

تقييم المؤسسات من منظور محاسبي: نموذج (Feltham et Ohlson)

د/ علي سماي

أ/ رفيق يوسف

جامعة المدينة

Résumé :

الملخص :

Le modèle d'évaluation des entreprises de Feltham - Ohlson emprunte le concept appelé clean surplus. Ce concept a d'importantes conséquences sur les théories et les pratiques comptables et financières modernes. Il reflète de façon directe la relation entre les bénéfices comptables et Le capital propre et la relie à La valeur de marché d'action.

Le modèle Feltham - Ohlson prend origine à partir des flux de trésorerie disponibles en tenant compte d'une multitude d'hypothèses pour conclure à un modèle d'évaluation basé sur Le capital propre et les résultats résiduels probable en reliquat pour un nombre illimité de périodes financières. Le modèle utilise certaines relations comptables pour actualiser la valeur comptable objet des distributions monétaires pour arriver à un modèle s'appuyant directement sur les états financiers et ce, sans exiger une connaissance approfondie de l'entreprise et de son environnement.

Mots clés: Information comptable, évaluation de l'entreprise, Clean surplus, Résultats résiduels, flux de trésorerie disponibles.

يعتمد نموذج (Feltham - Ohlson) لتقييم المؤسسة على مفهوم الفائض الصافي الذي له تأثيرات هامة على النظريات والممارسات المحاسبية والمالية الحديثة ويعكس بصورة مباشرة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وحقوق المساهمين ويربطها بالقيمة السوقية للسهم.

ينطلق هذا النموذج من طريقة تدفقات الخزينة المتاحة ومن خلال عدة فرضيات للوصول إلى نموذج للتقييم قائم على حقوق المساهمين والربح الباقي المتوقع لعدد لا نهائي من الفترات المالية، ويستخدم بعض العلاقات المحاسبية لإحلال قيمة محاسبية محل التوزيعات النقدية للوصول إلى نموذج يعتمد بصورة مباشرة على القوائم المالية، ولا يتطلب دراية كبيرة بالمؤسسة ومحيطها.

الكلمات المفتاحية: المعلومة المحاسبية، تقييم المؤسسة الفائض الصافي، الربح الباقي، تدفقات الخزينة المتاحة.

مقدمة:

يعتبر تقييم المؤسسة الاقتصادية في ظل الظروف الحالية التي يمر بها الاقتصاد الوطني من الأمور المهمة والمعقدة، وتكمن الصعوبة في كيفية اختيار أحسن الطرق في ظل تعدد الطرق واختلاف مناهجها باختلاف خصوصية كل مؤسسة والهدف المنشود من عملية التقييم، فهناك طرق تعتمد على مرجعية محاسبية ترتكز على الذمة المالية، تهدف إلى إعطاء قيمة إجمالية للمؤسسة تنطلق من منظور الاستمرارية في الاستغلال الذي يهتم جميع الأطراف المعنية بعملية التقييم، تقوم على ضرورة دراسة وتحليل عناصر الميزانية والقيام ببعض التعديلات حتى تعكس قيمة المؤسسة قيمتها الحقيقية الحالية.

مع كثرة الانتقادات الموجهة لمقاربة الذمة المالية ظهرت طرق أخرى للتقييم ترتكز على مرجعية مالية متطلعة للمستقبل تسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من مردوديتها على خلفية أن الحائز لا يقوم بشراء التدفقات الحاضرة بل التدفقات المستقبلية، تعتمد هذه المقاربة على النتيجة المحاسبية وناتج عملية التشخيص وتفترض معرفة عميقة بالمؤسسة للحصول على توقعات أكثر صدقاً وأكثر واقعية، كما ظهرت طرق أخرى للتقييم تسمى بمقاربة السوق تعتمد على المقارنة بالاعتماد على بعض المؤشرات (المضاعف)، تقوم على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد بالرجوع إلى قيمة مؤسسات معيارية قيمتها معلومة أما بسبب تداول أسهمها في البورصة أو أنه تم التنازل عنها أو اندماجها مؤخراً.

