاتي (CAF)</p> <p>- التغير في الاحتياج في رأس المال (ΔBFRE)</p> <p>- صافي الاستثمارات</p>	<p>الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE)</p> <p>- الضرائب</p> <p>- التغير في الاحتياج في رأس المال (ΔBFRE)</p> <p>- صافي الاستثمارات</p>
<p>تم إضافة القيمة المستحدثة للمؤسسة في نهاية الفترة المحددة (بشكل عام، يتم استحداث نتيجة التشغيل بعد حساب الضرائب خلال فترة غير محدودة).</p>	
<p>حساب القيمة الحالية للدين (أو القيمة السوقية).</p>	
<p>الخطوة الثانية: تأثير الدين</p>	
<p>الخطوة الثالثة: حساب قيمة الأموال الخاصة</p> <p>قيمة الأموال الخاصة = القيمة الإجمالية - قيمة الدين</p>	

Source : Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, DSCG 2 : Finance " MANUEL ET APPLICATIONS", 2^e édition, Dunod, Paris, 2009, P: 275.

من خلال الخطوتين الثانية والثالثة نجد أن:

قيمة المؤسسة ترتبط بصافي التدفق النقدي السنوي الذي يتم مشاركته بين نوعين من مقدمي رأس المال: المساهمين والدائنين الماليين¹. حيث أنه للحصول على القيمة V من حقوق الملكية يجب إزالة الدين والتي تُقيم بالقيمة السوقية.

الفرع الرابع: حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة

طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF) تفترض أن قيمة الأصل تقابل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية²، حيث تعتبر المؤسسة كياناً لا تعتمد قيمتها على أرباحها، ولكن على ربحيتها التي تقاس بتدفقها النقدي المتاح أو التدفق النقدي الحر، كما تعتبر هذه الطريقة امتداد لطريقة خصم الأرباح³. وعليه فإن المبدأ الأساسي لهذه الطريقة هو أن قيمة الأصل الاقتصادي تساوي القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية التي يولدها.

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 336.

² Par Franck Cedda, **L'évaluation d'entreprises "Crise des méthodes ou méthodes de crise"**, 10 ième colloque de comptabilité nationale, séance du 21 janvier : la valeur de l'entreprise, P: 02.

³ Caroline Selmer, **Op. Cit**, P: 163.

طريقة التقييم هذه متماسكة نظرياً تماماً كونها تعتبر المؤسسة كمشروع استثماري معقد لا يستحق إلا ما يدفعه في المستقبل. حيث يتم استحداث تدفقات الخزينة وفق العلاقة التالية:¹

$$VE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+K)^t} \dots (3-23)$$

حيث:

FTD_t : التدفق النقدي المتاح في السنة t؛

k: التكلفة الإجمالية لرأس المال للمؤسسة.

تساهم ثلاثة عناصر في أهمية هذه الطريقة (التدفق النقدي، تكلفة رأس المال والتدفقات النقدية طويلة الأجل للمؤسسة). عن طريق خصم التدفقات النقدية بمعدل يساوي على الأقل تكلفة رأس المال، حيث يتم تقييم الربح الإضافي الناتج عن المؤسسة وبالتالي زيادة قيمتها. التدفق النقدي المستخدم هو التدفق النقدي المتاح، أي صافي الفائض النقدي بعد تمويل استثمارات التشغيل والتوزيع.² وعليه فإن قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة تحسب وفق العلاقة التالية:³

$$V = \text{Som } FTD_a \times (1+t)^{-a} + FTD_n \times (1+t)^n \dots (3-24)$$

حيث:

FTD : التدفق النقدي المتاح للسنة؛

t: معدل الخصم (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)؛

FTD_n : التدفق النقدي المتاح للسنة n (السنة الأخيرة من الفترة المستهدفة).

حيث يتم تحديد التدفقات النقدية المتاحة من الفوائض النقدية الصافية السنوية بعد الأخذ في الاعتبار تمويل الاستثمارات التشغيلية وبعد توزيع القيمة المتبقية والتي يحتمل أن تمثل قيمة جد مهمة، يتم احتسابها عن طريق رسملة غير محدودة لآخر تدفق متاح متوقع بعد الأخذ في الاعتبار نمو هذا التدفق. وفق العلاقة التالية:⁴

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FTD_i}{(1+t)^i} + \frac{FTD_n}{(1+t)^n} \dots (3-25)$$

¹ Hubert de La Bruslerie, **Op. Cit**, P: 336.

² Caroline Selmer, **Op. Cit**, P: 163.

³ Idem.

⁴ Didier Van Caillie, **Op. Cit**, P: 07.

حيث:

FTD_i : التدفق النقدي المتاح في السنة i ؛

t : معدل الخصم متضمن المخاطر (متوسط التكلفة المرجح لرأس المال "CPMC")؛

FTD_n : التدفق النقدي المتاح في السنة n .

تقوم عملية تقييم المؤسسة وفق طريقة (DCF) على مراحل مختلفة¹. في المرحلة الأولى، يتم تطوير سيناريوهات للتنبؤ بالتدفقات النقدية المتاحة المستقبلية (FTD) خلال السنوات الخمس إلى العشر القادمة. بعد ذلك، يتعين على الخبير المقيم تحديد معدل خصم مناسب، ومتوسط تكلفة رأس المال المرجح (CPMC) لخصم جميع (FTD_n) في المستقبل. في الخطوة التالية، يجب تحديد القيمة النهائية (VT). حيث تمثل هذه الأخيرة القيمة الحالية الصافية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية التي تتراكم بعد الفترة الزمنية المغطاة. وتحسب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كذلك وفق العلاقة التالية:²

$$VE = \frac{\sum_{t=1}^n FTD_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_n}{(1+k)^n} \quad \dots (3-26)$$

مع أن:³

VT_n : القيمة النهائية في n

$$VT_n = \frac{FTD(1+g)}{(k-g)} \quad \dots (3-27)$$

حيث:

FTD_t : التدفقات النقدية المتاحة؛

K , le WACC ou le CMPC: معدل الخصم؛

g : معدل النمو إلى ما لا نهاية.

القيمة النهائية (VT): تتمثل في التدفق النقدي الأخير للفترة التي شملتها الدراسة (فترة التقييم)، حيث إذا وضعنا توقعات على مدى 5 سنوات، فسنجد أن كل سنة نستخدم فيها التدفق المتوقع للعام الماضي. غالباً ما يتم تقدير القيمة النهائية VT بواسطة نموذج CMPC.

تعتبر القيمة النهائية نتاج هذه الطريقة والتي تتوافق مع قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة المستهدفة في نهاية أفق التنبؤ الصريح⁴. حيث تمثل في كثير من الأحيان حصة كبيرة من قيمة المؤسسة، وهذا ما يفسر حقيقة أن التوقعات وضعت في أفق قصير نسبياً مقارنة بعمر الأصول⁵.

¹ Florian Steiger, **The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods**, Seminar Paper Fall 2008, European Business School, P: 04.

² Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, **Op. Cit**, P: 42.

³ Idem.

⁴ Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **Op. Cit**, P: 35

⁵ Idem.

الفرع الخامس: صعوبات وحدود تطبيق هذه الطريقة

1- صعوبات تطبيق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة

بشكل عام، يجب مقارنة نتائج إحدى طرق التقييم بالنتائج الواردة في طرق أخرى، كما يجب تحديد الانحرافات ومن ثم تحديد نطاق القيم التي تنطبق على خصائص التقييم التي تم إجراؤها.

ومع ذلك، فيما يتعلق بطريقة التدفقات النقدية المستحدثة، ومع مراعاة المعايير المختلفة التي يتم أخذها في الاعتبار، يوصى بإجراء عملية التقييم وفقاً لعدة افتراضات. وبالتالي، يمكن إنشاء العديد من السيناريوهات فيما يتعلق بالبيانات في خطة العمل، خاصة عندما تكون بعض الأنشطة مرتبطة بالعناصر الخارجية، حيث أن تنوع السيناريوهات يجعل من الممكن مراعاة الشكوك المرتبطة بخطة العمل¹.

تعتمد طريقة (DCF) على بيانات تقديرية، وبالتالي تتطلب قدرًا كبيرًا نسبيًا من التنبؤات لحالة الأعمال المستقبلية للمؤسسة والاقتصاد بشكل عام². حيث أن التغييرات الطفيفة في الافتراضات الأساسية ستؤدي إلى اختلافات كبيرة في قيمة المؤسسة³. لذلك من المهم جداً معرفة الافتراضات المستخدمة وكيفية تأثيرها على نتيجة التقييم. لهذا السبب وجب على الخبير المقيم الدراية الكاملة بجميع عوامل المدخلات الأساسية اللازمة لتحليل (DCF) وتفحص العواقب التي تُحدثها التغييرات في الافتراضات على قيمة المؤسسة.

كما ترى Sonia BONNET-BERNARD أن صعوبة تطبيق هذه المقاربة تنحصر في نقطتين⁴:

- تتمثل أولها في إعداد خطة العمل، فيما يتعلق بالتاريخ والتطور المتوقع للمؤسسة وكذا مركزها التنافسي مقارنة بنظيراتها. وعليه بات من الضروري إجراء تحليل معمق لتشكيل التدفقات والاختلافات التاريخية بين الميزانيات والنواتج قبل تنفيذ هذه الطريقة؛
- أما الصوبة الثانية فتتمثل في نمذجة القيمة النهائية (VT) وتحديد المعايير المالية للتقييم (معدل الخصم والنمو غير المحدود).

2- حدود اعتماد طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة

انطلاقاً من كون هذه الطريقة تعتمد بالدرجة الأولى على التدفق النقدي المتاح (FTD) الذي يمكن للمؤسسة تحقيقه في المستقبل كأساس لتقدير قيمة المؤسسة، حيث تأخذ التمويل الطبيعي للنمو (حيازة استثمارات جديدة) بعين الاعتبار مرة واحدة، الأمر الذي يعطي مقياساً للإمكانات المالية المتاحة داخل المؤسسة لتنفيذ إستراتيجية جديدة، ومع ذلك هناك بعض القيود:

أ- على مستوى صيغة الطريقة: نجد أنه من الصعب تحديد القيمة المتبقية FTD_n ، خاصة عندما يكون أفق التنبؤ خلال السنة n يتوقف على التقدير وجودة المعلومات وقدرات المحللين والمقيمين خلال فترة زمن قصيرة.

¹ Joëlle Lasry, Pierre Préjean, Op. Cit, P: 55.

² Florian Steiger, Op. Cit, P: 01.

³ Idem.

⁴ Sonia BONNET-BERNARD, L'évaluation : un art qui nécessite une combinaison de compétences, Revue Française de Comptabilité, N°458 Octobre 2012, P: 31.

ب- من حيث المبدأ التشغيلي نفسه: عندما تكون المؤسسة قد حققت في فترة ما FTD سلبي، على سبيل المثال حيازة مجموعة من الاستثمارات التشغيلية الهامة، هذا يثير مشكلة التمييز الدقيق أحيانا بين الاستثمارات التشغيلية العادية والاستثمارات الإستراتيجية. في هذه الحالة فإنه من الضروري التفكير من حيث توقعات FTD المحتملة من خلال مضاعفة افتراضات التبسيط وبالتالي المخاطرة، الأمر الذي ينقص من أهمية هذه الطريقة في التقييم.

خلاصة الفصل:

انطلاقاً من كون أن هذه المقاربة تقوم على تحيين أو خصم التدفقات المتأتية من أنشطة المؤسسة نجد أن مفهوم التدفقات يقوم بالدرجة الأولى على النواتج المحاسبية (بيان حسابات النتائج)، حيث أن النواتج الصافية التي قد تُفصح عنها المؤسسة غالباً ما يتم التلاعب في مصداقيتها بحيث تحيد عن النواتج الفعلية المحققة، الأمر الذي يُعيق عملية التقييم من خلال عدم القدرة على معرفة حقيقة العوائد المتأتية من أنشطة المؤسسة ومن ثم إعاقه عملية التنبؤ بالقدرة الربحية.

تقوم مقارنة التدفقات باختلاف طرقها على استخدام عناصر حسابية متعلقة بالمستقبل (تنبؤات) يصعب تحديدها، خاصة إذا تعلق الأمر بمعدل الخصم أو الاستحداث للتدفقات المتوقع حدوثها في المستقبل.

تعتمد مقارنة التدفقات على بيانات متعلقة بالمستقبل (تنبؤات)، الأمر الذي يجعلنا أمام العديد من الافتراضات، هذه الأخيرة تُعنى بقدر كبير من الأهمية كون أي تغيرات طفيفة فيها سيؤدي ذلك إلى انحرافات على مستوى قيمة المؤسسة.

تتضمن هذه المقاربة عدة طرق مشتقة منها تقوم في مجملها على قاعدة مفادها أن الأرباح المحققة في الوقت الحالي يمكن تحقيقها في المستقبل، حيث نجد أن لكل طريقة خصائص معينة في تحديد أو حساب قيمة المؤسسة وهذا ما يميز هذه المقاربة عن مقارنة الذمة المالية أو المختلطة، أنها من خلال الطرق المشتقة منها تعطينا مجال أو نطاق للقيمة يُمكننا من خلاله اختيار القيمة الأنسب وذلك حسب الغرض من عملية التقييم.

الفصل الرابع:

تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في
الآبار (ENTP) وفق مقارنة التّدفقات

تمهيد:

بعد تطرقنا في الجانب النظري إلى مختلف المفاهيم الخاصة بالتقييم المالي وكذا الطرق المختلفة له والمفاضلة بينها واختيار الأنسب والأدق في تحديد قيمة حقيقة للمؤسسة بعيدة عن كل أنواع الغموض والتحيز وسوء التقدير، وحتى نثري هذه المفاهيم ارتأينا القيام بدراسة ميدانية تطبيقية في إحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، وقد وقع اختيارنا على المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP)، وهي إحدى المؤسسات الكبرى والرائدة في مجال الحفر والتنقيب عن البترول في الجزائر.

المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة

تم اختيار المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) كمؤسسة ناشطة في قطاع المحروقات. ويعود اختيارنا لهذه المؤسسة لكبر حجمها ومكانتها الاقتصادية، وكذا مختلف مشاريعها التي في غالبها يتم تحسيدها مع شريك (شركة أجنبية).

المطلب الأول: تقديم المؤسسة محل الدراسة

يدخل تقديم المؤسسة أو التعريف بها ضمن أولى مراحل عملية التقييم والمتمثلة في مرحلة جمع المعلومات في إطار عملية التقييم المالي، حيث تعتبر هذه الخطوة من أهم الخطوات المساعدة في تقييم المؤسسة في سبيل الوصول إلى معرفة جيدة بالمؤسسة موضوع التقييم.

الفرع الأول: نبذة تاريخية عن مؤسسة (ENTP)

هي المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار المولودة من الأم سوناطراك، أنشأت بمرسوم تنفيذي 171/18 بتاريخ 1981/08/01. بعد إعادة هيكلة المؤسسة الأم سوناطراك، لتصبح جاهزة للإنتاج في أول جانفي سنة 1983م.

◀ **جوان 1989م:** بعد صدور قانون إصلاح المؤسسات الوطنية، أصبحت هذه الأخيرة شركة ذات أسهم EPE.SPA والمساهمون في فيها الشركة الأم سوناطراك والشركة القابضة العمومية للإنجازات ومواد البناء.

◀ **30 مارس 1998م:** التنازل عن 51 بالمائة من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة من قبل الشركة القابضة "إر. جي. تي" لصالح سونطراك.

تطور رأسمالها الاجتماعي المحرر تماما بمستويات متتالية من 40 مليون دينار جزائري إلى 300 ثم 1.600 ليلغ 2.400 مليون دينار جزائري في 2001.

كان حاملو الأسهم آنذاك كالتالي:

✓ 51 بالمائة لسونطراك / الشركة القابضة / الخدمات البترولية SPP؛

✓ 49 بالمائة لشركة تسيير المساهمات TRAVEN.

◀ **1 جانفي 2005م:** نقل الأسهم التي كانت تمتلكها شركة تسيير المساهمات TRAVEN المنحلة، إلى شركة تسيير الأسهم INDJAB.

◀ **28 ديسمبر 2005م:** التنازل مجانا عن الأسهم المملوكة من شركة تسيير أسهم الدولة.

49 بالمائة لفائدة الشركة القابضة سوناطراك، وأصبحت المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار بموجبه شركة تابعة لسوناطراك مائة بالمائة.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) وفق مقاربة التدفقات

المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) هي مؤسسة بترولية متواجدة بالمدينة الصناعية حاسي مسعود التابعة لولاية ورقلة والجدول التالي يعرفها بإيجاز:

الجدول رقم (4-1): تعريف موجز بالمؤسسة محل الدراسة

التسمية	المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTP
الطبيعة القانونية	مقتضى المرسوم التنفيذي 81-171
رأس المال الاجتماعي	67 000 000 000,00 دج
عدد العمال	9 983 عامل
المقر الاجتماعي	المنطقة الصناعية 20 أوت 1955 حاسي مسعود ولاية ورقلة

المصدر: الموقع الإلكتروني للشركة الوطنية للأشغال في الآبار www.entp.dz. تصفح بتاريخ:

2021/10/26

الفرع الثاني: هيكل المؤسسة

تعتبر المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار من المؤسسات الرائدة في مجال الحفر في الجزائر، وكأي مؤسسة تسعى هذه الأخيرة إلى الاستمرار والنمو وخاصة المحافظة على حصتها السوقية ومكائنتها، وكذا قيمتها السوقية كون نشاطها قد يصاحب أي نوع من عمليات الشراكة أو الاندماج، ولوصول المؤسسة إلى مُبتغاهها وجب عليها الاهتمام بجميع العناصر المادية والمعنوية التي من شأنها إنشاء قيمة مضافة.

بهدف الاحتفاظ بأسهمها في سوق الحفر والحفاظ على مركزها كأول متعاقد للحفر وتحسين نتائجها تقوم المؤسسة على الهيكل التنظيمي التالي:

- المديرية العامة
- الفرع التقني
- الفرع اللوجستي
- فرع التنمية
- فرع الإدارة والمالية.

يُجد في قمة هرم المؤسسة رئيس مجلس الإدارة والذي تتفرع منه أربعة أقسام أساسية وهي: مديرية العمليات، مديرية الخدمات اللوجيستية والتسويق، مديرية التطوير ومديرية المالية (أنظر الملحق رقم 01).

الفرع الثالث: نشاطات المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP):

تتعدد نشاطات المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار، نذكر أهمها:

◀ النشاطات الأساسية: تتمثل في:

- حفر وصيانة آبار المحروقات؛
- حفر آبار المياه العميقة؛
- نقل آلات الحفر ومُحَيِّمات الحفر وتصليح الناقلات؛
- الصيانة البترولية.

◀ النشاطات التكميلية: تتمثل في:

- نشاطات النقل؛
- الفندقية.

1- سوق المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار: تُعدّ المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار أول متعامل مختصّ في

حفر الآبار في الجزائر إذ تسيطر على 50% من السوق. أهمّ زبائنها:

- ✓ سوناطراك؛
- ✓ المتعاملين الأجانب شركاء سوناطراك؛
- ✓ ولايات الجنوب الجزائري في مجال حفر آبار الريّ.

2- الطاقة الإنتاجية: المؤسسة حالياً هي الرائدة في مجال الحفر، حيث تحضى بحصة سوقية كبيرة مقارنة بمنافستها

المباشرة المؤسسة الوطنية للتنقيب (ENAFOR)، كما تعتمد عليها المؤسسة الأم (SONATRACH) بشكل كبير. تُشرف مؤسسة ENTP على حوالي 270 بئر نفط في السنة من أصل حوالي 400 بئر كإجمالي استثمارات المؤسسة الأم (SONATRACH) في المجالات الثلاثة (استكشاف، حفر، إنتاج). يمكن توضيح تطور إنتاج مؤسسة ENTP من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-2): تطور الإنتاج في مؤسسة ENTP

الوحدة: مليون دج

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
الإنتاج (Production)	54 812,69	56 171,81	60 574,74	61 092,67	48 385,75
معدل نمو الإنتاج (%)	-	2,48	7,84	0,86	(20,80)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق رقم (12-16).

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

من خلال الجدول في الصفحة السابقة يتضح لنا التطور المهم في إنتاج المؤسسة على مدار الأربعة سنوات الأولى (2016-2019)، وأعظم تطور وصل له الإنتاج كان سنة 2018، حيث حققت المؤسسة زيادة في الإنتاج بمعدل 7,84% مقارنة بالسنة المالية السابقة، أين شهدت هذه السنة زيادة وتيرة الأنشطة الأساسية الثلاثة للمؤسسة الأم (استكشاف، حفر، إنتاج). وبالتالي كان لمؤسسة ENTP نصيب الأسد فيها على عكس سنة 2020 تماما، أين جمدت المؤسسة الأم كل من نشاطي الاستكشاف والحفر بسبب جائحة (Covid 19 virus) وهو ما أثر بشكل مباشر على إنتاج مؤسسة ENTP، حيث انخفض إنتاجها خلال هذه السنة إلى ما يعادل (20,80%). كما أشرفت مؤسسة ENTP خلال هذه السنة على ما يقارب 199 بئر نبط فقط بقيمة تقدر بـ 6 539 533 011,00 دج.

الفرع الرابع: عدد العمال في 2020

يبلغ العدد الإجمالي لعمال المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTP حوالي 9 983 عاملا من بينهم 5 670 عامل ثابت 4 313 عامل بعقد عمل محدد المدة.

بلغت مصاريف العمال في 2020/12/31 ما يقدر بـ 24 357 414 826,83 دج، مقارنة بما تم تسجيله في 2019/12/31 والمقدر بـ 22 973 514 190,04 دج. حيث سجلت زيادة في مصاريف المستخدمين بما يعادل 6% مقارنة بسنة 2019. كما تجدر الإشارة إلى أن مصاريف المستخدمين تعتبر من المصاريف المهمة من حيث القيمة مقارنة بالمصاريف الأخرى التي تتحملها المؤسسة. وعليه وجب دراسة وتحليل هذه التكاليف استعانة بالجدول التالي:

الجدول رقم (4-3): إنتاجية العامل في مؤسسة ENTP

الوحدة: مليون دج

2020	2019	2018	2017	2016	السنوات
25 758,77	35 183,77	35 637,96	34 558,37	34 215,90	القيمة المضافة للاستغلال VA _E
(0,27)	(0,01)	0,03	0,01	-	معدل نمو VA _E (%)
9 983	9 415	8 702	8 287	7 455	عدد العمال
8 768 عامل					متوسط عدد العمال
2,94	4,01	4,06	3,94	3,90	VA _E / عدد العمال (دج / عامل)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق رقم (12-16) ومصلحة الموارد البشرية في المؤسسة.

تهدف من خلال الجدول في الصفحة السابقة بالدرجة الأولى إلى تحديد إنتاجية كل عامل في المؤسسة وهو أمر مهم بالنسبة للمؤسسة في ظل سياسة التوظيف المعتمدة من طرفها والتي تقوم على طريقتين (عامل دائم، عامل متعاقد).

1- معدل نمو القيمة المضافة: من خلال الجدول رقم (3-4) نلاحظ أن قيم (VA_E) موجبة خلال كل سنوات الدراسة وتشهد ارتفاع في مستوياتها خلال الثلاث سنوات الأولى، أين حققت المؤسسة أكبر ارتفاع في مستوياتها سنة 2018 بمعدل قدر بـ 0,03%، إلا أن هذا المعدل شهد انخفاض في السنتين الأخيرتين أين سجل أكبر انخفاض في سنة 2020 بمعدل (0,27%). يمكن تفسير ذلك بعدم تحكم المؤسسة في تكاليفها خاصة تكاليف الحفر، إضافة إلى انخفاض رقم الأعمال نظراً للطرف الصحي الذي يعيشه العالم (Covid 19 virus).

2- إنتاجية العمال: من خلال قسمة (VA_E) على متوسط عدد العمال تتضح لنا إنتاجية كل عامل في المؤسسة، حيث نلاحظ أن إنتاجية كل عامل في تزايد مستمر خلال الثلاث سنوات الأولى، لتتخف خلال السنتين الموالتين، كما شهدت سنة 2020 أكبر انخفاض لإنتاجية العامل في ENTP كون أن هناك علاقة طردية بين إنتاجية العامل والقيمة المضافة.

