



مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية

Approaches and methods of company valuation

أ/ رابحي رانية كوثر¹ د/ بومزايد ابراهيم²

¹ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير/جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، مخبر:

Kawterrania23@hotmail.com LFIEGE

² كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير/جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر

Boumzaidbra@yahoo.fr

تاريخ القبول: 2018/09/28

تاريخ الاستلام: 2018/06/ 10

ملخص : يهدف هذا البحث إلى دراسة مقاربات بطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، تبين محدداتها والأسس التي تقوم عليها. تصنف هذه المقاربات إلى كلاسيكية وتنتقل إلى مقارنة الذمة المالية ومقاربة لتدفقات النقدية. وحديثة وترتكز على منظور خلق لقيمة ونموذج الخيارات. كما تم تناول دراسة حالة تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية أن سي أ روبية عند دخولها لبورصة الجزائر.

قد خلص البحث إلى أنه لا توجد طريقة تقييم مثلى وإنما يتم استخدام أكثر من طريقة واحدة عند التقييم لكل مؤسسة طرق تقييم تختلف عن مؤسسة أخرى تبعاً لخصوصيتها والهدف من عملية التقييم.

الكلمات المفتاحية: مقاربات، طرق، تقييم، مؤسسات اقتصادية، قيمة.

لتصنيف JEL: G32

Abstract :

The aim of this research is to study the approaches and methods of evaluating the economic companies, indicating their determinants and the bases on which they are based. These approaches are classified as classic which are divided into a financial and a cash flow approach, and modern that are based on the perspective of value creation and model options. The case study of the Algerian economic establishment was also discussed in the case of NCA Rouiba enterprise when it was entering the Algerian Stock Exchange. The research concluded that there is no optimal method of evaluation, but more than one method is used when evaluating and each company has different evaluation methods, depending on its specificity and the purpose of the evaluation process.

keywords: approaches, methods, evaluation, economic companies, value.

JEL classification:G32

مقدمة.

تحظى قيمة المؤسسة بأهمية كبيرة عند مختلف الأطراف التي لها علاقة بها من ملاك، مساهمين ومسيرين. ما جعلها محل اهتمام كبير من طرف النظرية المحاسبية والنظرية المالية، من أجل تحديد كيفية إيجاد قيمة تعبر فعلا عن الوضعية الحقيقية لها. تعرف عملية التقييم بأنها تحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من وضعيتها الحالية والمستقبلية، حيث تقوم على مقاربات وطرق مختلفة تركز على فرضيات واعتبارات مالية معينة. تصنف هذه المقاربات إلى كلاسيكية تشمل كل من مقارنة الذمة المالية التي تعتمد على ماضي المؤسسة ومقاربة التدفقات النقدية التي تركز على ما ستحققه المؤسسة من أرباح في المستقبل، فهي بذلك تتطلب معرفة عميقة بالمؤسسة وتوقعات أكثر صدقا ومقاربات حديثة تحاول إعطاء قيمة للمؤسسة انطلاقا من قدرتها على خلق القيمة أو بالاعتماد على نظرية الخيارات. إن هذا التعدد في طرق التقييم واختلاف محدداتها ونتائجها يمثل إشكالا أمام الممارسين في هذا المجال حول الطريقة الأنسب للتقييم.

الإشكالية: انطلاقا من الطرح السابق يمكن صياغة التساؤل الرئيسي للدراسة كالاتي:

كيف يتم اختيار الطريقة الأنسب لتحديد قيمة حقيقية للمؤسسة؟

الأسئلة الفرعية: بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم التساؤل الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1- ما هي المقاربات وطرق تقييم المؤسسات التي يتم الاعتماد عليها لتحديد قيمة حقيقية للمؤسسة؟

2- ما هي محددات اختيار طرق التقييم؟

الفرضيات: يقوم البحث على فرضيتين أساسيتين هما:

1- تحاول مختلف مقاربات وطرق التقييم إعطاء قيمة حقيقية للمؤسسة، لهذا فإنه لا توجد طريقة تقييم مثلى.

2- تعد خصوصية المؤسسة والغرض من عملية التقييم عوامل رئيسية لتحديد طرق التقييم.

أهمية البحث.

تتبع أهمية البحث من أهمية قيمة المؤسسة في ذاتها كونها تعتبر الأساس لاتخاذ القرارات، لذا يعتبر تقييم المؤسسة عبارة عن وسيلة وليس غاية، كونه يعد أساس نجاح الهدف من عملية التقييم.

هدف البحث.

يهدف البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ استعراض مقاربات وطرق تقييم المؤسسات.
- ✓ معرفة محددات طرق التقييم.
- ✓ معرفة التوليفة المناسبة من الطرق لتقييم المؤسسة.

منهجية البحث.

من أجل الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب موضوع البحث وللإجابة على التساؤل المطروح تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة. وهذا ما فرضته طبيعة الموضوع محل البحث.

الدراسات السابقة

- **Company valuation methods** (2013) PABLO FERNANDEZ

هدف هذا البحث إلى تقديم أربعة مداخل رئيسية في التقييم و الأكثر استعمالا في نظر الباحث. وتوصل إلى أن هناك أخطاء شائعة ترتكب في تقييم المؤسسات.

- **علال بن ثابت (2014): أساليب تقييم المؤسسات و تطبيقاتها في الجزائر**، هدفت الدراسة إلى تبيان أهم الأساليب المطبقة في تقييم المؤسسات سواء عند خصصتها أو عند الاندماج و الاستحواذ أو لإعادة الهيكلة أو لأسباب أخرى. وتم التوصل إلى أن كل مؤسسة تعتمد على توليفة من الطرق تختلف عن المؤسسات الأخرى.

- فحلول لمبارك(2016): تقييم و تسعير المؤسسات الاقتصادية عند الإدراج لأول مرة في البورصة (POI) في الأسواق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، و المغرب) خلال الفترة 2007-2014، هدف هذا البحث إلى دراسة طرق تقييم و تسعير المؤسسات عند الدخول إلى البورصة لأول مرة، مع تسليط الضوء على الممارسات في هذا المجال و السائدة في الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب و تونس في الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى 2014. وخلص البحث أن المقاربة بالدخل وفق طريقة التدفقات النقدية الحرة، طريقة توزيعات الأرباح وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة هي الأكثر استعمالا. كما بلغ متوسط عدد الطرق المستخدمة عند كل تقييم حوالي ثلاثة طرق.

