

## تقييم المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP) وفق مقارنة التدفقات\_طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)

### Evaluation of the National Company for Well Works (ENTP) According to the cash flows approach - Discounted cash flow method (DCF)

ط.د/ طبشي مصطفى<sup>1</sup> (\*), أ. / غريب بولرباح<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة قاصدي مرباح – ورقلة (الجزائر)، [tobchi3005@gmail.com](mailto:tobchi3005@gmail.com)

<sup>2</sup> جامعة قاصدي مرباح – ورقلة (الجزائر)، [Gboularbah@gmail.com](mailto:Gboularbah@gmail.com)

تاريخ النشر: 2022/07/24

تاريخ القبول: 2022/06/16

تاريخ الاستلام: 2022/01/08

#### ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى إبراز أن التقييم المالي وفق مقارنة التدفقات بمختلف الطرق المنشقة منها أحسن وأنجع لمؤسسة (ENTP) من مقاربات التقييم الأخرى خصوصا مقارنة الذمة المالية والمعتمدة بشكل كبير من طرف خبراء التقييم في الجزائر. قمنا باختيار طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة كدراسة تطبيقية في المؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2025) وذلك بالاعتماد على بياناتها المالية المتمثلة في كل من (الميزانية المالية، حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، جدول حسابات النتائج التقديري، جدول تدفقات الخزينة التقديري)، وخلصنا إلى أن اعتماد هذه الطريقة أمر صعب نوعا ما نظرا لمتطلبات تطبيقها، خاصة إذا تعلق الأمر بمعدل الخصم أو الاستحداث للتدفقات المتوقع حدوثها في ظل غياب سوق مالي حقيقي.

الكلمات المفتاحية: قيمة مؤسسة، تقييم مالي، مقارنة تدفقات، طريقة تدفقات خزينة مستحدثة، معدل خصم.

#### Abstract:

This study aims to highlight that the financial evaluation according to the approach of flows in various ways derived from them is better and more effective for (ENTP) than other evaluation approaches, especially the financial disclosure approach, which is largely approved by the evaluation experts in Algeria. We applied the discounted cash flow method (DCF) in ENTP during (2016-2025) based on its financial statements represented in the (financial budget, income statement, treasury flows table, estimated income statement, estimated treasury flows table). We concluded that adopting this method is somewhat difficult due to the requirements of its application, especially when it comes to the discount rate or the creation of the expected flows in the absence of a real financial market.

**Keywords:** Company value, Financial evaluation, The approach of the cash flows, Discounted cash flow method, Discount rate.

**JEL codes:** G1, G17.

## 1. مقدمة:

شهدت عملية التقييم المالي للأعمال بصفة عامة تطوراً قوياً على مدى الثلاثين عاماً الماضية، في بيئة اقتصادية ومالية متغيرة باستمرار 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، أين 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.

أخذت عملية التقييم عدة أشكال على ضوء مختلف المقاربات ولعل أهمها وأبرزها مقارنة 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 رأس مال المؤسسة، حيث أن تقدير قيمة المؤسسة وفق هذه المقاربة يسمح لهم في الأساس بتقدير الأداء المالي المستقبلي للمؤسسة (Didier Van, 1998).

تعتمد مقارنة التدفقات باختلاف طرقها على تطبيق تقنيات قرار الاستثمار في حساب قيمة المؤسسة، كما تقوم على حساب القيمة الحالية للتدفقات من الاستثمار (Pascal, Maurizio, Yan, & Antonio, Copyright 2005). بالإضافة إلى ذلك نجد أن هناك نهجان أساسيان وفقاً لهذه المقاربة، تركز عملية التقييم من خلالهما إما (Pascal, Maurizio, Yan, & Antonio, Copyright 2005) :

✓ نموذج خصم الأرباح (DDM)؛ أو

✓ التدفق النقدي المتاح، والذي يمثل طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF).