3- المنح والعلاوات: الحوافز المادية التي تمنحها المؤسسة لعمالها تتمثل في مجموعة من العلاوات والمنح، من بين هذه العلاوات ما يلي:

- علاوة المسؤولية وتمثل 15-30 بالمئة من الأجر القاعدي، تمنح هذه العلاوة للإطارات والمسيرين؛
- علاوة السلم (Prime d'échelle): تمنح هذه العلاوة كل سنتين، يتم من خلالها زيادة الأجر القاعدي بسلم (درجة)، ويشترط عند منح هذه العلاوة أن يكون العامل (الموظف) قد حصل على درجة تقييمية تفوق 80 درجة في السنتين الماضيتين، مع عدم حصوله على أي عقوبة؛
- علاوة النقل (Prime de transport).

أما المنح فهي عديدة ومتنوعة، نذكر منها:

- منحة التعب وتقدر بـ 06% من الأجر القاعدي؛
- منحة الخطر وتقدر بـ 07% من الأجر القاعدي؛
- منحة العزلة، منحة المناوبة، منحة الوسخ، منحة التغذية،... الخ.

4- تعويضات التقاعد: بخصوص هذا البند فإن المؤسسة تُطبق تعليمات المجلس الوطني للمحاسبة (CNC) فيما يتعلق بالقواعد المحاسبية وتقييم التزامات التقاعد والمزايا المماثلة.

المطلب الثاني: البعد الاستراتيجي للمؤسسة

الأهداف الإستراتيجية التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها يتم تحديدها على مستويين (المدى البعيد والمدى القصير). يتم توزيعها على المصالح والأقسام (أهداف كل مصلحة)، يسعى رئيس كل مصلحة إلى تسجيل هذه الأهداف والتفكير في الفرص البديلة في حال تعذر تسجيل هذه الأهداف تأثراً بسبب أو ظرف معين، ومن ثم يتم اتخاذ القرار الأنسب مع تحقيق الأهداف الموضوعية بمشاركة مديري المصالح، حيث تمر عملية تسيير النشاط في المؤسسة بخصوص اتخاذ القرارات بثلاث مستويات تتمثل في:

- استراتيجي: متمثل في مجلس الإدارة والرئيس المدير العام ومدير الفروع؛
- تكتيكي (سنوي): متمثل في جميع المديرات والوظائف التابعة لها؛
- تنفيذي: جميع الوظائف المباشرة في تنفيذ العمليات.

من خلال كل مستوى من هذه المستويات يتم اتخاذ قرارات مختلفة في طبيعتها حسب طبيعة كل مستوى إداري نذكر أهمها.

الفرع الأول: الأهداف والقرارات الإستراتيجية

لكي تبقى مؤسسة ENTP رائدة في سوق الحفر وصيانة الآبار اتخذت مجموعة من القرارات الإستراتيجية، نذكر أهمها:

- تحسين الربحية لضمان الاستدامة والوفاء بالتزاماتها تجاه المساهمين؛
- الانفتاح على التقنيات الجديدة؛
- تنمية الموارد البشرية؛
- بناء ثقافة مؤسسية مشتركة بين جميع العاملين؛
- الحفاظ على الحصة السوقية؛
- التركيز على نقل خبرتها في المجال نحو الخارج؛
- تطبيق مبدأ QHSE المتطابق مع الإدارة المتكاملة وفقاً للمعايير الدولية:
 - ISO9000 ✓
 - ISO14000 ✓
 - ISO18000 ✓
- إنشاء فروع تابعة محلياً وخارجياً في إطار توسيع النشاط؛
- الدخول في شراكة مع مؤسسات محلية وأجنبية في مجال حفر الآبار بنوعها (آبار النفط، آبار المياه)؛

- إنشاء مشروع "Crude Oil" يهدف إلى تغيير المازوت المستعمل في الآلات بالبترول الخام؛
- اقتناء "Mâts et Substructures" لآلات HP2000؛
- تطوير آلات HP1500 و TP161؛
- التطبيق الفعال لنظام ERP والذي تم اقتناؤه سنة 2005.

الفرع الثاني: القرارات التكتيكية

يصدر هذا النوع من القرارات من قبل الإدارة الوسطى والمتمثلة في المديرية بمختلف وظائفها المالية، التموينية، الموارد البشرية، الإنتاج... إلخ، وذلك من خلال:¹

- تطوير حظيرة المؤسسة بتجديد قطع الغيار وتوفير وسائل إنتاجية منافسة بما يراعي متطلبات الزبائن؛
- تطوير وسائل الإنتاج المتهالكة بشكل كبير وكثرة الأعطال فيها؛
- اقتناء آلتين لصيانة الآبار من نوع work over وذلك من أجل الإسراع في وتيرة صيانة الآبار التي باتت تأخذ وقت أكثر من المتطلب؛
- التركيز على الدورات التدريبية للعمال داخلية وخارجية؛
- إحداث تغييرات في هيكلية الموارد البشرية؛
- تطوير وسائل التسيير؛
- تطوير خدمات الإيواء للعمال بصفة (4×4).

الفرع الثالث: القرارات التنفيذية

تتمثل في مختلف الأوامر والإجراءات والتقنيات التي تتم على مستوى المصانع والورش والمخازن، كالكيفية التي يتم من خلالها تنظيم وتسيير المخزونات، والطريقة التي يتم بها مباشرة الإنتاج والمراحل الواجبة لعمليات الإنتاج المختلفة... إلخ.

المطلب الثالث: المؤسسات التابعة لمؤسسة (ENTP) - حيازة، شراكة

مساهمة المؤسسة في المؤسسات التابعة لها سواء في شكل حيازة تامة أو في شكل شراكة قدرت قيمتها بـ 89 022 426,00 دج في 2020/12/31، يمكن تفسير هذا الرصيد من خلال الجدول في الصفحة الموالية:

¹ Rapports de gestion DPCG entp 2020.

الجدول رقم (4-4): قيمة مساهمات (ENTP) في المؤسسات التابعة- حيازة، شراكة

U=DA

Désignation	Participation ENTP	Pourcentage de détention titres
ENTP LB (Libyan) Filiale	14 022 425,00	100%
Titre de filiale SSPA « CSC CONSTANTINE »	1.00	99,01%
Titres de Filiales	14 022 426,00	-
AL BARYAL	40 000 000,00	20%
Autres Titres de Participation	40 000 000,00	-
FORAQUA	35 000 000,00	33%
Créances rattachées à des participation	35 000 000,00	-
TOTAL	89 022 426,00	-

المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير التسيير لسنة 2020.

يمكن تفسير بيانات الجدول أعلاه على النحو التالي:

◀ شركة **LIBYAN BRANCH**: هي شركة تابعة مملوكة بنسبة 100%، وهي المسؤولة على تشغيل آلة

الحفر (TP 215) نيابة عن شركة (SIPEX)، وهي شركة تابعة إلى مؤسسة (Groupe)

SONATRACH) تقوم بأشغال الحفر في ليبيا.

◀ شركة **IDIS**: مساهمة مؤسسة ENTP في رأسمالها تصل إلى ما يقارب 49% أو بمفهوم آخر ما قيمته

(490 000 دولار أمريكي). المكتب الرئيسي للشركة يقع خارج الجزائر، تم إنشاؤه بالشراكة مع الشركة

الأجنبية (WEATHRFORD).

تأسست شركة IDIS سنة 2008 وهي حاليا قيد التصفية، بعد إنهاء العقد بين IDIS

وSONATRACH في 05 مارس 2012. أوصى مجلس الإدارة الذي اجتمع في 14/02/2013 بضم

الحفاظ على مصالح ENTP أثناء عملية التصفية هذه.

◀ شركة **BARYAL**: العلاقة بينها وبين ENTP هي عبارة عن شراكة، أين تصل نسبة مساهمة مؤسسة

ENTP في رأسمال شركة BARYAL والمقدر بـ 40 000 000,00 دج ما يقارب 20% وهذا حتى

تاريخ 2020/12/31.

◀ شركة **FORAQUA**: مساهمة مؤسسة ENTP في هذه الشركة تقدر بـ 35 000 000,00 دج، بنسبة

مساهمة تقدر بـ 33% تم تسجيلها في حسابات المؤسسة تحت بند "مستحقات على المساهمة".

◀ **CSC CONSTANTINE**: فريق رياضي مملوك بشكل كلي 100%.

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لمؤسسة ENTP (الجانب القانوني، التنظيمي، الاقتصادي)

نسعى من خلال هذا المبحث إلى دراسة أداء المؤسسة على مستوى مختلف المجالات خاصة منها القانونية والتنظيمية، الأمر الذي يساعد في تجنب الوقوع في تحديد قيمة أو بالأحرى مجال للقيمة يشوبه لبس أو غموض ويتعد عن الواقعية.

المطلب الأول: تقييم الرقابة الداخلية (النظام والإجراءات)

وراء الأهداف الاقتصادية المسطرة أو الواجب تحقيقها، مطلوب من المؤسسة أو حتى ملزمة بتقديم معلومات كمية ونوعية ذات جودة عالية ليتم استلامها وتقديرها واستخدامها كأدوات لاتخاذ قرارات فعالة.

يمكن أن تكون هذه المعلومات في الشكلين التاليين:

- معلومات إدارية (التسيير): مجال استخدامها واسع؛

- معلومات محاسبية: فئة عامة.

الحسابات السنوية (الميزانية المالية، بيان حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، جدول تغير رؤوس الأموال، الملاحق) التي يجب على مجلس الإدارة إعدادها وتقديمها إلى الجمعية العامة وفقاً للأحكام القانونية المختلفة. إنتاج معلومات مالية ومحاسبية ذات جودة من خلال الحسابات الاجتماعية، جودة التنظيم، إجراءات الرقابة، والتقييم الدوري وذلك من خلال إتباع التوصيات المقترحة التي قد تنتج عن تقارير الرقابة الداخلية أو تقرير محافظ الحسابات.

الفرع الأول: مراجعة الحسابات

بعد اطلاعنا على تقرير محافظ الحسابات لسنة 2018 وجدنا التعليق التالي: "شرعت المؤسسة في إغلاق حساباتها وذلك بتاريخ 31 ديسمبر 2018، وأرسلت إلينا البيانات المالية ذات الصلة (الميزانية المالية، بيان حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، بيان تغيرات الأموال الخاصة، الملاحق). وبعد اطلاعنا عليها وتحليلها وفقاً للإطار القانوني المحدد لها، وجدنا أن الحسابات السنوية للمؤسسة تُعد وفقاً لقواعد ومبادئ المحاسبة الصادرة في القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي ونصوصه اللاحقة"¹.

¹ تقرير محافظ الحسابات لسنة 2018.

إعادة الافتتاح 2018:

كذلك ومن خلال تقرير محافظ الحسابات لسنة 2018 وجدنا التعليق التالي: "تأكدنا من أن استئناف العمليات الجديدة في 01 يناير 2018 بما يتوافق مع الميزانية المالية لسنة 2017 الختامية. وأن الأرصدة الافتتاحية في 01 يناير 2018 تتوافق بشكل جيد مع الأرصدة الختامية للسنة المالية 2017"¹.

الفرع الثاني: ثبات طرق التقييم المحاسبي والمالي

خلال السنة المرصودة (سنة 2018) قُمنّا بالتدقيق في التقييم المحاسبي لمختلف الحسابات الاجتماعية، ومن ثم إجراء مقارنة من خلال إعادة فتح وتحليل وشرح الحسابات المغلقة بتاريخ 2017/12/31 وذلك اعتماداً بدرجة كبيرة على الملاحق لسنة 2017 المغلقة، حيث لم نلاحظ أو نحدد أي تغيير في أساليب التقييم المحاسبي التي من المحتمل أن يكون لها تأثير على الحسابات والقوائم المالية التي تنتجها المؤسسة. على سبيل المثال:

- المبادئ وأساليب التقييم المنصوص عليها في النظام المحاسبي المالي (SCF).

الاعتراف بالأصول الثابتة الملموسة يكون حسب كل عنصر بخصوص الأصول التي تكون مركبة من عدة عناصر (تقييم كل جزء من الأصول الثابتة) للعناصر الفردية، حيث قد نصادف أصل يكون عُمره الإنتاجي الفردي أقصر من العمر الإنتاجي للأصل الثابت الذي يتضمنه بشكل كلي.

- طريقة التكلفة التاريخية هي الطريقة الوحيدة التي تستخدمها المؤسسة.

الفرع الثالث: المبادئ الأساسية

المؤسسة محترمة للإصلاحات المحاسبية المتضمنة في القانون المنظم للمحاسبة (قانون رقم 07-11)، حيث يتم تطبيق القواعد المحاسبية وفقاً لمبدأ الحيطة والحذر، وذلك وفقاً للافتراضات الأساسية التالية:

- استمرارية النشاط؛

- ثبات طرق التقييم المحاسبي من سنة مالية إلى أخرى؛

- استقلالية السنوات المالية، وفقاً للقواعد العامة التي يحددها (SCF) لإعداد وعرض الحسابات السنوية.

الطريقة الأساسية المستخدمة من طرف المؤسسة في تقييم البنود المسجلة في حساباتها هي طريقة التكلفة التاريخية.

¹ نفس المرجع السابق.

المطلب الثاني: تحليل أصول المؤسسة

الفرع الأول: الأصول الثابتة

يتم تقييمها بتكلفة الشراء ويتم إطفائها على أساس الأقساط الثابتة على مدار عمرها الإنتاجي المعتاد. القيمة الإجمالية للأصول الثابتة في المؤسسة تقدر بـ 22 931 064 227,92 دج في 2018/12/31 مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر قيمته بـ 23 730 045 545,29 دج، أين يظهر تسجيل انخفاض قدرته قيمته بـ 798 981 317,37 دج وهو ما يعادل (3,37%).

يمكن عرض ما سبق من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-5): تطور الأصول الثابتة خلال سنة 2018

U=DA

Désignation	2017	2018	Variation
Immobilisations incorporelles	6 918 032,36	29 909 246,12	+22 991 213,76
Terrains	100 741 858,10	84 663 982,94	-16 077 875,16
Bâtiments	5 362 734 852,83	6 109 327 252,98	+746 592 400,15
matériel et outillage industriel	13 693 901 262,31	11 370 957 181,70	-2 322 944 080,61
Autres immobilisations	4 565 749 539,69	5 336 206 564,18	+770 457 024,49
Total	23 730 045 545,29	22 931 064 227,92	-798 981 317,37

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملحق (06).

من خلال البيانات أعلاه نلاحظ أن أعظم بند من حيث القيمة في حسابات الأصول يتمثل في المعدات والأدوات الصناعية (Matériel et outillage industriel) حيث يمثل ما يقارب 57,70% من إجمالي الأصول الثابتة هذا من جهة. ومن جهة أخرى نلاحظ أن هناك انخفاض على مستوى الأصول الثابتة قدره بـ 798 981 319,37 دج، حيث يعود تاريخ انخفاض الأصول الثابتة إلى دورة 2016 ليستمر إلى غاية 2018 بمتوسط انخفاض تقدر نسبته بـ (5,02%) في شكل تنازل عن بعض الأصول الثابتة المتهالكة التي أصبحت خارج الخدمة. في المقابل كانت هناك استثمارات جديدة في الدورتين الموالتين خاصة دورة 2019، أين شهدت زيادة مهمة في حجم الاستثمارات على مستوى جميع العناصر المكونة للأصول الثابتة خاصة المعدات والأدوات الصناعية. يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول في الصفحة الموالية:

الجدول رقم (4-6): تطور الأصول الثابتة

الوحدة: دج

النمو (%)	الأصول الثابتة	السنة المالية
-	25 426 195 318,99	2016
(6,67)	23 730 045 545,29	2017
(3,37)	22 931 064 227,92	2018
12,62	25 825 517 602,91	2019
9,12	28 180 746 016,32	2020

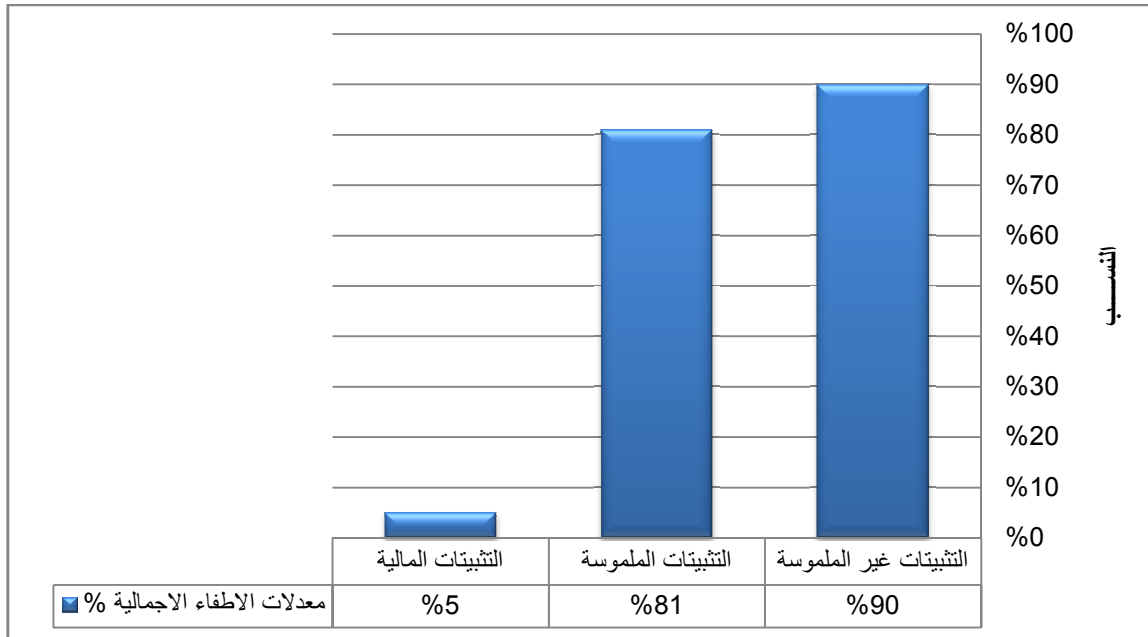
المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملاحق (10-02).

كما يمكن عرض معدلات الإطفاء الإجمالية لمختلف الأصول الثابتة على النحو التالي:

90,00%	التثبيات غير الملموسة
81,00%	التثبيات الملموسة
05,00%	التثبيات المالية

يمكن توضيح حجم قيم الاهتلاك لأصول المؤسسة بشكل أفضل من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (4-1): معدلات الإطفاء الإجمالية للأصول خلال (2020-2016)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ما سبق من معلومات.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن ما تقدر نسبته بـ 80% من أصول المؤسسة متهاك تماماً، أي أنه تم استهلاك عمرها الإنتاجي، وهذا ما قد لاحظناه خلال طول فترة الدراسة (2020-2016)، لكن المؤسسة لا تزال تستخدم هذه الأصول في نشاطها ومازالت تظهر هذه الأصول في الميزانية المالية بتكلفتها التاريخية مع صافي القيمة

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقاربة التدفقات

المحاسبية (VNC) معدومة. هذا الأمر مقبول محاسبيًا، لكن من الجانب الاقتصادي لابد من إعادة تقييم هذه الأصول بما يقابل قيمتها السوقية وإعادة إدخالها من جديد.

تجدر الإشارة إلى أن التثبيتات المالية التي هي في شكل قروض والتثبيتات المالية الأخرى¹ غير متداولة وتُقيم بالقيمة الإجمالية، أين يتم تقييمها على أساس معايير المنح، أي على أساس ما تم الاتفاق عليه من طرف مانح القرض، سواء تعلق الأمر بالقيمة الاسمية للقرض أو أقساط القرض أو قيمة الفوائد.

الفرع الثاني: تحليل الأصول المتداولة

1- المخزونات:

مخزون المواد والإمدادات والمنتجات المشتراة، يتم تقييمها باستخدام طريقة التكلفة الوسطية المرجحة. تقوم المؤسسة بالتعداد المادي لعناصر مخزونها (L'inventaire)، أين تظهر لها بعض التغيرات في قيم مخزونها مقارنة بسعرها في السوق نهاية السنة المالية، والمؤسسة ملزمة بتكوين مؤونة لأي عنصر من عناصر مخزونها إذا كانت القيمة الممكن تحقيقها من أي عنصر من عناصر المخزون أقل من قيمته الإجمالية المحددة وفق طريقة التكلفة الوسطية المرجحة. القيمة الإجمالية لمخزونات المؤسسة تقدر بـ 17 528 236 000,30 دج في 2018/12/31 مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر قيمته بـ 18 733 203 262,21 دج، أين يظهر تسجيل انخفاض تقدر قيمته بـ 1 204 967 263,91 دج وهو ما يعادل (6,43%).

يمكن عرض ما سبق من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-7): تطور المخزونات خلال سنة 2018

U=DA

N° Cpte	Désignation	Montant au 31/12/2017	Montant au 31/12/2018	Variation
322	Fouritures consommables	16 986 598 466,84	16 641 857 099,77	-344 741 367,07
371	Stocks à l'extérieur	1 746 604 795,37	886 378 900,53	-860 225 894,84
	Valeur brute	18 733 203 262,10	17 528 236 000,30	-1 204 967 263,91
39	Pertes de valeur (Provisions)/stocks	2 194 652 721,82	2 194 652 721,82	0,00
	Valeur nette	16 538 550 540,30	15 333 583 278,48	-1 204 967 261,91

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ملاحق القوائم المالية لسنتي 2018-2017.

تم الاحتفاظ بمخصص المؤونات على المخزون عند 2 194 652 721,82 دج دون حدوث أي تغيير مقارنة بسنة 2017. حيث تمثل مخصصات المؤونات على المخزونات ما يعادل 12% من قيمة المخزونات الإجمالية لسنة 2018.

¹ مصدرها مجمع سونطراك (المؤسسة الأم أو أحد الفروع)، تعامل معاملة البنوك.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

على الرغم من أهمية مخصصات المؤونات على المخزونات وكذا القيمة المهمة المسجلة بهذا البند، لكن تبقى في رأينا غير كافية مقارنة بحجم المخزونات، وعليه لابد من الحفاظ على جهود المعالجة والتركيز على المخزونات بشكل عام. بالإضافة إلى ذلك نجد أن أغلب مخزونات المؤسسة خاصة تلك المرتبطة بالنشاط الأساسي يتم نقلها مباشرة إلى آلة الحفر دون أن تدخل إلى المخازن، الأمر الذي قد يحدث بعض المشاكل في تحديد قيمة المخزونات بشكل دقيق.

2- الزبائن:

بالنسبة لهذه الفئة من حسابات المؤسسة يتم تقديرها بقيمتها الاسمية، بالنسبة للذمم المدينة يتم تكوين مؤونة لها في حالة ما إذا كانت قيمة الجرد (احتمالية عدم القدرة على استحقاق مبلغ الدين) أقل من القيمة الدفترية.

2-1- الزبائن - مستحقات تجارية: تم تصنيف الذمم المدينة التجارية حسب فئة العميل على النحو التالي:

الجدول رقم (4-8): وضعية الزبائن خلال سنة 2018

الوحدة: دج

البيان	القيمة: 2017/12/31	القيمة: 2018/12/31	الانحرافات (دج)
زبائن المجمع	26 591 650 003,40	29 525 435 021,00	+ 2 933 785 017,60
زبائن محليين آخرون	61 192 126,88	109 598 018,23	+ 48 405 891,35
زبائن أجنب	961 251 137,29	952 186 210,90	(9 064 926,39)
زبائن مشكوك فيهم	1 320 567 309,03	1 185 028 773,82	(135 538 535,21)
المستحقات المتعلقة بالأعمال والخدمات	155 830 545,72	0,00	0,00
فواتير قيد التحرير	1 667 836 860,60	1 377 326 334,76	(290 510 525,84)
القيمة الإجمالية	30 758 327 982,70	33 149 574 358,82	+ 2 391 246 376,10
خسائر القيمة (مؤونات)	1 290 440 168,74	1 173 908 296,25	(116 531 872,49)
القيمة الصافية للمستحقات	29 467 887 814,23	31 975 666 062,57	+ 2 507 778 248,50
تسبيقات-زبائن دائنون	(3 437 971 133,15)	(3 010 249 704,26)	(427 721 428,89)
القيمة الصافية بعد تسوية التسبيقات-زبائن دائنون	26 029 916 681,10	28 965 416 358,20	+ 2 935 499 677,10

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ملاحق القوائم المالية لسنتي 2017-2018.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة المستحقات التجارية على الزبائن في 2018/12/31 شهدت زيادة إجمالية قدرها: +2 935 499 677,70 دج. زيادة بنسبة %11 مقارنة بقيمتها في 2017/12/31.