محاور البحث: لغرض الإجابة عن الأسئلة السابقة والبرهان عن الفرضيات، تمت معالجة موضوع البحث من خلال التطرق إلى المحاور الآتية:

- ✓ مدخل إلى تقييم المؤسسات؛
- ✓ مقاربات وطرق تقييم المؤسسات؛
- ✓ دراسة حالة تقييم مؤسسة أن سي أ رويبية.

1..مدخل إلى تقييم المؤسسات

أ. تعريف قيمة المؤسسة

تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي يخلص إليه خبير متخصص، حيث يعكس القيمة المعادلة لحاصل جمع قيم أصولها المادية الملموسة و قيم أصولها المعنوية غير الملموسة و ذلك في ظل استمرارية النشاط(هوارى السويسي، 2008، ص 37).ويمكن التمييز بين عدة مفاهيم للقيمة في المؤسسة كالاتي:

القيمة السوقية العادلة: تتمثل في المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب و يتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة و لا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه.

القيمة الاستثمارية: عبارة عن القيمة الحالية للمنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين.

القيمة الدفترية: بالنسبة لأصل معين فهي التكلفة التاريخية ناقص الاهتلاك المتراكم أما بالنسبة لمؤسسة تكون القيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية(طارق عبد العال حماد، 2008، ص13-17).

قيمة شهرة المحل: تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية ويمكن تعريفها على أنها"مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى منشأة أعمال معينة و هي في جوهرها تتوقع استمرار تفضيل العملاء و تشجيعهم لأي سبب من الأسباب"(بن حمو عصمت محمد، 2016، ص 4).

قيمة التصفية: وهي صافي المبالغ النقدية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول مطروحا منها الخصوم(نعيمة غلاب و زينات دراجي، 2004، ص 3).

قيمة الإحلال: القيمة الاحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية وتقدير التكلفة الاحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث و تكنولوجيا متطورة.

قيمة النفاية أو القيمة المتبقية: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي و يتقرر إخراجه من الخدمة(طارق عبد العال حماد، 2008، ص 20).

كما يجب التفرقة بين مفهوم القيمة والسعر حيث أن السعر يعبر عن معدل التبادل لشيء ما مقابل شيء آخر في حين أن القيمة هي أساس تحديد سعر التبادل أي أن القيمة لا تتطلب عملية التبادل.

ب. مفهوم تقييم المؤسسة: يعرف تقييم المؤسسة بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة. و التي تحدد بصافي قيمة الأصول

والمتمثلة في الفرق بين قيمة الأصول الاقتصادية و قيمة المديونية الصافية بعد تقييمها، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين (برايس نورة، 2017، ص 133).
كما تعرف عملية التقييم على أنها تحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من وضعيتها الحالية والمستقبلية. لهذا فهي عبارة عن مجموعة من المراحل تهدف إلى إجراء تشخيص دقيق حول المؤسسة قصد تحديد قيمة يتم على أساسها التفاوض حول سعر التنازل عن المؤسسة (جبار محفوظ، 2011، ص 174). و الشكل رقم (1) يوضح تسلسل هذه المراحل:

الشكل.1 مراحل عملية التقييم



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

Jean Etienne et Franck Imbert(2013) : **guide pratique d'évaluation d'entreprise**, édition Eyrolles, p 77.

يوضح الشكل (1) أن الخبير المقيم ينطلق في عملية التقييم بجمع المعلومات و البيانات المتعلقة بالمؤسسة (محاسبية، مالية، قانونية، جبائية....) و التي يتم الحصول عليها من مصادر داخلية كالتقارير السنوية، التقارير الصادرة عن البورصة و القيام بزيارات ميدانية و كذا مصادر خارجية. بعد ذلك يقوم الخبير المقيم بإجراء تشخيص داخلي لمختلف وظائف المؤسسة (الإنتاجية، موارد بشرية، تجارية، مالية و محاسبية) تسمح له بتحديد

نقاط القوة و الضعف للمؤسسة كما يقوم بإجراء تشخيص خارجي للمؤسسة و ذلك بهدف دراسة موقع المؤسسة في السوق و معرفة تنافسياتها و تحديد الفرص المتاحة لها و التهديدات التي تواجهها. و بالاعتماد على نتائج تشخيص المؤسسة و الغرض من عملية التقييم، يختار الخبير المقيم طريقة ملائمة أو أكثر من بين الطرق المتاحة لحساب قيمة المؤسسة حيث يتوصل إلى قيمة واحدة أو مجال من القيم يتم على أساسه التفاوض لتحديد سعر المؤسسة(Arnaud thauvran,2010 , p 17).

نستنتج أن تقييم المؤسسة عملية معقدة تعتمد على مجموعة من الخطوات و المراحل، التي يتبعها الخبير المقيم للوصول في الأخير إلى قيمة عادلة. و تعتبر مرحلة التشخيص أهم مرحلة يعتمد عليها الخبير المقيم، لكونها تساهم بشكل كبير في تحديد قيمة حقيقية للمؤسسة.

ج. أغراض عملية التقييم: إن الحاجة إلى التقييم تظهر عند دخول المؤسسة في بعض المعاملات بغية تحقيق أغراض معينة نذكر منها(هوارى السويسي، 2008، ص 224):

- ✓ الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة؛
- ✓ إعادة هيكلة المؤسسة لغرض تخفيض التكاليف وزيادة أرباحها؛
- ✓ فتح رأسمالها أو جزء منه، أو زيادته عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة؛
- ✓ اتخاذ قرار شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين، في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية؛
- ✓ تصفية المؤسسة في حالة إفلاسها، لغرض الوقوف على قيمة أصولها وتسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف؛
- ✓ الخصخصة، الاندماج والاستحواذ وإقامة الشراكة بين مختلف المؤسسات؛
- ✓ التسيير بالقيمة من طرف مسيري المؤسسة، قصد التوجيه و اتخاذ القرارات التشغيلية و الإستراتيجية بما فيها القرارات المالية.