شهدت عمليات التقييم المالي في بيئة الأعمال الجزائرية عدة عراقيل منذ تجربة الجزائر نحو التحول إلى اقتصاد السوق والتي صاحبها موجة من عمليات الخصخصة، حيث كانت هذه الأخيرة السبيل الوحيد أمام الدولة آنذاك ولعل أهمها عدم توفر نظام محاسبي يعطي مفاهيم محددة حول القيمة والتقييم المحاسبي. كما ركز خبراء التقييم المالي آنذاك وحتى يومنا هذا على مختلف مقاربات التقييم المرتكزة على الذمة المالية التي تعتبر المؤسسة أصل مادي يمثل قيمة معينة، وذلك يمكن أن يعود إلى كون هذه المقاربات أقل تكلفة بغض النظر على جودة النتائج. كما نجد كذلك أن موضوع التقييم المالي في الجزائر لقي اهتمام عدة باحثين. فيما يلي عرض لبعض الدراسات ومناقشتها:

- دراسة: (TLAMSI Ismahene née DRAOU, 2018)

تناولت هذه الدراسة إشكالية محاكاة التفاعل بين قيمة المؤسسة كأداة تسيير فعالة والحوكمة بشأن فصل السلطات والشفافية في السوق المالي (البورصة) مستهدفة مؤسسة صيدال كدراسة حالة. تبنت الباحثة 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، حيث اعتدت في سبيل الإجابة على هذه الإشكالية بعض أدوات جمع المعلومات كالاستبيان والملاحظة، المقابلة والوثائق، إضافة لاستعمال برنامج (SPSS) لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن عملية التقييم المالي تعتمد نهجاً تحليلياً عالمياً يوفر معرفة معمقة بالمؤسسة محل التقييم، كما لا يمكن حصر عملية التقييم في طريقة معينة وإعطاء رقم واحد.

- دراسة: (بن حمو عصمت محمد، 2016)

تناولت هذه الدراسة إشكالية المفاضلة بين طرق ومقاربات التقييم المالي التي يمكن اعتمادها في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، وذلك في إطار عمليات الخصخصة مستهدفاً مؤسستي صيدال والأوراسي كدراسة حالة، حيث تم اختيارهما على أساس أنه تم خصصتهما بالاعتماد على البورصة مباشرة بعد صدور الأمر 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 والمتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية، حيث اعتمد على بعض أدوات جمع

المعلومات كالملاحظة والمقابلة، بالإضافة إلى البيانات والتقارير المالية السنوية لكلا المؤسستين. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن مقارنة التدفقات تبنى على خطة عمل محددة، تنتج عن هذه الخطة توقعات أو تقديرات مستقبلية حول نشاط المؤسسة، هذه التوقعات غالبا ما يصعب تحديدها بدقة في ظل عدم ثبات بيئة الأعمال، الأمر الذي يحول دون عدالة القيمة أو مجال القيم المتحصل عليها من عملية التقييم.

- دراسة: (بكارى بلخير، 2010)

جاءت هذه الدراسة لتناقش مدى أثر اختيار مقارنة تقييم مالي دون أخرى في إبرام اتفاقية شراكة بالنسبة للوحدات التابعة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مستهدفا المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP) وفروعها كدراسة حالة، حيث استعمل بعض أدوات جمع المعلومات كالملاحظة، المقابلة البيانات والتقارير المالية السنوية. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن 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).

- دراسة: (سويسي هوارى، 2008)

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 سيؤدى حتما إلى إنجاح إجراءات التفاوض وترشيد قرارات الأطراف المهتمة بالمؤسسة، حيث استعمل بعض أدوات جمع المعلومات كالاستبيان والملاحظة، المقابلة والوثائق، إضافة لاستعمال برنامج معلوماتي لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن تطبيق مقارنة التدفقات في الجزائر واجه صعوبة كبيرة، الأمر الذي دفع بطغيان تطبيق الطرق المرتكزة على مقارنة الذمة المالية، كما أن الضيق الشديد لبورصة قيم الجزائر وعدم نضجها أدى إلى تجاهل أهمية عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين.

من خلال الدراسات السابقة نجد أن أغلبها أشار إلى إشكالية دراستنا 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 تعلقنا بهذه الأخيرة بماضي المؤسسة أو حاضرها أو مستقبلها، كما أشارت هذه الدراسات كذلك إلى ضرورة توفر سوق مالي (بورصة) حقيقي يجعل من عملية التقييم متاحة أمام المستثمرين الماليين. كل هذه النقاط المستخلصة من الدراسات السابقة تشير إلى أهمية الخوض في إشكالية دراستنا. ما يميز دراستنا عن هذه الدراسات هو تركيزنا على عملية التقييم بشكل مباشر دون ربط العملية بأحد أغراض التقييم، كون الإشكال حاصل في واقع عمليات التقييم في الجزائر خصوصا إذا تعلق بانتهاج مقارنة التدفقات.