كما أنه إذا خُضنا في تفاصيل التغييرات على مستوى كل بند من بنود الجدول السابق نجد أن سياسة تحصيل المستحقات عند المؤسسة ضعيفة، مع أنها تملك تعليمة (Note) تنظم هذه العملية تنص في مختصرها على الإجراءات التالية:

- إرسال الفاتورة للزابون (تحمل مدة أقصاها 30 يوم)؛
- إرسال إشعار بعدم دفع مبلغ الفاتورة (Relance)؛
- إعادة إرسال الإشعار للمرة الثانية والثالثة (Rappel)؛
- حجب فواتير هذا الزابون لدى المؤسسة إذا كان يمتلك صفة المورد كذلك (Bloquée les factures)؛
- اقتطاع قيمة المستحقات من الفواتير (يتبع الإجراء السابق).

2-2- الزبائن مشكوك فيهم: قيمة الزبائن المشكوك فيهم بلغت خلال نهاية دورة 2018 ما يقدر بـ 1 185 028 773,82 دج، تمثل قيمة الزابون MEDEX الجزء المهم منها حيث بلغت قيمة مستحقات المؤسسة عليه ما يقدر بـ 1 094 049 109,82 دج.

بالنسبة للزابون MEDEX هو عبارة عن مؤسسة في شكل شراكة بين سونطراك وشركة أجنبية، حيث يعود سبب هذا المبلغ المهم المرصود له في حسابات المؤسسة في شكل زبائن مشكوك فيهم إلى أصل المعاملات التي تمت بين المؤسسة وهذا الزابون، أين كانت هذه المعاملات التي نتجت عنها هذه المستحقات خارج العقد (Contrat) المبرمة بينهما، بل كانت تحت ما يسمى (Ordre services) وهذا عبارة عن وثيقة بين الطرفين لطلب خدمة طارئة لا تتطلب التأجيل. والمشكل هنا أن هذه الوثيقة لا تحمل شروط ولا كفاءات الدفع وكل هذه الأمور يتم التفاوض عليها لاحقا.

تجدر الإشارة إلى أن هذه الوثيقة (Ordre services) لا تبرم مع طرف خارجي إلا ما بين مجمع سونطراك. الجدول في الصفحة الموالية يوضح التغييرات في المخصصات (خسائر انخفاض القيمة) على الذمم المدينة من سنة 2016 إلى غاية سنة 2020.

الجدول رقم (4-9): تطور مخصصات الذمم المدينة

الوحدة: دج

النمو (%)	المؤونة	السنة المالية
-	1 290 581 196,74	2016
(0.1)	1 290 440 168,74	2017
(9.03)	1 173 908 296,25	2018
45,95	1 713 366 892,21	2019
-	1 713 366 892,21	2020

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملاحق رقم (03-11).

من خلال الجدول أعلاه نجد أن سياسة المؤسسة في استرجاع مستحقاتها على زبائنها خلال الثلاث سنوات الأولى كانت فعالة، حيث استطاعت تخفيض حجم هذه المستحقات بما يقارب 9,03%، على عكس الدورتين الموالتين والتي كان المتسبب فيها الزابون MEDEX.

بالنسبة لحسائر قيمة الزبائن أو ما يسمى سابقاً بـ (الديون المعدومة)، يقوم مجلس الإدارة من خلال الاجتماع نهاية كل سنة بمراجعة هذه الحسائر خاصة التي تعدت مدتها 10 سنوات، من أجل تسويتها (إخراجها من حسابات المؤسسة) وذلك بتحديد نسبة مؤوية من مجموع هذه المستحقات الغير محصلة، تتراوح هذه النسبة ما بين 2 إلى 5 بالمئة.

المطلب الثالث: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة ENTP

تُعد دراسة الهيكل المالي للمؤسسة في إطار عملية التقييم أمر مهم، كون هذه العملية تقوم على عدة محددات لهيكل رأس المال، ولعل أهمها: تكلفة رأس المال، تكلفة الديون هذا من جهة. ومن جهة أخرى التحقق من مدى إمكانية المؤسسة من اختيار نسب تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل لأقصى حد ممكن.

الفرع الأول: تحليل الأموال الخاصة

تم تسجيل كمبرغ إجمالي للأموال الخاصة ما قيمته 83 424 853 848,24 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر بـ 79 268 816 754,64 دج، بزيادة قدرها 4 156 037 093,60 دج. يمكن عرض تشكيل الأموال الخاصة من خلال الجدول في الصفحة الموالية:

الجدول رقم (4-10): تشكيل الأموال الخاصة خلال سنة 2018

U=DA

Désignation	2017	2018	Variation
Capital social	67 000 000 000,00	67 000 000 000,00	0,00
Primes et réserves	6 010 962 702,32	11 268 816 754,64	+5 257 854 052,30
Report à nouveau	-	29 575 000,00	+29 575 000,00
Résultat de l'exercice	6 257 854 052,32	5 126 462 093,60	-1 131 391 958,72
Total	79 268 816 754,64	83 424 853 848,24	+4 156 037 093,60

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملحق رقم (07).

نلاحظ من خلال البيانات أعلاه أن الأموال الخاصة في تطور إيجابي رغم تحقيق نتيجة دورة أقل من السنة السابقة، وذلك راجع إلى السياسة التي تنتهجها المؤسسة بخصوص تخصيص نواتجها المالية. حيث شهدت سنة 2020 انخفاض في الأموال الخاصة بما يعادل 4,07% مقارنة بقيمة رأس المال الاجتماعي والمقدرة بـ 67 000 000 000,00 دج، أين حققت المؤسسة كإجمالي للأموال الخاصة ما قيمته 69 724 427 072,43 دج، وهذا راجع لتحقيقها أكبر خسارة لها خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2020) والمقدرة بـ (4 886 305 796,51) دج هذا من جهة، ومن جهة أخرى تم تحرير الأرباح المحتجزة والمقدرة بـ 5 411 443 061,74 دج.

فيما يلي عرض لتطور الأموال الخاصة خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2020):

الجدول رقم (4-11): تطور الأموال الخاصة

الوحدة: دج

النمو (%)	الأموال الخاصة (CP)	السنة المالية
-	73 310 962 702,32	2016
8,13	79 268 816 754,64	2017
5,24	83 424 853 848,24	2018
(2,27)	81 524 175 930,68	2019
(14,47)	69 726 427 072,43	2020

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملحق رقم (03-11).

توزيعات الأرباح

بالنسبة لتوزيعات الأرباح قمنا باختيار إحدى سنوات الدراسة، حيث وقع اختيارنا على سنة 2018، أين نفذت المؤسسة التجسيد المحاسبي للقرار N°01 de l'A.G.O¹ وذلك بتاريخ 2018/05/15 والمتعلق بتخصيص ربح

¹Assemblée Générale Ordinaire

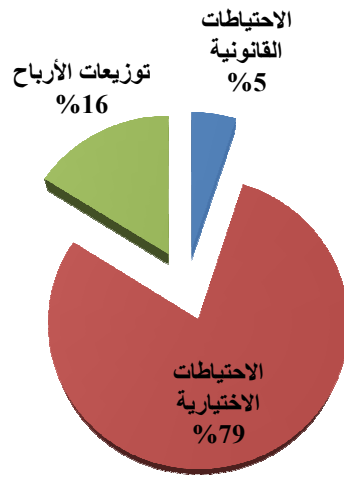
الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

السنة الفائتة 2017 والبالغ قدره: 6 257 854 052,32 دج. أين تم تخصيص هذا المبلغ وتوزيعه على النحو التالي:

312 892 702,62 دج	الاحتياطات القانونية:
4 944 961 349,70 دج	الاحتياطات الاختيارية:
1 000 000 000,00 دج	توزيعات أرباح:

يمكن توضيح هذا التوزيع بشكل أفضل من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-2): نسبة التخصيصات إلى نتيجة سنة 2017



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ما سبق من معلومات.

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن المؤسسة قد التزمت بتخصيص احتياطات قانونية وبالقدر الذي يحدده القانون التجاري على المؤسسات في حال تحقيق أرباح وهو 5%، كما حددت الجمعية العامة العادية (A.G.O) ما يعادل 79% كاحتياطات في حالة مواجهة أي ظرف مادي يشكل تهديداً على استمرارية المؤسسة. والجزء المهم هنا هو توزيعات الأرباح على الشركاء أين تحصلوا على ما يعادل 16%، هذه النسبة ولو أنها لا تمثل جزء مهم مقارنة بما تم تخصيصه كاحتياطات اختيارية لكنها تعطي إشارة إيجابية لدى أي مستهدف للمؤسسة أو لنشاطها في شكل (حيازة، شراكة، اندماج).

الفرع الثاني: تحليل الخصوم غير المتداولة

تم تسجيل كمبرغ إجمالي للخصوم غير المتداولة ما قيمته 2 372 329 598,11 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر بـ 1 635 040 602,00 دج، بزيادة قدرها 7 37 288 996,11 دج. يمكن عرض تشكيل الخصوم غير المتداولة من خلال الجدول في الصفحة الموالية:

الجدول رقم (4-12): تشكيل الخصوم غير المتداولة خلال سنة 2018

U=DA

Désignation	Montant Au 31/12/2017	Montant Au 31/12/2018	Variation
Emprunt et dettes financières	2 583 076,50	2 583 076,50	0,00
Impôt différés	-707 702 209,46	0,00	-707 702 209,46
Provisions	2 340 159 734,96	2 369 746 521,61	+29 586 786,65
s/total passifs n/courants	1 635 040 602,00	2 372 329 598,11	737 288 996,11

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملحقين رقم (05-07).

1- الديون المالية (Emprunt et dettes financières): بالنسبة لمؤسسة ENTP أو أي مؤسسة داخل مجمع سونطراك فإن قضية الاستدانة من البنوك مستبعدة تماماً، وهذا ليس من واقع أن هذه المؤسسات تتمتع بملاءة مالية لا بأس بها، بل لما تتبعه هذه القروض أو الديون من قيود على هذا النوع من المؤسسات. وهذا ما يعكس أثراً إيجابياً حول الاستقلالية المالية التامة لهذه المؤسسات والتي من بينها مؤسسة ENTP. يمكن عرض تشكيل الديون المالية (Emprunt et dettes financières) كما يلي:

الجدول رقم (4-13): تشكيل الديون المالية خلال سنة 2018

U=DA

Désignation	31/12/2017	31/12/2018	Ecart
Emprunt BAD à L.T	0,00	0,00	0,00
Cautionnements reçus	2 583 076,50	2 583 076,50	0,00
TOTAL	2 583 076,50	2 583 076,50	0,00

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملحقين رقم (05-07).

كما أشرنا سابقاً ومن خلال تحليل الديون المالية يتضح أنها عبارة عن ضمانات (Caution) على مؤسسات لصالح مؤسسة ENTP محتجزة لصالحها، هذه الضمانات تدخل في إطار إنجاز خدمات أو مشاريع كضمان على آجال الإنجاز وجودة الخدمة، تكون فيها مؤسسة ENTP تحمل صفة الزابون، كما يتم الاتفاق على قيمة الضمان حسب شروط العقد المبرم. يمكن تحليل المبلغ الإجمالي لهذه الضمانات على النحو التالي:

- Caution IDIS : 1 000 000,00 DA
- Caution EVHN : 5 00 000,00 DA
- Caution CONTITECH : 1 083 076,50 DA

2- الضرائب المؤجلة-أصول: يمكن عرض ما تم تسجيله كضرائب مؤجلة أصول خلال سنتي (2017-2018) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-14): قيمة الضرائب المؤجلة أصول المسجلة خلال (2018-2017)

U=DA

Désignation	Montant Au 31/12/2017	Montant Au 31/12/2018	Variation
Impôt différés actif	707 702 209,46	689 347 123,45	-18 355 086,01

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على تقارير التسيير لسنة 2018.

تم تسجيل كمبرغ مدين ما قيمته 689 347 123,45 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله كمبرغ مدين كذلك والمقدر بـ 707 702 209,46 دج في 2017/12/31. حيث تمثل قيمة الضرائب المؤجلة أصول محسوبة على معدل IBS ما يعادل 26% من الوعاء الضريبي.

3- المؤونات والمنتجات المسجلة مسبقاً: تعترف المؤسسة بمخصص عندما يكون هناك التزام تعاقدي أو قانوني أو ضمني ناتج عن أحداث سابقة. حيث ينبغي أن يؤدي هذا الإطفاء إلى تدفق خارجي للموارد.

تم تسجيل كمبرغ مستحدث للمؤونات ما قيمته 2 369 746 521,61 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر بـ 2 340 159 734,90 دج، بزيادة تقدر بـ 29 586 786,65 دج.

- AFC¹ du personnel 2 369 746 521,61 DA

تم تشكيلها لأول مرة سنة 2011، يخص هذا النوع من المؤونات العمال الحاليين للتقاعد في السنة القادمة، وذلك بتحديد أرصدة المنح المستحقة لصالحهم الخاصة بنهاية الخدمة، كما يتم تحديث هذا النوع من المؤونات سنوياً.

المعدلات المستخدمة بخصوص هذا النوع من المؤونات سنة 2018:

✓ معدل الحضور (Taux de présence): 93,48%؛

✓ معدل البقاء على قيد الحياة (Taux de survie): 99,88%؛

✓ معدل التنبؤ بالزيادة المتوقعة مقارنة بسنة 2018: 03,01%.

¹Allocation de Fin de Carrière.

فيما يلي عرض لتطور الخصوم غير المتداولة خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2020):

الجدول رقم (4-15): تطور الخصوم غير المتداولة

الوحدة: دج

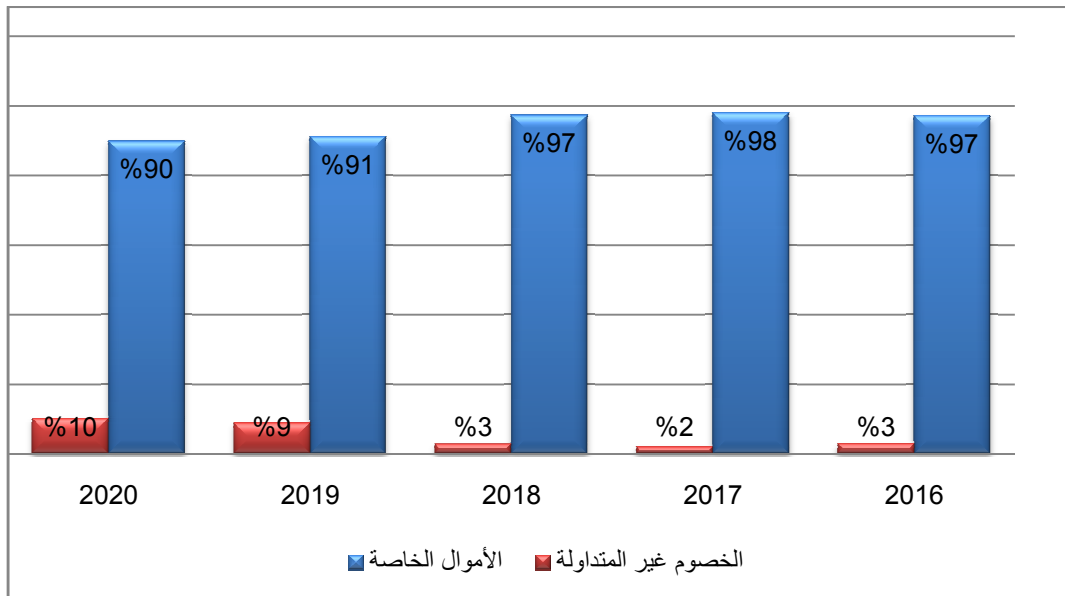
النمو (%)	الخصوم غير المتداولة	السنة المالية
-	2 190 543 222,51	2016
(25,36)	1 635 040 602,00	2017
45,09	2 372 329 598,11	2018
234,77	7 941 853 470,95	2019
(0,16)	7 928 831 675,32	2020

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملاحق رقم (03-11).

إن التطور الحاصل على مستوى الخصوم غير المتداولة ليس مقلق بدرجة كبيرة لأنه وكما أشرنا سابقاً إلى أن المؤسسة لا ترى في البنوك مورداً لتمويلها، وكل التطورات المهمة الحاصلة على مستوى الخصوم غير المتداولة والتي وصلت لتحقيق أكبر ارتفاع لها دورة 2019 بنسبة تقدر بـ 234,77%، هي في الحقيقة عبارة عن تطور في بند المؤونات والمنتجات المسجلة مسبقاً.

يمكن توضيح تركيبة الهيكل المالي بشكل أفضل من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-3): يوضح تركيبة الهيكل المالي لمؤسسة ENTP خلال (2016-2020)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدولين (4-11) و(4-13) ومخرجات برنامج EXECL.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

من خلال الشكل في الصفحة السابقة يتضح لنا نسب مساهمة كل من الأموال الخاصة والخصوم غير المتداولة في تمويل المؤسسة، كما تظهرنا لنا ملامح سياسية المؤسسة التمويلية بشكل جلي والتي نجدها تقوم بالأساس على مصادرها الداخلية في ظل عدم فتح رأسمال المؤسسة للاكتتاب العام عليه.

المطلب الثالث: تحليل الخصوم المتداولة

تم تسجيل كمبرغ إجمالي للخصوم المتداولة ما قيمته 14 949 678 037,07 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر بـ 16 868 379 269,48 دج، بانخفاض قدره 1 918 701 232,40 دج. يمكن عرض تشكيل الخصوم المتداولة كما يلي:

الجدول رقم (4-16): تشكيل الخصوم المتداولة خلال سنة 2018

U=DA

Désignation	Montant Au 31/12/2017	Montant Au 31/12/2018	Variation
Fournisseurs	6 766 869 675,51	6 441 783 797,22	-327 085 878,29
Impôts	3 358 383 824,24	2 638 385 497,42	-719 998 326,92
Autres dettes	6 741 125 769,63	5 869 508 742,43	-871 617 027,20
s/total passifs courants	16 868 379 269,48	14 949 678 037,07	-1 918 701 232,40

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملحق رقم (07).

الفرع الأول: الموردون والحسابات ذات الصلة

بالنسبة للمعاملات المقومة بالعملة الأجنبية يتم تحويلها للعملة الوطنية بسعر التحويل السائد يوم إغلاق (إغلاق عمليات الشهر). كما يتم تسجيل فروقات التحويل في الحسابات، والتي تمثل الفرق بين سعر الصرف التاريخي (سعر الصرف في شهر التسجيل المحاسبي) والتقييم وفقاً لأسعار العملات في 31 ديسمبر من السنة المالية. ينقسم موردو المؤسسة إلى نوعين:

1- موردون أجنب: يُعاملون بالعملة الأجنبية (USD/EUR)، يقومون بتوريد كل ما يتعلق بآلات الحفر من

قطع غيار أو أجهزة أو مواد مرتبطة مباشرة بعملية الحفر، كما يوردون بعض الخدمات المتعلقة بعملية الحفر.

2- موردون محليون: يُعاملون بالعملة المحلية (دج)، يوردون ما يلي:

- خدمات النقل؛
- خدمات الحراسة والأمن؛
- خدمات الإطعام والإيواء؛
- تجهيزات مكتبية مستهلكة؛
- الخ...

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

يمكن تفسير التغير في بند الموردون والمسجل لانخفاض قدره 327 085 878,29- دج من خلال ما يلي:

الجدول رقم (4-17): وضعية الموردون خلال سنة 2018

U=DA

Désignation	Montant Au 31/12/2017	Montant Au 31/12/2018	Variation
Fourn. de stocks & consommables	343 602 569,50	589 742 076,43	+246 139 506,93
Fournisseurs de services	4 115 540 606,26	3 789 210 019,23	-326 330 587,03
Fournisseurs d'immobilisation	590 174 873,93	189 948 259,36	-400 226 614,57
Fourn. R.G / Immobilisation	232 280 265,46	272 611 830,22	+40 331 564,40
Fourn. R.G / Consom& Services	638 182 600,46	915 065 920,93	+276 883 320,47
Fournisseurs factures à recevoir	849 088 759,54	685 205 691,59	-163 883 068,59
Total	6 766 869 675,51	6 441 783 797,22	-325 085 878,29

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ملاحق القوائم المالية لسنتي 2017-2018.

3- فواتير قيد الاستلام (Factures à recevoir): تم تسجيل ما قيمته 685 205 691,05 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر بـ 849 088 759,54 دج، يتوافق هذا البند مع الأشغال والخدمات والمواد الاستهلاكية المنفذة خلال الدورة المالية 2018، والتي لم تصل الفواتير المتعلقة بها بعد إلى أقسام المحاسبة. يمثل هذا البند ديون مستحقة على المؤسسة، الأمر الذي يقضي بضرورة قيام هذه الأخيرة بإعداد مؤونة لهذه الفواتير ليتم معالجتها في الدورة المالية التي تليها. وقد انخفضت قيمتها في 2018/12/31 بما يعادل (20%) مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31.

الفرع الثاني: الضرائب وما شابهها (Impôts)

المؤسسة ملتزمة جبائياً وحريصة كل الحرص على الالتزام بواجباتها الجبائية أيماً كان نوعها، ولم نلاحظ أي نوع من أنواع التهرب الضريبي خلال مراجعتنا لتصرجاتها الجبائية خلال دورة 2018. حيث بلغ مبلغ الضرائب المدفوع خلال 2018/12/31 ما يقدر بـ 2 160 035 028,00 دج. مقارنة بما تم دفعه خلال 2017/12/31 والمقدر بـ 1 824 277 168,89 دج، بزيادة قدرها: 335 757 859,11 دج. يمكن توضيح الدفعات الثلاثة الخاصة بمبلغ الضرائب المدفوع خلال دورة 2018 على النحو التالي:

الجدول رقم (4-18): دفع أقساط الضرائب المستحقة لسنة 2018

U=DA

Libellé	Description	Montant
Févr-2018	Acomptes n° 01 sur IBS 2018	662 702 926,00
Mai-2018	Acomptes n° 02 sur IBS 2018	777 320 426,00
Oct-2018	Acomptes n° 03 sur IBS 2018	720 011 676,00
TOTAL :		2 160 035 028,00

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على تقارير التسيير لسنة 2018.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقاربة التدفقات

تجدر الإشارة إلى أنه يتم تحديد قيمة أقساط الضريبة على أرباح الشركات (IBS) المستحقة الدفع لسنة 2018 بناءً على ما تم حسابه كضرائب على أرباح الشركات (IBS) لسنة 2017 وذلك من منطلق أن النتيجة الجبائية لسنة 2018 لم تحدد بعد خصوصاً عند حساب القسط الأول، بعد تحديد النتيجة الجبائية لسنة 2018 ومن ثم حساب قيمة (IBS) المستحقة يتم تسوية الأقساط المدفوعة مع ما تم حسابه فعلياً خلال سنة 2018. قدر مبلغ الديون الجبائية في 2018/12/31 بـ 2 638 385 497,42 دج مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر قيمته بـ 3 58 383 824,34 دج، أين يظهر انخفاض في قيمة الدين الجبائي بما تقدر قيمته بـ 719 998 326,92 دج، وهو ما يعادل (22%).

يمكن تفصيل مبلغ الدين الجبائي المسجل والمقدر بـ 2 638 385 497,42 دج على النحو التالي:

- I.B.S. du de l'exercice 2018	1 670 160 603,00 DA
- TAP (dette à payer l'encaissement des fact)	781 156 759,77 DA
- TVA (dette à payer l'encaissement des fact)	161 114 203,65 DA
- Taxe de formation professionnelle. et d'apprentissage	23 745 931,00 DA
- Administration fiscale	2 208 000,00 DA

الفرع الثالث: الديون الأخرى (Autres dettes): يضم هذا البند مختلف المعاملات بين الشركات التابعة

والمشتركة خاصة الرأسمالية منها على غرار الديون خارج الاستغلال الأخرى. تم تسجيل ما قيمته

5 869 508 742,43 دج في 2018/12/31، مقارنة بما تم تسجيله في 2017/12/31 والمقدر بـ

6 741 125 769,63 دج، بانخفاض قدره 871 617 027,20 دج. مما يشير إلى أن هناك تحسناً بنسبة 13%

على مستوى الديون المعفاة من الضريبة. فيما يلي عرض لتطور الخصوم المتداولة خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-

2020):

الجدول رقم (4-19): تطور الخصوم المتداولة

الوحدة: دج

النمو (%)	الخصوم المتداولة	السنة المالية
-	20 075 511 832,60	2016
(22,94)	16 868 379 269,48	2017
(12,93)	14 949 678 037,07	2018
17,39	17 666 482 939,01	2019
40,26	19 983 577 615,41	2020

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الملاحق رقم (03-11).