2.2. مقاربات و طرق تقييم المؤسسات

تتاولت دراسات الأكاديميين و الخبراء في مجال تقييم المؤسسات الكثير من وجهات النظر فيما يخص مقاربات و طرق التقييم، يمكن تصنيفها إلى مقاربات كلاسيكية و مقاربات حديثة من خلال الجدول رقم (1)، الآتي:

جدول 1 مقاربات تقييم المؤسسات

المقاربات الحديثة		المقاربات الكلاسيكية	
الخيارات	خلق القيمة	مقاربة التدفقات النقدية	مقاربة الذمة المالية
- الخيارات الاستثمار	- القيمة الاقتصادية المضافة القيمة السوقية المضافة	- قيمة المردودية - نسبة سعر السهم / الربح PER - القدرة على التمويل الذاتي - التدفق النقدي المتاح - نموذج BATES	الطرق الساكنة - طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC - طريقة الأصل الصافي المعاد تقييمه ANCr - طريقة الأصل الصافي المصحح ANCc - القيمة الجوهرية - الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال الطرق الديناميكية: - فائض القيمة الطرق المباشرة: الطريقة الأنجلوساكسونية، طريقة الربح المختصر لفائض القيمة، طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين. الطرق غير المباشرة: الطريقة غير المباشرة الصافية، الطريقة غير المباشرة الإجمالية.

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على المراجع التالية:

Pablo ernandez(2013): **company valuation methods**, p 2.

أ. المقاربات الكلاسيكية

أ.1. مقارنة الذمة المالية: تركز هذه المقاربة على ممتلكات المؤسسة بحيث تهتم بماضي و حاضر المؤسسة و توجد وفق هذه المقاربة الطرق التالية :

أ.1.1. طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC

تحسب قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة انطلاقا من المعلومات التي توفرها الميزانية و تعطي قيمة محاسبية بسيطة للمؤسسة هي عبارة عن الوضعية الصافية لها تبعا للعلاقة التالية(جبار محفوظ، 2011، ص 176):

$$\text{قيمة المؤسسة} = (\text{مجموع الأصول} - \text{مصاريف التأسيس}) - \text{مجموع الديون}$$

أ.2.1. طريقة الأصل الصافي المعاد تقييمه ANCr

تعتبر هذه الطريقة امتدادا للطريقة السابقة إلا أنها تأخذ في الحسبان أثر ارتفاع المستوى العام للأسعار (التضخم)، على اعتبار أن الأصول مقيمة بالتكلفة التاريخية لها و يستعمل لإعادة التقييم إما المؤشر العام أو المؤشر القطاعي الذي يأخذ في الاعتبار الخصوصيات القطاعية للشركة محل التقييم، كما يجب إجراء تعديلات على قيم بعض بنود الأصول و الخصوم و بذلك تصبح العلاقة كالتالي(جبار محفوظ، 2011، ص 179):

$$\text{قيمة المؤسسة معدلة} = \text{مجموع الأصول معدلة} - \text{مجموع الديون معدلة}$$

أ.3.1. طريقة الأصل الصافي المصحح ANCC

يعرف الأصل الصافي المحاسبي المصحح بالقيمة الحقيقية أو الاستعمالية و تعبر هذه الأخيرة عن رأس المال الضروري لاستبدال موجودات المؤسسة حسب وضعيتها الحالية، كما تركز هذه الطريقة على مبدأ تقييم بنود الموجودات حسب القيمة السوقية لها على اعتبار أن المؤسسة محل التقييم مستمرة على العموم في نشاطها.

$$\text{القيمة المصححة للمؤسسة} = \text{قيمة صافي الأصول المصححة} - \text{قيمة الديون المصححة}$$

نظرا للقصور المسجل في طريقة الأصل الصافي المصحح فقد أدى هذا إلى ظهور طرق أخرى تتمثل في طريقتي القيمة الجوهرية و الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

أ.4.1. القيمة الجوهرية

تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة و المنظمة من أجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق تمويل هذه الأصول (Patrice vizzavona, 2004, p 15). و تحسب القيمة الجوهرية لمؤسسة وفق العلاقة التالية (أشواق بن قدورة، 2013، ص 138):

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة + مصاريف الاستثمار الضرورية
لحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية) - العناصر

خارج الاستغلال

نلاحظ أن الطريقة السابقة قد قامت بحساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية أي أن الديون متضمنة لكن المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين بلجيكا قد أوجدت مفهومين آخرين للقيمة الجوهرية و هما القيمة الجوهرية المخفضة و القيمة الجوهرية الصافية، حيث يكتبان بالعلاقة الآتية (أشواق بن قدورة، 2013، ص 139):

القيمة الجوهرية المخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

أ. 5.1. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف (A.Barnay و G.Calba) حيث يعتبر البديل الذي جاء على الانتقادات و الخط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال و تتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار و الاستغلال و تكتب على الشكل الآتي (بكارى بلخير، ص 4):

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار + القيم الثابتة المستأجرة و المستعارة + الاحتياج في رأس المال العامل

للاستغلال

أ.6.1. فائض القيمة :

تعتبر طريقة فائض القيمة ديناميكية بخلاف الطرق السابقة الساكنة حيث يعرف فائض القيمة على أنه زائد القيمة الإجمالية المعطاة للمؤسسة عن القيمة الحقيقية لأصولها في تاريخ معين. هذا الفائض يتمثل في الأصول غير المادية فهو بذلك يقيس المزايا المعنوية للمؤسسة (Pablo ernandez, 2013, p 8).

يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة Good will (محمد عصمت بن حمو و محمد رمضان، 2017، ص 363):

➤ الطريقة المباشرة: و تتمثل في طريقة المردودية المباشرة أو الطريقة الأنجلوساكسونية حيث قيمة المؤسسة تساوي:

$$GW = \frac{\text{RENTE DE GOODWILL}}{I}$$

$$\text{Rente de GW} = \text{RPE} - \text{RPT}$$

حيث: علما أن:

ا: معدل التحيين

RPE : Résultat prévisionnel d'exploitation

RPT : Résultat prévisionnel théorique

➤ الطريقة غير المباشرة: و تدعى أيضا طريقة الممارسين، حيث يتم حساب قيمة

$$V = ANCC + GW$$

المؤسسة وفق العلاقة الآتية:

$$GW = \frac{1}{2} (B/I - ANCC)$$

ANCC : الأصل الصافي المصحح، B: متوسط الربح المتوقع، ا: معدل التحيين.

