

تقدير و استعمال معدل الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر.

Estimating and using the discount rate in evaluating the Algerian economic institutions.

بركاني عبد الرحمان^{1*}

¹ جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر، الجزائر، berk.a.abderrahmane@yahoo.com

تاريخ النشر: 2021/06/30

تاريخ القبول: 2021/06/22

تاريخ الاستلام: 2021/05/24

ملخص: في هذا المقال حاولنا تحقيق هدفين متكاملين. الأول نظري، بتقديم مبسط لكيفية تقدير واستعمال معدل الاستحداث في تقييم المؤسسات، والثاني تطبيقي والمتمثل في معرفة واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر. والذي سنعتمد فيه على أسلوب النقد لتقرير تقييم مؤسسة روية للعصائر. يمكن تلخيص النتائج في العبارة التالية، بغياب الحركية في بورصة الجزائر يبقى تقدير معدل الاستحداث من أهم معوقات تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وبالتالي استعما لطرق الاستحداث لا يتوافق مع المبادئ النظرية. كلمات مفتاحية: السوق. المالي، تقييم المؤسسات، طرق الاستحداث، معامل المخاطرة، معدل الاستحداث.

تصنيفات JEL: G12، G19، G30، G32، G34، G39

Abstract: In this article we will try to achieve two goals. The first, is a simplified presentation of how to estimate the discount rate and discount methods. The second we try by answering the following question: how is the discount rate estimated and used in evaluation Algerian enterprises? To answer it, we relied on the method of critiquing the Rouiba enterprise evaluation report.

Keywords: Financial market; enterprise evaluation; discount methods; risk factor; discount rate.

Jel Classification Codes: G12, G19, G30, G32, G34, G39

1. مقدمة:

في بيئة الأعمال، الكثير من الحالات التي تفرض معرفة القيمة الجوهرية للمؤسسة. هنا تبرز أهمية مهنة تقييم المؤسسة، بما توفره من خدمات للمتعاملين الاقتصاديين في إطار معاملاتهم التجارية. تقييم المؤسسة غالبا إذا كانت محل انتقال للملكية، أثناء دخولها للسوق المالي أو رغبتها في الرفع من رأس مالها، أو لحالات أخرى تستدعي ذلك كالتصفية، إعادة الهيكلة المالية، الاندماج والتسيير.

تقييم المؤسسات هي مهنة شائعة في اقتصاد الدول المتطورة، وأكثر أهمية في اقتصاد الدول النامية. فبمقارنة الموارد المالية ومستوى النمو بينهما يصبح توجيه رؤوس الأموال نحو القيم الاقتصادية الحقيقية والمعادلة لها أكثر أهمية بالنسبة لهذه الأخيرة.

في تاريخ الاقتصاد الجزائري، تم تقييم عدة مؤسسات كبرى. أولها مجمع صيدال، مؤسسة الرياض وفنادق الأوراسي بموجب الأمر 25-95 في أكتوبر 1995، المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة. والنتيجة هي قبول هذه المؤسسات للدخول إلى بورصة الجزائر. بعد ذلك تم إدراج رسميا كل من مؤسسة اليانيس للتأمين سنة 2011، مؤسسة روية للعصائر سنة 2013 ومجمع بيوفارم في 2016، وأخيرا المؤسسة اوم انفست في 2018، وهي أول مؤسسة صغيرة ومتوسطة يتم إدراجها.

الملاحظ في تقييم كل هذه المؤسسات وبدون استثناء، الاعتماد على منهج الاستحداث لتقدير قيمة أسهمها ولو بصفة ترجيحية مع باقي الطرق. لهذا السبب ارتأينا من خلال هذا المقال إثارة هذا الجانب من سوق المال الجزائري الغير نشط، والذي قد يكون أحد العوامل المعززة لعنصر عدم الثقة فيه. وذلك بمراجعة وتبسيط الإطار النظري لتقدير معدل الاستحداث وكيفية استعماله لاعتباره أهم محدد وأكثره حساسية في تقييم المؤسسة بمنهج المردودية. ومن جهة أخرى، لاستنتاج مدى التوافق في التطبيق مع الضوابط النظرية، تم اختيار مؤسسة روية لإجراء الدراسة الميدانية.

1.1. إشكالية الدراسة:

إن هذه الدراسة تمكنا من الإجابة على الإشكالية التالية:

كيف يقدر ويستعمل معدل الاستحداث في تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر؟

2.1. فرضية الدراسة:

لتوجيه الدراسة تم صياغة الفرضية التالية:

بغيا ب سوق مالي نشط في الجزائر، تقدير معدل الاستحداث لا يخضع إلى الضوابط النظرية.

3.1. أهداف الدراسة:

الهدف من هذا المقال هو تسليط الضوء على أهم محدد في الدراسات المالية والمحاسبية المتقدمة، وأكثرهم حساسية واستعمال (معدل الاستحداث). وفي نفس السياق معرفة واقع تقديره واستعماله في تقييم المؤسسات الجزائرية.

4.1. منهج الدراسة:

للإجابة على الإشكالية، قسمنا هذا المقال إلى محورين. الأول، بعنوان: تقييم المؤسسات بمنهج الاستحداث، حيث اعتمدنا فيه على الأسلوب الوصفي القائم على التحليل، لأن الهدف منه هو تكوين معرفة حول المبادئ النظرية في تطبيق أهم الطرق المندرجة تحت هذا المنهج، والتركيز على كيفية تقدير معدل الاستحداث. أما الثاني، بعنوان: واقع استعمال معدل الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، والذي سنعتمد فيه أسلوب النقد المبني على أساس المقارنة بين المعلومات الواردة في تقارير تقييم المؤسسة محل الدراسة والمبادئ النظرية المكتسبة في المحور الأول.