المبحث الثالث: تقييم مؤسسة (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

ما يميز مقارنة التدفقات عن مختلف المقاربات الأخرى أنها تأخذ في الاعتبار آلية خلق القيمة الناتجة عن النشاط والتي ستولد في المستقبل ربحية أعلى من معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين. تقوم هذه المقاربة على تقييم التدفقات المالية المستقبلية التي يمكن أن يتوقع مقدمو رأس المال الحصول عليها من استثماراتهم في المؤسسة وخصمها بمعدل العائد الذي يحق لهم المطالبة به من هذا الاستثمار. ضمن هذه المقاربة يمكننا اعتماد الطرق الآتية على المؤسسة محل الدراسة:

- طريقة الأرباح؛

- طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)؛

- طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF).

قبل الانتقال إلى التقييم الفعلي وفق الطرق المذكورة أعلاه وبعد إجراء التشخيص للمؤسسة لابد من حساب التكلفة المرجحة لرأس المال والتي تمثل معدل الاستحداث.

المطلب الأول: حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

للتذكير، فإن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تمثل الحد الأدنى للعائد الذي يقبل به مقدمو رأس المال (المستثمرين، الدائنين) لتحقيقه في المؤسسة، وهو يقوم على تحديد أقل عائد يجب تحقيقه بما يضمن عدم وقوع الخسائر.

الفرع الأول: تكلفة رأس المال حسب نموذج توزيع الأرباح

تمثل أدنى قيمة عوائد يجب تحقيقها للمؤسسة لتجنب الوقوع بالمخاطر وحدوث الخسائر في أموال المساهمين. هناك نموذجين لحساب تكلفة رأس المال:

✓ نموذج خصم توزيعات الأرباح؛

✓ نموذج الأصول المتوازنة (MEDAF).

وفقا للبيئة الاقتصادية التي تنشط فيها المؤسسة محل الدراسة وكذا المعطيات المتوفرة لدينا اخترنا حساب تكلفة رأس المال وفق نموذج خصم توزيعات الأرباح. وذلك وفق العلاقة التالية:

تكلفة رأس المال (K_{CP}) = (توزيع الأرباح لكل سهم للعام القادم / القيمة السوقية الحالية للسهم) + معدل نمو الأرباح

... (1-4)

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقاربة التدفقات

انطلاقاً من كوننا نبحث عن تكلفة الأموال الخاصة أو بعبارة أخرى المردودية المطلوبة من طرف المساهمين من أجل تحمل المخاطر المرتبطة بأسهم المؤسسة تغطي فترة الدراسة ككل ارتأينا أخذ عناصر المعادلة أعلاه بالمتوسط الحسابي، وعليه نجد:

1- حساب قيم توزيعات الأرباح لكل سهم:

الجدول رقم (4-20): يوضح حساب توزيعات الأرباح لكل سهم

الوحدة: (مليون دج)

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية	6 837,69	6 257,85	5 126,46	2 467,73	-4 886,31
توزيع الأرباح	400,00	300,00	1 000,00	800,00	0,00
(÷) عدد الأسهم	670 000	670 000	670 000	670 000	670 000
= توزيع الأرباح لكل سهم	597,01	447,76	1 492,54	1 194,03	0,00

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (12-21).

ارتأينا عرض قيم النواتج الصافية من خلال حساب قيم توزيعات الأرباح لكل سهم وذلك بغية توضيح الانخفاض الحاصل في مستويات هذه النتائج من سنة إلى أخرى، وهذا الأمر يستدعي عدم الأخذ بعين الاعتبار العنصر الأخير من معادلة حساب تكلفة الأموال الخاصة والمتمثل في "معدل نمو الأرباح".

2- حساب متوسط تكلفة رأس المال:

الجدول رقم (4-21): يوضح حساب متوسط تكلفة رأس المال

الوحدة: (مليون دج)

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
توزيع الأرباح لكل سهم	597,01	447,76	1 492,54	1 194,03	0,00
(÷) سعر السهم	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
= تكلفة رأس المال	0,60	0,45	1,49	1,19	0,00
متوسط تكلفة الأموال الخاصة	0,75				

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-20) ومديرية المالية والمحاسبة (سعر السهم).

الفرع الثاني: حساب تكلفة الدين

تمثل أدنى قيمة عوائد يجب تحقيقها للمؤسسة والتي تضمن تجنب الوقوع بالمخاطر المرتبطة بعدم القدرة على توليد أرباح تفوق الفوائض الخاصة بالديون والالتزامات المترتبة على نشاط المؤسسة.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

كما أشرنا سابقاً بخصوص الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل في المؤسسة على أنها ليست بقروض بنكية بل هي عبارة عن ضمانات (Caution)، وكذا مؤونات تتضمن قيم المنح المستحقة لصالح العمال المحالين للتقاعد بعد نهاية الخدمة، إلا أنه يتوجب علينا معاملتها كديون مالية طويلة ومتوسطة الأجل ويمكن حساب تكلفتها. في هذه الحالة تكلفة الدين تكون معادلة لسعر الفائدة المطبق لدى البنك والمقدر بـ (8,5%) ثابتة طيلة فترة الدراسة مع معدل ضريبة يقدر بـ (26%)، حيث يجب حساب تكلفة الدين بعد الضريبة، وذلك يكون وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة (K}_D\text{)} = \text{تكلفة الدين (K}_D\text{)} \times (1 - \text{معدل الضريبة}) \quad \dots (2-4)$$

ومع ثبات تكلفة الدين والتي تمثل سعر الفائدة (8,5%) وكذا ثبات معدل الضريبة على مدى فترة الدراسة، يمكن حساب تكلفة الدين بعد الضريبة انطلاقاً من العلاقة أعلاه مباشرة:

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة} = 0,085 \times (1 - 0,26)$$

ومنه:

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة} = 0,063$$

الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

للتذكير، يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$CPMC = C_{CP} \times \frac{CP}{CP + D} + C_D \times \frac{D}{CP + D}$$

بما أنه تم حساب تكلفة رأس المال بالمتوسط الحسابي فإنه يتم أخذ قيم الأموال الخاصة وكذا الديون طويلة ومتوسطة الأجل بالمتوسط الحسابي. كما يتم أخذ القيم بوحدة (مليون دج) وعليه نجد:

$$CPMC = 0,75 \times \frac{77\,451,04}{77\,451,04 + 4\,413,72} + 0,063 \times \frac{4\,413,72}{77\,451,04 + 4\,413,72}$$

ومنه:

$$CPMC = 0,71$$

المطلب الثاني: طريقة خصم الأرباح

كما أشرنا في الجانب النظري على أن هذه الطريقة تقوم على مبدأ تجاهل الأرباح الموزعة في عملية التقييم، بمعنى أن تحديد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة يقوم على رسمة النتيجة الصافية التي ينتجها النشاط، بغض النظر عما إذا كان الربح موزعاً أو تم تخصيصه، وكتذكير يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق العلاقة التالية:

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

حيث:

V : قيمة المؤسسة؛

b : متوسط الربح المتوقع؛

n : عدد السنوات؛

i : معدل الاستحداث.

لحساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة نجد نفسنا أمام حالتين أو مجالين للقيمة عندما تتعلق الأمر بالمعامل b:

الفرع الأول: الاعتماد على أرباح السنوات السابقة

في هذه الحالة نأخذ ربح كل سنة على حدى، وتكون طريقة الحساب كما يلي:

n : عدد السنوات = 5

i : معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال = 0,71

ومنه: يمكننا حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الحالة وذلك كما يلي:

يمكن عرض أرباح المؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2020) كما يلي:

الجدول رقم (4-22): عرض الأرباح المحققة خلال الفترة (2016 - 2020)

الوحدة: مليون دج

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
الأرباح	6 837,69	6 257,85	5 126,46	2 467,73	(4 886,31)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (12-16).

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

انطلاقاً من الجدول السابق وبالاعتماد على علاقة تحديد قيمة المؤسسة وفق طريقة الأرباح وكذا المعلومات التكميلية الخاصة بالعلاقة من حيث تحديد عدد السنوات وكذا معدل الاستحداث، يمكننا إيجاد قيمة المؤسسة وذلك كما يلي:

$$V = \frac{6\,837,69}{(1,71)^1} + \frac{6\,257,85}{(1,71)^2} + \frac{5\,126,46}{(1,71)^3} + \frac{2\,467,73}{(1,71)^4} + \frac{(4\,886,31)}{(1,71)^5}$$

ومنه:

$$V = 7\,118,41$$

قيمة المؤسسة = 7 118,41 مليون دج.

الفرع الثاني: الاعتماد على أرباح السنوات التقديرية

في هذه الحالة نأخذ مضمون الصيغة الرياضية لحساب قيمة المؤسسة وفق طريقة الأرباح، أين يأخذ المعامل b متوسط الأرباح المتوقعة للسنوات المستقبلية. والجدول التالي يعرض الأرباح المتوقعة أو التقديرية للمؤسسة:

الجدول رقم (4-23): عرض الأرباح التقديرية خلال الفترة (2021-2025)

الوحدة: مليون دج

السنوات	2021	2022	2023	2024	2025
الأرباح التقديرية	2 540,30	4 972,82	4 147,66	3 238,39	2 627,45

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق (22).

من الجدول أعلاه نجد أن:

متوسط الأرباح التقديرية $b = 3\,505,32$ مليون دج

n : عدد السنوات = 5

i : معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال = 0,71

وعليه يمكن حساب قيمة المؤسسة وفق التالي:

$$V = \frac{3\,505,32}{(1,71)^1} + \frac{3\,505,32}{(1,71)^2} + \frac{3\,505,32}{(1,71)^3} + \frac{3\,505,32}{(1,71)^4} + \frac{3\,505,32}{(1,71)^5}$$

ومنه:

$$V = 4\,599,41$$

قيمة المؤسسة = 4 599,41 مليون دج.

وفق اعتماد طريقة الأرباح في تحديد قيمة المؤسسة فإنه لابد من الإشارة إلى أن هناك علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة ومعدل الاستحداث الذي يمثل هنا التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، حيث كلما ارتفع معدل الاستحداث أثر ذلك على قيمة المؤسسة بالنقصان، وهو ما قد تحصلنا عليه من خلال حساب قيمة المؤسسة بالاعتماد على السنوات السابقة، أين تحصلنا على قيمة للمؤسسة تقدر بـ 7 118,41 مليون دج. وكذا بالاعتماد على متوسط الأرباح التقديرية بتسجيل ما قيمته 4 599,41 مليون دج كقيمة للمؤسسة. حيث نجد أن هناك فارق واضح بين الحالتين يعادل ما قيمته 2 519,00 مليون دج.

المطلب الثالث: طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)

يمثل التمويل الذاتي في مفهومه موارد تحقق عن نشاط المؤسسة في شكل نواتج مالية يُعاد استثمارها في المستقبل. والذي يعتبر من بين أهم الموارد الدائمة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية. يمكن حساب القدرة على التمويل الذاتي انطلاقاً من النتيجة الصافية، وذلك بعد تعديل هذه الأخيرة عن طريق العناصر غير العادية التي ساهمت في تحديدها. وهي ما يطلق عليها (طريقة الجمع) يمكن توضيحها وفق العلاقة التالية:

النتيجة الصافية

$$\begin{aligned} &+ \text{مخصصات الاهتلاك والمؤونات وخسائر القيمة} \\ &- \text{الاسترجاع عن المؤونات وخسائر القيمة} \\ &= \text{القدرة على التمويل الذاتي (CAF)} \end{aligned}$$

الفرع الأول: دراسة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)

نسعى من خلال دراسة هذا المؤشر في تقييم ما إذا كانت المؤسسة قادرة على سداد جزء من ديونها الطويلة والمتوسطة الأجل ذاتياً، وكذا دفع أرباح أسهمها أو تمويل جزء من استثماراتها التي تمت والتقليل من القروض النقدية، وذلك قبل استخدامه في عملية التقييم. وعليه يمكن عرض قيم القدرة على التمويل الذاتي وكذا معدلات نموه من خلال الجدول في الصفحة الموالية:

الجدول رقم (4-24): يوضح تطور القدرة على التمويل الذاتي (CAF)

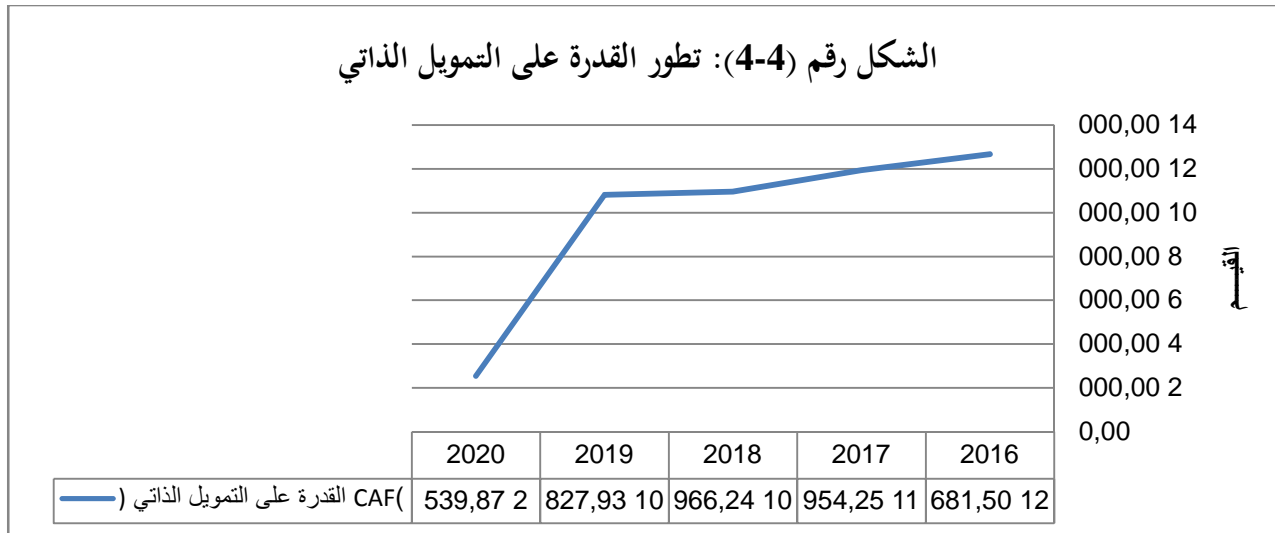
الوحدة: مليون دج

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية	6 837,69	6 257,85	5 126,46	2 467,31	(4 886,30)
+ مخصصات الاهتلاك والمؤونات وحسائر القيمة	6 966,23	6 507,32	5 957,66	8 372,04	7 426,17
- استرجاع عن المؤونات وحسائر القيمة	1 122,42	810,92	117,88	11,42	0,00
= القدرة على التمويل الذاتي (CAF)	12 681,50	11 954,25	10 966,24	10 827,93	2 539,87
معدل نمو CAF (%)	-	(0,06)	(0,08)	(0,01)	(0,77)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (12-16).

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيم (CAF) موجبة على طول فترة الدراسة وبقيم معتبرة تُتيح للمؤسسة إمكانية مواجهة أي التزام كان سواء تعلق الأمر بسداد قرض ما أو توزيع أرباح أو تمويل جزء من استثماراتها، كما نلاحظ أن قيم (CAF) في انخفاض مستمر على طول فترة الدراسة، أين نجده يحذو حذوى النواتج الصافية على الرغم من زيادة استثمارات المؤسسة خلال السنتين الأخيرتين، حيث يتبع ذلك زيادة قيم مخصصات الاهتلاكات والمؤونات، كما تم تسجيل أهم انخفاض في مستوياته سنة 2020 بمعدل انخفاض قدر بـ (0,77%). يمكن توضيح تطور القدرة على التمويل الذاتي (CAF) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-4): تطور القدرة على التمويل الذاتي



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-24) ومخرجات ECXEL.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه الانخفاض الحاصل في قيم القدرة على التمويل الذاتي، قد يعود ذلك بالدرجة الأولى إلى الانخفاض الحاصل على مستوى النتائج، لكن المهم والأهم هو أن المؤسسة استطاعت تحقيق فوائض قيمة على مستوى القدرة على التمويل الذاتي كمورد يضاف إلى مواردها الدائمة.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

الفرع الثاني: قيمة المؤسسة وفق طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)

كما أشرنا سابقا على أن هذه الطريقة تقوم في مجملها على انتقاد الطريقة السابقة (طريقة الأرباح)، كون القدرة على التمويل الذاتي يعتبر أفضل ممثل لأرباح المؤسسة، كما أن رسملة أو استحداث القدرة على التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

للتذكير، فإن قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة تحسب وفق العلاقة التالية:

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

حيث:

V : قيمة المؤسسة؛

CAF : القدرة على التمويل الذاتي؛

n : عدد السنوات؛

i : معدل الاستحداث.

لاعتماد هذه الطريقة نحتاج إلى قيم القدرة على التمويل الذاتي التقديرية المستقبلية والتي نعرضها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-25): عرض القدرة على التمويل الذاتي التقديري خلال الفترة (2021-2025)

الوحدة: مليون دج

2025	2024	2023	2022	2021	السنوات
2 627,45	3 238,39	4 147,66	4 972,82	2 540,30	النتيجة الصافية
11 774,06	8 442,45	6 450,69	6 619,38	7 076,03	+ مخصصات الاهتلاك والمؤونات وخسائر القيمة
0,00	0,00	0,00	0,00	8,05	- استرجاع عن المؤونات وخسائر القيمة
12 597,38	11 681,33	10 598,35	11 592,20	9 608,29	= القدرة على التمويل الذاتي التقديري (CAF)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق (22).

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

قبل حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة لابد من حساب القيمة المتبقية.

حساب القيمة المتبقية (VR):

للتذكير، صيغة حساب القيمة المتبقية يكون على النحو التالي:

$$VR = \frac{CAF}{i}$$

آخر قيمة للقدرة على التمويل الذاتي (من الجدول السابق)، $CAF = 12\,597,38$ مليون دج.

معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال $= 0,71$

$$VR = \frac{12\,597,38}{0,71} = 17\,742,79$$

وعليه:

انطلاقاً من الجدول رقم (4-25) والمعلومات التالية:

n : عدد السنوات = 5

i : معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال $= 0,71$

VR : القيمة المتبقية = 17 742,79 مليون دج

واعتماداً على صيغة حساب قيمة المؤسسة وفق طريقة القدرة على التمويل الذاتي نجد:

$$V = \frac{9\,608,29}{(1,71)^1} + \frac{11\,592,20}{(1,71)^2} + \frac{10\,598,35}{(1,71)^3} + \frac{11\,681,33}{(1,71)^4} + \frac{12\,597,38 + 17\,742,79}{(1,71)^5}$$

ومنه:

$$V_T = 15\,144,12$$

القيمة النهائية للمؤسسة = 15 144,12 مليون دج.

قيمة المؤسسة هي عبارة عن مجموع قيم القدرة على التمويل الذاتي مخصومة بمعدل تكلفة رأس المال، بالأخذ بعين

الاعتبار القيمة الباقية نهاية المدة.

المطلب الرابع: طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)

يتمثل تدفق الخزينة المتاح (الحر) في الرصيد النقدي المتبقي من التمويل الكامل للاستثمارات الجديدة للمؤسسة

على حساب خزينة الاستغلال، كما يُعبر ببساطة على سيولة نقدية إضافية للمؤسسة، حيث يتم توزيع هذا

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقاربة التدفقات

الرصيد على حملة الأسهم وتسديد الديون، إضافة إلى ذلك يمكن استخدامه في الاستثمار قصير الأجل (شراء أسهم الخزنة مثلا) وتجنب مخاطر الفرض الضائعة. ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي المتاح} = \text{أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال} + (-) \text{أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار} \dots (3-4)$$

الفرع الأول: دراسة التدفق النقدي المتاح (FTD)

يمكن الاسترشاد بهذا المؤشر بالدرجة الأولى في تقييم ما إذا كانت المؤسسة قادرة على تمويل استثماراتها. حيث ارتأينا أن نقوم بتشخيص هذا العنصر وتحديد وضعية السيولة المتاحة في المؤسسة محل الدراسة قبل الاعتماد عليه في عملية التقييم. والجدول التالي يوضح قيم التدفق النقدي المتاح في المؤسسة ومعدلات نموه:

الجدول رقم (4-26): يوضح تطور التدفق النقدي المتاح (FTD)

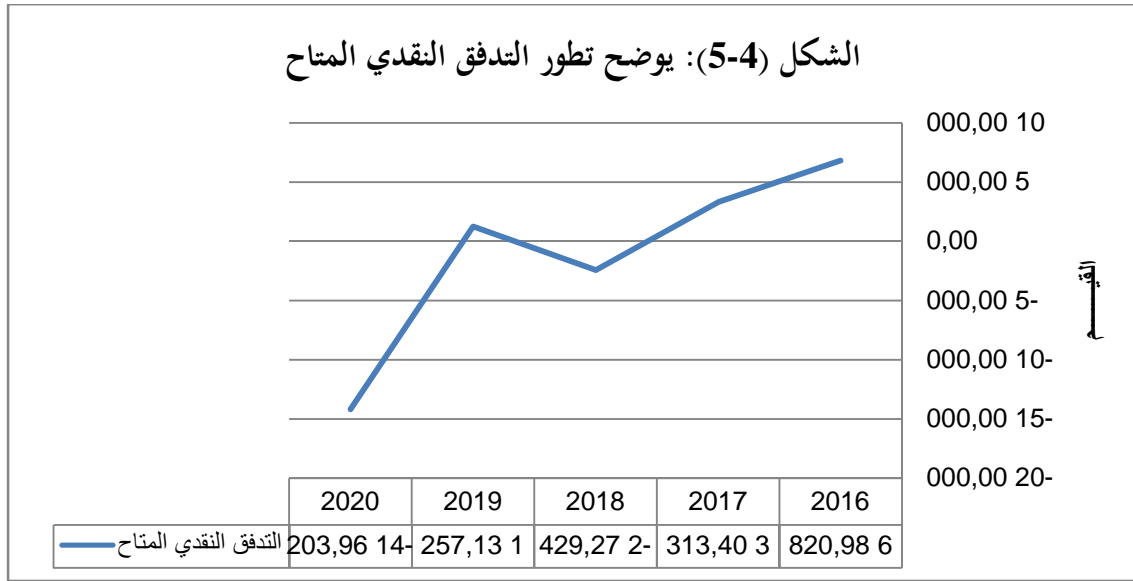
الوحدة: مليون دج

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال	10 080,48	7 325,61	8 498,47	9 679,35	(6 542,91)
(-/+) أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار	(3 259,49)	(4 012,20)	(10 927,74)	(8 422,21)	(7 661,05)
= التدفق النقدي المتاح (FTD)	6 820,98	3 313,40	(2 429,27)	1 257,13	(14 203,96)
معدل نمو FTD (%)	-	(0,51)	(1,73)	1,52	(12,30)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (17-21).

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيم (FTD) غير مستقرة، حيث كانت موجبة خلال السنتين الأوليتين مع تسجيل انخفاض قدره (0,51%)، كما شهدت سنة 2018 تسجيل عجز قدر بـ 2 429,27 مليون دج، وهذا راجع للسياسة التوسعية على مستوى النشاط التي تنتهجها المؤسسة، أين عرفت حيازة استثمارات جديدة على طول فترة الدراسة خاصة سنة 2018، أين سجلت ما قيمته 10 877,74 مليون دج كحيازة جديدة. كما عرفت (FTD) انتعاش بسيط سنة 2019، أين تم تسجيل قيمة موجبة بمعدل نمو قدر بـ (1,52%). كما عرفت السنة الأخيرة تسجيل أهم عجز في (FTD) بمعدل انخفاض قدر بـ (12,30%) والسبب هنا راجع لتدهور نشاط المؤسسة عموما وهو ما ترجمه تحقيق خزينة أموال استغلال سالبة هذا من جهة، ومن جهة أخرى استمرار المؤسسة في سياستها التوسعية وحيازة استثمارات جديدة.