إشكالية الدراسة:

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. وعليه يمكن صياغة إشكالية بحثنا كالتالي:

ENTP خلال الفترة الممتدة ما بين (2016-2025)؟

وللإجابة على هذه الإشكالية قسمنا دراستنا هذه إلى ثلاثة محاور رئيسية بعد المقدمة:

1. مقارنة التدفقات\_طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة؛

2. تقييم مؤسسة (ENTP) وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة؛

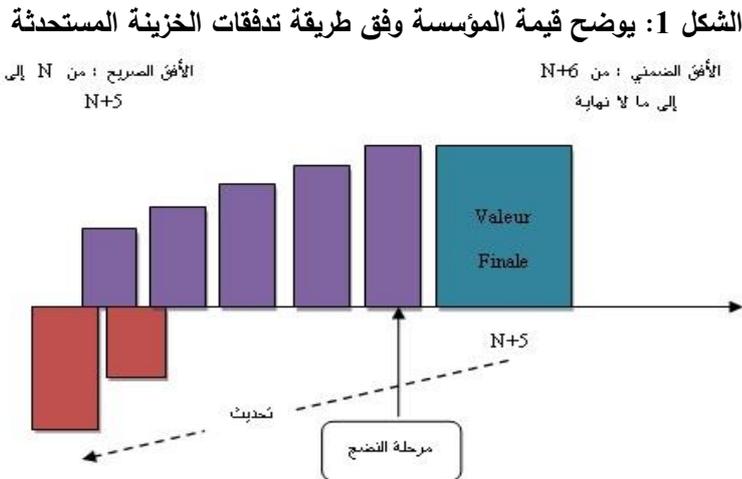
## 2. طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)

ظهرت طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF) لأول مرة رسمياً في عام 1938م في نص John Burr Williams: "نظرية قيمة الاستثمارات (12 manage, 2021)". كان هذا بعد انهيار سوق الأسهم في عام 1929م وقيل 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. تقترض هذه الطريقة أن الأصل يستحق ما يحققه من عوائد في المستقبل. حيث تقوم على عنصرين مهمين (Joelle & Pierre, 2012):

- تحديد التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية (FTD) المستحقة لجميع مقدمي الأموال (المساهمين والدائنين الماليين)؛
- تحديث هذه التدفقات بمعدل يمثل متطلباتهم من حيث الربحية.

### 1.2 تحديد قيمة المؤسسة:

قيمة المؤسسة هي قيمة اقتصادية لا تأخذ في الاعتبار الهيكل المالي، كونها تساوي مجموع التدفقات النقدية المتاحة المستحدثة (FTD) بمعدل العائد المتوقع من قبل جميع مقدمي رؤوس الأموال (المساهمين) (Michel, 2016). لذلك فإن قيمة المؤسسة تساوي الخصم وبمعدلات ثابتة للتدفقات النقدية التي سوف تولد انطلاقاً من السنة المقبلة إلى ما لا نهاية (TLAMSI, 2017-2018). كما نجد أن هذه الطريقة تميز بين فترتين، الأفق الصريح والضمني (Michel, 2016). كما هو موضح في الشكل التالي:



Source : (Michel, 2016)

- 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 منها: (نمو المبيعات، والتغيرات في معدل الهامش، والتوظيف، والاستثمارات،... إلخ). ينتهي هذا الأفق بمجرد أن تتضح المؤسسة.
- 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.

قيمة المؤسسة ترتبط بصافي التدفق النقدي السنوي الذي يتم مشاركته بين نوعين من مقدمي رأس المال: (المساهمين والدائنين الماليين) (Hubert, 2010). حيث أنه للحصول على القيمة V من حقوق الملكية يجب إزالة الديون التي تقيم بالقيمة السوقية.

غالبًا ما يُعتبر التقييم وفق هذه الطريقة أكثر ملاءمة كونه يجعل من الممكن دمج المكونات الإستراتيجية والاقتصادية للمؤسسة وأفاق تطورها، وكذا يركز على ربحية مقدمي رؤوس الأموال مع مراعاة مستوى المخاطر المرتبطة باستثماراتهم. لذلك يتطلب قبل القيام بعملية التقييم وفق هذه الطريقة ضرورة قيام الخبير المقيم بالتشخيص الاستراتيجي الحقيقي المسبق للمؤسسة.