أ.2. مقارنة التدفقات النقدية

على عكس مقارنة الذمة المالية التي تعتمد أساسا على الميزانية في التقييم، أي على ماضيها و حاضرها، فإن مقارنة التدفقات تعتمد على ما ستحققه المؤسسة من أرباح و نتائج مستقبلية فهي بذلك أكثر ديناميكية. و فيما يلي أهم الطرق التي تتضمنها:

أ.1.2. الطرق المرتكزة على مقارنة الربح **Approche par le Bénéfice**

و تشمل القيم الآتية(بكارى بلخير، ص5):

أ.1.1.2. قيمة المردودية

تعتبر المردودية المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية و المالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تسمح بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة و توضح

بالعلاقة الآتية: **النتيجة / الوسائل المستخدمة**

تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، و هي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالا من طرف الخبراء. و نكتب وفق

$$V = B(1+i)^n$$

حيث أن: V: تمثل قيمة المؤسسة.

B: متوسط الربح المتوقع.

n: عدد السنوات.

i: معدل الاستحداث.

أ.2.1.2. التقييم بواسطة نسبة سعر السهم/ الربح **L'évaluation Par la**

Relation Cours/ Bénéfice

أو Price Earning Relation و اختصارا يعرف ب "PER" ، وفق ما تستخدمه

التسمية الانجلوساكسونية حيث يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من

خلال ربحيته. و تعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

$$V = (P / E) . B$$

حيث أن: V: قيمة المؤسسة

P/ E : معامل نسبة سعر السهم / الربح المأخوذ من البورصة

B : الربح الإجمالي للمؤسسة

أ.2.2. الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي : **Approche Par Cash Flow**

مقارنة التدفق النقدي تركز في تقييمها لمؤسسة معينة على التدفقات المستقبلية الناتجة عن الاستثمار و قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية و تدفقات الخزينة المتاحة. و هي تشكل أيضا معطيات مهمة لجميع المستثمرين.

أ.2.2.1. **التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي:**

L'évaluation Par la Capacité D'autofinancement

يمكن استعمال القدرة على التمويل الذاتي بدلا من نسبة السعر / الربح و تكتب كما يلي:

cours/ cash flow

و باستبدال قيمة القدرة على التمويل الذاتي مكان الربح في العلاقة التي تحسب بها قيمة المردودية، فإن قيمة المؤسسة وفق قيمة القدرة على التمويل الذاتي تحسب بالعلاقة التالية:

$$V = \text{CAF} / (1 + i)$$

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسمة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة(بكارى بلخير، 2010، ص 104).

أ.2.2.2. **التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح: Discounted Cash Flow**

طريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة هي تلك الطريقة التي تقيم المؤسسة انطلاقا من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة و التي نقوم باستحداثها بمعدل آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية و بعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي(علال بن ثابت، 2014، ص 32):

$$V = \text{DCF} / (1 + i)^t + VT_n(1 + i)^n$$

حيث أن V :تمثل قيمة المؤسسة.

DCF :التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة t

i :معدل الاستحداث

n :عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير .

VT : القيمة الباقية للمؤسسة.

و يحسب التدفق النقدي المتاح على النحو الآتي:

نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية و الصافية من الضرائب + مخصصات الاهلاك
= التدفق النقدي (الكلاسيكي) + / - التغير في احتياج رأس المال العامل + التنازل عن
الأصول (صاف من الضريبة) - الاستثمارات

أ.3.2.2. طريقة BATES

قدم باتس نموذج الشهير Bates model في مقال له سنة 1962، حيث يركز على إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات مع وجود حد معين من المردودية، تبعا للعلاقة الآتية(جبار محفوظ، 2011، ص 219):

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

علما أن: $D_2 = D_1(1+g)$

g : معدل نمو قسائم الأرباح

V_n : القيمة الباقية للسهم

n : مدة الاحتفاظ بالسهم

i : معدل الاستحداث

حيث تفترض هذه الطريقة على أن قسائم الأرباح والأرباح ينمو بمعدل ثابت، كما أن معدل التوزيع ثابت وأن المؤسسة ستنتهي من مرحلة النمو الاستثنائي في السنة n . وبذلك تتحدد القيمة الباقية للسهم من خلال المضاعف البورصبي PER (السعر البورصبي /

(السهم)، وفق الصيغة التالية(جبار محفوظ، 2011، ص 220):

$$PER_n = PER_0 A - dB$$

حيث أن: PER_n : مضاعف السعر بعد عدد من السنين.

PER_0 : مضاعف السعر الحالي.

d: نسبة التوزيع.

g: معدل نمو الأرباح.

i: معدل الاستحداث.

A و B: معاملات مجدولة (يمكن إيجاد قيمها من خلال جداول باتس وذلك

بتوفر معدل نمو الأرباح و معدل الاستحداث والمدة).

ب. المقاربات الحديثة:

ب.1. نموذج خلق القيمة:

تهدف أي مؤسسة إلى تعظيم قيمتها لصالح الملاك والمساهمين وكل الأطراف المهمة بها. و لا يكون ذلك إلا بتحقيق تراكم للثروة الذي يقاس بمدى قدرتها على خلق القيمة. و من بين أهم مؤشرات قياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة نجد(بريكة السعيد و مسعي سمير، ص 20):

ب.1.1. القيمة الاقتصادية المضافة EVA : هي عبارة عن الربح المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في المؤسسة ، تحسب وفق العلاقة التالية:

$$EVA = RE - (CI \times WACC)$$

حيث: RE: النتيجة الاقتصادية.

CI: رأس المال المستثمر.

WACC: تكلفة رأس المال.