مهدت الأبحاث والدراسات المالية والمحاسبية إلى ظهور بعض المقاربات الحديثة في التقييم منها من ينطلق من القدرة على خلق القيمة الذي يعتبر هدف المؤسسة مهما كان نوعها، فإ إنشاء المؤسسة واستمراريتها في النشاط مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة وتعتبر القيمة السوقية المضافة أهم مؤشر لقياسها، كما ظهرت طرق أخرى للتقييم كنموذج (Feltham et Ohlson) الذي ينطلق من منظور محاسبي يعتمد على المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية وتستخدم المنظور المالي خصوصاً نموذج التدفقات النقدية المتاحة المخصومة للوصول إلى القيمة السوقية للمؤسسة، مما سبق يمكن صياغة السؤال الجوهرى الذي سنحاول الإجابة عليه من خلال هذه الورقة البحثية كمايلي:

هل يمكن الاعتماد على نموذج (Feltham et Ohlson) لتقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائية؟

وتعتبر هذه الدراسة من المحاولات القليلة في مجال تقييم المؤسسة، خصوصا نماذج التقييم الحديثة الأمر الذي دفعنا إلى الاهتمام بهذا الموضوع

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الورقة البحثية إلى مايلي:

- إبراز أهمية تقييم المؤسسة والدور الذي تلعبه المعلومة المحاسبية في عملية التقييم؛
- تقديم نموذج التقييم المحاسبي الذي جاء به كل من (Feltham et Ohlson) وتحليل الجوانب النظرية والرياضية له، إضافة إلى علاقته بنموذج تدفقات الخزينة المتاحة؛

- إجراء دراسة حالة تهدف للوقوف على إمكانية تطبيق هذا النموذج ومدى ملائمة متغيراته لتقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائية ومن ثم تفسير أسعار أسهمها.

أهمية البحث:

تكمن أهمية الموضوع في الفائدة العلمية التي يقدمها من خلال التحليل النظري لنموذج التقييم المحاسبي (Feltham et Ohlson) الذي يعتمد المعلومة المحاسبية مباشرة لتحديد قيمة المؤسسة بدل التوزيعات النقدية التي لا تخضع للقياس المحاسبي، بالإضافة إلى الفائدة العملية من خلال بيان قدرات هذا النموذج على إعطاء قيمة للمؤسسة مرتكزة على المعلومات المحاسبية المنشورة.

المنهج وأدوات الدراسة:

تم الاعتماد في هذا البحث على المنهج التحليلي لتفسير منطق هذا النموذج والافتراضات المقدمة لصياغة علاقاته، والإثبات الرياضي لتلك العلاقات ومدى واقعيتها، كما اعتمدنا على منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي، مستخدمين القوائم المالية لمؤسسة روية المنشورة على موقعها الالكتروني.

تقسيم البحث:

للإجابة على هذا السؤال تم تقسيم هذا البحث إلى محورين:

1. التعرف على نموذج التقييم (Feltham et Ohlson)
2. تقييم مؤسسة رويبة.

1. نموذج (Feltham et Ohlson)

عرفت مقاربات التقييم المرتكزة على التدفقات النقدية وعلى قسائم الأرباح انتشار واسعاً في أوساط المقيمين والمحللين الماليين، وبررت العلاقة الموجودة بين القوائم المالية الحالية والقوائم المالية المتوقعة، كما اعتمدت على تلك القوائم للتنبؤ بالتوزيعات النقدية المستقبلية، وربط علاقة بين الأرباح المستقبلية والقيمة السوقية للمؤسسة، وانطلقت كل الطرق الكلاسيكية للتقييم من فرضية وجود علاقة قوية بين الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية والتوزيعات المستقبلية، ورغم أن تلك الطرق المرتكزة على منظور مالي تستخدم القوائم المالية إلا أنها لا تتطرق من قيم محاسبية أصلية.

من هذا المنطلق قام (Feltham et Ohlson) سنة 1995 ببناء نموذج للتقييم يعتمد على مرجعية محاسبية، يربط بين الأرباح، التوزيعات النقدية والقيمة المحاسبية لحقوق المساهمين بالقيمة السوقية لحقوق المساهمين يعكس هذا النموذج بصورة مباشرة العلاقة الموجودة بين الأرباح المحاسبية وحقوق المساهمين ويربطها بالقيمة السوقية للسهم ويعتمد هذا النموذج على الفائض الصافي الذي له تأثيرات هامة على النظريات والممارسات المحاسبية الحديثة، والذي يبرر مقاربات التقييم التي تنطلق من البيانات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية، ويمكن المقيمين من التنبؤ بالنتائج وتوزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بالاعتماد على معلومات محاسبية وتحليل تأثير المعلومات الحالية على التوقعات علماً أن التوقع الأفضل للأرباح يسمح بتقييم أفضل.