يمكن توضيح تطور التدفق النقدي المتاح (FTD) من خلال الشكل في الصفحة الموالية:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-26) ومخرجات ECXEL.

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا جلياً مستوى الانخفاض المشهود خلال سنة 2017، لتعرف قيم التدفق النقدي المتاح تذبذب ما بين السنتين المواليين بين تحقيق عجز سنة 2018 وفائض سنة 2019، كما تم تسجيل أكبر عجز في مستوياتها سنة 2020 بما يقارب (14 203,96) مليون دج.

الفرع الثاني: قيمة المؤسسة وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة

طريقة التقييم هذه هي في الحقيقة امتداد لطرق خصم الأرباح، لكن ما يميزها عنها هو أن هذه الطريقة تعتبر ربحية المؤسسة تتمثل أو بالأحرى تقاس بتدفقها النقدي المتاح، كما تقوم هذه الطريقة على مبدأ أن المؤسسة مشروع استثماري لا يستحق إلا ما يقدمه في المستقبل.

للتذكير، فإن قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة تحسب وفق العلاقة التالية:

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

حيث:

V : قيمة المؤسسة؛

FTD : التدفق النقدي المتاح؛

n : عدد السنوات؛

i : معدل الاستحداث.

الفصل الرابع: تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات

ومنه واعتماداً على هذه الطريقة نحتاج إلى قيم التدفقات النقدية المتاحة التقديرية المستقبلية والتي نعرضها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-27): عرض التدفق النقدي المتاح التقديري خلال الفترة (2021-2025)

الوحدة: مليون دج

السنوات	2021	2022	2023	2024	2025
أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال	12 665,13	14 648,32	12 604,92	13 034,84	14 091,24
(-/+) أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار	(6 474,94)	(13 321,94)	(20 067,41)	(14 688,48)	(17 912,25)
= التدفق النقدي المتاح التقديري (FTD)	6 190,19	1 326,38	(7 462,49)	(1 653,64)	(3 821,00)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (23).

قبل حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة لابد من حساب القيمة المتبقية.

حساب القيمة المتبقية (VR):

للتذكير، صيغة حساب القيمة المتبقية يكون على النحو التالي:

$$VR = \frac{FTD}{i}$$

آخر قيمة للتدفق النقدي المتاح (من الجدول السابق)، FTD = (3 821,00) مليون دج.

معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال = 0,71

وعليه:

$$VR = \frac{(3 821,00)}{0,71} = (5 381,69)$$

انطلاقاً من الجدول رقم (4-27) والمعلومات التالية:

n : عدد السنوات = 5

i : معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال = 0,71

VR : القيمة المتبقية = (5 381,69) مليون دج

$$V = \frac{6 190,19}{(1,71)^1} + \frac{1 326,28}{(1,71)^2} + \frac{(7 462,49)}{(1,71)^3} + \frac{(1 653,64)}{(1,71)^4} + \frac{(3 821,00) + (5 381,69)}{(1,71)^5}$$

ومنه:

$$V_T = 1 758,35$$

القيمة النهائية للمؤسسة = 1 758,35 مليون دج.

المطلب الخامس: ملخص عملية التقييم وعرض نطاق القيمة

إن الغرض الأساسي من عملية التقييم لا يتمثل في تحديد قيمة واحدة للمؤسسة كما اشتهرت به مقارنة الذمة المالية، على العكس تماما مع تطور النظرية المالية والتي انبثقت منها مقاربات جديدة تخص عملية التقييم المالي ولعلى من بينها المقاربة المعتمدة في بحثنا والمتمثلة في مقارنة التدفقات، أين توجب علينا بناء نطاق أو مجال من القيم من خلال تحديد القيم الدنيا والقيم القصوى للمؤسسة. وعليه يمكن عرض النتائج المتحصل عليها من عملية تقييم مؤسسة (ENTP) وفق مقارنة التدفقات والمتمثلة في مجموعة من القيم نعرضها في الجدول التالي:

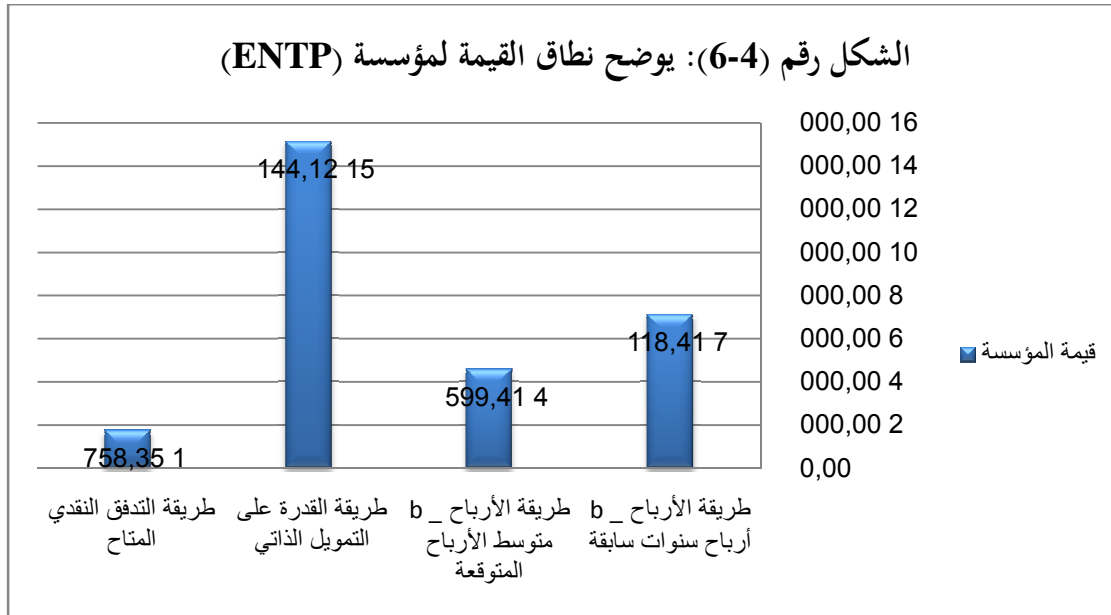
الجدول رقم (4-28): يوضح نطاق القيمة لمؤسسة (ENTP)

الوحدة: مليون دج

القيمة	الطريقة المعتمدة
7 118,41 دج	طريقة الأرباح _ المعامل b أرباح سنوات سابقة
4 599,41 دج	طريقة الأرباح _ المعامل b متوسط الأرباح المتوقعة
15 144,12 دج	طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)
1 758,35 دج	طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج التقييم.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة المؤسسة وفق الطرق المشتقة من مقارنة التدفقات متفاوتة في ما بينها بشكل كبير، حيث نجد طريقة الأرباح لوحدها تعطينا قيمتين بمجرد كيفية التعامل مع المعامل b أين سجلنا قيمة تقدر بـ 7 118,41 مليون دج عند اعتمادنا على أرباح السنوات السابقة، كما سجلنا ما قيمته 4 599,41 مليون دج كقيمة للمؤسسة عند اعتمادنا على متوسط الأرباح المتوقعة. كما نلاحظ أن أعلى قيمة للمؤسسة وفق هذه المقاربة كانت من خلال طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF) والتي من خلالها تم تسجيل ما قيمته 15 144,12 مليون دج، في المقابل نجد أن أدنى قيمة مسجلة وفق اعتماد هذه المقاربة كانت من خلال طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)، أين تم تسجيل ما قيمته 1 758,35 مليون دج كقيمة للمؤسسة. يمكن توضيح نطاق القيمة بشكل أفضل من خلال الشكل في الصفحة الموالية:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-28).

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا جلياً التباين الحاصل على مستوى قيمة المؤسسة وفق هذه المقاربة، حيث نجد أن كل طريقة مشتقة منها تعطينا قيمة تختلف عن غيرها من الطرق وفق هذه المقاربة، هذا التباين نتاج خصوصية كل طريقة في التقدير أو الحساب، الأمر الذي يتيح لنا مجال لاختيار القيمة الأنسب وذلك حسب الغرض من عملية التقييم.

خلاصة الفصل:

كان هذا الفصل بمثابة خطة عمل في إطار عملية تقييم مؤسسة (ENTP)، حيث ارتأينا تقسيمه إلى ثلاث مباحث تماشياً مع متطلبات خطط العمل والتي تأتي بعد جمع جملة من المعلومات المختلفة حول المؤسسة.

بدأنا أولاً بتقديم المؤسسة كخطوة أولى والتي تندرج ضمن أولى مراحل التقييم (جمع المعلومات)، حيث تطرقنا إلى تاريخ تأسيسها، هيكلها التنظيمي، نشاطاتها، حصتها السوقية، مواردها البشرية، البعد الاستراتيجي لها. كما عرضنا مختلف مساهماتها في المؤسسات التابعة لها.

تطرقنا في الشق الثاني من هذا الفصل إلى دراسة أداء المؤسسة من الجانب القانوني والتنظيمي، اعتمدنا فيه على الاطلاع على مختلف التقرير التسييرية وكذا تقارير محافظ الحسابات، حيث قمنا من خلاله بتقييم نظام الرقابة الداخلية، ومن ثم تحليل أصول المؤسسة وكذا هيكلها المالي حيث اخترنا سنة 2018 كعينة لهذا التحليل، كما تحققنا من احترام المؤسسة لالتزاماتها الجبائية.

تضمن الشق الثالث من هذا الفصل إلى تطبيق ثلاث طرق للتقييم المالي وفق مقارنة التدفقات، وذلك بعد ما تم حساب كل من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تمثل معدل الاستحداث وكذا تحديد مجال التقييم الذي تم على مدى 5 سنوات. بدأنا التقييم بطريقة الأرباح وخصصنا لهذه الطريقة حالتين أو مجالين للقيمة حسب المعامل b، أخذنا هذا الأخير بقيم السنوات الماضية وكذا بالمتوسط كما تقضيه العلاقة الرياضية الخاصة بهذه الطريقة. تليها طريقة القديرة على التمويل الذاتي (CAF)، حيث قمنا بعد حساب القدرة على التمويل الذاتي المتوقع على مدى 5 سنوات بتطبيق الصيغة الرياضية الخاصة به ومن ثم تحديد قيمة المؤسسة. لتأتي طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة أخيراً، حيث قمنا بعد حساب التدفق النقدي المتاح (FTD) المتوقع على مدى 5 سنوات بتطبيق الصيغة الرياضية الخاصة به ومن ثم تحديد قيمة المؤسسة.

الخاتمة

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية الوقوف عند أهم العوامل التي تجعل من اعتماد هذه المقاربة في تحديد قيمة أو بالأحرى مجال للقيمة للمؤسسة الاقتصادية والتي تنشط في بيئة الأعمال الجزائرية أمر صعب نظراً لمتطلبات تطبيقها، حيث وباختلاف طرقها نجدها تعتمد على استخدام عناصر حسابية متعلقة بالمستقبل يصعب تحديدها خاصة إذا تعلق الأمر بمعدل الخصم أو الاستحداث للتدفقات المتوقع حدوثها في ظل غياب سوق مالي كفي.

I- اختبار الفرضيات:

بعد معالجتنا لمختلف جوانب الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي توصلنا إلى نتائج خاصة باختبار الفرضيات ونتائج أخرى عامة.

1- الفرضية الأولى والمتمثلة في أن خبراء التقييم المالي في الجزائر يركزون على مختلف مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية، وذلك يمكن أن يعود إلى كون هذه المقاربات أقل تكلفة بغض النظر على جودة النتائج. خبير التقييم في الجزائر يرى في المؤسسة المراد تقييمها أصل يمثل قيمة معينة، كما أن مفهوم المؤسسة أصل يمثل قيمة معينة متعارف عليه من قبل مختلف الأطراف المستفيدة من عملية التقييم هذا من جهة، ومن جهة أخرى خصوصية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية المتأثرة ببيئة أعمال منغلقة على نفسها بعيدة عن تطبيق مقارنة أخرى من مقاربات التقييم دون مقارنة الذمة المالية.

2- الفرضية الثانية والتي طرحت فكرة التحول الاقتصادي في الجزائر واعتماد نظام محاسبي يواكب التطورات على الساحة الدولية ساهم في تطوير عملية التقييم المالي، حيث أصبح هنالك تحديد دقيق وتمييز بين مختلف مفاهيم القيمة، وإمكانية المفاضلة بين مختلف المقاربات والتي من بينها مقارنة التدفقات. صحيح أن النظام المحاسبي المالي (SCF) واكب التطورات التي حصلت في الساحة الدولية إلى غاية 2007، كما ركّز على البعد الاقتصادي للتقييم المحاسبي إلا أنه مزال هناك إشكالات في التطبيق السليم له، ولعل أكبر دليل على ذلك هو التسجيل المحاسبي للأصول المهتلكة تماما وإعادة إدماجها من جديد بتكلفتها التاريخية مع قيمة محاسبية صافية (VNC) تساوي 0. وهذا الأمر غير مقبول في حال اعتماد مقارنة التدفقات في عملية التقييم.

3- الفرضية الثالثة والمتمثلة في عدم الجزم بأن هناك مقارنة من مقاربات التقييم صالحة في كل زمن أو ظرف، وعنصر المثالية مستبعد تماما، كما يمكنها أن تعطينا نتائج غير مؤمولة في حال اعتمادها في تقييم مؤسسة (ENTP). حيث نجد أن استخدام هذه المقاربة صالح في المؤسسات التي يمكنها بناء توقعات ذات رؤية

كافية لمستقبلها، كما لا يمكن الاعتماد على هذه المقاربة في المؤسسات الصغيرة بشكل عام، أين يفتقد تسيير هذا النوع من المؤسسات لعمليات تخطيط الميزانية (الموازنات التقديرية). أما بخصوص مؤسسة (ENTP) مع أنها مؤسسة عمومية ذات طابع إقتصادي كبيرة ولها ثقل ووزن في مجال المحروقات إلا أننا وجدنا أن السياسة المتبعة من طرفها في بناء توقعاتها المستقبلية غير منطقية والتي تقوم على فترة استهلاك العقود.

4- الفرضية الرابعة والمتمثلة في أن تطبيق مقاربة التدفقات في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية عموماً ومؤسسة (ENTP) خصوصاً صادف ومازال يصادف مشاكل نظراً لما يتطلبه هذا النوع من المقاربات من معلومات خاصة تلك المتعلقة بمستقبل المؤسسة. يعتمد تطبيق هذا النوع من المقاربات في الجزائر على التطبيق السليم للنظام المحاسبي المالي (SCF) وإعطاء القيمة المحاسبية بُعدها الاقتصادي هذا من جهة، من جهة أخرى متطلبات هذه المقاربة تقوم على توفر سوق مالي كفي يتيح إمكانية تحديد مُعلّمات هذه المقاربة خاصة إذا تعلق الأمر بمعدل الاستحداث وتحديد المخاطر. وهو ما صادفناه عند تقييمنا لمؤسسة (ENTP) أين لم نستطع تحديد المخاطر الخارجية للمؤسسة وبناء فرضيات وسيناريوهات حول مجال القيمة.

II- الاستنتاجات: من خلال الخوض في مجريات عملية التقييم المالي من مفاهيم ومحددات ومقاربات وتحليلها،

وذلك من خلال الجانب النظري من هذا البحث، توصلنا إلى مجموعة من النقاط تلخص كل ما تعلق بموضوع التقييم المالي والتي نعرضها كما يلي:

- مفهوم القيمة في مجال الاقتصاد يتميز بالغموض أو التشعب نظراً لانتماؤه لمختلف النظريات في هذا المجال خاصة النظرية المحاسبية والنظرية المالية؛
- هناك تداخل بين مفهومي القيمة والسعر، حيث تحدد القيمة بحجم وطبيعة نشاط المؤسسة في حين سعرها ما هو إلا نتاج عملية التفاوض حولها؛
- تحديد قيمة المؤسسة يتم وفق مسار علمي يضم مجموعة من الأساليب والمحددات تدرج كلها تحت مفهوم التقييم المالي، هذا الأخير يحكمه منهج علمي ومبادئ على الخبير المقيم أن يراعيها؛
- التقييم المالي عملية صارمة تعتمد على شكليات معينة، قد تكون معقدة تبعاً لحجم المؤسسة أو مجال النشاط؛

- على الرغم من بساطة طرق التقييم التي تعتمد على الذمة المالية وقلة تكلفتها إلى أنه يعاب عليها اتصافها بالسكون؛
- مقارنة الذمة المالية مثيرة للاهتمام خاصة إذا تعلق الأمر بتقييم المجمعات شديدة التعقيد، كونها تقوم على العديد من الأصول أو الشركات التابعة أو من شركات قابضة متنوعة؛
- تصبح مقارنة الذمة المالية أكثر ملاءمة عندما تكون أصول المؤسسة متعددة وقابلة للتداول في أسواق مخصصة؛
- في ظل اعتماد مقارنة التدفقات نجد أن مفهوم التدفقات يقوم بالدرجة الأولى على النواتج المحاسبية (بيان حسابات النتائج)، الأمر الذي يستدعي التأكد من مصداقيتها؛
- عملية التقييم وفق مقارنة التدفقات تقوم بالدرجة الأولى على معرفة حقيقة العوائد المتأتية من أنشطة المؤسسة وذلك في سبيل إمكانية التنبؤ بالقدرة الربحية؛
- تقوم مقارنة التدفقات على مجموعة من الافتراضات، هذه الأخيرة لا بد أن تُعنى بقدر كبير من الأهمية كون أي تغيرات طفيفة فيها سيؤدي ذلك إلى انحرافات على مستوى قيمة المؤسسة.
- ما يميز مقارنة التدفقات عن مقارنة الذمة المالية أو المختلطة أنها تعطينا مجال أو نطاق للقيمة يمكننا من خلاله اختيار القيمة الأنسب وذلك حسب الغرض من عملية التقييم.

-III- النتائج التطبيقية:

- شهدت سنة 2020 إختيار كبير على مستوى رقم أعمال المؤسسة بمعدل انخفاض قدر بـ (20,80%) مقارنة بالسنة السابقة، أين جمدت المؤسسة الأم كل من نشاطي الاستكشاف والحفر بسبب جائحة (Covid 19 virus) وهو ما أثر بشكل مباشر على مداخيل المؤسسة. حيث خلال هذه السنة أشرفت المؤسسة على ما يقارب 199 بئر نبط فقط بقيمة تقدر بـ 6 539 533 011,00 دج؛
- تعتبر مصاريف المستخدمين من أهم وأشهر الأعباء التي تعاني منها المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، إلا أن ذلك تم تجاوزه في مؤسسة ENTP، وذلك بتنوع سياسة التوظيف لديها بين عامل دائم وعامل متعاقد بما يخدم مصالحها؛
- قدرت مساهمات مؤسسة ENTP في المؤسسات التابعة لها سواء في شكل حيازة تامة أو في شكل شراكة قدرت قيمتها بـ 89 022 426,00 دج خلال السنة المالية 2020؛

- ما تقدر نسبته بـ 80% من أصول المؤسسة متهالك تماماً، لكن المؤسسة لا تزال تستخدم هذه الأصول في نشاطها ومازالت تظهر هذه الأصول في الميزانية المالية بتكلفتها التاريخية مع صافي القيمة المحاسبية (VNC) معدومة؛
- أغلب مخزونات المؤسسة خاصة تلك المرتبطة بالنشاط الأساسي يتم نقلها مباشرة إلى آلة الحفر دون أن تدخل إلى المخازن، الأمر الذي قد يحدث بعض المشاكل في تحديد قيمة المخزونات بشكل دقيق؛
- سياسة تحصيل المستحقات عند المؤسسة ضعيفة، حيث تمثل قيمة مخصصات خسارة القيمة على الزابون MEDEX الجزء المهم منها، أين بلغت قيمة مستحقات المؤسسة عليه ما يقدر بـ 1 094,05 مليون دج؛
- مؤسسة ENTP تعتمد على تمويل نفسها ذاتياً من خلال تخصيص الجزء المهم من نواتجها المالية في شكل احتياطات مع استبعاد تام لإمكانية الاقتراض من البنوك؛
- مؤسسة ENTP ملتزمة بتخصيص احتياطات قانونية وبالقدر الذي يحدده القانون التجاري على المؤسسات في حال تحقيق أرباح وهو 5%؛
- مؤسسة ENTP ملتزمة جبائياً وحريصة كل الحرص على الالتزام بواجباتها الجبائية أياً كان نوعها، حيث بلغ مبلغ الضرائب المدفوع خلال السنة المالية 2018 ما يقدر بـ 2 160,04 مليون دج؛
- الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل في المؤسسة لا تمثل قروض بنكية، بل هي عبارة عن ضمانات (Caution) وكذا مؤونات تتضمن قيم المنح المستحقة لصالح العمال المحالين للتقاعد بعد نهاية الخدمة؛
- عند إتمادنا مقارنة التدفقات في تقييم مؤسسة ENTP إكتشفنا أن هناك علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة ومعدل الاستحداث الذي يمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، حيث كلما ارتفع معدل الاستحداث أثر ذلك على قيمة المؤسسة بالنقصان؛
- إنتهاج مقارنة التدفقات يتطلب طرح عدة فرضيات تتعلق بعنصر المخاطر والتي بدورها تنتج لنا عدة سيناريوهات، خاصة إذا كان الجزء المهم من أنشطة المؤسسة مرتبط بعناصر خارجية، إلا أنه في مؤسسة ENTP نجد أن الجزء المهم من أنشطتها مرتبط بالمؤسسة الأم SONATRACH ومحمية من المخاطر حتى في حالة العجز على عدم تحقيق العقود المبرمة بينهما بشكل كلي؛
- تعتمد مقارنة التدفقات على بيانات تقديرية، وبالتالي تتطلب قدراً كبيراً نسبياً من التنبؤات لحالة النشاطات المستقبلية للمؤسسة والاقتصاد بشكل عام، أين نجد أن البيانات التقديرية (Plan moyen)

- (terme) في مؤسسة ENTP يتم إعدادها على أساس نسبة استهلاك العقود المبرمة مع فرضية إتمام العقود بشكل كلي؛
- طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة تأخذ التمويل الطبيعي للنمو (حيازة استثمارات جديدة) بعين الاعتبار، الأمر الذي يعطي مقياسًا للإمكانات المالية المتاحة داخل مؤسسة ENTP لتنفيذ إستراتيجيات توسعية جديدة؛
 - عندما تكون المؤسسة قد حققت في فترة ما FTD سلمي، على سبيل المثال حيازة مجموعة من الاستثمارات التشغيلية الهامة. هذا يثير مشكلة التمييز الدقيق أحيانا بين الاستثمارات التشغيلية العادية والاستثمارات الإستراتيجية، وهو ما استدعى إعادة تصحيح بند (حيازة استثمارات جديدة) والاعتماد على الاستثمارات التشغيلية فقط في حساب قيمة مؤسسة ENTP؛
 - بالنسبة للعناصر الحسابية التي تعتمد هذه الطريقة خصوصا معدل الاستحداث والمتمثل في دراستنا في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، نجد أن أدق طريقة في حساب هذا الأخير من خلال اعتماد نموذج توازن الأصول (MEDAF)، وهو ما يحتم ضرورة أن تكون مؤسسة ENTP مدرجة في سوق مالي كفي؛
 - عند اعتماد مقارنة التدفقات في تقييم مؤسسة ENTP تم تسجيل كقيمة للمؤسسة ما يقدر بـ 15 144,12 مليون دج كأعلى قيمة، وذلك باستخدام طريقة القدرة على التمويل الذاتي (CAF)، في المقابل تم تسجيل ما قيمته 1 758,35 دج كأدنى قيمة للمؤسسة، وذلك عند استخدام طريقة التدفق النقدي المتاح (FTD).
- IV- توصيات واقتراحات البحث:** إنطلاقا من مناقشة فرضيات البحث وكذا عرض نتائجه إرتأينا مجموعة من التوصيات والاقتراحات، نوجزها في النقاط التالية:
- هناك فجوة كبيرة بين النظام المحاسبي المالي (SCF) والتقييم المحاسبي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وبالتالي فإنّ سد هذه الفجوة من شأنه أن يساهم في خلق منتجات مالية اقتصادية موثوقة يمكن اعتمادها في هذا النوع من المقاربات (مقاربة التدفقات) هذا من جهة، وتنشيط السوق المالي وتطويره من جهة أخرى.
 - ضرورة الاهتمام بالجانب المالي والاقتصادي للنظام المحاسبي المالي (SCF) وفهم المفاهيم المتعلقة به من قبل الفاعلين في مجال المحاسبة عامة وخبراء التقييم خاصة، خاصة المفاهيم المتعلقة بالقيمة، وبالتالي

الوصول إلى إمكانية تحديد واعتماد نموذج تقييم على ضوء هذه المقاربة خاص بطبيعة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وبيئتها الاقتصادية.