ب.1.2. القيمة السوقية المضافة MVA : تمثل القيمة السوقية المضافة مجموع القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المستحدثة بمعدل تكلفة رأس المال، تحسب وفق العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+wacc)^t}$$

ب.2. نموذج الخيارات:

يعتبر نموذج الخيارات من الممارسات الحديثة في مجال تقييم المؤسسات، حيث يرى أن الأموال الخاصة للمؤسسة تعطي للمساهمين الحق في امتلاك و استعمال الأصول شرط تسديد الديون. و من هذا المنطلق فإن الأموال الخاصة تمثل خيار شراء على أصول المؤسسة و المساهمون لا يصبحون مالكين حقيقيين إلا إذا سددوا الديون و بالتالي فقيمة الدين هي سعر تنفيذ الخيار الذي يتم فقط في حالة ما إذا كانت قيمة المؤسسة الإجمالية عند تاريخ الاستحقاق الدين أكبر من قيمة المديونية، هنا فقط يقرر المساهمون الاحتفاظ بالمؤسسة و الوفاء بالديون أما إذا حدث العكس فالمساهمون يتنازلون عن المؤسسة للدائنين الذين لا يسترجعون إلا جزءا من أموالهم .

و لأن قيمة المؤسسة = قيمة الأموال الخاصة + الديون و باعتبار أن قيمة الأموال الخاصة هي قيمة خيار الشراء،

و قيمة الدين = قيمة الدين المخصوم بمعدل بدون خطر - قيمة خيار البيع

فإن قيمة المؤسسة وفقا لهذا النموذج الحديث = قيمة خيار الشراء + قيمة الدين (نعيمه غلاب و زينات دراجي، 2004، ص12).

من خلال عرض مختلف مقاربات و طرق التقييم يتضح أن وجود الكثير من الطرق المستعملة لإيجاد قيمة المؤسسة سببه اختلاف الاعتبارات المالية التي يتم على أساسها إعداد هذه الطرق. حيث تعتمد مقارنة الذمة المالية على مخرجات النظام المحاسبي في حساب قيمة المؤسسة، ما يجعل له أهمية كبيرة في إعطاء قيمة عادلة لها. أما مقارنة التدفقات النقدية و الأكثر ديناميكية فهي تركز على الأرباح التي ستحققها المؤسسة في

المستقبل و تعتمد في ذلك على التدفقات المستقبلية، تكلفة رأس المال، معدل الاستحداث و الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية، حيث يتم تحديد العناصر السالفة الذكر أو توقعها من طرف الخبير المقيم، بالاعتماد على نتائج تشخيصه للمؤسسة و أي خطأ في ذلك قد يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة. ومع تطور النظرية المالية الحديثة ظهرت طرق حديثة للتقييم، منها من ينطلق من منظور خلق القيمة ومنها من يعتمد على نموذج الخيارات.

كما يتضح مما سبق أنه لا توجد طريقة تقييم مثلى وخالية من العيوب وإنما كل الطرق تحاول الوصول إلى قيمة حقيقية للمؤسسة، وفق فرضيات معينة. وتبقى خصوصية كل مؤسسة والغرض من التقييم العامل الأساسي في تحديد الطريقة أو مجموعة من الطرق الأنسب للوصول إلى قيمة تكون أقرب ما يمكن إلى القيمة الحقيقية. فبالنسبة للمؤسسات التي يكون نشاطها صناعي، تجاري، مالي، عقارات أو شركات قابضة يحدّد استعمال طرق مقارنة الذمة المالية وكذا للمؤسسات التي ستتوقف عن نشاطها. أما شركات المساهمة التي تكون في وضعية جيدة ومدرجة في البورصة والمستمرة في نشاطها فيحدّد استعمال طرق مقارنة التدفقات النقدية، كما يعد استعمال طريقة فائض القيمة الأفضل للمؤسسات التي تملك حجم كبير من الأصول معنوية.

وبينت نتائج الدراسة الاستقصائية للباحثين Bancel&Mitoo لدى خبراء التقييم في أوروبا والتي شملت 396 ممارس في المالية عندما تم طرح السؤال التالي: "ما هي نماذج التقييم الأكثر شعبية لدى الخبراء"، أن الطرق المستخدمة هي على التوالي: طريقة التدفقات النقدية المحينة (80%)، التقييم على أساس المضاعفات(80%)، صافي الأصول المصححة (22%)، نموذج توزيعات الأرباح المستقبلية المحينة(22%)، كما أكد 60% من المستجوبين أنهم يستعملون طريقتين أو ثلاثة طرق بالتزامن في تقييم المؤسسة (Frank Bancel et Ushar mitoo, 2013, p 81).

من خلال هذا المحور سنحاول دراسة حالة تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية أن سي أ رويبة عند دخولها لبورصة الجزائر.

3.2. دراسة حالة تقييم مؤسسة أن سي أ رويبة

أ. التعريف بمؤسسة أن سي أ رويبة: مؤسسة أن سي أ رويبة هي مؤسسة جزائرية ذات أسهم تنشط في قطاع الصناعة الغذائية تأسست عام 1966 حققت نجاحا باهرا منذ نشأتها مما جعلها تصبح رائدة في مجال إنتاج مشروبات الفواكه. ويهدف تزويد المؤسسة بالأموال اللازمة لتمويل استثماراتها وإكمال مسار نموها تم اتخاذ قرار إدراج مؤسسة أن سي أ رويبة في البورصة من طرف مجلس الإدارة المنعقد بتاريخ 27 ماي 2011 وفي سنة 2013 تم فعلا دخول المؤسسة للبورصة و هذا بعد طرح 2.122.988 سهم معروض للبيع بسعر ثابت قدر بحوالي 400 دج(www.rouiba.com).