## 2.2 محددات طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة:

طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة تقوم 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 التقييم من خلالها والمتمثلة في التالي:

### 1.2.2 التدفق النقدي المتاح (FTD) المستقبلي:

يجب توقع هذا التدفق النقدي خلال فترة التقدير المطلوبة للتقييم، تحدد في الغالب من 5 إلى 7 سنوات. الأمر الذي يتطلب إعداد خطة عمل (Plan Business) يتم من خلاله تقدير وعرض التدفقات النقدية للمؤسسة خلال فترة التقدير.

### 2.2.2 تحديد معدل الخصم:

تقدير معدل الخصم هو إحدى أكثر الجوانب حساسية بالاعتماد على طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة في تقييم المؤسسة، حيث يمثل هذا المعدل متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (CMPC) أو ببساطة تكلفة رأس المال (Pascal, Maurizio, Yan, & Antonio, Copyright 2005). تحديد معدل الخصم لا بد أن يخص بكثير من الدقة والشفافية في التقدير، حيث أنه غالبًا ما نجد أن بعض المؤسسات تعتمد على معدلات معيارية خاصة تلك المؤسسات الغير مدرجة في البورصة كما في الجزائر، هذه المعدلات كثيرا ما تتحرف على ممارسات السوق مما يؤدي إما إلى تدمير القيمة عند حيازة مؤسسة ما أو جزء من أسهمها بسعر مرتفع أو تقويت فرص لكون معدل الخصم مرتفع.

### 3.2 حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة:

طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF) تفترض أن قيمة الأصل تقابل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (Franck, 2004)، كما تعتبر المؤسسة كيانًا لا تعتمد قيمتها على أرباحها ولكن على ربحيتها التي تقاس بتدفقاتها النقدية المتاحة. حيث تعتبر هذه الطريقة امتداد لطريقة خصم الأرباح (Caroline, 2006). وعليه فإن المبدأ الأساسي الذي تقوم عليه هو أن قيمة الأصل الاقتصادي تساوي القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية التي يولدها. طريقة التقييم هذه متماسكة تمامًا نظريًا لأنها تعتبر المؤسسة كمشروع استثماري معقد لا يستحق إلا ما يدفعه في المستقبل. حيث يتم استحداث التدفقات النقدية المتاحة وفق العلاقة التالية (Hubert, 2010):

$$VE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+K)^t}$$

حيث :

FTD<sub>t</sub> : التدفق النقدي المتاح في السنة t؛

k : التكلفة الإجمالية لرأس مال المؤسسة.

تساهم ثلاثة عناصر أساسية في هذه الطريقة (التدفق النقدي، تكلفة رأس المال والتدفقات النقدية طويلة الأجل للمؤسسة) عن طريق خصم التدفقات النقدية بمعدل يساوي على الأقل تكلفة رأس المال. التدفق النقدي المستخدم هو التدفق النقدي المتاح، أي صافي الفائض النقدي بعد تمويل الاستثمارات التشغيلية والتوزيعات (Caroline, 2006). 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، والتي تحسب عن طريق رسمة غير محدودة لآخر تدفق متاح متوقع بعد الأخذ في الاعتبار نمو هذا التدفق. وفق العلاقة التالية (Didier Van, 1998):

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

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  $n$ .

**4.2 القيمة النهائية (VT):**

تتمثل في التدفق النقدي الأخير للفترة التي شملتها الدراسة (فترة التقييم)، بمعنى أننا 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. تتوافق مع قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة المستهدفة في نهاية أفق التنبؤ الصريح (Robert & Marie-Pierre, 2009). حيث تمثل في كثير من الأحيان حصة كبيرة من قيمة المؤسسة، وهذا ما يفسر حقيقة أن التوقعات وضعت في أفق قصير نسبياً مقارنة بعمر الأصول (Robert & Marie-Pierre, 2009). كما تحسب قيمة المؤسسة من خلالها وفق الصيغة التالية:

$$VE = \frac{\sum_{t=1}^n FTD_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_n}{(1+k)^n}$$

مع أن (Robert & Marie-Pierre, 2009):

$VT_n$ : القيمة النهائية في  $n$

$$VT_n = \frac{FTD(1+g)}{(k-g)}$$

حيث:

$FTD_t$ : التدفقات النقدية المتاحة؛

$K$ , le WACC ou le CMPC: معدل الخصم أو الاستحداث؛

$g$ : معدل النمو إلى ما لا نهاية.