ينطلق نموذج التقييم الذي قدمه (Feltham et Ohlson) من نموذج التدفقات النقدية المتاحة المخصصة، وبناءً على عدة افتراضات ينتهي إلى نظام تقييم قائم على حقوق المساهمين والربح غير العادي المتوقع لعدد غير نهائي من الفترات الزمنية، وانطلاقاً من

ديناميكية المعلومات يقومبتقدير هذا الربح وتحويل هذا النموذج المحاسبي إلى نموذج قابل للتطبيق.

1.1 فرضيات النموذج

يقوم نموذج (Feltham et Ohlson) على ثلاثة فرضيات أساسية وهي:

الفرضية الأولى: تتحدد قيمة السهم عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية تعبر هذه العلاقة على النموذج المالي التقليدي لتقييم السهم، وتقوم على مبدأ أن قيمة السهم تتحدد وفقا للقيمة الحالية لقسائم الأرباح لعدد غير محدد من الفترات المالية، وتكتب العلاقة كمايلي: ¹

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

P قيمة السهم
D_t قسيمة الربح المتوقعة للسنة t
r معدل العائد

اعتمد هذا النموذج على بعض العلاقات المحاسبية لإحلال قيمة محاسبية محل قسائم الأرباح للوصول إلى نموذج تقييم يعتمد على معلومات محاسبية مستخرجة من الميزانية وجدول حساب النتائج.²

الفرضية الثانية: علاقة الفائض الصافي

ربط الباحثان من خلال الفائض الصافي بين قسائم الأرباح (التوزيعات النقدية) انطلاقا من أن الأرباح يتقرر توزيع جانب منها والباقي يرحل إلى الأموال الخاصة إما كاحتياطات أو أرباح محتجزة، وكلاهما يعتبر إضافة إلى القيمة المحاسبية لحقوق المساهمين، ويمكن التعبير عن الفائض الصافي من خلال العلاقة التالية: ³

$$bv_t = bv_{t-1} + X_t - D_t$$

bv_t القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t
bv_{t-1} القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t-1
X_t الربح الصافي للفترة الحالية t

من خلال هذه العلاقة تمكن (Feltham et Ohlson) من إحلال قيمة محاسبية لحقوق المساهمين و الأرباح الصافية محل قسائم الأرباح.

الفرضية الثالثة: الربح الباقي

استخدم النموذج مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي الذي يمثل الفرق بين الربح الصافي والعائد المتوقع للأموال الخاصة، ويستخدم لحساب العائد نفس معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية، ومنه يمكن التعبير عن الربح الباقي بالعلاقة التالية:⁴

$$X_t^a = X_t - rbv_{t-1}$$

X_t^a الربح الباقي في نهاية الفترة t

2.1 الصيغة الرياضية للنموذج

ينطلق نموذج (Feltham et Ohlson) من العلاقة التقليدية لمقاربة التقييم وفق قسائم الأرباح والتي تقوم على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال قدرتها على خلق الأرباح، وعليه فقيمة السهم تساوي القيمة الحالية لقسائم الأرباح المستقبلية مستحدثة بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، يمكن صياغة العلاقة الكلاسيكية للتقييم الأسهم وفق قسائم الأرباح على النحو التالي:⁵

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r)^i} \quad (1)$$

P_t قيمة السهم في بداية الفترة t

E توقع القيم المستقبلية

يمثل معدل الاستحداث معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين أو تكلفة رأس المال ويجب أن يعكس القدرة الشرائية ودرجة المخاطر التي تصاحب هذه التدفقات وغالبا ما يتم استخدام تكلفة رأس المال لوجود مؤشرات واضحة لحسابها (سعر الفائدة، الأرباح الموزعة، ...) ⁶، كما يدخل في تكوينه كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية، لذا وتعرف تكلفة رأس المال بأنها الوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلف المصادر التموينية وتحسب وفق العلاقة التالية:⁷

$$K = CMPC = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_{DN}} K_{CP} + \frac{V_{DN}}{V_{CP} + V_{DN}} K_{DN} (1 - T_i)$$