ب. مقاربات و طرق تقييم مؤسسة أن سي أ رويبة:

بعد القيام بتشخيص مالي معمق للمؤسسة و تحليل سوق المشروبات في الجزائر، تمت عملية تقييم مؤسسة أن سي أ رويبة من طرف مكتب خبرة محاسبية بالجزائر و بالتعاون مع شركة تونس للقيم Tunisie valeurs، تم إصدار مذكرة إعلامية سنة 2013 تشرح كيفية دخول مؤسسة أن سي أ رويبة لبورصة الجزائر و بالاعتماد على محتوى هذه المذكرة نلخص الطرق الأربعة للتقييم كما يلي:

ب.1. طريقة التدفقات النقدية المتاحة DCF: ترتكز هذه الطريقة على n استحداث

التدفقات النقدية المتاحة مستقبلا والتي تمثل قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، وفق

$$V_E = \sum_{t=1}^{n} \frac{DCF_t}{(1+K)^t} + \frac{VT_n}{(1+k)^n} \quad \text{العلاقة الآتية:}$$

من أجل ذلك قام المقيم باعتماد 5 سنوات كمخطط للعمل من سنة 2013 إلى غاية سنة 2017 و قام بتحديد كل من التدفقات النقدية المتاحة و معدل الاستحداث (التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال) و القيمة النهائية للمؤسسة في نهاية الفترة، نوضح ذلك من خلال الجدولين المواليين:

جدول 2. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

2013	2012	السنوات
%3	%3	- معدل العائد بدون مخاطر R_f
%13	%13	- معدل عائد السوق R_m
%10	%10	- معدل الخطر $(R_m - R_f)$
1,61	1,41	- معدل الحساسية Beta
% 19,1	% 17,1	- تكلفة رأس المال $Beta(R_m - R_f) + R_f$
	% 18,1	المتوسط
% 5,7	% 5,7	تكلفة الديون
% 4,5	% 4,5	تكلفة الديون صافية من الضريبة
% 11,8	% 11,7	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
% 11,75		معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ رويبة، ص 12.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أنه تم حساب معدل العائد الخالي من المخاطر بناء على المعدل المطبق على قسائم الخزينة خلال الخمس سنوات الماضية، كما تم تقدير معدل الخطر من طرف المقيم ب 10% و مقارنته مع معدل الخطر في الدول المجاورة و الذي كان قريبا من المعدل المحدد.

جدول 3. التدفقات النقدية (ألف دج)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1	050	964	734 278	431 713	-376	-527	-347	التدفقات
	028	283			683	577	128	النقدية
6	829							القيمة المتبقية
	291							
	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	معدل الاستحداث
	4 520	618	526 092	345 670	-337	-527	-347	التدفقات
	198	215			062	577	128	النقدية
								المستحدثة

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ رويبة، ص 13.

من خلال الجدول يتبين أن مكتب الخبرة المكلف بالتقييم قام باستحداث التدفقات النقدية بواسطة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال wacc و التي قدرت ب 11,75 % أما القيمة المتبقية فقد تم حسابها عن طريق التدفق المستحدث للسنة الأخيرة مع افتراض أن معدل النمو إلى ما لا نهاية يقدر ب 2% كما يلي:

$$v_t = \frac{F(1+g)}{k - g} = 652\,799 (1 + 0,02) / (0,1175 - 0,02) = 6\,829\,291$$

ومنه فالقيمة المتبقية أي النهائية للمؤسسة تقدر ب 6 892 291 ألف دج.

وبما أن قيمة المؤسسة هي قيمة الأموال الخاصة، فإنه يجب طرح الديون المالية من القيمة الإجمالية للمؤسسة والتي تساوي مجموع التدفقات النقدية المستحدثة للفترة 2013-2017. ويتم حساب قيمة الأموال الخاصة على النحو التالي:

القيمة الإجمالية للمؤسسة..... 5 673 113

- الديون المالية..... 1 180 693

+ الأصول الثابتة..... 22 591

قيمة الأموال الخاصة..... = 4 515 011 ألف دج

وبذلك فإن قيمة مؤسسة أن سي أ روية وفق طريقة التدفقات النقدية المتاحة DCF قدرت ب 5, 4 مليار دج واختبار الحساسية بين أن هذه القيمة يمكن أن تتغير ما بين 3,6 مليار دج كحد أدنى و 5,9 مليار دج كحد أقصى حسب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المحددة.

ب.2. طريقة القيمة السوقية المضافة: تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و القيمة المحاسبية لأموالها الخاصة، حيث يتوجب لتقييم المؤسسة وفقا لهذه الطريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA وفق الصيغة التالية:

$$EVA = (ROI - WACC) \times CI$$

حيث: EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

ROI: العائد على الاستثمار.

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

CI: رأس المال المستثمر. وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

جدول 4. القيمة السوقية المضافة (ألف دج)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
3 189	3 490	3 738	3 838	3 752	2 952	2 440	رأس المال
921	064	624	192	282	404	869	المستثمر
% 20,47	% 17,89	% 14,73	% 11,49	% 9,44	% 8,99	% 10,65	العائد على الاستثمار
% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	% 11,8	تكلفة رأس المال
278 153	214 074	111 208	-10 273	-86 784	-81 633	-26 856	القيمة الاقتصادية المضافة
159 570	137 245	79 677	-8 225	-77 655	-81 633		قيم القيمة الاقتصادية المضافة المستحدثة
1 668 528	—	—	—	—	—	—	القيمة المتبقية المستحدثة

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ رويبة، ص 15.

من خلال الجدول أعلاه يتبين أنه بعد حساب قيم القيمة الاقتصادية المضافة يتم

استحداثها بواسطة التكلفة الوسطية المرجحة وفق العلاقة التالية:

$$EVA_{\text{actualisé}} = EVA_t / (1 + WACC)^t$$

كما يتم حساب القيمة الباقية المستحدثة للمؤسسة تبعا للعلاقة التالية:

$$VT_n = EVA_n (1+g) / (wacc+g)$$

$$VT_{2017} = 278 153(1+0,02)/(0,1175 - 0,02) = 2 908 470,61$$

وبذلك فإن القيمة النهائية المستحدثة تقدر ب 1 668 528 ألف دج.

وانطلاقا من النتائج التي تم التوصل إليها يمكن للمقيم حساب القيمة السوقية المضافة ومن ثم حساب قيمة المؤسسة (قيمة الأموال الخاصة) كما يلي:

حساب القيمة السوقية المضافة: يتم حساب القيمة السوقية المضافة على النحو الآتي:

مجموع EVA actualisés.....290 612,73

+ القيمة النهائية المستحدثة.....1 668 527,80

= MVA.....1 959 140,53

حساب قيمة المؤسسة: بعد حساب القيمة السوقية المضافة يمكن حساب قيمة المؤسسة:

الأصل الاقتصادي 2012.....2 952 403,94

+ MVA.....1 959 140,53

- الديون المالية الصافية 2012.....1 180 693,15

+الأصل الثابت خارج الاستغلال.....22 591,12

= قيمة المؤسسة.....45, 3 753 442 ألف دينار

وعليه فإن قيمة أسهم مؤسسة أن سي أ روبية وفق طريقة القيمة السوقية المضافة تساوي تقريبا 3,7 مليار دج و اختبار الحساسية بين أن هذه القيمة يمكن أن تتغير بين 3,6 مليار دج و 4 مليار دج حسب معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المحدد و معدل النمو المختار.