2. تقييم المؤسسات بمنهج الاستحداث:

1.2 مبدأ منهج الاستحداث:

جميع الطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث تتفق مع النظرية المالية (La théorie financière)، والتي ترى أن قيمة أي أصل تقاس فقط من خلال التدفقات النقدية المتولدة منه في المستقبل. فكأن مبدأ هذه الطرق اعتبار المؤسسة كأصل أو استثمار مالي ينتج عنه تدفقات مستقبلية، ومنه فإن قيمة المؤسسة تحسب بجمع هذه الأخيرة بعد طرح الضريبة، واستحداثها بواسطة (Hutin, 2002, p. 697): معدل فائدة يعكس المخاطر المرتبطة بهذه التدفقات، فكلما ارتفع الخطر كلما طبق معدل استحداث عالي من أجل الإنقاص أو الخصم من قيمة التدفق، لذلك تسمى طرق الاستحداث كذلك بطرق الخصم.

لحساب قيمة المؤسسة بهذه الطرق يتوجب علينا إتباع منهجا في ذلك، وهو (حماد، 2008، صفحة 50): كسر رياضي مكون من بسط ومقام، حيث يمثل البسط التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، بينما المقام قياسا لكمية المخاطر وعدم التأكد المرتبطين بتلك التدفقات المستقبلية. إذا كان :

$$V_0 = \text{قيمة المؤسسة} \quad R = \text{معدل الاستحداث.}$$

$$T = \text{مدة التنبؤ بالسنة.} \quad F = \text{التدفقات النقدية إلى ما لا نهاية.}$$

ت حسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+R)^t}$$

عناصر القانون أعلاه منبثقة أساسا من تساؤل المشتري (Hutin, 2002, p. 697): نظرا للأداء المالي للمؤسسة، إلى أي مدى أنا مستعد للاستثمار؟ للإجابة عليه، يستلزم تقدير كل من التدفقات المستقبلية، معدل الاستحداث ومدة التنبؤ.

ارتفاع قيمة التدفقات المستقبلية (F) المتوقعة يزيد من قيمة المؤسسة. بعكس ذلك، كلما ارتفع معدل الاستحداث (R) كلما زادت قيمة المقام، وبالتالي نقصان قيمة الكسر أي التدفقات. التفكير في استحداث التدفقات إلى ما لا نهاية لا يطرح إشكال تضخيم قيمة المؤسسة، لأنه كلما اتجهنا نحو المستقبل كلما انخفض التدفق (بعد استحداثه) نتيجة للدور الذي يلعبه الأس الذي يمثل عدد السنوات في الرفع من قيمة المقام.

بسبب استحالة إجراء التوقعات الخاصة بالتدفقات النقدية للمؤسسة إلى ما لا نهاية، غالبا ما يتم تقسيم نشاط المؤسسة المستقبلي إلى فترتين. الفترة الأولى، تسمى الفترة الصريحة لأنها تمثل موضوع التوقعات السنوية للتدفقات المتنبأ بها صراحة. تبدأ هذه الفترة من السنة الأولى وتستمر حتى السنة N. تطبيقيا، غالبا ما تكون هذه الفترة محصورة بين ثلاث وعشر سنوات. وفيما يخص الفترة الثانية تمتد من السنة N+1 إلى ما لا نهاية. في هذه الفترة يتم افتراض ثبات معدل الاستحداث (R). بهذا فإن قيمة التدفقات تقترب من قيمة تسمى القيمة النهائية (VT_n)، والتي تمثل قيمة استحداث التدفقات النقدية ما بعد الفترة الصريحة (الأولى) (Thauvron, 2007, p. 101). أي قيمة المؤسسة بعد هذه الأخيرة. وتصبح العبارة

كالتالي: (Legros, 2015, p. 22)

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+R)^t} + \frac{VT}{(1+R)^n}$$

التدفقات النقدية المستقبلية التي تخلق من الاستثمار في المؤسسة تعود إلى طرفين اثنين (2) هما المستثمرون والدائنون. في إطار تطبيق طرق الاستحداث يتم تحديد المستفيد من التدفقات بوضوح لاستخدام هذه الطريقة بشكل صحيح. الفكرة هنا هي ضرورة إجراء التوافق بين نوع التدفق ومعدل الاستحداث الذي يوافقه، أي أن يكون خصائص المقام (معدل الاستحداث) من خصائص البسط (التدفقات النقدية). للتوضيح أكثر انظر الجدول التالي:

الجدول 01: "أنواع التدفقات ومعدل الاستحداث الموافق لها"

القيمة الجارية تقديرها	التدفقات المستحدثة	معدل الاستحداث
القيمة الإجمالية للمؤسسة (V_{GE})	تدفقات تعود للدائنين المالية والمساهمين (FTD)	تكلفة رأس المال (CMPC)
الديون المالية (V_{dF})	تدفقات تعود للعملاء الماليين فقط (FTC)	معدل الفائدة (Rd)
الأموال الخاصة (V_{CP})	تدفقات تعود للمساهمين (FTA)	تكلفة الأموال الخاصة (Rc)

المصدر: (Thauvron, 2007, p. 101)

2.2 تقدير معدل الاستحداث:

تقدير معدل الاستحداث هي أهم خطوة وأكثرها تعقيدا في تطبيق جميع الطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث، لذلك ارتأينا تخصيص هذا الجزء لشرح هذا المعدل ودراسة أهم الجوانب التي تربطه بعملية تقييم المؤسسة.