حيث أن:

V_{CP}	القيمة السوقية للأموال الخاصة
V_{DN}	القيمة السوقية للديون الصافية
K_{CP}	تكلفة الأموال الخاصة (معدل المردودية المستحق من طرف المساهمين)
K_{DN}	تكلفة صافي الديون
T_i	معدل الضريبة على أرباح الشركات

تمثل تكلفة الديون معدل الفائدة الذي يمكن أن تستدين به المؤسسة في ذلك اليوم، أما تكلفة الأموال الخاصة فتمثل معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين بالنظر للأخطار التي تصاحب استثماراتهم⁸ وعليه فمعدل العائد يتكون من عنصرين العائد على الاستثمار دون مخاطر و علاوة المخاطر (العائد المتوقع = العائد على الاستثمار دون خطر + علاوة المخاطر)، ومنه فالعائد على الاستثمار دون مخاطر ثابت أما علاوة المخاطر تختلف باختلاف الخصائص المحددة لكل نشاط وتتكون علاوة المخاطر من عنصرين:

- مخاطر السوق، التي يواجهها جميع المتعاملين الذين يقومون باستثمارات في أصول خطيرة؛

- المعامل β الذي يقيس حساسية السهم لتقلبات السوق.

حسب نموذج MEDEF (modèle d'évaluation des actifs financiers) لشارب ولينتر (Sharpe-Lintz) الذي ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1960، وهو أول نموذج يضع علاقة بين مردودية الأصل وخطره⁹، وهدف إلى قياس العائد المتوقع للأصول المالية في ظل المخاطر المصاحبة يتحدد العائد المتوقع من قبل

$$E(R_i) = r_f + B_i [E(R_m) - r_f]^{10}$$

حيث أن: $E(R_i)$ معدل العائد المتوقع من طرف المستثمر

r_f عائد الأصل دون خطر

B_i معدل حساسية الأصل

$E(R_m)$ العائد المتوقع للسوق

$$B_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \text{ ويتحدد معدل حساسية الأصل من خلال العلاقة:}$$

فإذا اعتبرنا أن العائد المطلوب من طرف المستثمرين يتوافق مع تكلفة رأس المال هذا يعني أن يساوي تكلفة الفرصة البديلة التي يتحملها المستثمر عند القيام بالاستثمار في نشاط به مخاطرة، وعليه تتحدد تكلفة رأس المال وفق العلاقة التالية:

$$K_{CP} = r_f + B_{CP}(R_m - r_f)$$

رغم أن حساب تكلفة رأس المال يتميز بنوع من السهولة والوضوح نظريا، لوجود عدة مؤشرات لحسابه (سعر الفائدة، معدل المردودية،...) إلا أن علاوة المخاطر تطرح إشكالا في إيجادها خصوصا بالنسبة للمؤسسات الغير مدرجة في البورصة أو تلك التي تنشط في أسواق غير مستقرة، مما يدي إلى وجود اختلافات كبيرة بين المقيمين عند تطبيق هذه المقاربة على نفس المؤسسة.

ونظرا لصعوبة تحدد قسائم الأرباح للسنوات القادمة حاول (Feltham et Ohlson) الربط بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية لحقوق المساهمين، بالاعتماد على بعض المعطيات المحاسبية كالنتيجة الإجمالية، النتيجة المالية وأصول الاستغلال.

1.2.1 معادلة النتيجة الإجمالية

اعتمد هذا النموذج على العلاقة التقليدية بين نتيجة الدورة الحالية ونتيجة الدورات السابقة (الفرضية الثانية) وعليه فالقيمة المحاسبية الحالية لحقوق المساهمين تساوي القيمة المحاسبية للسنة الماضية زائد النتيجة الصافية ناقص التوزيعات النقدية، ويمكن كتابة هذه العلاقة كمايلي: ¹¹

$$bv_t = bv_{t-1} + X_t - D_t \quad (2)$$

$X_t - D_t$ تمثل احتياطات السنة t

2.2.1 معادلة النتيجة المالية

يعتمد هذا النموذج أيضا على العلاقة بين نتيجة الأنشطة المالية والأصول المالية عن طريق معادلة النتيجة المالية، التي يمكن التعبير عنها رياضيا وفق العلاقة التالية: ¹²

$$i_t = (R - 1) fa_{t-1} \quad (3)$$

i_t نتيجة الأنشطة المالية fa الأصول المالية

مما سبق يمكن القول أن نتيجة الأنشطة المالية للفترة تساوي الأصول المالية للفترة السابقة في معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين.

