



مقاربات و معايير التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية
*Approaches and Criteria for Financial Evaluation of the Enterprise's
 Economic value: analytical study*

د. قرادي عبد القادر

مخبر دراسات التنمية الاقتصادية

جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر

a.garadi@lagh-univ.dz

تاريخ القبول: 2021/03/16

تاريخ الاستلام: 2020/12/01

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة مقاربات ومعايير التقييم المالي المستخدمة في تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال عرض مختلف المناهج الأساسية سواء منها التي تعتمد على ممتلكات المؤسسة أو تدفق المنافع الاقتصادية المتوقعة من هذه الممتلكات، أو تداول الأوراق المالية للمؤسسة في البورصة. و الاعتماد على المعلومات المحاسبية والمالية للمؤسسة محل التقييم، وخبرة المقيم والمنهج المتبع ومعرفة محيط المؤسسة يمكن تحديد قيمتها المالية. ويتبنى النظام المحاسبي المالي لمعايير القيمة الحالية وإعادة التقييم يوفر معلومات محاسبية و مالية تساهم في عملية التقييم. إلا أن عدم وجود أسواق نشطة لمختلف عناصر الأصول، أو سوق مالي يساهم في عملية التمويل مما يزيد في تنوع مصادرها، وهذا يصعب عملية التقييم المالي.

الكلمات المفتاحية: القيمة، التقييم المالي، المؤسسة، الذمة المالية، التدفق النقدي.

Abstract:

This research aims to study the used known approaches and criteria of financial evaluation which determine the value of the economic enterprise. This analysis will be conducted by presenting the fundamental approaches namely: 1st those approaches which centered on the assets of the enterprise, the approaches which consist on the flow of expected economic benefits from the assets, and finally, those approaches that deal with stock trading in financial markets. This assessment can be done through the accounting and financial information of the firm, and through the know-how of the evaluator, the method, and the enterprise environment, it is possible to determine the firm's economic value .

The financial accounting system adopts current value and reassessment criteria that contribute to the valuation process. However, the lack of active markets for different asset elements, or a financial market, contribute to financing, and which increases the diversity of sources of financing. This fact contributes to make financial assessment process more difficult .

Key Words: Value, Financial assessment, Firm, Financial disclosure, Cash flow

JEL Classification: M41 ; G12.

*مرسل المقال: قرادي عبد القادر (*a.garadi@lagh-univ.dz*)



المقدمة:

إن عملية التقييم المالي تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة من خلال القيام بعملية تشخيص لحالتها المالية ومعرفة أدائها المالي وقدرتها على الوفاء بديونها، باستخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، وبعد ذلك يمكن القيام بتحديد قيمة المؤسسة باستخدام مختلف مقاربات التقييم المالي، والتي منها ما يعتمد على المعلومات التاريخية الواردة في الميزانية (القيمة المحاسبية الصافية)، ومنها ما يعتمد على القيم المحاسبية للأصول المصححة وهو ما يعرف بمقاربة الذمة المالية، أما المقاربات الأخرى فتعتمد على التدفقات النقدية المستقبلية ورجحية المؤسسة، أي ما تحققه المؤسسة مستقبلاً. ولقد ساهم النظام المحاسبي المالي في توفير معلومات مالية تخدم عملية التقييم. ومن هنا يمكن طرح الإشكال التالي: ماهي مداخل ومعايير التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية وفق معايير المحاسبة الدولية والنظام المحاسبي المالي؟

اعتمدنا في هذه الورقة البحثية على المنهج الوصفي في عرض مفاهيم عملية التقييم المالي و مراحلها، ومختلف مقارباتها مع الإشارة إلى مساهمة النظام المحاسبي المالي. و تم التطرق إلى مجموعة من المعدلات والمعايير المتخدمة كآلية لتحليل الذمة المالية للمؤسسة الاقتصادية.

تضمنت هذه الورقة ثلاث محاور أساسية هي كالآتي:

- أولاً: تعريف التقييم المالي ومداخله.
- ثانياً: معايير التقييم المالي للذمة المالية.
- ثالثاً: معايير التدفقات النقدية.
- رابعاً: دراسة حالة شركة الإسمنت عين الكبيرة سطيف.

I. تعريف التقييم المالي و مداخله :

يتناول العنصر مفهوم التقييم المالي و مداخله والذي يبدأ من تحديد مهمة المقيم إلى إعداد تقرير وتحديد قيمة المؤسسة.

1. تعريف عملية التقييم:

عرفها مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية على أنها عبارة عن تخصيص أرقام لعناصر معينة أو لأحداث وفقاً لضوابط معينة، كما يمكن اعتبارها عملية مقارنة الهدف منها الحصول على معلومات دقيقة تؤدي إلى إمكانية تفضيل بديل على حساب آخر في حالة اتخاذ القرار. (الدولية، 2001)

أما مجلس المحاسبة الدولية فيعرفها على أنها " العملية التي يتم من خلالها تحديد القيمة النقدية التي يتم بها الاعتراف والإفصاح عن عناصر الوضعية المالية للمؤسسة في الميزانية وجدول حسابات النتائج وذلك وفق طرق تقييم معينة". (ريتشار، 2006)



2. مداخل التقييم المالي:

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، حيث توجد ثلاث مناهج أساسية وهي: منهج الدخل؛ منهج السوق؛ ومنهج الأصول. وضمن كل منهج توجد مجموعة من الطرق بإمكان المقيم استخدامها عند تحديد قيمة مؤسسة ما.