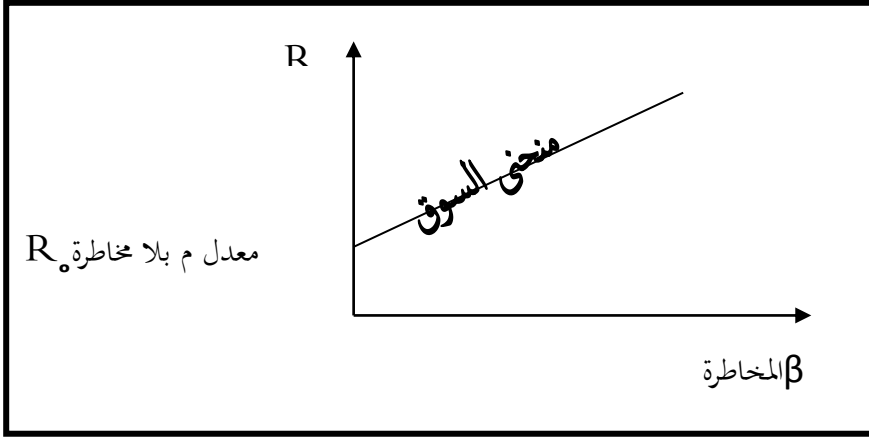
الاستحداث هو التقنية التي تترجم المثل الشعبي "le temps, c'est de l'argent" (Thauvron, 2007) أي الوقت مال.....فبافتراض أن رؤوس الأموال تستثمر ولا تكتنز، معدل الاستحداث يمثل تكلفة الفرصة التي يتحملها صاحب رأس المال إذا قرر الاكتناز. بصورة تقنية، الاستحداث هو عكس عملية الرسملة. فمن خلاله يتم البحث عن قيمة رأس مال المبلغ الذي سيتدفق في المستقبل، والذي إذا استثمر (رأس المال) بمعدل معين (معدل الفائدة) سنويا

خلال الفترة الزمنية الفاصلة بين المبلغين (رأس المال ورأس المال + الفائدة) نحصل على نفس المبلغ الذي سيتدفق في المستقبل (رأس المال + الفائدة). إذا معدل الاستحداث هو معدل فائدة، ويسمى أيضا بمعدل الخصم، لأنه ينقص قيمة الفائدة المتولدة سنويا من المبالغ المتدفقة مستقبلا.

معدل الاستحداث، يسمح (Jacqueline Delahaye Florence Delahaye-Duprat, 2018, p. 12) بمعرفة القيمة الآنية لمبالغ تتدفق مستقبلا مع إمكانية المقارنة بينهم. وهو يأخذ بعين الاعتبار عاملين هما: (Thauvron, 2007, p. 60) سعر الوقت و سعر الخطر. سعر الوقت يتولد بوجود الاختلاف عند أي فرد فيما يخص تحصيله لنفس المبلغ اليوم أو بعد ثلاث سنوات مثلا. فكلهم يفضلون قبض هذا المبلغ اليوم بدلا من المستقبل. إذا الوقت له تكلفة، فحتى لا يكون هناك اختلاف يجب عرض فائدة مقابل هذا التأخر. تسمى هذه الفائدة بعلاوة سعر الوقت، وهي تمثل معدل الفائدة دون مخاطرة بنفس المنطق، الخطر أيضا له ثمنه. فجميع الأشخاص الذين يقبلون بالمخاطرة يتوقعون وينتظرون فوائد أعلى. إذا معدل الاستحداث يساوي ثمن الوقت و ثمن المخاطرة.

واحدة من أكبر الدراسات المتقدمة في المالية الحديثة هي القدرة على تكوين العلاقة الحدسية الموجودة بين الخطر والمردودية. هذه العلاقة مشكلة بنموذج تقييم الأصول المالية (Modèle d'Evaluation des actifs Financiers). حسب هذا النموذج توقع المردودية (R) لأصل مالي هي دالة خطية لمستواها من المخاطرة (β)، بحيث تقطع محور الترتيب في مستوى معدل المردودية دون مخاطرة (R_0). علاقة المردودية بالمخاطرة حسب هذا النموذج موضحة في المنحنى التالي:

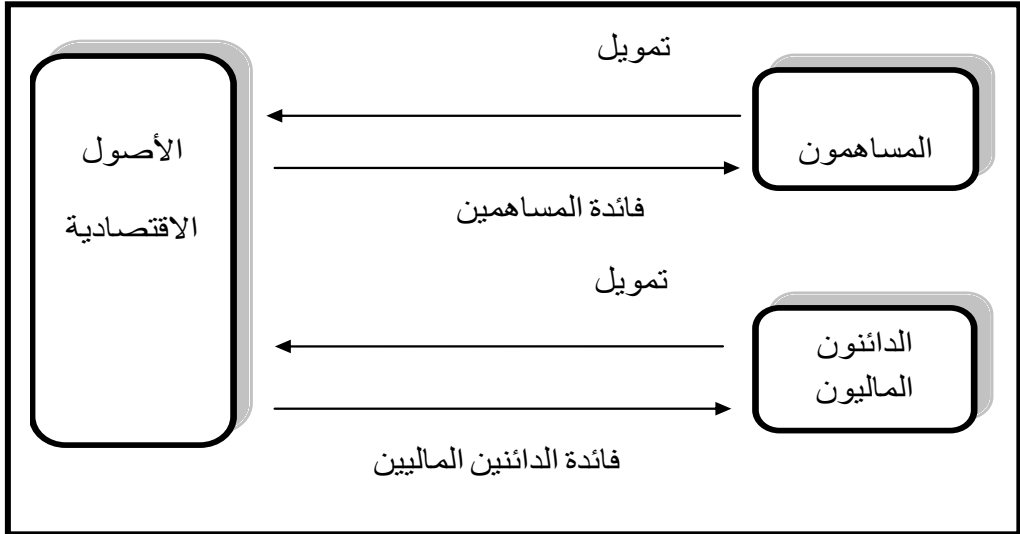
الشكل 01: " العلاقة بين المردودية والمخاطرة"