3.2.1 معادلة الأصول المالية وأصول الاستغلال

من خلال هذا النموذج حاول (Feltham et Ohlson) ربط علاقة بين الأصول المالية والتدفقات النقدية الحرة من خلال العلاقة التالية: ¹³

$$fa_t = fa_{t-1} + i_t - (D_t - C_t) \quad (4)$$

C_t التدفق النقدي الحر (cash-flow libre)

آخر معادلة اعتمد عليها الباحثان لبناء النموذج تتعلق بأصول الاستغلال حيث قاما بربط علاقة بين أصول الاستغلال، النتيجة الصافية للاستغلال والتدفقات النقدية الحرة الصافية من خلال العلاقة الرياضية التالية: ¹⁴

$$oa_t = oa_{t-1} + ox_t - c_t \quad (5)$$

oa_t أصول الاستغلال للفترة t

oa_{t-1} أصول الاستغلال للفترة t-1

ox_t النتيجة الصافية للاستغلال للدورة t

انطلق (Feltham et Ohlson) من مفهوم الربح الباقي (الفرضية الثالثة) وحاولا التمييز بين المرجعية المالية والمرجعية المحاسبية في التقييم، فالأولى تعتمد على مؤشرات مالية أما الثانية فتستخدم المعلوم ' (6) $ox_t^a = ox_t - (R-1)oa_{t-1}$ نعية المالية يمكن التعبير على العلاقة السابعة كمايلي:

ox_t^a أرباح الاستغلال غير العادية

من العلاقة (5) و (6) نستنتج أن:

$$C_t = ax_t^a + (R)oa_{t-1} - oa_t \quad (7)$$

حاول (Feltham et Ohlson) تطوير النموذج الكلاسيكي لمقاربة التدفقات النقدية المخصومة للتقييم للوصول إلى أن قيمة المؤسسة تساوي مبلغ الأصول المالية الحالية (رسملة التدفقات النقدية المحتجزة سابقا) إضافة إلى مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة إلى غاية الفترة t ، وعليه يهـ^أ .

$$P_t = fa_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(C_{t+i})}{(1+r)^i} \quad (8)$$

وفق نفس التصور يمكن ربط علاقة بين الأموال الخاصة والأرباح الصافية غير العادية يمكن صياغتها كمايلي:

$$P_t = bv_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+i})}{(1+r)^i} \quad (9)$$

كذلك يمكن صياغة علاقة بين قيمة الأموال الخاصة وأرباح الاستغلال غير العادية، يمكن التعبير عنها كمايلي:

$$P_t = bv_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(ax_{t+i}^a)}{(1+r)^i} \quad (10)$$

النموذج كما ورد في المعادلة (10) لا يحتاج إلى تبسيط إلا ان المتشكك الذي سيواجه المقيم هو كيف يمكن توقع الربح غير العادي لعدد لا نهائي من الفترات وعليه استخدم (Feltham et Ohlson) مفهوم ديناميكية المعلومات بالاعتماد على النمذجة الخطية والمعلومات التي توفرها القوائم المالية خصوصا الميزانية جدول حساب النتائج وقائمة تغيرات الأموال الخاصة، لتقدير القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية، ومنه قام الباحثان ببناء نموذج قائم على أربعة محاور كمايلي:

$$oX_{t+1}^a = \omega_{11}oX_t^a + \omega_{12}oa_t + v_{1t} + \varepsilon_{1t+1}$$

$$oa_{t+1} = \omega_{22}oa_t + v_{2t} + \varepsilon_{2t+1}$$

$$v_{1t+1} = \gamma_1 v_{1t} + \varepsilon_{3t+1}$$

$$v_{2t+1} = \gamma_2 v_{1t} + \varepsilon_{4t+1}$$

مما سبق يمكن ملاحظة أن الربح الباقي يتحدد من خلال أرباح الاستغلال غير العادية، أصول الاستغلال الحالية وبعض المعطيات الأخرى (γ_i ، ω_{ij}) التي تمثل معلمات النموذج.