- مقارنة التدفقات يمكن اعتمادها في المؤسسات التي تنشط في بيئة أعمال رأسمالية بها أسواق مالية فعالة وذات كفاءة، أما في الجزائر كونها دولة نامية وإنطلاقاً من بيئتها الاقتصادية نجد أن نتاج تطبيق هذه المقاربة في الوقت الحالي يجيد عن قيمة المؤسسة الفعلية، لكن هذا لا يمنع من اعتماد مقاربات التقييم المختلطة (ذمة مالية، تدفقات)، ويمكن اعتبار ذلك كمرحلة تمهيدية لفهم وإعتماد مقارنة التدفقات.
- إيلاء هذا النوع من المقاربات (مقاربة التدفقات) أهمية أكثر، كون فكرة الخبير المقيم حول أن قيمة المؤسسة والتي يرى بأنه يمكن التعبير عنها بأنها أصل إقتصادي، مع تجاهل حاضر ومستقبل المؤسسة الاقتصادية حول نشاطها وما يمكن أن تولده من تدفقات قد تفوق قيمتها الأصل الذي ساهم فيها بشكل مباشر، يجعل من هذه الفكرة تحول دون إبداء أو إعطاء رأي حول قيمة المؤسسة بعيد عن التحيز والتظليل.
- عقد دورات تدريبية لخبراء التقييم الجزائريين بخصوص شرح فحوى مقارنة التدفقات ومدى نجاعتها في تحديد قيمة المؤسسة.
- ضرورة تحرير الاقتصاد بشكل جدي، وبالتالي تحرير السوق المالي الجزائري مما يسمح بحرية انتقال رؤوس الأموال، الأمر الذي يتيح إمكانية تطبيق مقارنة التدفقات وعدم وجود صعوبات في تحديد المعلّات التي تعتمدها، خاصة ما تعلق بتكلفة رأس المال وكذا تكلفة الديون المالية وخاصة عنصر المخاطر.

V- آفاق البحث:

إن بحثنا هذا لم يخلو من بعض النقائص الناتجة عن بعض الصعوبات المتعلقة بجانبه الميداني، خاصة في اختيارنا لمعدل الاستحداث والذي تمثل في التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال، والتي لم تُنح لنا وضع فرضيات مختلفة حول قيمة المؤسسة في ظل عدم القدرة على تحديد المخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة أو الاستثمار فيها، كما أن المؤسسة محل الدراسة سياسة تمويلها لا تقوم على الاقتراض من البنوك. ومنه إرتئينا أن تتم دراسات مشابهة لهذه الدراسة من حيث المنهجية وأن يتم تطبيقها على قطاعات اقتصادية أخرى ويُجذب أن تكون مسعرة في البورصة لتعزيز النتائج المتعلقة بهذه الدراسة.

المراجع

أولاً: باللغة العربية

I- الكتب:

1- طارق عبد العال، التقييم وإعادة هيكلة الشركات "تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية، الاسكندرية -مصر، 2008.

II- البحوث الجامعية:

2- بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر "دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشور، جامعة الجزائر 3، الجزائر، السنة الجامعية 2009-2010.

3- عيساوي نادية، تقييم المؤسسة في اطار الخوصصة "دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب وشتقاته (ملبنة نوميديا)"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشور، جامعة قسنطينة، الجزائر، السنة الجامعية 2004-2005.

4- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشور، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.

III-المقالات المنشورة:

5- إبراهيم خليل حيدر السعدي، مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم وأثرها على استبدال الأصول، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 21، بغداد- العراق، 2009.

6- حمد عبد العزيز العميرة، التثمين العقاري، مجلة القضائية، مجلد الأول، العدد الثالث، وزارة العدل السعودية، المملكة العربية السعودية، 2012.

7- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010.

IV-المؤتمرات والملتقيات والأيام الدراسية:

8- بريكة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية "مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، الملتقى الدولي حول: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف - الجزائر، أيام 14-15 أبريل 2009.

- 9- محمد عبد الحليم عمر، الأسس العلمية للتقويم والتممين في الفكر والتطبيق الاقتصادي والمحاسبي، مؤتمر تنشيط السوق العقاري المصري، جامعة الأزهر، مصر، في الفترة من 25-27 يونيو 2002.
- V- القرارات والقوانين والمراسيم:
- 10- القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، الجريدة الرسمية، العدد 74، الجزائر، 2007.
- 11- القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية، العدد 19، الجزائر، 2009.
- ثانيا: باللغة الأجنبية:

I- Ouvrages

- 12- Alain Fayolle, **Entrepreneuriat « Apprendre à entreprendre »**, 2^e édition, Dunod, Paris, 2012.
- 13- Bruno BACHY, Michel SION, **Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS**, 2^e édition, Dunod, Paris, 2009.
- 14- Bruno BACHY, Michel SION, **Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS**, Dunod, Paris, 2009.
- 15- Caroline Selmer, **Toute la fonction Finance**, Dunod, Paris, 2006.
- 16- Claude ALAZARD, Sabine SÉPARI, **DCG 11 : Contrôle de gestion (MANUEL ET APPLICATIONS)**, 2e édition, Dunod, Paris, 2010.
- 17- Claude Annie DUPLAT, **Pour gérer une entreprise à croissance rapide**, Organisation, Paris, 2002.
- 18- Claude-Annie Duplat, **Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise**, Vuibert, Paris, 2004.
- 19- Claude-Annie Duplat, **Évaluez votre entreprise**, Librairie Vuibert, Paris, 2007.
- 20- Denis Karpicek, **L'évaluation d'entreprise " Guide pratique pour les dirigeants de PME"**, Bibliothèque et archives du Canada, 2010.
- 21- Dov Ogien, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 2008.
- 22- Florence PIERRE, Eustache Besançon, **Valorisation d'entreprise et théorie financière**, Éditions d'Organisation, Paris, 2004.
- 23- Franck ceddaha, **Fusions Acquisitions «Évaluation, Négociation, Ingénierie»**, 3^e édition revue et augmentée, ECONOMICA, Paris, 2010.

- 24- François-Xavier SIMON, **Management et gestion d'un point de vente**, 2e édition, Dunod, Paris, 2008.
- 25- Georges Legros, **Ingénierie financière "Fusions, acquisitions et autres restructurations des capitaux"**, 2^e édition, Dunod, 2016.
- 26- Georges Legros, **Mini manuel de finance d'entreprise**, Dunod, Paris, 2010.
- 27- Gérard CHAPALAIN, « **Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise**», EMS Edition, France, 2004.
- 28- Hubert de La Bruslerie, **Analyse financière "Information financière, diagnostic et évaluation"**, 4 e édition, Dunod, Paris, 2010.
- 29- Jean Brilman, Claude Maire, **manuel d'évaluation des entreprises "Sociétés cotées et non cotées"**, Les Éditions d'Organisation, Paris, 1990.
- 30- Jean-Baptiste TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **ÉVALUATION D'ENTREPRISE "Que vaut une entreprise ?"**, 4^e édition, EYROLLES, Paris, France, 2007.
- 31- Jean-Étienne Palard, Franck Lambert, **D'évaluation d'entreprise "Guide pratique"**, Groupe Eyrolles, Paris, 2013.
- 32- Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **DCG : Finance d'entreprise "Manuel & applications"**, 2e édition, Nathan, Paris, 2009.
- 33- Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, **DCG 6: Finance d'entreprise "Manuel & applications"**, 2^e édition, Nathan, Paris, 2009.
- 34- Jean-Luc CHARRON, Et Entres, **DCG 7 : Management " Manuel et applications "**, 5e edition, Dunod, Paris, 2016.
- 35- Michel SION, David BRAULT, **Définir le businessplan «Méthodes, outils et astuces»**, 3^e édition, DUNOD, Paris, 2013.
- 36- Micheline Friederich, Georges Langlois, **DSCG 4 : le meilleur du «Comptabilité et audit»**, LMD Expertise comptable, 5^eÉdition, Éditions Foucher, France, 2015.
- 37- Olivier Arthaud, Raphaël Jacquemard, **Le concept de valeur d'une entreprise**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Groupe Revue Fiduciaire, N°433, Paris, Décembre 2015.
- 38- Olivier Meier, Guillaume Schier, **Fusions Acquisitions "Stratégie • Finance • Management"**, 3^e édition, Dunod, Paris, 2009.
- 39- Pascal Barneto, Georges Gregorio, **DSCG 2 : Finance "MANUEL ET APPLICATIONS**, 2^e édition, Dunod, Paris, 2009.

- 40- Pascal Quiry And Others, **Corporate Finance "Theory and Practice"**, John Wiley & Sons Ltd, Copyright 2005.
- 41- Patrice VIZZAVONA, «**Evaluation des entreprises**» **cours et étude de cas corrigés**, édition Berti, Paris, 2000.
- 42- Pierre JAMMAR, **L'évaluation des biens immobiliers**, édition Edi pro, Belgique, 2012.
- 43- Pierre Vernimmen, **Corporate Finance "Theory and Practice"**, John Wiley & Sons Inc, England, 2005.
- 44- Robert OBERT, Marie-Pierre MAIRESSE, **DSCG 4 : Comptabilité et audit " MANUEL ET APPLICATIONS"**, 2e édition, Dunod, Paris, 2009.
- 45- Xavier Durand, Ali Goumar et Éric Simon, **RÉALISER SON BUSINESS PLAN EN 48**, 2^{ème} édition, Groupe Eyrolles, 2015.

II- Thèses :

- 46- BELHOUADJEB Hinde, **L'évaluation des entreprises et la privatisation en Algérie «Cas d'une entreprise publique des travaux routiers»**, Mémoire de Magister en Sciences Economiques, Université d'Alger, 2008-2009.
- 47- TLAMSI Ismahene, **Interaction Entre l'Evaluation de l'Entreprise et la Gouvernance "Cas de la Société Saidal"**, Thèse pour l'obtention du diplôme de doctorat LMD, Université Abdelhamid BEN BADIS MOSTAGANEM, Non publié, Algérie, 2017-2018.
- 48- Pablo Fernández, **COMPANY VALUATION METHODS "THE MOST COMMON ERRORS IN VALUATIONS"**, IESE Business School – University of Navarra, Rev. February, 2007.

III- Articles

- 49- Abdelilah EL ATTAR, **L'évaluation de la valeur de l'entreprise par l'approche basée sur le triptyque (coût-qualité-temps)**, Dossiers de Recherches en Economie et Gestion, N° spécial, Université Mohammed Premier, Oujda- MAROC, 2014.
- 50- Didier Arias , **Les méthodes d'évaluation patrimoniales**, Évaluation : le point de vue des praticiens, RFComptable, N°433, Décembre 2015.
- 51- Julien Herenberg, Jean-Luc Loir, **L'analyse stratégique et la méthode des (DCF)**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Groupe Revue Fiduciaire, N°433, Paris, Décembre 2015.

- 52- Liem Pei Fun, **Sautma Ronni Basana Price Earnings Ratio and Stock Return Analysis (Evidence from Liquidity 45 Stocks Listed in Indonesia Stock Exchange)**, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan (JMK), VOL.14, NO. 1, Indonesia, 2012.
- 53- Olivier Arthaud, Raphaël Jacquemard, **Le concept de valeur d'une entreprise**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Groupe Revue Fiduciaire, N°433, Paris, Décembre 2015.
- 54- Sonia BONNET-BERNARD, **L'évaluation : un art qui nécessite une combinaison de compétences**, Revue Française de Comptabilité, N°458 Octobre 2012.
- 55- Thierry Saint-Bonnet, **L'approche de l'évaluation d'entreprise par l'administration fiscale**, Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), RF. Comptable, Décembre 2015.

VI- Séminaires, journées scientifiques, colloques

- 56- Didier Van Caillie, **Techniques modernes d'évaluation des entreprises**, Séminaire de perfectionnement des formations postuniversitaires, HEC Liège, Belgique, 1998.
- 57- Florian Steiger, **The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods**, Seminar Paper Fall 2008, European Business School.
- 58- Franck Ceddaha, **L'évaluation d'entreprises "Crise des méthodes ou méthodes de crise"**, 10 ième colloque de comptabilité nationale, séance du 21 janvier : la valeur de l'entreprise.
- 59- Jean-Paul MILOT, **Méthodes comptables, valeur de l'entreprise et actifs incorporels**, 10 ième colloque de comptabilité nationale, organisé par l'ACN à Paris les 21, 22 et 23 janvier 2004.
- 60- Joëlle Lasry, Pierre Préjean, **Mission d'évaluation "Guide pratique"**, avec le soutien de la fédération française des Expert en Evaluation (FFEE), © CSO, Paris, Edition de juin 2012.

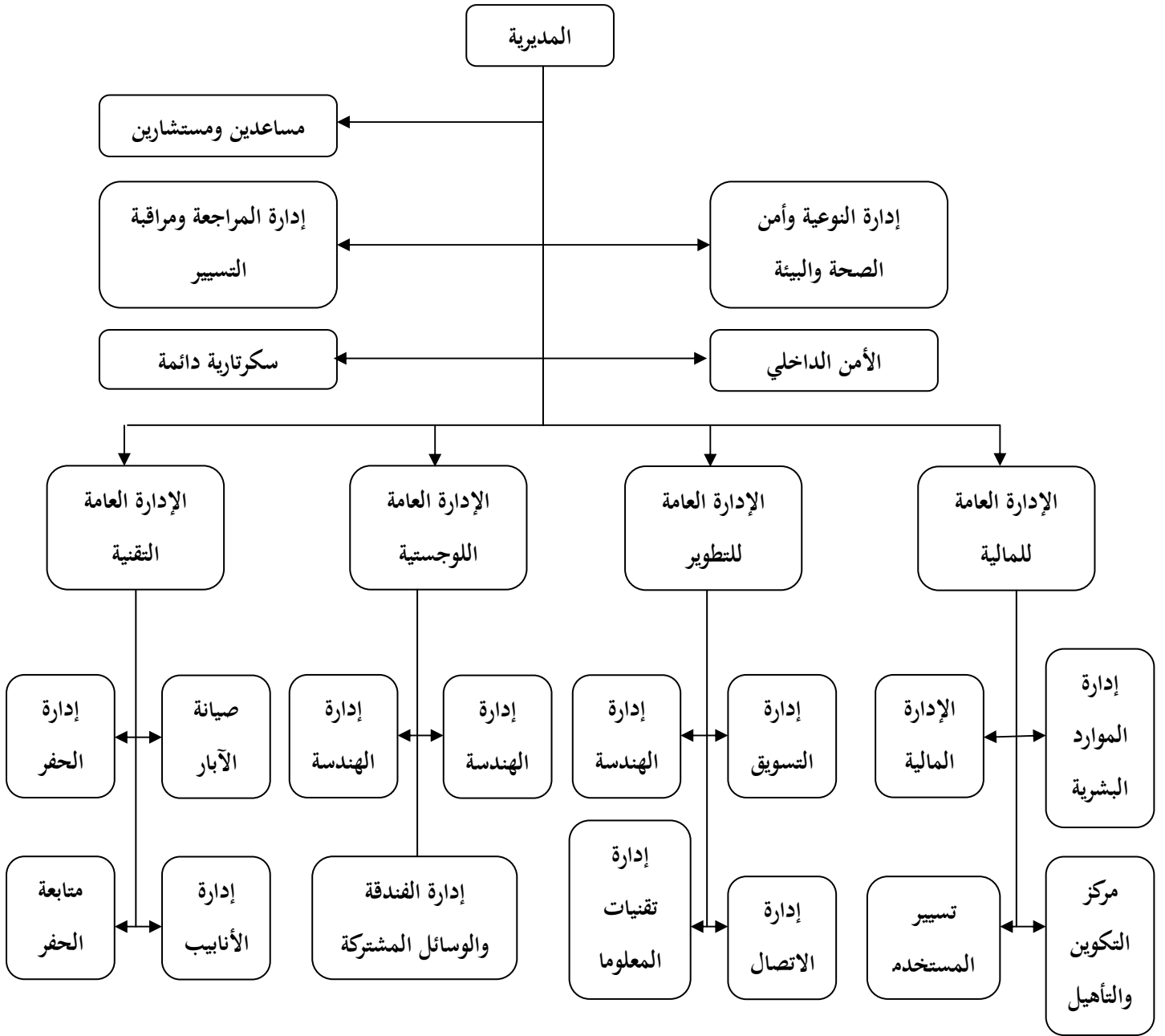
IV- Internet :

- 61- Direction générale des Finances Publiques, **L'EVALUATION DES ENTREPRISES ET DES TITRES DE SOCIETES**, France, Version de novembre 2006, P : 37. La documentation en ligne sur : <https://www.impots.gouv.fr> , consultation le : 10/03/2019.

- 62- <http://www.evaluationentreprise.net>, consulté le : 17/11/2019.
- 63- https://www.12manage.com/methods_dcf_fr.html, consulté le : 17/11/2019.
- 64- www.entp.dz, consulté le : 26/10/2021.

الملاحق

الملحق رقم (01): الهيكل التنظيمي لمؤسسة ENTP



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نموذج مقدم من المديرية العامة

الملحق رقم (02): جانب الأصول من ميزانية 2016



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2016

ACTIF	Note	Année 2016 Brut	Année 2016 Amort- Prov	Année 2016 Net	Année 2015 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (Goodwill)					
Immobilisations incorporelles		340 121 859,84	331 047 556,49	9 074 303,35	411 680,21
Immobilisations corporelles		108 275 746 861,48	82 858 625 845,84	25 417 121 015,64	29 907 838 174,12
Terrains		181 869 161,99	76 787 911,97	105 081 250,02	114 963 378,28
Bâtiments		11 951 681 419,57	6 662 498 216,96	5 289 183 202,61	5 407 649 759,90
Installations techniques, matériel et outillage industriel		83 603 567 447,25	66 616 660 750,94	16 986 906 696,31	21 490 362 451,00
Autres immobilisations		12 538 628 832,67	9 502 678 965,97	3 035 949 866,70	2 894 862 584,94
Immobilisations en cours		4 035 804 336,80		4 035 804 336,80	4 350 746 594,69
Immobilisations financières		604 132 823,60	36 292 585,00	567 840 238,60	346 804 786,25
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		125 315 011,00	36 292 585,00	89 022 426,00	59 022 425,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		478 817 812,60		478 817 812,60	287 782 361,25
Impôt différé actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT (I)		113 255 805 881,72	83 225 965 987,33	30 029 839 894,39	34 605 801 235,27
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		15 462 719 276,28	2 194 652 721,82	13 268 066 554,46	11 831 439 675,78
Créances et emplois assimilés		36 554 138 037,76	1 290 581 196,74	35 263 556 841,02	27 908 448 228,81
Clients		32 315 122 947,06	1 290 581 196,74	31 024 541 750,32	22 996 265 011,65
Autres débiteurs		782 768 352,81		782 768 352,81	1 349 646 039,27
Impôts et assimilés		3 456 246 737,89		3 456 246 737,89	3 562 537 177,89
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés		17 219 079 467,56	203 525 000,00	17 015 554 467,56	14 608 964 156,07
Placements et autres actifs financiers courants		9 500 000 000,00		9 500 000 000,00	13 000 000 000,00
Trésorerie		7 719 079 467,56	203 525 000,00	7 515 554 467,56	1 608 964 156,07
TOTAL ACTIF COURANT (II)		69 235 936 781,60	3 688 758 918,56	65 547 177 863,04	54 348 852 060,66
TOTAL GENERAL ACTIF		182 491 742 663,32	86 914 724 905,89	95 577 017 757,43	88 954 653 295,93

الملحق رقم (03): جانب الخصوم من ميزانية 2016



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2016

PASSIF	Note	Année 2016	Année 2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		14 800 000 000,00	14 800 000 000,00
Primes et réserves (réserves consolidées) (1)		53 950 711 834,89	46 695 023 083,75
Ecart de réévaluation			
Résultat net (résultat net du groupe) (1)		6 837 687 123,89	9 775 626 975,60
Autres capitaux propres – Report à nouveau		-2 277 436 256,46	-2 119 938 224,46
TOTAL CAPITAUX PROPRES		73 310 962 702,32	69 150 711 834,89
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt et dettes financières		2 583 076,50	521 953 259,06
Impôts (différés et provisionnés)		-885 156 966,36	-1 072 460 749,66
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés D'avance		3 073 117 112,37	3 785 841 544,34
TOTAL PASSIFS NON COURANT		2 190 543 222,51	3 235 334 053,74
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		8 246 832 133,54	5 043 933 632,99
Impôts		3 081 087 942,41	2 402 945 377,21
Autres dettes		8 747 591 756,65	9 121 728 397,10
Trésorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANT		20 075 511 832,60	16 568 607 407,30
TOTAL GENERAL PASSIF		95 577 017 757,43	88 954 653 295,93

Edité par : SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

الملحق رقم (04): جانب الأصول من ميزانية 2017



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2017

ACTIF	Note	Année 2017 Brut	Année 2017 Amort- Prov	Année 2017 Net	Année 2016 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (Goodwill)					
Immobilisations incorporelles		340 121 859,84	333 203 827,48	6 918 032,36	9 074 303,35
Immobilisations corporelles		113 112 494 351,67	89 389 366 838,74	23 723 127 512,93	25 417 121 015,64
Terrains		193 259 583,99	92 517 725,89	100 741 858,10	105 081 250,02
Bâtiments		12 489 660 306,16	7 126 925 453,33	5 362 734 852,83	5 289 183 202,61
Installations techniques, matériel et outillage industriel		85 435 905 904,63	71 742 004 642,32	13 693 901 262,31	16 986 906 696,31
Autres immobilisations		14 993 668 556,89	10 427 919 017,20	4 565 749 539,69	3 035 949 866,70
Immobilisations en cours		4 097 254 685,78		4 097 254 685,78	4 035 804 336,80
Immobilisations financières		1 051 944 204,12	36 292 585,00	1 015 651 619,12	567 840 238,60
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		125 315 011,00	36 292 585,00	89 022 426,00	89 022 426,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		926 629 193,12		926 629 193,12	478 817 812,60
Impôt différé actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT (I)		118 601 815 101,41	89 758 863 251,22	28 842 951 850,19	30 029 839 894,39
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		18 733 203 262,21	2 194 652 721,82	16 538 550 540,39	13 268 066 554,46
Créances et emplois assimilés		33 631 820 984,58	1 290 440 168,74	32 341 380 815,84	35 263 556 841,02
Clients		30 758 327 982,97	1 290 440 168,74	29 467 887 814,23	31 024 541 750,32
Autres débiteurs		1 049 215 832,72		1 049 215 832,72	782 768 352,81
Impôts et assimilés		1 824 277 168,89		1 824 277 168,89	3 456 246 737,89
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés		20 232 488 419,70	183 135 000,00	20 049 353 419,70	17 015 554 467,56
Placements et autres actifs financiers courants		9 500 000 000,00		9 500 000 000,00	9 500 000 000,00
Trésorerie		10 732 488 419,70	183 135 000,00	10 549 353 419,70	7 515 554 467,56
TOTAL ACTIF COURANT (II)		72 597 512 666,49	3 668 227 890,56	68 929 284 775,93	65 547 177 863,04
TOTAL GENERAL ACTIF		191 199 327 767,90	93 427 091 141,78	97 772 236 626,12	95 577 017 757,43

الملحق رقم (05): جانب الخصوم من ميزانية 2017



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2017

PASSIF	Note	Année 2017	Année 2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		67 000 000 000,00	14 800 000 000,00
Primes et réserves (réserves consolidées) (1)		6 010 962 702,32	53 950 711 834,89
Ecart de réévaluation			
Résultat net (résultat net du groupe) (1)		6 257 854 052,32	6 837 687 123,89
Autres capitaux propres – Report à nouveau			-2 277 436 256,46
TOTAL CAPITAUX PROPRES		79 268 816 754,64	73 310 962 702,32
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt et dettes financières		2 583 076,50	2 583 076,50
Impôts (différés et provisionnés)		-707 702 209,46	-885 156 966,36
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés D'avance		2 340 159 734,96	3 073 117 112,37
TOTAL PASSIFS NON COURANT		1 635 040 602,00	2 190 543 222,51
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		6 768 869 675,51	8 246 832 133,54
Impôts		3 358 383 824,34	3 081 087 942,41
Autres dettes		6 741 125 769,63	8 747 591 756,65
Trésorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANT		16 868 379 269,48	20 075 511 832,60
TOTAL GENERAL PASSIF		97 772 236 626,12	95 577 017 757,43