المصدر: (Véronique Bessière Éric Stéphan, 2017, p. 58)

قبل الشروع في الحساب، يجب الاستفسار عن مصادر التمويل، فقد تكون الأصول الاقتصادية ممولة من طرف المساهمين أو الدائنون الماليون فقط. من خلال هذا التقسيم نستطيع تحديد طبيعة معدل الاستحداث المأخوذ وتقديره.

الشكل 02: " تمويل الأصول الاقتصادية والفائدة المنتظرة."



المصدر: (Thauvron, 2007, p. 63)

تمويل الأصول الاقتصادية لأي مؤسسة ليس مجاني، فكلما الطرفان (المساهمون والدائنون الماليون) ينتظران فوائد مقابل هذا التمويل. فإذا حققت المؤسسة من خلال أصولها الاقتصادية نتيجة موجبة، فهي توجه أولاً لفائدة الدائنون الماليون، ويعود الباقي للمساهمين بعد تسديد الضرائب المستحقة. بالرجوع إلى حسابات النتائج نلاحظ أن النتيجة تحسب بطرح مستحقات الدائنين الماليين أولاً، ثم بعد ذلك وفي حالة تحقيق أرباح إضافية توزع على المساهمين. هذا التفاوت في الخطر ناتج عن اختلاف متطلباتهم من الفائدة. لذلك الفوائد المنتظرة من المساهمين تكون دائماً أعلى من الفوائد العديمة المخاطرة التي ينتظرها الدائنون الماليون.

بالأخذ بعين الاعتبار مستوى الخطر المتحمل من كل طرف، معدل تكلفة رأس المال (CMPC) هو: (Aswath Damodaran, 2010, p. 327) المتوسط بين المردودية المنتظرة من المساهمين (R_c) ومن الدائنين الماليين (R_d)، وذلك بترجيح هاتين الأخيرتين بنسبة مساهمة كل طرف في تمويل الأصول الاقتصادية، أي بقيمة الأموال الخاصة (V_{cp}) وقيمة الديون المالية (V_{df}). تكلفة رأس المال وهي تكلفة المنفعة المراد تحقيقها من الطرفين، وهي تمثل الحد الأدنى للمردودية المطلوبة. وتجدر الإشارة في هذه النقطة إلى أن تقدير قيمة الأموال الخاصة والديون المالية المستعملة في هذا الترجيح يكون بالقيمة السوقية وليس المحاسبية.

بما أن الفوائد على القروض تنقص من قيمة الضريبة، فالتكلفة الحقيقية المتحملة من المؤسسة لا تساوي المعدل الفائدة على الدين بل تساوي هذا المعدل بعد الضرائب، أي: $(1-t)R_d$. يحسب معدل تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية: (Sandra, 2020, p. 3)

$$CMPC = R_c \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_{df}} + R_d(1 - T) \times \frac{V_{df}}{V_{cp} + V_{df}}$$

بحيث:

(R_c): مردودية الأموال الخاصة. (R_d): المردودية المطلوبة من الدائنين.

(V_{cp}): القيمة السوقية للأموال الخاصة. (V_{df}): القيمة السوقية للديون المالية.

معدل الضريبة المأخوذ (T) هو المعدل الحدي الأعلى، وليس المعدل الضريبي المتوسط

للمؤسسة المعنية بالتقييم.

1.2.2 تقدير عناصر الخصوم (V_{cp}) و (V_{df}):

لتقدير معدل تكلفة رأس المال بالعلاقة السابقة، تقدر الأموال الخاصة و الديون المالية بالقيمة السوقية. بالنسبة للأموال الخاصة، تقديرها بقيمة السوق لا يطرح أي مشكل في حالة ما إذا كانت المؤسسة مسعرة، لأن هذه القيمة توافق رأسمالها في البورصة. أما إذا كانت المؤسسة غير مسعرة في السوق المالي، فيطرح مشكل الدوران: (Thauvron, 2007, p. 67) أي لتقدير القيمة السوقية للأموال الخاصة يجب استحداث تدفقات الخزينة بتكلفة رأس المال (CMPC). و لتقدير تكلفة رأس المال، يجب توفر القيمة السوقية للأموال الخاصة. لحل هذا المشكل يمكن الاستعانة ببرنامج الإكسل (EXCEL)، واستخدام تطبيق (ITERATION).

بالنسبة للديون المالية، يجب الأخذ بعين الاعتبار كل ديون المؤسسة التي تتضمن الفوائد فقط ، وهي مجموع الديون البنكية، قروض، سندات. الأخطاء الشائعة في تقدير تكلفة رأس المال (CMPC) تكمن في: (Brealey, 2006, p. 550) المؤسسات التي تمتاز بإمكانية الاقتراض. وبالتالي تحديد تكلفة الديون لا يكون على أساس قدرة المؤسسة المعنية بالتقييم على الاستدانة، وهذا خطأ. بالإضافة إلى أن الاعتماد على البنوك في تمويل معظم الأصول يزيد في مستوى المخاطرة لدى المساهمين، وبالتالي يجب تعديل تكلفة الأموال الخاصة (R_c).