قام (Feltham et Ohlson) بالمعالجة الرياضية للنموذج الخطي السابق للوصول الى العلاقة النهائية للتقييم، والتي صيغة كمايلي:¹⁶

$$P_t = bv_t + \alpha_1 ox_t^a + \alpha_2 oa_t + \beta_1 v_{1t} + \beta_2 v_{2t} \quad (11)$$

علما أن:

$$\alpha_1 = \frac{\omega_{11}}{(R - \omega_{11})} \geq 0$$

$$\alpha_2 = \frac{\omega_{12}R}{(R - \omega_{11})(R - \omega_{12})} \geq 0$$

$$\beta_1 = \frac{R}{(R - \omega_{11})(R - \gamma_1)} > 0$$

$$\beta_2 = \frac{\alpha_2}{(R - \alpha_2)} \geq 0$$

إذا يعتمد تقييم الأسهم على القيمة المحاسبية لأصول الاستغلال وإضافة القيمة المحاسبية لأرباح الاستغلال غير العادية المصححان بمعاملين من الصعب فهمهم وهو ما يفسر فروقات التقييم المحتملة، ويرى (Jean Guy Degos) أنمشكل اختيار أو تحديد مدة التنبؤ تعتبر النقطة الرئيسية للتقييم وفق هذا النموذج، كما تجدر بنا الإشارة إلى أن مقاربات التقييم المرتكزة على المعلومات المحاسبية تعتبر حل وسط بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية، وتعتبر مزيج بين المرجعية المحاسبية والمرجعية المالية حيث من المتوقع أن تعرف انتشار واسع بالنظر إلى تطبيق المؤسسات معايير المحاسبة الدولية المبنية أساسا على القيمة السوقية.

2. تقييم مؤسسة رويبة (Rouïba)

مؤسسة رويبة هي شركة مساهمة رأس مالها الاجتماعي يقدر ب 849.195.00 دج تأسست سنة 1966 وتعتبر من أهم الشركات العاملة في قطاع الصناعات الغذائية في الجزائر، تعود ملكية 36 % من رأسمالها إلى صندوق الاستثمار (أفريقيا أنفست) كما أنها حصلت مؤخرا على الاعتماد للدخول إلى البورصة، خلال سنة 2012 حصلت

المؤسسة على نتيجة صافية تقدر ب 168.602.699 دج، أما النتيجة الصافية لسنة 2013 فقدرت بمبلغ 228.869.539 دج، كما كانت الأموال الخاصة سنة 2012 1.1585.472.496 دج أما سنة 2013 فقدرت ب 1.754.898.385 دج¹⁷، وعليه فمعدل المردودية يقدر ب 14.50% أما التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال فكانت 11.8% حسب تقرير الخبر المقدم من طرف المؤسسة والمؤشر من قبل لجنة تنظيم ومراقبة صفقات البورصة¹⁸، وكانت المؤشرات المستعملة في حسابه كمايلي:

- معدل العائد دون خطر R_f 3%؛
- معدل عائد السوق R_m 13%؛
- معدل الخطر $R_m - R_f$ 10%؛
- معدل الحساسية Beta 1.51؛
- تكلفة رأس المال $Beta(R_m - R_f) + R_f$ 18.10%؛
- تكلفة الديون 5.7%؛
- تكلفة الديون صافية من الضرائب 4.5%؛
- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال WACC 11.80%؛

أما الأرباح الموزعة (Les dividendes) فكانت لسنة 2012 كانت 54.982.261 دج وسنة 2013 فقدرت ب 79.794.384 ومنه معدل توزيع الأرباح يكون حوالي 34%.

انطلاقا من علاقة الفائض الصافي $bv_t = bv_{t-1} + X_t - D_t$ وكما نعلم أن:

$X_t = R \times bv_{t-1}$ وكذلك $D_t = T \times bv_{t-1}$ حيث أن R معدل المردودية و T معدل توزيع الأرباح.