Edité par : SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

الملحق رقم (06): جانب الأصول من ميزانية 2018



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2018

ACTIF	Note	Année 2018 Brut	Année 2018 Amort- Prov	Année 2018 Net	Année 2017 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (Goodwill)					
Immobilisations incorporelles		369 714 715,03	339 805 468,91	29 909 246,12	6 918 032,36
Immobilisations corporelles		118 302 239 981,62	95 401 084 999,82	22 901 154 981,80	23 723 127 512,93
Terrains		193 259 583,99	108 595 601,05	84 663 982,94	100 741 858,10
Bâtiments		13 759 659 977,26	7 650 332 724,28	6 109 327 252,98	5 362 734 852,83
Installations techniques, matériel et outillage industriel		86 933 551 443,83	75 562 594 262,13	11 370 957 181,70	13 693 901 262,31
Autres immobilisations		17 415 768 976,54	12 079 562 412,36	5 336 206 564,18	4 565 749 539,69
Immobilisations en cours		9 284 601 928,26		9 284 601 928,26	4 097 254 685,78
Immobilisations financières		735 747 069,73	36 292 585,00	699 454 484,73	1 015 651 619,12
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		125 315 011,00	36 292 585,00	89 022 426,00	89 022 426,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		610 432 058,73		610 432 058,73	926 629 193,12
Impôt différé actif		689 347 123,45		689 347 123,45	707 702 209,46
TOTAL ACTIF NON COURANT (I)		129 381 650 818,09	95 777 183 053,73	33 604 467 764,36	29 550 654 059,65
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		17 528 236 000,30	2 194 652 721,82	15 333 583 278,48	16 538 550 540,39
Créances et emplois assimilés		36 362 639 698,22	1 173 908 296,25	35 188 731 401,97	32 341 380 815,84
Clients		33 149 574 358,82	1 173 908 296,25	31 975 666 062,57	29 467 887 814,23
Autres débiteurs		1 053 030 311,40		1 053 030 311,40	1 049 215 832,72
Impôts et assimilés		2 160 035 028,00		2 160 035 028,00	1 824 277 168,89
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés		16 803 214 038,61	183 135 000,00	16 620 079 038,61	20 049 353 419,70
Placements et autres actifs financiers courants		9 500 000 000,00		9 500 000 000,00	9 500 000 000,00
Trésorerie		7 303 214 038,61	183 135 000,00	7 120 079 038,61	10 549 353 419,70
TOTAL ACTIF COURANT (II)		70 694 089 737,13	3 551 696 018,07	67 142 393 719,06	68 929 284 775,93
TOTAL GENERAL ACTIF		200 075 740 555,22	99 328 879 071,80	100 746 861 483,42	98 479 938 835,58

الملحق رقم (07): جانب الخصوم من ميزانية 2018



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2018

PASSIF	Note	Année 2018	Année 2017
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		67 000 000 000,00	67 000 000 000,00
Primes et réserves (réserves consolidées) (1)		11 268 816 754,64	6 010 962 702,32
Ecart de réévaluation			
Résultat net (résultat net du groupe) (1)		5 126 462 093,60	6 257 854 052,32
Autres capitaux propres – Report à nouveau		29 575 000,00	
TOTAL CAPITAUX PROPRES		83 424 853 848,24	79 268 816 754,64
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt et dettes financières		2 583 076,50	2 583 076,50
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés D'avance		2 369 746 521,61	2 340 159 734,96
TOTAL PASSIFS NON COURANT		2 372 329 598,11	2 342 742 811,46
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		6 441 783 797,22	6 768 869 675,51
Impôts		2 638 385 497,42	3 358 383 824,34
Autres dettes		5 869 508 742,43	6 741 125 769,63
Trésorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANT		14 949 678 037,07	16 868 379 269,48
TOTAL GENERAL PASSIF		100 746 861 483,42	98 479 938 835,58

Edité par : SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

الملحق رقم (08): جانب الأصول من ميزانية 2019



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2019

ACTIF	Note	Année 2019 Brut	Année 2019 Amort- Prov	Année 2019 Net	Année 2018 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (Goodwill)					
Immobilisations incorporelles		376 014 000,79	347 869 693,11	28 144 307,68	29 909 246,12
Immobilisations corporelles		127 755 233 036,26	101 957 859 741,03	25 797 373 295,23	22 901 154 981,80
Terrains		193 259 583,99	117 990 895,51	75 268 688,48	84 663 982,94
Bâtiments		14 745 980 986,91	8 003 994 452,05	6 741 986 534,86	6 109 327 252,98
Installations techniques, matériel et outillage industriel		92 639 871 264,57	79 604 679 969,22	13 035 191 295,35	11 370 957 181,70
Autres immobilisations		20 176 121 200,79	14 231 194 424,25	5 944 926 776,54	5 336 206 564,18
Immobilisations en cours		10 128 048 352,49		10 128 048 352,49	9 284 601 928,26
Immobilisations financières		3 889 688 968,98	1 147 315 010,00	2 742 373 958,98	699 454 484,73
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		1 222 315 010,00	1 147 315 010,00	75 000 000,00	89 022 426,00
Autres titres immobilisés		2 000 000 000,00		2 000 000 000,00	
Prêts et autres actifs financiers non courants		667 373 958,98		667 373 958,98	610 432 058,73
Impôt différé actif		2 569 891 605,10		2 569 891 605,10	689 347 123,45
TOTAL ACTIF NON COURANT (I)		144 718 875 963,62	103 453 044 444,14	41 265 831 519,48	33 604 467 764,36
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		20 316 285 781,60	2 194 652 721,82	18 121 633 059,78	15 333 583 278,48
Créances et emplois assimilés		32 373 043 653,22	1 713 366 892,21	30 659 676 761,01	35 188 731 401,97
Clients		29 771 409 390,14	1 713 366 892,21	28 058 042 497,93	31 975 666 062,57
Autres débiteurs		1 098 489 420,08		1 098 489 420,08	1 053 030 311,40
Impôts et assimilés		1 503 144 843,00		1 503 144 843,00	2 160 035 028,00
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés		17 260 350 000,37	174 979 000,00	17 085 371 000,37	16 620 079 038,61
Placements et autres actifs financiers courants					9 500 000 000,00
Trésorerie		17 260 350 000,37	174 979 000,00	17 085 371 000,37	7 120 079 038,61
TOTAL ACTIF COURANT (II)		69 949 679 435,19	4 082 998 614,03	65 866 680 821,16	67 142 393 719,06
TOTAL GENERAL ACTIF		214 668 555 398,81	107 536 043 058,17	107 132 512 340,64	100 746 861 483,42

الملحق رقم (09): جانب الخصوم من ميزانية 2019



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2019

PASSIF	Note	Année 2019	Année 2018
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		67 000 000 000,00	67 000 000 000,00
Primes et réserves (réserves consolidées) (1)		15 624 853 848,24	11 268 816 754,64
Ecart de réévaluation			
Résultat net (résultat net du groupe) (1)		2 467 731 525,25	5 126 462 093,60
Autres capitaux propres – Report à nouveau		-3 568 409 442,81	29 575 000,00
TOTAL CAPITAUX PROPRES		81 524 175 930,68	83 424 853 848,24
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt et dettes financières		2 583 076,50	2 583 076,50
Impôts (différés et provisionnés)		53 708 449,31	
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés D'avance		7 885 561 945,14	2 369 746 521,61
TOTAL PASSIFS NON COURANT		7 941 853 470,95	2 372 329 598,11
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		8 160 388 725,63	6 441 783 797,22
Impôts		2 615 855 762,09	2 638 385 497,42
Autres dettes		6 890 238 451,29	5 869 508 742,43
Trésorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANT		17 666 482 939,01	14 949 678 037,07
TOTAL GENERAL PASSIF		107 132 512 340,64	100 746 861 483,42

Edité par : SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

الملحق رقم (10): جانب الأصول من ميزانية 2020



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2020

ACTIF	Note	Année 2020 Brut	Année 2020 Amort- Prov	Année 2020 Net	Année 2019 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (Goodwill)					
Immobilisations incorporelles		380 718 741,79	357 759 543,85	22 959 197,94	28 144 307,68
Immobilisations corporelles		137 366 541 686,10	109 208 754 867,72	28 157 786 818,38	25 797 373 295,23
Terrains		193 259 583,99	122 396 749,89	70 862 834,10	75 268 688,48
Bâtiments		17 526 610 557,81	8 545 990 046,86	8 980 620 510,95	6 741 986 534,86
Installations techniques, matériel et outillage industriel		97 274 157 779,73	84 162 564 070,29	13 111 593 709,44	13 035 191 295,35
Autres immobilisations		22 372 513 764,57	16 377 804 000,68	5 994 709 763,89	5 944 926 776,54
Immobilisations en cours		7 601 079 871,85		7 601 079 871,85	10 128 048 352,49
Immobilisations financières		3 631 165 012,69	1 147 315 010,00	2 483 850 002,69	2 742 373 958,98
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		1 222 315 010,00	1 147 315 010,00	75 000 000,00	75 000 000,00
Autres titres immobilisés		2 000 000 000,00		2 000 000 000,00	2 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		408 850 002,69		408 850 002,69	667 373 958,98
Impôt différé actif		4 841 074 909,23		4 841 074 909,23	2 569 891 605,10
TOTAL ACTIF NON COURANT (I)		153 820 580 221,66	110 713 829 421,57	43 106 750 800,09	41 265 831 519,48
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		24 077 791 466,49	2 194 652 721,82	21 883 138 744,67	18 121 633 059,78
Créances et emplois assimilés		31 480 911 159,47	1 713 366 892,21	29 767 544 267,26	30 659 676 761,01
Clients		29 238 337 391,34	1 713 366 892,21	27 524 970 499,13	28 058 042 497,93
Autres débiteurs		1 250 350 866,13		1 250 350 866,13	1 098 489 420,08
Impôts et assimilés		992 222 902,00		992 222 902,00	1 503 144 843,00
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés		3 056 381 551,14	174 979 000,00	2 881 402 551,14	17 085 371 000,37
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		3 056 381 551,14	174 979 000,00	2 881 402 551,14	17 085 371 000,37
TOTAL ACTIF COURANT (II)		58 615 084 177,10	4 082 998 614,03	54 532 085 563,07	65 866 680 821,16
TOTAL GENERAL ACTIF		212 435 664 398,76	114 796 828 035,60	97 638 836 363,16	107 132 512 340,64

الملحق رقم (11): جانب الخصوم من ميزانية 2020



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

BILAN

Exercice clos le : Decembre-2020

PASSIF	Note	Année 2020	Année 2019
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		67 000 000 000,00	67 000 000 000,00
Primes et réserves (réserves consolidées) (1)		13 024 175 930,68	15 624 853 848,24
Ecart de réévaluation			
Résultat net (résultat net du groupe) (1)		-4 886 305 796,51	2 467 731 525,25
Autres capitaux propres – Report à nouveau		-5 411 443 061,74	-3 568 409 442,81
TOTAL CAPITAUX PROPRES		69 726 427 072,43	81 524 175 930,68
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt et dettes financières		1 583 076,50	2 583 076,50
Impôts (différés et provisionnés)			53 708 449,31
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés D'avance		7 927 248 598,82	7 885 561 945,14
TOTAL PASSIFS NON COURANT		7 928 831 675,32	7 941 853 470,95
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		9 612 769 792,57	8 160 388 725,63
Impôts		706 876 528,96	2 615 855 762,09
Autres dettes		9 663 931 293,88	6 890 238 451,29
Trésorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANT		19 983 577 615,41	17 666 482 939,01
TOTAL GENERAL PASSIF		97 638 836 363,16	107 132 512 340,64

Edité par : SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

الملحق رقم (12): بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2016



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار
Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA.

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

COMPTE DE RESULTATS (Par nature)

Période du Janvier-2016 au Decembre-2016

	NOTE	N	N-1
Chiffre d'affaire		54 812 691 248,13	52 414 633 002,22
Production immobilisée		0,00	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		54 812 691 248,13	52 414 633 002,22
Achats consommés		5 093 456 833,23	3 373 408 053,36
Services extérieurs et autres consommations		15 503 326 103,09	12 793 839 531,63
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		20 596 782 936,32	16 167 247 584,99
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		34 215 908 311,81	36 247 385 417,23
Charge de personnel		18 190 664 227,82	17 918 850 040,69
Impôts, taxes et versements assimilés		1 203 726 110,10	1 167 407 541,72
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		14 821 517 973,89	17 161 127 834,82
Autres produits opérationnels		287 566 220,16	438 348 002,48
Autres charges opérationnels		78 797 160,55	171 004 316,39
Dotations aux amortissements et aux provisions		6 966 235 852,17	6 948 637 548,31
Reprises sur pertes de valeur et provisions		1 122 420 927,12	283 580 432,47
V-RESULTAT OPERATIONNEL		9 186 472 108,45	10 763 414 405,07
Produits financiers		47 528 550,74	547 548 306,24
Charges financières		0,00	941 694,84
VI-RESULTAT FINANCIER		47 528 550,74	546 606 611,40
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		9 234 000 659,19	11 310 021 016,47
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		2 209 009 752,00	1 662 904 394,00
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		187 303 783,30	-128 510 353,13
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		56 270 206 946,15	53 684 109 743,41
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		49 432 519 822,26	43 908 482 767,81
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		6 837 687 123,89	9 775 626 975,60
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
XV-RESULTAT EXTRAORDINAIRES		0,00	0,00
V-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		6 837 687 123,89	9 775 626 975,60
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence		0,00	0,00
VI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		0,00	0,00
Dont part des minoritaires		0,00	0,00
Part du groupe		0,00	0,00

Edité par: SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

SIEGE SOCIAL - BASE DU 20/08/1955 - BP 206 & 207 HASSI-MESSAOUD - TEL : 213 (29) 79 88 50 à 55 - FAX : 213 (29) 79 84 06 - Téléc : 44033 ENTP/DG/DZ RC. 99B 122593 - Ouargla

الملحق رقم (13): بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2017



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

COMPTE DE RESULTATS (Par nature)

Période du Janvier-2017 au Decembre-2017

	NOTE	N	N-1
Chiffre d'affaire		56 171 818 076,86	54 812 691 248,13
Production immobilisée		0,00	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		56 171 818 076,86	54 812 691 248,13
Achats consommés		5 261 404 401,71	5 093 456 833,23
Services extérieurs et autres consommations		16 352 042 793,25	15 503 326 103,09
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		21 613 447 194,96	20 596 782 936,32
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		34 558 370 881,90	34 215 908 311,81
Charge de personnel		18 806 930 077,68	18 190 664 227,82
Impôts, taxes et versements assimilés		1 232 981 787,33	1 203 726 110,10
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		14 518 459 016,89	14 821 517 973,89
Autres produits opérationnels		263 588 732,47	287 566 220,16
Autres charges opérationnels		312 601 845,19	78 797 160,55
Dotations aux amortissements et aux provisions		6 507 320 166,92	6 966 235 852,17
Reprises sur pertes de valeur et provisions		810 922 386,40	1 122 420 927,12
V-RESULTAT OPERATIONNEL		8 773 048 123,65	9 186 472 108,45
Produits financiers		62 315 547,66	47 528 550,74
Charges financières		15 942,09	0,00
VI-RESULTAT FINANCIER		62 299 605,57	47 528 550,74
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		8 835 347 729,22	9 234 000 659,19
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		2 400 038 920,00	2 209 009 752,00
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		177 454 756,90	187 303 783,30
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		57 308 644 743,39	56 270 206 946,15
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		51 050 790 691,07	49 432 519 822,26
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		6 257 854 052,32	6 837 687 123,89
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
XV-RESULTAT EXTRAORDINAIRES		0,00	0,00
V-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		6 257 854 052,32	6 837 687 123,89
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence		0,00	0,00
VI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		0,00	0,00
Dont part des minoritaires		0,00	0,00
Part du groupe		0,00	0,00

Edité par: SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

SIEGE SOCIAL - BASE DU 20/08/1955 - BP 206 & 207 HASSI-MESSAOUD - TEL : 213 (29) 79 88 50 à 55 - FAX : 213 (29) 79 84 06 - Télex : 44033 ENTP/DG/DZ RC. 99B 122593 - Ouargla

الملحق رقم (14): بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2018



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار
Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA.

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

COMPTE DE RESULTATS (Par nature)

Période du Janvier-2018 au Decembre-2018

	NOTE	N	N-1
Chiffre d'affaire		60 574 743 483,64	56 171 818 076,86
Production immobilisée		0,00	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		60 574 743 483,64	56 171 818 076,86
Achats consommés		5 851 670 512,25	5 261 404 401,71
Services extérieurs et autres consommations		19 085 109 083,71	16 352 042 793,25
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		24 936 779 595,96	21 613 447 194,96
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		35 637 963 887,68	34 558 370 881,90
Charge de personnel		21 230 555 382,85	18 806 930 077,68
Impôts, taxes et versements assimilés		1 515 229 986,16	1 232 981 787,33
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		12 892 178 518,67	14 518 459 016,89
Autres produits opérationnels		540 289 300,30	263 588 732,47
Autres charges opérationnels		850 645 493,22	312 601 845,19
Dotations aux amortissements et aux provisions		5 957 662 031,66	6 507 320 166,92
Reprises sur pertes de valeur et provisions		117 880 209,43	810 922 386,40
V-RESULTAT OPERATIONNEL		6 742 040 503,52	8 773 048 123,65
Produits financiers		72 937 279,09	62 315 547,66
Charges financières		0,00	15 942,09
VI-RESULTAT FINANCIER		72 937 279,09	62 299 605,57
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		6 814 977 782,61	8 835 347 729,22
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		1 670 160 603,00	2 400 038 920,00
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		18 355 086,01	177 454 756,90
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		61 305 850 272,46	57 308 644 743,39
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		56 179 388 178,86	51 050 790 691,07
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 126 462 093,60	6 257 854 052,32
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
XV-RESULTAT EXTRAORDINAIRES		0,00	0,00
V-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		5 126 462 093,60	6 257 854 052,32
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence		0,00	0,00
VI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		0,00	0,00
Dont part des minoritaires		0,00	0,00
Part du groupe		0,00	0,00

Edité par: SBOUGUETTOUCHA Je : 02/11/2021

SIEGE SOCIAL - BASE DU 20/08/1955 – BP 206 & 207 HASSI-MESSAOUD - TEL : 213 (29) 79 88 50 à 55 - FAX : 213 (29) 79 84 06 - Téléc : 44033 ENTP/DG/DZ RC. 99B 122593 - Ouargla

الملحق رقم (15): بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2019



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار
Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

COMPTE DE RESULTATS (Par nature)

Période du Janvier-2019 au Decembre-2019

	NOTE	N	N-1
Chiffre d'affaire		61 092 670 442,37	60 574 743 483,64
Production immobilisée		0,00	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		61 092 670 442,37	60 574 743 483,64
Achats consommés		5 520 041 280,46	5 851 670 512,25
Services extérieurs et autres consommations		20 388 851 532,13	19 085 109 083,71
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		25 908 892 812,59	24 936 779 595,96
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		35 183 777 629,78	35 637 963 887,68
Charge de personnel		22 973 514 190,04	21 230 555 382,85
Impôts, taxes et versements assimilés		1 395 502 351,14	1 515 229 986,16
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		10 814 761 088,60	12 892 178 518,67
Autres produits opérationnels		452 732 004,10	540 289 300,30
Autres charges opérationnels		125 360 337,65	850 645 493,22
Dotations aux amortissements et aux provisions		8 372 046 536,14	5 957 662 031,66
Reprises sur pertes de valeur et provisions		11 424 262,62	117 880 209,43
V-RESULTAT OPERATIONNEL		2 781 510 481,53	6 742 040 503,52
Produits financiers		811 965 508,31	72 937 279,09
Charges financières		0,00	0,00
VI-RESULTAT FINANCIER		811 965 508,31	72 937 279,09
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		3 593 475 989,84	6 814 977 782,61
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		1 784 954 837,00	1 670 160 603,00
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		-659 210 372,41	18 355 086,01
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		62 368 792 217,40	61 305 850 272,46
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		59 901 060 692,15	56 179 388 178,86
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 467 731 525,25	5 126 462 093,60
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
XV-RESULTAT EXTRAORDINAIRES		0,00	0,00
V-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		2 467 731 525,25	5 126 462 093,60
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence		0,00	0,00
VI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		0,00	0,00
Dont part des minoritaires		0,00	0,00
Part du groupe		0,00	0,00

Edité par: SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

SIÈGE SOCIAL - BASE DU 20/08/1955 - BP 206 & 207 HASSI-MESSAOUD - TEL : 213 (29) 79 88 50 à 55 - FAX : 213 (29) 79 84 06 - Téléc : 44033 ENTP/DG/DZ RC. 99B 122593 - Ouargla

الملحق رقم (16): بيان حسابات النتائج للسنة المالية 2020



المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار

Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

Société Par Actions au Capital Social de 67 000 000 000 DA

Certifiée ISO 9001 : 2015 – ISO 45001 : 2018 – ISO 14001 : 2015

COMPTE DE RESULTATS (Par nature)

Période du Janvier-2020 au Decembre-2020

	NOTE	N	N-1
Chiffre d'affaire		48 385 756 259,33	61 092 670 442,37
Production immobilisée		0,00	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		48 385 756 259,33	61 092 670 442,37
Achats consommés		5 444 285 620,65	5 520 041 280,46
Services extérieurs et autres consommations		17 182 700 248,86	20 388 851 532,13
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		22 626 985 869,51	25 908 892 812,59
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		25 758 770 389,82	35 183 777 629,78
Charge de personnel		24 357 414 826,83	22 973 514 190,04
Impôts, taxes et versements assimilés		1 398 996 216,23	1 395 502 351,14
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		2 359 346,76	10 814 761 088,60
Autres produits opérationnels		312 277 735,22	452 732 004,10
Autres charges opérationnels		174 559 984,10	125 360 337,65
Dotations aux amortissements et aux provisions		7 426 174 226,48	8 372 046 536,14
Reprises sur pertes de valeur et provisions		0,00	11 424 262,62
V-RESULTAT OPERATIONNEL		-7 286 097 128,60	2 781 510 481,53
Produits financiers		74 899 578,65	811 965 508,31
Charges financières		0,00	0,00
VI-RESULTAT FINANCIER		74 899 578,65	811 965 508,31
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		-7 211 197 549,95	3 593 475 989,84
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		0,00	1 784 954 837,00
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		-2 324 891 753,44	-659 210 372,41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		48 772 933 573,20	62 368 792 217,40
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		53 659 239 369,71	59 901 060 692,15
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-4 886 305 796,51	2 467 731 525,25
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
XV-RESULTAT EXTRAORDINAIRES		0,00	0,00
V-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-4 886 305 796,51	2 467 731 525,25
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence		0,00	0,00
VI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		0,00	0,00
Dont part des minoritaires		0,00	0,00
Part du groupe		0,00	0,00

Edité par: SBOUGUETTOUCHA le : 02/11/2021

SIÈGE SOCIAL - BASE DU 20/08/1955 - BP 206 & 207 HASSI MESSAOUD - TEL : 213 (29) 79 88 50 à 55 - FAX : 213 (29) 79 84 06 - Télex : 44033 ENTP/DG/DZ RC. 99B 122593 - Ouargla