2.2.2 تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_c):

يقدم المساهمون أموالهم تحت تصرف المؤسسة وينتظرون مردودية معينة. من بين النماذج الأكثر استعمالا في تقدير هذه المردودية (R_c) هو نموذج (MEDAF) نموذج تقييم الأصول المالية، هذا النموذج هو طريقة نظرية يسمح بتحديد سعر أصل يتضمن مخاطرة في سوق متوازن. تم تطوير هذا النموذج بشكل متزامن من طرف شارب (SHARPE) في (1963، 1964)، وترينور (TREYNOR) سنة 1961. ثم عرف العديد من التطورات، خاصة بسبب أعمال لانتنر (LINTNER) سنة 1965 وبلاك (BLACK) 1972.

يرى رواد نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) أن المردودية المتوقعة من الأموال الخاصة ($E(R_c)$) تحسب بالعلاقة التالية: (gollier, 2015, p. 4)

$$E(R_c) = R_F + [E(R_m) - R_F] \times \beta$$

فيما يلي سنتطرق لشرح العناصر المكونة لهذه العلاقة بالترتيب:

- معدل المردودية دون مخاطرة (R_f):

يعتبر الأصل خال من المخاطرة، أي لا يتضمنها في حالة ما إذا كانت العوائد المنتظرة منه أكيدة فيما يخص المبلغ و تاريخ التحقق. نلاحظ أن هذا المستوى من التأكد يمكن أن يتحقق بالدرجة الأولى عند القروض المقدمة للدولة.

- علاوة خطر السوق (PR_m):

علاوة الخطر المقدمة من السوق (PR_m) تمثل: (Ndong, 2011., p. 93) المردودية الإضافية المنتظرة من طرف المستثمرين نتيجة استثمار أموالهم في السوق مقارنة مع فرصة توظيف هذه الأموال على شكل سندات الدولة. لذلك تقدر هذه العلاوة بالفرق بين المردودية المتوقعة من السوق ($E(R_m)$) ومعدل المردودية دون مخاطرة (R_f).

$$PR_m = [E(R_m) - R_f]$$

- تقدير معامل المخاطرة (β):

بعد تقدير علاوة الخطر، يشرع المقيم في تقدير المعامل (β)، و الذي يعد أهم محدد في تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_C) عن طريق نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF). يقيس المعامل (β): (Jonathan Berk Peter Demarzo, 2016, p. 16) ردت فعل مردودية أصل مالي معين نتيجة للتغيرات التي يشهدها السوق المالي. فإذا كان سعر الأصل يتطور بنفس نسبة تطور السوق، فالمعامل (β) في هذه الحالة يساوي الواحد (1). إذا كان المعامل (β) يساوي (1,7) مثلاً، معناه أن لما ترتفع أسعار السوق ب 1%، فإن الأصل سيشهد ارتفاعاً ب 1,7% في المتوسط.

هناك منهج آخر في تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_C) هو المنهج المتعدد العوامل APT (Arbitrage Pricing Theory). حسب هذا النموذج: (Hull, 2013, p. 16) المردودية المنتظرة من الأسهم في السوق المالي تتأثر بعدة عوامل، وليس فقط الخطر النظامي المتولد من السوق المالي كما هو الحال في النموذج MEDAF. فمن خلال تحليل الطريقة التي يمكن للمستثمرين تكوين محفظة الأوراق المالية، و التي تحد من تأثير المردودية الإجمالية، نستنتج تعدد هذه العوامل واختلافها.

3.2 تطبيق طرق الاستحداث في تقييم المؤسسات:

من أهم طرق الاستحداث المستعملة في تقييم المؤسسة نجد، طريقة استحداث تدفقات الخزينة وطريقة استحداث الحصص الموزعة.

1.3.2 استحداث تدفقات الخزينة:

تحتسب القيمة الإجمالية للمؤسسة بالاستحداث التدفقات الخزينة المستقبلية (FTD) خلال فترة التنبؤ، وكذلك القيمة النهائية (VT)، التي تمثل قيمة التدفقات (FTD) بعد فترة التنبؤ. وبإنقاص القيمة السوقية للديون، نحصل القيمة السوقية للأموال الخاصة (V_{cp}) وهي قيمة المؤسسة.

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n} - V_{df}$$

تدفقات الخزينة المتاحة (FTD) (Simon Parienté, 2013, p. 70): = نتيجة الاستغلال أو نتيجة العمليات-الضرائب المعدلة على النتيجة + مخصصات الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال (DAP)- استرجاعات مخصصات الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال (RPA) - تغيرات احتياطات رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) - الاستثمارات الإجمالية.

الرجوع إلى القيمة النهائية يجنبنا التنبؤ بتدفقات الخزينة خلال فترة طويلة. تقدير هذه القيمة النهائية له تأثير كبير على قيمة المؤسسة. لذلك يجب الحذر من قيم المحددات الداخلة في حسابها. كقاعدة عامة، وباعتبار أن المؤسسة و صلة إلى مرحلة النضج، وأن تدفقاتها من الخزينة ستشهد استقرار بمعدل "g" إلى ما لا نهاية. تحسب القيمة النهائية بالعلاقة التالية:

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

2.3.2 استحداث الحصص الموزعة:

العائدين الوحيدين لحامل الأسهم هما الأرباح المستقبلية وكذا العائد الناجم عن إعادة بيع السهم. قيمة السهم تتوقف ببساطة على القيمة الحالية لهاذين النوعين من التدفق.