إذا يمكن القول: $bv_t = bv_{t-1} + X_t - T \times X_t$

ومنه: $bv_t = bv_{t-1} (1 + (1 - T)R)$

مما سبق يمكن التنبؤ بالقيمة المحاسبية للأموال الخاصة للسنوات السبعة القادمة، بافتراض ثبات معدل المردودية، معدل التوزيع والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

الجدول رقم 01: تطور الأموال الخاصة للفترة 2013-2019 (الوحدة ألف دج)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
bv_t	1.754.898	1.922.842	2.106.858	2.308.484	2.529.406	2.771.471	3.036.700

المصدر: من إعداد الباحث

كما يمكن حساب الربح الباقي (الأرباح غير العادية) انطلاقا من العلاقة التالية:

$$X_t^a = X_t - rbv_{t-1}$$

$$X_t^a = (R - r)bv_{t-1} \text{ ومنه:}$$

أي أن الربح الباقي يتحدد من خلال الفرق بين الربح المحقق Rbv_{t-1} والربح المتوقع rbv_{t-1} حيث يستخدم نفس معدل الخصم لحساب العائد المتوقع، ومنه:

$$X_{2014}^a = 1.754.898(0.145 - 0.118) = 47.382$$

وعليه سنقوم بحساب القيمة الحالية للربح الباقي للسبع سنوات القادمة عن طريق استحداثها بنفس معدل الخصم الذي يمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، ومنه نحصل على ما يلي:

X_{2014}^a	47.382	$(1 + 0.118)^1$	42.381
X_{2015}^a	51.917	$(1 + 0.118)^2$	41.536
X_{2016}^a	56.885	$(1 + 0.118)^3$	40.707
X_{2017}^a	62.329	$(1 + 0.118)^4$	39.895
X_{2018}^a	68.294	$(1 + 0.118)^5$	39.100
X_{2019}^a	74.830	$(1 + 0.118)^6$	38.320
X_{2020}^a	81.991	$(1 + 0.118)^7$	37.555

إذا مجموع الأرباح الباقية المستحدثة يساوي: 279.495 ألف دج، ومنه فالقيمة الكلية لمؤسسة تروبية تساوي: $P_t = 1.754.898 + 279.495 = 2.034.393$ ، ومنه فالأرباح العادية تمثل نسبة 86% أما الأرباح غير العادية فتتمثل 14% من قيمة المؤسسة، وبما أن رأس مال المؤسسة مقسم إلى 8.491.950 سهم بقيمة اسمية 100 دج للسهم، القيمة السوقية لأسهم المؤسسة وفق نموذج (Feltham et Ohlson) تساوي 2.034.393.240 / 8.491.950 أي حوالي 240 دج للسهم.

بالرجوع إلى تقرير الخبرة المقدم من طرف المؤسسة للدخول إلى البورصة أين قررت المؤسسة عرض 2.122.988 سهم (أي 25% من رأس المال) للبيع بسعر يقدر ب 400 دج للسهم، نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم المتحصل عليها وفق نموذج (Feltham et Ohlson) أقل من سعر البيع، كما أن هذا التقرير حدد قيمة حقوق المساهمين كمايلي:

- طريقة الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR): قيمة حقوق المساهمين 2.003.726 (ألف دج) أي أن قيمة السهم تساوي 235 دج؛

- طريقة الفائض: قيمة حقوق المساهمين 2.152.455 (ألف دج) أي أن قيمة السهم تساوي 253 دج؛

- طريقة تدفقات الخزينة المتاحة (FTD): قيمة حقوق المساهمين 4.515.011 (ألف دج) أي أن قيمة السهم تساوي 532 دج؛

- طريقة القيمة المضافة السوقية (MVA): قيمة حقوق المساهمين 3.753.442 (ألف دج) أي أن قيمة السهم تساوي 442 دج؛

نلاحظ أن نموذج (Feltham et Ohlson) أعطى قيمة للمؤسسة أكبر من طريقة الأصل المحاسبي الصافي التي تعتمد على مرجعية محاسبية وأقل من طريقة تدفقات الخزينة المتاحة التي تعتمد على مرجعية مالية.

الخلاصة:

مما سبق يمكن استنتاج أنه يمكن تطبيق نموذج التقييم المحاسبي الذي تقدم به كل من (Feltham et Ohlson) لتقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، إلا أنه من الضروري تحديد مدة التنبؤ والتي كانت في هذه الدراسة 7 سنوات، كما أن هذه الدراسة أوضحت أن النموذج للمحاسبي للتقييم يعطي قيمة للمؤسسة تفوق القيمة المتحصل عليها وفق مقارنة الذمة المالية وأقل من تلك المتحصل عليها بطريقة تدفقات الخزينة المتاحة، أي أن هذا النموذج يعطي قيمة للمؤسسة تقع ضمن مجال التقييم.