ب.3. مقارنة الذمة المالية

ب.3.1. الأصل المحاسبي المعاد تقييمه (ANR): تقوم هذه الطريقة بإجراء التصحيحات

اللازمة لعناصر الأصول و الخصوم على النحو الآتي:

الأصل الصافي المعاد تقييمه = الأصل الصافي المحاسبي +/- التصحيحات

حيث أن: الأصل الصافي المحاسبي = مجموع الأصول - مجموع الديون

و بناء عليه تم التوصل على النتائج التالية:

جدول 5 الأصل الصافي المعاد تقييمه ANR

3 915 822	مجموع الأصول(2012)
2 305 004	- الديون
1 610 818	= الأصل المحاسبي الصافي
392 908	+ إعادة التقييم
2 003 726	= الأصل الصافي المعاد تقييمه ANR

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ روبية، ص 15.

وبذلك تقدر قيمة الأصل الصافي المعاد تقييمه ANR ب 2 003 726 ألف دج.
 ب.2.3. الربع المختصر لفائض القيمة GW: يتحدد ربع الفائض أو ما يسمى بفائض الربح من خلال الفرق بين النتيجة الحقيقية أو المتوقعة والنتيجة المطلوبة من قبل المستثمرين والتي تحسب على أساس الأصل المحاسبي الصافي المصحح ومعدل العائد المتوقع من المستثمرين. وعليه فقد حدد المقيم تكلفة رأس المال ب 18,1 % بناء على قسائم الخزينة خلال الخمس سنوات الماضية والميزانية التقديرية للفترة 2009-2017 لتحديد النتيجة الحقيقية.

ومن خلال الجدول الموالي نبين النتائج المتوصل إليها:

جدول 6. الربع المختصر لفائض القيمة (ألف دج)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
583 729	543 164	456 531	337 691	271 208	193 948	188 042	النتيجة الصافية
					2 003 726	-	الأصل الصافي المعاد تقييمه
					(1).....		
					18,1 %		تكلفة رأس المال
363 213	363 213	363 213	363 213	363 213	363 213		مكافأة رأس المال
220 516	179 951	93 318	-25 522	-92 005	-169 265	188 042	فائض الربح

95 873	92 419	56 614	-18 290	-77 886	-169 265		فائض المستحدث
						(2).....148 729	ربح فائض القيمة
						2 152 455	القيمة الإجمالية للمؤسسة(1)+(2)

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ رويبية، ص 16.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة المؤسسة وفق طريقة ربح فائض القيمة تساوي 2 152 455 ألف دج والتي تتغير حسب معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

جدول 7. طريقة فائض القيمة (ألف دج)

2 152 455	طريقة الربح المختصر لفائض القيمة
5 521 997	طريقة الممارسين
3 837 226	المتوسط

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ رويبية، ص 16.

من خلال حساب الوسط الحسابي للقيمة وفق طريقة الممارسين وطريقة الربح المختصر لفائض القيمة، يتم التوصل لقيمة المؤسسة وفق طريقة فائض القيمة والتي تساوي 3 837 226 ألف دج، هذه القيمة يمكن أن تتغير بين 3,8 مليار دج و 3,9 مليار دج لمعدل تكلفة رأس المال المحدد.

ب.4. طريقة BATES: يتم تقييم المؤسسة وفق طريقة BATES بأخذ الاعتبار معدل نمو الأرباح المستقبلية و جزء الأرباح الموزعة، حيث اعتمد المقيم على الفرضيات الآتية:

- معدل نمو الأرباح للفترة 2012-2017 في حدود 24,7 %

- معدل توزيع قسائم الأرباح للفترة 2012-2017 في حدود 33%

كما قام المقيم بتحديد PER_{2017} و استحدثه بمعدل تكلفه رأس المال 18,1 % للحصول

على PER_{2012} و من ثم الحصول على قيمة المؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$V_E = \text{Bénfices} \times PE$$

جدول 8. التقييم وفق طريقة BATES

13,0	PER
% 18,1	تكلفة رأس المال
% 24,7	نمو الأرباح (2012-2017)
0,8	A
4,5	B
% 33,0	معدل توزيع الأرباح
19,0	2012 PE
3 564 396	قيمة الأموال الخاصة (ألف دج)

المصدر:المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ روبية، ص: 17.

قيمة مؤسسة أن سي أ روبية وفق طريقة BATES تساوي تقريبا 3,6 مليار دج و اختبار الحساسية بين أن هذه القيمة يمكن أن تتغير ما بين 3,0 مليار دج و 4,2 مليار دج حسب PER و تكلفة الأموال الخاصة المختار.

تحليل النتائج.

في الأخير نوضح ملخص نتائج تقييم مؤسسة أن سي أ روبية من خلال الجدول الموالي:

جدول 9. مجال القيم لقيمة مؤسسة أن سي أ روبية(ألف دج)

القيمة	مجال القيم	طريقة التقييم
4 515 011	5,9-3,6	طريقة التدفقات النقدية المحينة(DCF)
3 753 442	4,0-3,6	القيمة السوقية المضافة(MVA)
3 837 226	3,9-3,8	طريقة فائض القيمة
3 564 396	4,2-3,0	نموذج BATES
3 917 519		المتوسط

المصدر: المذكرة الإعلامية لمؤسسة أن سي أ روبية، ص: 18.