تطبيق هذا المبدأ يستدعي وضع فرضيات فيما يخص التطورات المستقبلية للأرباح التي ستوزع على المساهمين وسعر بيع السهم في المستقبل.

النموذج العام يأخذ بعين الاعتبار الأرباح المستقبلية (D_t) خلال سنة N سنة، بالإضافة

إلى سعر إعادة بيع السهم عند نهاية فترة الاستحقاق لمدة التنبؤ. التدفقات المعنية هي الأرباح

العائدة للمساهمين فقط، إذن الاستحداث يجب أن يكون بتكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة

محل التقييم. قيمة السهم تساوي إذا (Colmant, 2013., p. 122):

$$V_{action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{P_n}{(1 + R_c)^n}$$

نرى أن سعر إعادة بيع السهم يتعلق بتحقيق للأرباح المستقبلية بالتفكير بهذا المنطق،

قيمة السهم تساوي إذا القيمة المستحدثة للأرباح المستقبلية لمدة لا متناهية.

3. واقع استعمال معدل الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر:

للإمام بجوانب الموضوع كان الباحث شبه مجبر على إجراء الدراسة الميدانية في مؤسسة

رويبة (NCA-Rouiba) لسببين متداخلين. الأول، استهداف المؤسسات التي تم تقييمها لغرض

الدخول لبورصة الجزائر، كونها مقيمة من طرف مكاتب متخصصة باستعمال عدة طرق، مما

يخدم أهداف الدراسة. ومن جهة أخرى يكون تقرير التقييم في متناول الجمهور وبالتالي الباحث.

السبب الثاني هو قلة المؤسسات التي تم تقييمها مؤخرا والتي لها نفس الخصائص.

بالنسبة لمؤسسة رويبة (NCA-Rouiba)، كان قرار الدخول للسوق المالي اثر اجتماع

لمجلس الإدارة في 27 ماي 2011. تم تقييم هذه المؤسسة في 30 جوان 2012، من طرف مكتب

خبرة محاسبية لحرفوش محمد بالتنسيق مع شركة تونس للقيم (Société Tunisie Valeurs).

اعتمد في هذا التقييم على عدة طرق، وصولا إلى تحديد مبلغ 400 دج للسهم. مع العلم أن عدد

الأسهم المصدرة للاكتتاب آنذاك عددها 2.122.988 سهم.

1.3 تقدير معدل الاستحداث للمؤسسة رويبة:

اعتمد في تقدير معدل الاستحداث، والذي يكون في هذه الطريقة تكلفة رأس المال

(CMPC) على المحددات المعروضة في الجدول التالي:

الجدول رقم(02): تقدير معدل استحداث (CMPC) للمؤسسة "NCA-Rouiba"

2013	2012	
% 3,0	% 3,0	المردودية دون مخاطرة (R_f)
% 13,0	% 13,0	مردودية السوق (R_m)
% 10,0	% 10,0	علاوة الخطر (PR_m)
% 0,9	% 0,9	المعامل β
% 1,61	% 1,41	Leveraged Beta
% 19,1	% 17,1	تكلفة الأموال الخاصة (R_c)
	% 18,1	متوسط R_c
% 5,7	% 5,7	تكلفة الديون
% 4,5	% 4,5	تكلفة الديون بعد الضريبة
% 11,7	% 11,8	CMPC
	% 11,8	CMPC

المصدر: (NCA-Rouiba, 2013, p. 12)

من المهم توضيح أن معدل المردودية الخالي من المخاطر تم حسابه على أساس معدل توظيف سندات الخزينة خلال خمسة سنوات. ثم تم إضافة علاوة الخطر بـ 10 نقاط ثابتة بغرض الحيطة، فالعلاوات المطبقة في الأسواق المالية المجاورة الأقل خطورة هي من 7 إلى 8٪ في تونس و 7.5٪ في المغرب.

2.3 تقدير قيمة مؤسسة روية باستحداث تدفقات الخزينة: الجدول التالي يلخص عملية التقييم.

الجدول رقم (03): استحداث تدفقات الخزينة للمؤسسة "NCA-Rouiba" (بالمائة ألف دج)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
837	800	705	565	454	361	367	نتيجة الاستغلال
184	176	155	124	99	79	80	الضريبة على EBIT
507	494	477	463	446	364	268	مخصصات الاهتلاك
50	69	69	72	72	589	284	تغيرات BFR
1 110	1 049	959	831	728	57	271	تدفقات الاستغلال

60	85	225	400	1 105	585	618	الاستثمارات
1 050	964	734	431	376	527	347	تدفقات صافية
6 829							القيمة المتبقية
7 879	964	734	431	376	527	347	مجموع التدفقات
	%11,8	%11,8	%11,8	%11,8	%11,8	%11,8	معدل الاستحداث
4 520	618	526	345	337	527	347	تدفقات صافية مستحقة
						5 673	القيمة الإجمالية للمؤسسة
						1 180	الديون المالية الأولية
						22	الأصل المثبت
						4 515	قيمة الأموال الخاصة

المصدر: (NCA-Rouiba, 2013, p. 13)

تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" بتطبيق طريقة تدفقات الخزينة المستحقة نتج عنه قيمة 4,5 مليار دينار. ومن خلال اختبارات الحساسية لهذه القيمة قد تتغير بين 3,6 مليار دينار و5,9 مليار دينار، حسب معدل تكلفة رأس المال ومعدل النمو إلى مالا نهاية المختار. اختبار حساسية قيمة المؤسسة المتحصل عليها نعرضها فيما يلي:

الجدول رقم (04): اختبار حساسية التقييم باستحداث تدفقات الخزينة.

التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال					اختبار الحساسية	
%12,8	%12,3	%11,8	%11,3	%10,8		
3 611 426	3 852 542	4 115 888	4 404 694	4 722 855	%1,0	معدل النمو إلى مالا نهاية
3 764 137	4 022 446	4 305 719	4 617 774	4 963 251	%1,5	
3 931 047	4 208 918	4 515 011	4 853 877	5 231 106	%2,0	
4 114 233	4 414 506	4 746 918	5 116 949	5 531 409	%2,5	
4 316 199	4 642 308	5 005 313	5 411 890	5 870 436	%3,0	

المصدر: (NCA-Rouiba, 2013, p. 13)

3.3. التعليق:

نقد طرق الاستحداث يركز فيه دائما على محددات العلاقة: تدفقات الخزينة المتنبأ بها، معدل الاستحداث والقيمة النهائية.

اعتمدت الجهة المكلفة بالتقييم معدل استحداث نسبته 11,8 %. تقدير هذا المعدل، أي تكلفة الأموال الخاصة (CMPC). نلاحظ انه تم تحديد معدل 10% كعلاوة الخطر، باعتبار أن هذا التقدير فيه نوع من الحيطة وبالتالي هو مناسب مقارنة بعلاوة الخطر المعمول بها في الدولتين الشقيقتين تونس (من 7 إلى 8%) والمغرب (7,5%).

منهجيا، تقدير علاوة الخطر يكون بتحديد المردودية دون مخاطرة (3%) وهو معدل صحيح لأنه يمثل الفائدة من الاستثمار في سندات الخزينة لمدة 5 سنوات)، وأيضا تقدير معدل ربحية السوق المالي. نلاحظ تقدير علاوة الخطر كان بدلالة الأسواق المالية في تونس والمغرب مع إضافة نقطتين وبالتالي الحصول على 10% كعلاوة خطر نتيجة الاستثمار في سوق المال. هذا يعني ان المردودية المنتظرة من الاستثمار في بورصة الجزائر هي 13% و تفوق المردودية المنتظرة في الدولتين المذكورتين، وهذا غير صحيح. وبالتالي السؤال المطروح هنا كيف يمكن البرهنة على نسبة 13% في انعدام حركية السوق المال الجزائري.

معامل المخاطرة (β) المستعمل مقدر ب 1,41% في 2012 و 1,61% في 2013. هذا يعني أن كلما ارتفع السوق ب 1% يرتفع سعر أسهم المؤسسة و بالتالي قيمتها ب 1,41%. نتساءل هنا عن أساس التقدير، فالمعامل (β) يقدر من المعاملات المستقبلية المتوقعة من سوق مالي نشط، وهو ما لا يتوفر عليه الاقتصاد الجزائري.

التقديرات السابقة قادت المقيم إلى معدل تكلفة الأموال الخاصة 18,1% وهو معدل مرتفع جدا. بالإضافة إلى معدل تكلفة الديون 4,5% صافي من الضرائب. النقطة المهمة هي نسبة الترجيح المعتمدة الغير موضحة من طرف المقيم في الجدول، والتي تقودنا إلى معدل استحداث تدفقات الخزينة 11,8%.

تم تقدير القيمة النهائية (VT) ب 6.829.291 ألف دج قبل الاستحداث. صرح المقيم في تقريره انه اعتمد على آخر تدفق للخزينة لفترة التنبؤ، أي تدفق الخزينة لسنة 2017 و المقدر ب 1.050.028 ألف دج و معدل نمو إلى مالا نهاية 2%. إعادة حساب القيمة النهائية بهذه المحددات ينتج عنه قيمة تفوق 10 ملايين دج دون استحداثها في تاريخ التقييم منتصف 2012. الفرق بين القيمتين يفوق 1 مليار دج بعد الاستحداث. استنتج الباحث من المحاولات المتكررة

في التدقيق بالنسبة لهذه النقطة أن المقيم قد استحدث القيمة النهائية مرتين. إذا كان الطرح صحيح فانه من شأنه خفض قيمة المؤسسة بقيمة 1 مليار دج.

4. خاتمة:

من خلال هذا المقال، الذي قدمنا فيه شرحا حول مبدأ الاستحداث في تقييم المؤسسات، بالتركيز على تقدير معدل الاستحداث وأهم الطرق المندرجة تحته، استنتجنا عدة صعوبات تطبيقية بعد دراسة حالة مؤسسة روية، وذلك بعد ملاحظة مجموعة من الانحرافات في تقييمها.