الملحق رقم (17): جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2016

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE AU 31/12/2016

Libellé	2 016	2 015
Encaissements :	53 799 949 021,10	59 458 245 896,98
- Clients	49 516 956 786,78	57 236 645 452,03
- Caisses sociales	175 419 605,64	161 269 486,92
- Caisses d'assurances	35 440 440,53	17 154 961,62
- Remboursement (DAT)	4 000 000 000,00	2 000 000 000,00
- Autres (Cahier des Charges + Mise en jeux caution)	72 132 188,15	43 175 996,41
Décaissements	-43 719 473 538,87	-48 268 720 189,26
- Fournisseurs	-21 212 625 724,16	-19 517 766 634,36
- Sponsoring CSC	-462 963 979,15	
- Sponsoring AUTRES	-4 000 000,00	
- Personnel	-12 930 847 904,37	-13 608 291 359,42
- Caisses sociales -CNAS	-3 129 808 016,61	-3 095 608 003,08
- Caisses sociales -MIP-PCR	-529 972 068,61	-484 404 765,87
- Caisses sociales - Œuvres Sociales (DOS)	-491 369 387,59	-561 238 353,77
- Caisses d'assurances	-345 795 045,13	-230 654 178,58
- Impôts	-2 521 507 569,98	-3 046 590 467,37
- Dépôt (DAT)	-500 000 000,00	-2 000 000 000,00
- Autres (REGIE)	-11 550 000,00	-47 396 667,50
- Intérêts et autres frais financiers (Services Bancaires)	-82 419 889,27	-94 765 113,31
- Impôts sur les résultats payés	-1 496 613 954,00	-5 582 004 646,00
-Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A)	10 080 475 482,23	11 189 525 707,72
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement		
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	-3 961 491 875,96	-12 419 310 635,88
-Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	147 003 000,00	48 290 000,00
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières (ALBARYTE)	-30 000 000,00	
-Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		
-Interets encaissés sur placements financiers	585 000 000,00	11 388 888,89
-Dividendes et quote-part de résultats reçus		
-Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement (B)	-3 259 488 875,96	-12 359 631 746,99
Flux de trésorerie provenant des activités de financement		
-Dividende et autres distributions effectuées	-400 000 000,00	-500 000 000,00
-Encaissements provenant d'emprunt		
-Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilés	-519 370 182,57	
-Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)	-919 370 182,57	-500 000 000,00
Incidences des variations des taux de changes sur liquidités et quasi-liquidités	4 984 989,10	
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)	2 406 601 412,80	-1 670 106 039,27
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	14 812 381 331,28	16 482 487 370,55
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	17 218 982 744,08	14 812 381 331,28
Variation de trésorerie de la période	2 406 601 412,80	-1 670 106 039,27
SOLDE BALANCE GLE AU 31/12/2016	7 718 982 744,08	1 812 381 331,28

الملحق رقم (18): جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2017

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE AU 31/12/2017

Libellé	Note	2 017	2 016
Encaissements :	35	60 728 135 210,00	53 799 949 021,10
- Clients		59 219 216 927,74	49 516 956 786,78
- Caisses sociales		58 596 072,07	175 419 605,64
- Caisses d'assurances		15 776 436,14	35 440 440,53
- Remboursement (DAT)			4 000 000 000,00
- Autres (Cahier des Charges et Diveres)		7 543 129,93	39 981 208,31
- Autres (Mise en jeux caution)		61 566 602,19	32 150 979,84
- Autres (Remb .PROVISION)		1 365 436 041,93	
Décaissements	36	-53 409 570 181,22	-43 719 473 538,87
- Fournisseurs Locaux		-24 921 406 248,63	-17 865 295 677,00
- Fournisseurs Etrangers		-4 799 771 421,75	-3 347 330 047,16
- Sponsoring CSC		-635 000 000,00	-462 963 979,15
- Sponsoring AUTRES		-12 599 680,00	-4 000 000,00
- Personnel		-13 803 132 810,34	-12 930 847 904,37
- Caisses sociales -CNAS		-3 277 890 925,09	-3 129 808 016,61
- Caisses sociales -MIP-PCR		-625 575 313,49	-529 972 068,61
- Caisses sociales - Œuvres Sociales (DOS)		-408 897 875,52	-491 369 387,59
- Caisses d'assurances		-235 480 633,07	-345 795 045,13
- Impôts (TAP TVA IRG ET AUTRES TAXES)		-2 694 167 887,85	-2 521 507 569,98
- Dépôt (DAT)			-500 000 000,00
- Autres (REGIE)		-14 330 000,00	-11 550 000,00
- Intérêts et autres frais financiers (Services Bancaires)		-38 841 160,55	-82 419 889,27
- Impôts sur les résultats payés "IBS"		-577 040 183,00	-1 496 613 954,00
- Autres (Const .PROVISION)		-1 365 436 041,93	
-Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A)		7 318 565 028,78	10 080 475 482,23
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles LOCAUX		-1 447 556 896,46	-1 237 603 215,52
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ETRANGERS		-2 564 649 064,04	-2 723 888 660,44
-Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles			147 003 000,00
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières			-30 000 000,00
-Interets encaissés sur placements financiers			585 000 000,00
-Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement (B)	37	-4 012 205 960,50	-3 259 488 875,96
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
-Encaissements suite à l'émission d'actions			
-Dividende et autres distributions effectuées		-300 000 000,00	-400 000 000,00
-Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilés			-519 370 182,57
-Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)	38	-300 000 000,00	-919 370 182,57
Incidences des variations des taux de changes sur liquidités et quasi-liquidités		7 146 607,34	4 984 989,10
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		3 013 505 675,62	2 406 601 412,80
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		17 218 982 744,08	14 812 381 331,28
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		20 232 488 419,70	17 218 982 744,08
Variation de trésorerie de la période		3 013 505 675,62	2 406 601 412,80

الملحق رقم (19): جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2018

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE AU 31/12/2018

Libellé	Note	2 018	2 017
Encaissements :	37	134 734 573 067,73	124 228 428 286,51
- Clients		60 686 886 818,14	59 219 216 927,74
- Caisses sociales		47 929 754,40	58 596 072,07
- Caisses d'assurances		8 448 364,98	15 776 436,14
- Autres (Cahier des Charges)		5 831 544,36	7 543 129,93
- Autres (Mise en jeux caution et PENALITE DE RETARD)		79 484 750,37	61 566 602,19
- Virement de fonds (Remb .PROVISION)		2 521 680 447,58	1 349 793 076,51
- Virement de fonds (Constitution PROVISION)		4 120 661 387,90	1 365 436 041,93
- Virements de Fonds (compte à compte banque)		67 263 650 000,00	62 150 500 000,00
Décaissements	38	-126 236 107 438,53	-116 902 813 373,87
- Fournisseurs Locaux		-25 138 094 231,73	-24 921 502 972,11
- Fournisseurs Etrangers		-1 002 536 147,25	-4 799 771 421,75
- Sponsoring CSC		-630 000 000,00	-635 000 000,00
- Sponsoring AUTRES		-1 865 800,00	-12 599 680,00
- Personnel		-13 474 236 228,81	-13 803 132 810,34
- Caisses sociales -CNAS		-4 654 160 166,78	-3 277 890 925,09
- Caisses sociales -MIP-PCR		-991 539 422,77	-625 575 313,49
- Caisses sociales - Œuvres Sociales (DOS)		-353 631 035,11	-408 897 875,52
- Caisses d'assurances		-306 894 771,37	-235 480 633,07
- Impôts (TAP TVA IRG ET AUTRES TAXES)		-2 988 722 467,67	-2 694 167 887,85
- Autres (REGIE)		-13 460 000,00	-14 330 000,00
- Intérêts et autres frais financiers (Services Bancaires)		-39 178 552,45	-31 694 553,21
- Impôts sur les résultats payés "IBS"		-2 735 796 779,11	-577 040 183,00
- Virements de Fonds		-67 263 650 000,00	-62 150 500 000,00
- Virement de fonds (Remb PROVISION)		-2 521 680 447,58	-1 349 793 076,51
- Virement de fonds (Constitution PROVISION)		-4 120 661 387,90	-1 365 436 041,93
-Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A)		8 498 465 629,20	7 325 614 912,64
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles LOCAUX	39	-5 190 396 800,08	-1 447 556 896,46
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ETRANGERS		-5 787 343 210,21	-2 564 649 064,04
-Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles			
-Interets encaissés sur placements financiers		50 000 000,00	0,00
-Dividendes et quote-part de résultats reçus			
-Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement (B)		-10 927 740 010,29	-4 012 205 960,50
Flux de trésorerie provenant des activités de financement		0,00	0,00
-Encaissements suite à l'émission d'actions			
-Dividende et autres distributions effectuées	40	-1 000 000 000,00	-300 000 000,00
-Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)		-1 000 000 000,00	-300 000 000,00
Incidences des variations des taux de changes sur liquidités et quasi-liquidités			
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		-3 429 274 381,09	3 013 408 952,14
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		20 232 488 419,70	17 219 079 467,56
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la cloture de l'exercice		16 803 214 038,61	20 232 488 419,70

الملحق رقم (20): جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2019

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE AU 31/12/2019		
Libellé	2019	2018
Encaissements :	65 942 482 510,25	134 734 573 067,73
- Clients	65 739 631 307,99	60 686 886 818,14
- Caisses sociales	43 601 901,78	47 929 754,40
- Caisses d'assurances	4 403 236,58	8 448 364,98
- Autres (Cahier des Charge / Mise en jeux caution / Pénalités de Retard / Gain de Change)	154 846 063,90	5 831 544,36
- Autres (Mise en jeux caution et PENALITE DE RETARD)		79 484 750,37
- Virement de fonds (Remb .PROVISION)		2 521 680 447,58
- Virement de fonds (Constitution PROVISION)		4 120 661 387,90
- Virements de Fonds (compte à compte banque)		67 263 650 000,00
Décaissements	-54 240 630 682,68	-126 236 107 438,53
- Fournisseurs Locaux	-22 520 232 225,84	-25 138 094 231,73
- Fournisseurs Etrangers	-5 298 790 817,19	-1 002 536 147,25
- Sponsoring CSC	-510 000 000,00	-630 000 000,00
- Sponsoring AUTRES	-	-1 865 800,00
- Personnel	-15 754 098 000,04	-13 474 236 228,81
- Caisses sociales -CNAS	-4 374 642 591,04	-4 654 160 166,78
- Caisses sociales -MIP-PCR	-759 900 736,12	-991 539 422,77
- Caisses sociales - Œuvres Sociales (DOS)	-314 811 158,87	-353 631 035,11
- Caisses d'assurances	-277 056 581,74	-306 894 771,37
- Impôts (TAP TVA IRG ET AUTRES TAXES)	-3 346 628 155,09	-2 988 722 467,67
- Autres (REGIE)	-20 235 330,28	-13 460 000,00
- Intérêts et autres frais financiers (Services Bancaires)	-50 964 668,47	-39 178 552,45
- Impôts sur les résultats payés "IBS"	-1 013 270 418,00	-2 735 796 779,11
- Virements de Fonds		-67 263 650 000,00
- Virement de fonds (Remb PROVISION)		-2 521 680 447,58
- Virement de fonds (Constitution PROVISION)		-4 120 661 387,90
-Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A)	11 701 851 827,57	8 498 465 629,20
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement		
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles LOCAUX	-3 271 856 205,79	-5 190 396 800,08
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ETRANGERS	-5 926 030 660,02	-5 787 343 210,21
-Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	19 421 000,00	
-Interets encaissés sur placements financiers	733 750 000,00	50 000 000,00
-Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement (B)	-8 444 715 865,81	-10 927 740 010,29
Flux de trésorerie provenant des activités de financement		0,00
-Encaissements suite à l'émission d'actions		
-Dividende et autres distributions effectuées	-800 000 000,00	-1 000 000 000,00
-Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)	-800 000 000,00	-1 000 000 000,00
Incidences des variations des taux de changes sur liquidités et quasi-liquidités		
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)	2 457 135 961,76	-3 429 274 381,09
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	16 803 214 038,61	20 232 488 419,70
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la cloture de l'exercice	19 260 350 000,37	16 803 214 038,61

الملحق رقم (21): جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية 2020

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE AU 31/12/2019			
LIBELLE	Note	2020	2019
Encaissements :	38	49 694 144 861,65	73 450 638 510,25
Clients		49 532 631 938,99	65 739 631 307,99
Caisses sociales		26 763 809,16	43 601 901,78
Caisses d'assurances		8 485 734,42	4 403 236,58
Remboursement (DAT)		0,00	7 508 156 000,00
Autres (Cahier des Charge / Mise en jeu caution / Pénalités de Retard / Gain de Change)		126 263 379,08	154 846 063,90
Décaissements	39	-56 237 058 248,11	-63 771 286 682,68
Fournisseurs Locaux Consommable		-3 200 295 934,32	-3 870 014 088,96
Fournisseurs Locaux Prestation de Service		-16 434 908 990,87	-18 650 218 136,88
Fournisseurs Etrangers Consommable		-4 656 688 918,21	-5 293 825 946,11
Fournisseurs Etrangers Prestation de Service		-302 725 339,04	-4 964 871,08
SponsoringCSC		-500 000 000,00	-510 000 000,00
Personnel		-15 965 851 636,67	-15 754 098 000,04
Caisses sociales CNASMIPPCRDOS		-10 901 187 088,39	-5 449 354 486,03
Caisses d'assurances		-81 114 202,35	-277 056 581,74
Impôts (TAPTVAIRGETAUTRESTAXES)		-2 932 346 667,00	-3 369 128 155,09
Dépôt (DAT)		0,00	-9 508 156 000,00
Autres (REGIE)		-13 895 892,00	-20 235 330,28
Intérêt et autres frais financiers (Services Bancaires)		-52 760 683,26	-50 964 668,47
Impôt sur les résultats payés "IBS"		-1 195 282 896,00	-1 013 270 418,00
-Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A)		-6 542 913 386,46	9 679 351 827,57
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles LOCAUX		-3 595 403 306,18	-3 271 856 205,79
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ETRANGERS		-4 076 885 756,59	-5 926 030 660,02
Encaissements sur successions d'immobilisations corporelles et incorporelles		11 234 000,00	19 421 000,00
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières			
Encaissements sur successions d'immobilisations financières			
Intérêts encaissés sur placements financiers		0,00	756 250 000,00
Dividendes et quote part de résultats reçus			
-Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement (B)	40	-7 661 055 062,77	-8 422 215 865,81
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividende et autres distributions effectuées		0,00	-800 000 000,00
Encaissements provenant d'emprunt			
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilés			
-Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)	41	0,00	-800 000 000,00
Incidences des variations des taux de changes sur liquidités et quasi-liquidités			
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		-14 203 968 449,23	457 135 961,76
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		17 260 350 000,37	16 803 214 038,61
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		3 056 381 551,14	17 260 350 000,37

الملحق رقم (22): بيان حسابات النتائج التقديرية (2021-2025)

COMPTE DE RESULTATS (Par nature)					
EXERCICES 2021 à 2026					
Libellés	PLAN MOYEN TERME				
	Ex 2021 Clôture	Ex 2022	Ex 2023	Ex 2024	Ex 2025
Chiffre d'affaires	56 659 822 000,00	65 212 690 000,00	65 864 817 000,00	66 523 465 000,00	67 188 700 000,00
Production immobilisée	-	-	-	-	-
Subventions d'exploitation	-	-	-	-	-
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	56 659 822 000,00	65 212 690 000,00	65 864 817 000,00	66 523 465 000,00	67 188 700 000,00
Achats consommés	6 100 000 000,00	6 300 000 000,00	6 363 000 000,00	6 426 630 000,00	6 490 896 000,00
Services extérieurs et autres consommations	16 150 364 000,00	19 508 610 000,00	19 392 306 000,00	18 857 285 000,00	18 473 566 000,00
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	22 250 364 000,00	25 808 610 000,00	25 755 306 000,00	25 283 915 000,00	24 964 462 000,00
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	34 409 458 000,00	39 404 080 000,00	40 109 511 000,00	41 239 550 000,00	42 224 238 000,00
Charges de personnel	23 245 894 000,00	26 466 832 000,00	26 731 500 000,00	26 998 815 000,00	27 268 803 000,00
Impôts, taxes et versements assimilés	1 223 896 440,00	1 394 953 800,00	1 407 996 340,00	1 421 169 300,00	1 434 474 000,00
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	9 939 667 560,00	11 542 294 200,00	11 970 014 660,00	12 819 565 700,00	13 520 961 000,00
Autres produits opérationnels	631 789 240,19				
Autres charges opérationnelles	1 019 164 281,57	420 000,00	420 000,00	420 000,00	420 000,00
Dotations aux amortis et aux provisions	7 076 029 063,14	6 619 376 795,39	6 450 693 795,56	8 442 947 460,50	9 969 932 201,41
Reprises sur pertes de valeur et provisions	8 046 353,67	-	-	-	-
V-RESULTAT OPERATIONNEL	2 484 309 809,15	4 922 497 404,61	5 518 900 864,44	4 376 198 239,50	3 550 608 798,59
Produits financiers	56 000 000,00	50 323 287,67			
Charges financières	-	-	-	-	-
VI-RESULTAT FINANCIER	56 000 000,00	50 323 287,67	-	-	-
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)	2 540 309 809,15	4 972 820 692,28	5 518 900 864,44	4 376 198 239,50	3 550 608 798,59
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-	-	1 371 242 854,09	1 137 811 542,27	923 158 287,63
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	-	-	-	-	-
TOTAL PRODUITS ACTIVITES ORDINAIRES	57 355 657 593,86	65 263 013 287,67	65 864 817 000,00	66 523 465 000,00	67 188 700 000,00
TOTAL CHARGES ACTIVITES ORDINAIRES	54 815 347 784,71	60 290 192 595,39	61 717 158 989,66	63 285 078 302,77	64 561 249 489,05
VIII-RESULTAT NET ACTIVITES ORDINAIRES	2 540 309 809,15	4 972 820 692,28	4 147 658 010,34	3 238 386 697,23	2 627 450 510,95
V-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 540 309 809,15	4 972 820 692,28	4 147 658 010,34	3 238 386 697,23	2 627 450 510,95

الملحق رقم (23): جدول تدفقات الخزينة التقديرية (2021-2025)

PLAN MOYEN TERME TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE 2021-2025					
Libellé	Ex 2021	Ex 2022	Ex 2023	Ex 2024	Ex 2025
Encaissements : (1)	59 468 940 571,26	65 653 840 600,64	65 701 785 250,00	66 358 803 000,00	67 022 391 250,00
- Clients	59 080 659 536,55	65 653 840 600,64	65 701 785 250,00	66 358 803 000,00	67 022 391 250,00
- Caisses sociales	18 971 018,53	-	-	-	-
- Caisses d'assurances	26 135 524,28	-	-	-	-
- Autres (Cahier des Charges)	3 110 254,79	-	-	-	-
- Autres (Mise en jeux caution)	99 960 240,54	-	-	-	-
- Autres (Pénalités de retard)	240 103 996,57	-	-	-	-
Décaissements : (2)	- 46 803 808 500,09	- 51 005 522 218,62	- 53 096 860 831,67	- 53 323 966 953,76	- 52 931 146 396,67
- Fournisseurs Locaux Exp	- 20 391 777 612,51	- 20 634 067 221,52	- 22 048 145 666,67	- 21 557 573 166,67	- 21 200 621 166,67
- Fournisseurs Etrangers Exp	- 1 480 706 512,05	- 1 348 765 000,00	- 1 809 437 000,00	- 1 863 720 000,00	- 1 919 632 000,00
- Sponsoring CSC	- 500 000 000,00	- 500 000 000,00	- 500 000 000,00	- 500 000 000,00	- 500 000 000,00
- Sponsoring Autres	- 3 000 000,00	-	-	-	-
- Personnel	- 14 877 372 160,00	- 16 938 772 480,00	- 17 108 160 000,00	- 17 279 241 600,00	- 17 452 033 920,00
- Caisses sociales -CNAS	- 4 773 853 998,18	- 6 467 209 093,04	- 6 677 361 083,33	- 6 744 134 687,50	- 6 811 576 000,00
- Caisses sociales - MIP	- 692 901 033,59	- 786 172 510,52	- 801 283 330,00	- 809 296 162,50	- 817 389 120,00
- Caisses sociales - DOS	- 470 515 138,81	- 618 688 410,00	- 400 972 500,00	- 404 982 225,00	- 409 032 045,00
- Caisses d'assurances	- 361 834 100,49	- 182 500 000,00	- 190 000 000,00	- 190 000 000,00	- 190 000 000,00
- Impôts (TAP, TVA, IRG et Autres Taxes)	- 3 234 837 944,46	- 3 511 337 503,55	- 3 541 491 251,67	- 3 575 999 160,00	- 3 610 852 145,00
- Intérêts et autres frais financiers (Services Bancaires)	- 17 000 000,00	- 18 000 000,00	- 20 000 000,00	- 20 000 000,00	- 20 000 000,00
- Impôts sur les résultats payés	- 10 000,00	- 10 000,00	- 10 000,00	- 379 019 952,09	- 10 000,00
-Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A) = (1) - (2)	12 665 132 071,17	14 648 318 382,02	12 604 924 418,33	13 034 836 046,24	14 091 244 853,33
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement					
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corp. Et incorp. Locaux	- 3 861 502 764,45	- 7 724 116 000,00	- 12 179 880 000,00	- 7 938 526 000,00	- 7 383 388 000,00
-Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corp. Et incorp. Etrangers	- 2 772 800 693,84	- 5 989 825 000,00	- 7 887 531 000,00	- 6 749 950 000,00	- 10 528 860 000,00
-Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	159 365 200,00	-	-	-	-
-Interêts encaissés sur placements financiers	-	392 000 000,00	-	-	-
-Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement (B)	- 6 474 938 258,29	- 13 321 941 000,00	- 20 067 411 000,00	- 14 688 476 000,00	- 17 912 248 000,00
-Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)	-	-	-	-	-
VARIATION de Trésorerie de la période (A+B+C)	6 190 193 812,89	1 326 377 382,02	- 7 462 486 581,67	- 1 653 639 953,76	- 3 821 003 146,67
SOLDE A L'OUVERTURE DE PERIODE (y compris DAT)	5 056 381 551,14	11 246 575 364,03	12 572 952 746,05	5 110 466 164,38	3 456 826 210,62
SOLDE A LA FIN DE PERIODE	11 246 575 364,03	12 572 952 746,05	5 110 466 164,38	3 456 826 210,62	- 364 176 936,05
SOLDE A LA FIN DE PERIODE (DISPONIBLE)	10 887 409 822,34	12 213 787 204,36	4 751 300 622,69	3 097 660 668,93	- 723 342 477,74

الملحق رقم (24): معدلات الفائدة المطبقة في البنوك حتى 2021

ANNEXE VII (Instruction 05/02/DG du 03/12/2002)

7- REMUNERATION DES CREDITS AUX ENTREPRISES (Intérêts débiteurs)

Nature des Opérations	Intérêts et Commissions	Date de valeur
7-1 CREDITS PAR CAISSE (1)		
- Facilité de caisse - Découvert - Avance sur stocks - Avance sur factures visées et domiciliées - Avance sur attestations de service fait - Avance sur titres - Crédit de campagne	8,50% l'an (max)	lendemain mobilisation
- Escompte papier commercial non réescomptable - Escompte papier commercial réescomptable	taux d'intérêt 8,50% l'an taux d'intérêt 8% l'an	surlendemain date de la remi
7-2 CREDITS D'INVESTISSEMENT		
a) Crédit à moyen terme b) Crédit à long terme	5,50% l'an max 5,80% min à 6% max	lendemain mobilisation
7-3 CREDITS PAR SIGNATURE		
Cautions- Avals- Lettres de Garantie :		
-Provisionnés à 100%	1% l'an	par trimestre mobile indivisible
-Non provisionnés	3% l'an	

(1) Une pénalité de majoration de 2% est appliquée pour non remboursement des crédits à échéance.

Toutes les commissions sur les opérations de la banque, sont soumises à la TVA au taux en vigueur.



الملحق رقم (25): المصادقة على طلب تقديم تسهيلات من طرف مؤسسة ENTP

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département Sciences de Gestion



ورقلة في 08 مارس 2021

الرقم: 300 / رق ع ت / 2021

الى السيد / مدير المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار
(ENTP) حاسي مسعود

الموضوع: طلب تسهيلات

في إطار التعاون بين جامعة قاصدي مرباح ورقلة والمؤسسات الإدارية والاقتصادية وبغية التكوين الجيد لطلبتنا يشرفنا أن نتقدم لسيادتكم بطلب تقديم تسهيلات بمؤسستكم لفائدة طالب (ة) الدكتوراه قسم العلوم التسيير الآتية أسمه (ها):

السيد (ة) / طبشي مصطفى
التخصص: محاسبة مالية

الموضوع: إشكالية التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات في المؤسسات الاقتصادية

وفي الأخير تقبلوا أسمى عبارات التقدير والاحترام

المؤسسة المستقبلة

رئيس قسم علوم التسيير
رئيس قسم مساعد بقسم علوم التسيير
مكلف بالتدريس والتعليم في التدرج
العضو: عبد الجليل طواهر