**3. تقييم مؤسسة (ENTP) وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (DCF)**

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 غالبيتها يتم تجسيدها مع شريك (شركة أجنبية).

### 1.3 تقديم المؤسسة:

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. وهي مؤسسة بترولية متواجدة بالمدينة الصناعية حاسي مسعود التابعة لولاية ورقلة، والجدول التالي يعرفها بإيجاز:

#### الجدول 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 لمؤسسة ENTP، خلال 2021.

تتعدد نشاطات مؤسسة ENTP فمن بينها ما هو أساسي مثل (حفر وصيانة آبار النفط، حفر آبار المياه العميقة، نقل الآلات الحفر ومخيمات الحفر وتوصيل الناقلات، الصيانة البترولية)، وما هو ثانوي مثل (نشاطات النقل، الفندقية). كما تعدّ أول متعامل مختصّ في حفر الآبار في الجزائر إذ تسيطر على 50% من السوق. أهمّ زبائننا: (سوناطراك، المتعاملين الأجانب شركاء سوناطراك، ولايات الجنوب الجزائري في مجال حفر آبار الري).

تملك مؤسسة ENTP مساهمات في عدة شركات تابعة لها سواء في شكل حيازة تامة أو شراكة قدرت قيمتها بـ 89 022 426,00 دج في 2020/12/31، يمكن تفسير هذا الرصيد من خلال الجدول التالي:

#### الجدول 2: قيمة مساهمات (ENTP) في المؤسسات التابعة - حيازة، شراكة

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%
<b>Titres de Filiales</b>	<b>14 022 426,00</b>	-
AL BARYAL	40 000 000,00	20%
<b>Autres Titres de Participation</b>	<b>40 000 000,00</b>	-
FORAQUA	35 000 000,00	33%
<b>Créances rattachées à des participation</b>	<b>35 000 000,00</b>	-
<b>TOTAL</b>	<b>89 022 426,00</b>	-

المصدر: تقارير التسيير لمؤسسة ENTP، خلال 2020.

### 2.3 حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تمثل الحد الأدنى للعائد الذي يقبل به مقدمو رأس المال (المستثمرين، الدائنين) في المؤسسة، وهو يقوم على تحديد أقل عائد يجب تحقيقه بما يضمن عدم وقوع الخسائر.

#### 1.2.3 تكلفة رأس المال حسب نموذج توزيع الأرباح:

تمثل أدنى قيمة عوائد يجب أن تحققها المؤسسة 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 مؤسستنا وكذا المعطيات المتوفرة لدينا اخترنا حساب تكلفة رأس المال وفق نموذج خصم توزيعات الأرباح. وذلك وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة رأس المال (Kcp)} = (\text{توزيع الأرباح لكل سهم للعام القادم} / \text{القيمة السوقية الحالية للسهم}) + \text{معدل نمو الأرباح}$$

• حساب قيم توزيعات الأرباح لكل سهم:

توزيعات الأرباح لكل سهم تشير إلى مقدار السهم الذي يحصل عليه المساهمون في رأس مال المؤسسة كأرباح. توزيعات الأرباح التي يتلقاها المساهم هي جزء من إجمالي أرباح المؤسسة التي يتم الاحتفاظ بها جانبا لهذا الغرض. يمكن حساب قيم توزيعات الأرباح لكل سهم من خلال الجدول التالي:

الجدول 3: 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 الباحثين بالاعتماد على قوائم حسابات النتائج في مؤسسة ENTP خلال الفترة

الممتدة ما بين (2016-2020)

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".

• حساب متوسط تكلفة رأس المال:

من خلال الجدول رقم 3 وتحديد على قيمة السهم الواحد للمؤسسة والمقدرة قيمته بـ 100 000,00 دج، يمكن حساب متوسط تكلفة رأس المال من خلال الجدول التالي:

الجدول 4: 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 الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 3.