وتجدر بنا الإشارة إلى أنه تم إهمال أثر المعلومات الأخرى وبالتالي هذه الدراسة لم تطبق ديناميكية المعلومات التي قدمها هذا النموذج المحاسبي، لعدم توفر المعلومات التي تساعد على تقدير هذه المؤشرات التي تعكس أثر المعلومات الأخرى على الربح الباقي من جهة وصعوبة تحديدها من جهة أخرى، وعليه فإن تحديد هذه المؤشرات يقودنا للوصول إلى تقدير أقل للقيمة الحقيقية.

أوضحت هذه الدراسة أيضا أن هذا النموذج المحاسبي للتقييم لا يحتاج دراسة كبيرة بالمؤسسة ومحيطها، وإنما يعتمد على البيانات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية ويعطي قيمة للمؤسسة أكبر من القيمة المتحصل عليها وفق طريقة الذمة المالية وأقل من القيمة التي يمكن أن تتحصل عليها وفق مقارنة التدفقات، ومنه يمكن للمقيم الاعتماد على هذا النموذج لتقادي نوعا ما الانتقادات الموجهة لطرق التقييم الكلاسيكية، كما يمكننا هذا النموذج أيضا من التنبؤ بالأرباح المستقبلية بالاعتماد على معلومات محاسبية وتحليل تأثير المعلومات الحالية على التوقعات من خلال الافتراضات التي يقوم عليها.

وأخير توصي هذه الدراسة بضرورة تنظيم عمل شركات التقييم لكي تتيح لنا هذه الشركات تنبؤات منتظمة على أرباح المؤسسات السنوية في ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة.

¹Vincent Juguët et autre, **Evaluation d'entreprises - Gestion appliquée**, Pearson éducation, Paris, 2009, P171.

²Luc PaugamJury, **Valorisation et Reporting du Goodwill: Enjeux Théoriques et Empiriques**, Doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris Dauphine, 2011P30.

³Frederic Parienté, **Revisiting ohlson'sequity valuation model**, Cereg, 2003, P4.

⁴أبو الخير مدثر طه، ملانمة نموذج التقييم المحاسبي لتقييم أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، مجلة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، عدد 51، فيفري 2007، ص14.

⁵RoxanaManuela Dicu, **The accounting value and market value of equity: The Feltham-Ohlson model**, RevistaLucraristiintificeseriaAgronomie, Vol 52, 2009 P333.

⁶Patrick DellaFaillem, **Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises: une approche juridique économique et financière**,Larcier, Bruxelles, 2001, P289.

⁷Jean-Paul Couvreur et autre, **Finances d'entreprise, une approche globale pour les juristes**,Kluwer Bruxelles, 2003, P244.

⁸Hubert de la Bruslerie, **Analyse financier information financier diagnostic et évaluation**, 4 ème éditionDunod, Paris, 2010, P341.

⁹Florin Aftalion, **Le MEDAF et la finance comportementale**,Revue française de gestion, n°157, Avril2005 P203.

¹⁰Jonathan Berk, Peter DeMarzo, **Finance d'entreprise**, Pearson, Paris, 2008, P387.

¹¹FirasNaimDahmash, **Value relevance of Ohlsonmodel with Jordanian Data**,Interdisciplinary journal of contemporary research in business, Vol 03, No 11, March 2012, P552.

¹²Gerald A Feltham, James A Ohlson, **Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities**, Contemporary accounting research, Vol 11, No 2spring 1995, P694.

¹³RoxanaManuela Dicu, Op.cit, P334.

¹⁴Jean Guy Degos, Amal Abou Fayad, **Le de modèle d'évaluation Feltham – Ohlson: Un lien entre la comptabilité, la finance et les IFRS**,The CertifiedAccountant, 1st Quarter, Issues 25, 2006, P50.

¹⁵Koji Ota, **A test of the Ohlson (1995) model: Empirical evidence from Japan**, The International Journal of Accounting, Vol 37, 2002, P159.

¹⁶Jean Guy Degos, AmalAbouFayad, Op.cit, P49.

¹⁷ETATS FINANCIERS 31.12.2013, www.rouibaenbourse.com.

¹⁸Notice d'Information Rouïba, www.cosob.org/notice.htm.