1.4. نتائج الدراسة: من أهم النتائج المتوصل إليها نذكر:

- تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بطرق الاستحداث يخضع للتقدير الشخصي، فغياب الحركية في بورصة الجزائر يبقى تقدير معدل الاستحداث من أهم المعوقات في استعمال هذه الطرق. وهو ما يثبت صحة الفرضية المطروحة " بغياب سوق مالي نشط في الجزائر، تقدير معدل الاستحداث لا يخضع إلى الضوابط النظرية";
- بعد استعراض الجوانب النظرية، يمكن تدوين الاستنتاج التالي: تقييم المؤسسات بطرق الاستحداث معتمدا على بيانات السوق المالي لتقدير معدل الاستحداث، هو مشكلة كل الدول التي لا تملك سوق مالي نشط وتسعى إلى تحقيق نموذج اقتصاد السوق؛
- التعمق في تحليل النتيجة الأولى و الثانية يقودنا إلى الاصطدام بإشكالية أكثر أهمية هي: لتكوين سوق مالي يجب تقييم المؤسسات الراغبة في الدخول إليه، ولتقييم هذه المؤسسات يشترط توفر سوق مالي نشط. الأمر الذي يزيد من أهمية وضرورة إيجاد حلول عملية.

2.4. اقتراحات الدراسة:

لتكييف تطبيق أهم طرق الاستحداث مع هذه الظروف نقترح ما يلي:

- لتفادي التقدير الشخصي لمعدل الاستحداث أو استنتاجه من أسواق مالية أجنبية لا تعكس مستوى مخاطرة الاستثمار محليا، يمكن تطبيق نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) بعيدا عن مفهوم السوق. معدل المردودية دون مخاطرة (R_f) لا يطرح أي إشكال لأنه يمثل الفائدة من الاستثمار في سندات الخزينة لخمس سنوات، وهو معدل معلوم. الفكرة هي في تعويض علاوة خطر السوق بعلاوة خطر النشاط؛

- لتقدير هذه الأخيرة يمكن الاستعانة بالمديرية العامة للضرائب، لأنها تمثل قاعدة بيانات لكل القطاعات. يكفي فقط تقسيم هذه القطاعات إلى أنشطة متماثلة وحسب حجم المؤسسة، ثم حساب المردودية المتوسطة الإضافية عن المعدل دون مخاطرة. من المهم في المقابل نشر علاوة خطر كل نشاط عبر منشورات (BOAL) مثلاً للجمهور سنوياً. بالنسبة لمعامل المخاطرة (β) الذي يمثل ردت فعل مردودية المؤسسة نتيجة تغير مردودية السوق المالي، يجب استبدال هذه الأخيرة (مردودية السوق المالي) بالمردودية المتوسطة للنشاط، مع تطبيق نفس العلاقة الموضحة في الجانب النظري. بالرجوع إلى أصول الخطر لأي مؤسسة وهي: نوع النشاط، هيكل التكاليف، مستوى المديونية وحجم المؤسسة، نقول التعديل السابق للنموذج (MEDAF) صحيح. فالمؤسسات التي لها نفس النشاط والحجم غالباً ما يكون لها نفس هيكل التكاليف (تكاليف ثابتة ومتغيرة) وبالتالي المردودية المالية المتوقعة منهم متقاربة. يبقى فقط تعديل هذه المردودية بدرجة تأثرها بمستوى المديونية؛

- نلاحظ أن هذه الاقتراحات عملية وبالتالي تسهل عمل المختصين في التقييم وتنقص من مسؤوليتها. ولكن بما أن تقييم المؤسسة هو عملية إبداء رأي، فالمكاتب المختصة غير مجبرة بإتباع هذه الاقتراحات إن طبقت. ومع ذلك تبقى مهمة لأنها تركز على إشراك أطراف أخرى في تقدير القيمة (مديرية الضرائب، مديرية التجارة)، وهذا ما يسمح بإجراء المقارنة بين القيم المقدرة من طرف أجهزة الدولة والمقيم.

5. قائمة المراجع:

1.5. المراجع باللغة العربية:

- طارق عبد العال حماد. (2008). "التقييم وإعادة هيكلة الشركات". الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

2.5. المراجع باللغة الأجنبية:

- Aswath Damodaran. (2010). Pratique de la finance d'entreprise: A user's manual. Paris, france: Boeck Supérieur.
- Brealey, R. (2006). principes gestion financière (éd. 8). Paris, France: pearson.

- Colmant, B. (2013.). Les normes IAS-IFRS: une nouvelle comptabilité financière, Edition , (éd. 2). Paris, France: Pearson.
- gollier, C. (2015). Taux d'actualisation et rémunération du capital (Vol. 4). Paris, France: Revue Française D'économie.
- Hull, J. (2013). Gestion des risques & institutions financières (éd. 3). Paris, France: PEARSON.
- Hutin, H. (2002). Tout la finance d'entreprise (en pratique) (Vol. 2). Paris, France: Editions D'organisation.
- Jacqueline Delahaye Florence Delahaye-Duprat. (2018). DCG6 finance d'entreprise,. paris, france: DUNOD.
- Jonathan Berk Peter Demarzo. (2016). finance d'entreprise (éd. 3). paris: orizon.
- Legros, G. (2015). L'évaluation des entreprises (éd. 2). paris: DUNOD.
- NCA-Rouiba. (2013). notice d'information NCA-Rouiba spa. Alger.
- Ndong, B. (2011.). Les Marchés boursiers émergents. Paris, France: Publibook.
- Simon Parienté. (2013). Analyse financière et évaluation d'entreprise. Paris, France: Pearson.
- Thauvron, A. (2007). Evaluation d'entreprise (éd. 2^o édition). Paris, France: ECONOMICA.
- Véronique Bessière Éric Stéphan. (2017). Le crowdfunding: Fondements et pratiques (éd. 2). Paris, france: Boeck Supérieur.
- Sandra, S. (2020). le taux d'actualisation, notion et calcule.
- <https://m.compta-online.com/le-taux-actualisation-notion-et-calcul-ao3303#NULL>, (consulté le18/05/2021).