2.2.3 حساب تكلفة الدين:

تمثل أدنى قيمة عوائد يجب أن تحققها المؤسسة، والتي تضمن تجنب الوقوع بالمخاطر المرتبطة بعدم القدرة على توليد أرباح تفوق الفوائض الخاصة بالديون والالتزامات المترتبة على نشاط المؤسسة.

تكلفة الدين تكون معادلة لسعر الفائدة المطبق لدى البنك والمقدر بـ (8,5%) ثابتة طيلة فترة الدراسة مع معدل ضريبية يقدر بـ (26%)، حيث يجب حساب تكلفة الدين بعد الضريبة، وذلك يكون وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة (K}_D\text{)} = \text{تكلفة الدين (K}_D\text{)} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

ومع ثبات تكلفة الدين والتي تمثل سعر الفائدة (8,5%) وكذا ثبات معدل الضريبة على مدى فترة الدراسة، يمكن حساب تكلفة الدين بعد الضريبة انطلاقا من العلاقة أعلاه مباشرة:

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة} = 0,085 \times (1 - 0,26)$$

ومنه:

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة} = 0,063$$

### 3.2.3 حساب التكلفة الوسطية المرجحة براس المال:

يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال وفق العلاقة التالية (Franck, Fusions Acquisitions "Evaluation, Négociation, Ingénierie", 2010):

$$CPMC = C_{CP} \times \frac{CP}{CP + D} + C_D \times \frac{D}{CP + D}$$

حيث:

$V_{CP}$ : قيمة الأموال الخاصة؛

$V_D$ : قيمة الديون؛

$K_{CP}$ : تكلفة الأموال الخاصة؛

$K_D$ : تكلفة الديون.

بما أنه تم حساب تكلفة رأس المال بالمتوسط الحسابي فإنه يتم أخذ قيم الأموال الخاصة وكذا الديون طويلة ومتوسطة الأجل بالمتوسط الحسابي لسنوات الدراسة والمحددة ما بين 2016 و 2020. كما يتم أخذ القيم بوحدة (مليون دج) وعليه ومن المعطيات التالية:

$V_{CP}$ : قيمة الأموال الخاصة بالمتوسط = 77 451,04 مليون دج؛

$V_D$ : قيمة الديون بالمتوسط = 4 413,72 مليون دج؛

$K_{CP}$ : تكلفة الأموال الخاصة = 0,75؛

$K_D$ : تكلفة الديون = 0,063.

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:

$$CPMC = 0,71$$

### 3.3 قيمة المؤسسة وفق طريقة التدفق النقدي المتاح:

اعتمادا على هذه الطريقة نحتاج إلى قيم التدفقات النقدية المتاحة التقديرية المستقبلية والتي نعرضها من خلال الجدول

التالي:

#### الجدول 5: عرض التدفق النقدي المتاح التقديري خلال الفترة (2021-2025)

السنوات	2021	2022	2023	2024	2025
أموال الخزينة الاستغلال	12 665,13	14 648,32	12 604,92	13 034,84	14 091,24
(-/+ ) أموال الخزينة الاستثمار	(6 474,94)	(13 321,94)	(20 067,41)	(14 688,48)	(17 912,25)
= التدفق النقدي المتاح التقديري	6 190,19	1 326,38	(7 462,49)	(1 653,64)	(3 821,00)

المصدر: من إعداد الباحثين جداول تدفقات الخزينة التقديرية في مؤسسة ENTP خلال الفترة الممتدة ما بين (2021-

2025)

قبل حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة لابد من حساب القيمة المتبقية.

- حساب القيمة المتبقية (VR): كما أشرنا سابقا إلى أن القيمة المتبقية تمثل آخر تدفق نقدي متاح مخصص إلى معدل الاستحداث والذي يمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، وعليه تكون صيغة القيمة المتبقية على النحو التالي:

$$VR = \frac{FTD_n}{i}$$

آخر قيمة للتدفق النقدي المتاح (من الجدول 05)،  $FTD = (3\,821,00)$  مليون دج.  
معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال  $= 0,71$   
وعليه:

$$VR = \frac{(3\,821,00)}{0,71} = (5\,381,69)$$

انطلاقا من الجدول رقم (05) والمعلومات التالية:

$n$  : عدد السنوات = 5؛

$i$  : معدل الاستحداث، يمثل التكلفة المرجحة لرأس المال = 0,71؛

VR : القيمة المتبقية = (5 381,69) مليون دج.