من خلال نتائج الجدول رقم (9) يمكن تسجيل الملاحظات و التفسيرات الآتية:

- نتيجة الاعتماد على أكثر من طريقة واحدة في تقييم مؤسسة أن سي أ روبية، فإنه تم الحصول على قيم متباينة لها. لذا تم تحديد مجال للقيمة يتراوح بين 3,0-5,9 مليار دينار، حيث قدرت قيمة المؤسسة ب 4 515 011 ألف دينار كأقصى قيمة و

ب 3 564 396 ألف دينار كأدى قيمة لها. و عليه فقد تم تحديد متوسط هذه القيم كقيمة نهائية للمؤسسة قدرت ب 3 917 519 ألف دج على أساسها تم حساب سعر السهم الذي سيتم به دخول المؤسسة للبورصة و الذي قدر ب 461,32 دج للسهم الواحد.

- تركز مقارنة التدفقات النقدية على مرجعية مالية انطلاقا من تحديد التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، الأمر الذي يفترض معرفة عميقة بالمؤسسة للحصول على توقعات أكثر صدقا.

- تقوم مقارنة القيمة السوقية المضافة على عدة افتراضات لتوقع العائد المطلوب من المساهمين لذا تتطلب تشخيص جيد للمؤسسة.

- تعتمد مقارنة الذمة المالية على نتائج محاسبية تهدف إلى إعطاء المؤسسة قيمة إجمالية منطلقة من منظور استمرارية الاستغلال.

- تعتمد جميع طرق التقييم على افتراضات و توقعات معينة، ما يجعل عملية التقييم تتصف بالذاتية و تقلل من موضوعية القيمة المتوصل إليها.

- بعد الأخذ بعين الاعتبار الهدف و خصوصية المؤسسة محل التقييم، فإن عملية اختيار الطريقة أو أكثر من بين الطرق المتاحة أمر مهم جدا لتحديد قيمة حقيقية للمؤسسة. لذا فإننا نعتبر أن مقارنة التدفقات النقدية هي الطريقة الأنسب للتقييم و إعطاء قيمة تكون أقرب ما يمكن إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة، كونها تأخذ بعين الاعتبار قدرة المؤسسة على خلق تدفقات نقدية مستقبلية في ظل استمرارية النشاط. و هو ما نستدل عليه من خلال أن أكبر قيمة لمؤسسة أن سي أ روبية كانت وفق هذه المقاربة.

الخاتمة.

إن تعدد و اختلاف الفرضيات و المحددات التي تقوم عليها مقاربات و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، يؤدي إلى الوصول إلى قيم مختلفة و ذلك حتى باستخدام نفس الطريقة مما يؤدي إلى صعوبة اختيار الطريقة الأنسب، لذا يلجأ الممارسون في هذا المجال إلى استخدام أكثر من طريقة واحدة في آن واحد و تحديد مجال قيم يتم على

أساسه تحديد قيمة تكون أقرب ما يمكن إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة، تبعاً للهدف المنشود من عملية التقييم.

و بعد دراسة مقاربات التقييم و تطبيقاتها، توصلنا إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- تكمن الصعوبة في عملية التقييم في كيفية تطبيق الطرق المختلفة للتقييم على أرض الواقع.

- أن استخدام أكثر من طريقة واحدة في التقييم يؤدي إلى تحديد توليفة مناسبة من الطرق و تقييم أفضل للمؤسسة مما يدل على صحة الفرضية الأولى.

- تعد خصوصية المؤسسة و الغرض من عملية التقييم من أهم محددات اختيار طرق التقييم، مما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

- تتصف عملية التقييم بنقص الموضوعية كونها تتأثر بشخصية المقيم.

بناءً على النتائج المتوصل إليها نوصي بمجموعة من المقترحات نوجزها فيما يلي:

- ضرورة الاعتماد على مقيمين ذو خبرة و كفاءة عالية و من جهة أخرى العمل على التكوين المستمر لهم.

- تقييم الموارد البشرية بشكل منفصل كونه عامل مؤثر جداً في قيمة المؤسسة.

- ضرورة مراعاة حجم و طبيعة نشاط المؤسسة و الغرض من التقييم في اختيار الطرق المناسبة للتقييم.

- تبني معايير موحدة للتقييم في الجزائر لتسهيل عملية التقييم من جهة و إضفاء المصداقية على عمل المقيم.

قائمة المراجع.

مراجع باللغة العربية:

• الكتب:

1- أشواق بن قدورة(2013): تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار الولاية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن.

2- طارق عبد العال حماد(2008): التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية.

3- جبار محفوظ(2011): أسواق رؤوس الأموال، الطبعة الأولى، دار الهدى و النشر والتوزيع، الجزائر.

• المقالات:

1- علال بن ثابت(2014): أساليب تقييم المؤسسات و تطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات(العدد الاقتصادي)، رقم 21-أ، جانفي، جامعة الأغواط.

2- محمد عصمت بن حمو و محمد رمضان(2017): دور بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة، دراسة حالة شركة NCA Rouiba، مجلة les cahiers du mecas، العدد 11، ديسمبر.

3- بريكة السعيد و مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الموقع <http://iefpedia.com>، تاريخ الاطلاع 2018/03/10 الساعة 18:00.

• الملتقيات:

1- نعيمة غلاب و زينات دراجي(2004): تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 03-07 أكتوبر.

2- بكاري بلخير، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، الموقع <https://kantakji.com>، تاريخ الاطلاع 2018/03/19 الساعة 11:00.

• الأطروحات الجامعية:

1- هواري السويسي(2008): تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، أطروحة دكتوراه.

2- بن حمو عصمت محمد(2016): طرق و محددات تقييم المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخوصصة -دراسة حالة مؤسستي صيدال و الأوراسي، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.

- 3- بريس نورة(2017) تقييم المؤسسة في إطار سياسة الخوصصة دراسة مؤسسة عمومية اقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة باجي مختار عنابة.
- 4- بكاري بلخير(2010): أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

مراجع باللغة الأجنبية

• الكتب

- 1- Arnaud thauvron(2010): **évaluation d'entreprise**, economica,3^{ème} edition, France.
- 2 - Patrice vizzavona(2004): **évaluation des entreprises cours et cas pratiques**, berti édition.

• المقالات

- 1 - Frank bancel et Ushar mitoo(2013): **théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise**, revue analyse financi n° 48.
- 2- Pablo fernandez(2013): **company valuation methods**.

• المواقع:

- 1- www.rouiba.com(Conculté le 10/04/2018).