نجد:

$$V = \frac{6\,190,19}{(1,71)^1} + \frac{1\,326,28}{(1,71)^2} + \frac{(7\,462,49)}{(1,71)^3} + \frac{(1\,653,64)}{(1,71)^4} + \frac{(3\,821,00) + (5\,381,69)}{(1,71)^5}$$

ومنه:

$$V_T = 1\,758,35$$

القيمة النهائية للمؤسسة = 1 758,35 مليون دج.

#### 4. الأدوات والمناهج:

اعتمدنا في دراستنا هذه على مجموعة من الأدوات متمثلة في: (حساب صيغ التقييم، تحليل متحرك لعدة سنوات، استخدام برنامج XLSTAT 2009) من أجل إسقاط الدراسة على المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTPE، كما تم تحديد الفترة ما بين (2016-2025) كحدود زمنية للدراسة، أما بالنسبة للحدود المكانية فتتعلق بمكان تواجدهما وهي المنطقة البترولية حاسي مسعود.

#### 5. مناقشة وتحليل النتائج:

إن الغرض الأساسي من عملية التقييم لا يتمثل في تحديد قيمة واحدة، على العكس تماما مع تطور النظرية المالية والتي انبثقت منها مقاربات جديدة تخص عملية التقييم المالية ولعل من بينها مقارنة التدفقات والتي اعتمدنا إحدى طرقها، أين توجب على الخبير المقيم بناء نطاق أو مجال من القيم من خلال تحديد القيم الدنيا والقيم القصوى للمؤسسة. وعليه يمكن عرض النتائج المتحصل عليها كما يلي:

- طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة تطبيقها صعب نوعا ما كونها تتطلب طرح عدة فرضيات مرتبطة بعنصر المخاطر والتي بدورها تنتج لنا عدة سيناريوهات، خاصة عندما يكون جزء من أنشطة المؤسسة مرتبط بعناصر خارجية، إلا أنه في مؤسسة ENTPE نجد أن الجزء المهم من أنشطتها مرتبط بالمؤسسة المؤسسة الأم

SONATRACH ومحمية إلى حد ما من المخاطر حتى في حالة العجز على عدم تحقيق العقود المبرمة بينهما بشكل كلي؛

- تعتمد طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة على بيانات تقديرية، وبالتالي تتطلب قدرًا كبيرًا نسبيًا 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؛
  - 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، وهو ما استدعى إعادة تصحيح بند (حيازة استثمارات جديدة) والاعتماد على الاستثمارات التشغيلية فقط في حساب قيمة مؤسسة ENTP؛
  - 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؛
  - 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 فعال؛
  - قيمة المؤسسة المتحصل عليها وفق هذه الطريقة والمقدرة بـ 1 758,35 مليون دج هي في الحقيقة مجرد قيمة واحدة من مجال قيمة يضم مجموعة من القيم منبثقة عن عدة فرضيات تتعلق بمختلف التهديدات أو المخاطر المصاحبة لنشاط المؤسسة ومن ثم تدفقاتها النقدية؛
  - عند اعتمادنا طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة في تقييم مؤسسة ENTP لاحظنا أن هناك علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة المحسوبة ومعدل الاستحداث، حيث كلما ارتفع معدل الاستحداث أثر ذلك على قيمة المؤسسة بالنقصان.
- وكاستنتاجات مستخلصة من دراستنا ما يلي:
- تتأثر قيمة المؤسسة بشكل كبير في حال ما إذا طرأ أي تغيرات على مستوى الافتراضات الأساسية، لذلك من المهم جدًا معرفة الافتراضات المستخدمة وكيفية تأثيرها على نتيجة التقييم؛
  - تطبيق مقارنة التدفقات بشكل عام وطريقة تدفقات الخزينة المستحدثة بشكل خاص في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية أمر صعب ونتائج تطبيقها غالبا ما تحيد عن الواقع؛
  - يمكن إرجاع سبب تركيز خبراء التقييم الجزائريين على مقارنة الذمة المالية وصرف النظر عن مقارنة التدفقات إلى تكلفة تطبيق هذه الأخيرة من جهة، ومن جهة أخرى خصوصية بيئة الأعمال الجزائرية.

## 6. خاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة محاكاة الإشكال الواقع في تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وفق مقارنة التدفقات بصفة عامة، حيث اعتمدنا إحدى طرقها وتطبيقها على مؤسسة (ENTP) سعيا منا في توضيح وفهم الآليات والأساليب العلمية لعملية التقييم المالي للمؤسسات في ظل اعتماد مقارنة التدفقات كونها تمثل أداة قوية للغاية من جهة، ومن جهة أخرى إبراز حدود وصعوبات تطبيق هذه المقارنة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

إن اعتماد هذا النوع من المقاربات في الجزائر يقوم بالدرجة الأولى على التطبيق السليم للنظام المحاسبي المالي (SCF) وإعطاء القيمة المحاسبية بعدها الاقتصادي، بالإضافة إلى مراعاة متطلبات تطبيقها والتي تقوم على توفر سوق مالي حقيقي يتيح إمكانية تحديد معاملات هذه المقارنة، خاصة إذا تعلق الأمر بمعدل الاستحداث وتحديد المخاطر وبناء سيناريوهات تتيح لنا مجال للقيمة، يساعدنا في تحديد أو اختيار القيمة التي يمكن اعتمادها حسب الغاية من عملية التقييم.

كذلك يستدعي تطبيق هذه المقاربة ميدانيا تخلي الخبير المقيم الجزائري عن فكرة أن قيمة المؤسسة يمكن التعبير عنها على أنها أصل اقتصادي، مع تجاهل حاضر ومستقبل المؤسسة الاقتصادية حول نشاطها وما يمكن أن يولده من تدفقات قد تفوق قيمتها قيم الأصل الذي ساهم في تدفقها بشكل مباشر، يجعل من هذه الفكرة تحول دون إبداء أو إعطاء رأي حول قيمة المؤسسة بعيدا على التحيز والتظليل.

#### قائمة المراجع:

1. 12 manage. (2021, 11 17). Récupéré sur [https://www.12manage.com/methods\\_dcf\\_fr.html](https://www.12manage.com/methods_dcf_fr.html).
2. Caroline, S. (2006). *Toute la fonction Finance* (éd. Dunod). Paris, P-P : 163-336.
3. Didier Van, C. (1998). Techniques modernes d'évaluation des entreprises. *Séminaire de perfectionnement des formations postuniversitaires*, HEC Liège, Belgique, P : 07.
4. Entreprise Nationale des Travaux aux Puits (ENTP). (s.d.). Consulté le 12 20, 2021, sur <http://www.entp.dz/>.
5. Franck, C. (2010). *Fusions Acquisitions "Evaluation, Négociation, Ingénierie"* (éd. 3e édition). (ECONOMICA, Éd.) Paris, P : 98.
6. Franck, C. (2004, Janvier 21, 22 et 23). L'évaluation d'entreprise "Crise des méthodes ou méthodes de crise". Paris: 10ème colloque de comptabilité nationale organisé par l'ACN.
7. Hubert, d. L. (2010). *Analyse financière "Information financière, diagnostic et évaluation"* (éd. 4e édition). (Dunod, Éd.) Paris, P : 336.
8. Joelle, L., & Pierre, P. (2012, Juin). Mission d'évaluation "Guide pratique", avec le soutien de la fédération française des Expert en Evaluation (FFEE), CSO. Paris, P : 46
9. Michel, S. (2016, 12 13). Consulté le 03 10, 2021, sur <https://www.leblogdesfinanciers.fr/2016/12/13/valoriser-lentreprise-par-les-flux-de-tresorerie-actualises/>.
10. TLAMSI, I. n. (2017-2018). *Interactin Entre l'Evaluation de l'entreprise et la Gouvernance "Cas de la Société Sidal"*. Thèse pour l'obtention du diplôme de doctorat LMD, Université Abdelhamid Ben Badis Mostaganem, Algérie, P : 92.
11. Pascal, O., Maurizio, D., Yan, L. F., & Antonio, S. (Copyright 2005). *Pierre Vernimmen : Corporate Finance "Theory and Praticce*. (J. W. Ltd, Ed.) England, P-P : 813-822.
12. Robert, O., & Marie-Pierre, M. (2009). *DSCG 4 : Comptabilité et audit " MANUEL ET APPLICATIONS"* (éd. 2e édition). (Dunod, Éd.) Paris, P-P : 35-36.