1.2. منهج الأصول: في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزامات، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية المحاسبية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالقيم الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو التزامات.

2.2. منهج الدخل: يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثمارا يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، حيث تحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة. فقيمة المؤسسة إنما تمثل دالة لثلاث متغيرات أساسية، والمتمثلة في: تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالبا تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكسه معدل الخصم، ومن بين أهم الطرق التي المتبعة هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم لإيرادات الفترة الواحدة؛ نموذج خصم أرباح الأسهم .

3.2. منهج السوق: يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة، أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدما. وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، (طارق، 2008) وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة إنطفا من الميزانية المحاسبية؛ قائمة الدخل... الخ، لكن غالبا لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها، وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.

II. معايير التقييم المالي للذمة المالية:

نتناول مختلف طرق المستخدمة في تحديد قيمة المؤسسة و التي تعتمد على ما تمتلكه المؤسسة وتضم مقارنة الذمة المالية مجموع من الطرق تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية. حيث تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها المحاسبية، وعند الحاجة الملاحق. و تتمثل في:

– طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛



- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛

- طريقة القيمة الجوهرية؛

- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

1. طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC:

حسب النظام المحاسبي المالي ومن خلال الفقرة 1.112 التي جاء نصها كالآتي: " تركز طريقة تقييم العناصر المقيدة في الحسابات، كقاعدة عامة، على اتفاقية التكاليف التاريخية. في حين يعتمد حسب بعض الشروط إلى مراجعة تجرى على ذلك التقييم بالاستناد إلى: (الجريدة، 2009)

- القيمة الحقيقية (أو التكلفة الراهنة)؛

- قيمة الإنجاز؛

- القيمة المحينة (أو القيمة النفعية)."

1.1 . الأراضي:

تقيم الأراضي بعدة طرق نذكر منها:

أ. التقييم بواسطة التكلفة العقارية: تستعمل هذه الطريقة لتقييم الأراضي المبنية، حيث تتكون التكلفة العقارية لمبنى معين من سعر الأرض، وأتعاب الأخصائي في مسح الأراضي، وكل المصاريف المتعلقة بالتهيئة، والرسوم المتعلقة بالمشروع، و حسب هذه الطريقة يمكن حساب قيمة الأرض انطلاقاً من نسبة التكاليف العقارية من سعر تكلفة المتر المربع المبنى، وذلك بالبحث عن بنايات أنجزت حديثاً في المناطق المجاورة. (Choinel, 1991) وعليه يتم حساب قيمة الأرض المبنية على النحو التالي:

$$\text{قيمة الأرض} = \text{مساحة الأرض} \times \text{قيمة التكاليف العقارية للمتر}$$

ب. التقييم بواسطة سعر المتر المربع: يتم تقييم الأراضي الموجهة للاستغلال وفق هذه الطريقة بواسطة المقارنة مع أراض تملك نفس المميزات من حيث (النوعية، المساحة، ...)، أما بالنسبة للأراضي خارج الاستغلال فهي تقدر بسعر السوق.

$$\text{قيمة أرض غير مبنية} = \text{سعر المتر المربع} \times \text{المساحة}$$

$$\text{قيمة أرض مبنية} = \text{قيمة أرض غير مبنية} - \text{التخفيض المطبق}$$

2.1. المباني:

يمكن حساب قيمة المباني وفق مقاربتين هما:

أ. مقارنة قيمة إعادة البناء: تركز هذه المقاربة على نوع المبنى الضروري للنشاط و قيمة الاستعمال كونه يدخل في عملية الاستغلال، فتحسب قيمته بالمقارنة مع مبنى آخر جديد له نفس المميزات والمردودية والنشاط إلى حد بعيد،



إذن من هنا يمكن معرفة تكلفة المتر المربع، وبضربه في المساحة المبنية آخذين بعين الاعتبار معامل القدم ومعامل الامتلاك نجد القيمة الاستعمالية للمبنى، وذلك على النحو الآتي :

القيمة الإستعمالية للمبنى = المساحة المبنى × معامل القدم × تكلفة البناء للمتر المربع × معامل الإمتلاك

ب. **طريقة المقارنة:** تعتمد هذه الطريقة في تقييمها للمباني خارج الاستغلال بإيجاد مبنى جديد شبيه بالمبنى الحالي من حيث الموقع والمساحة وعناصر التجهيز، ... إلخ تم بيعه أثناء عملية التقييم، فنطبق على تلك القيمة معامل القدم باستخدام (السن، الحالة، ...)، لكن الإشكالية في تطبيق هذه الطريقة هو إيجاد مبنى جديد مماثل للمبنى المراد تقييمه نظرا للتطورات الحاصلة في تقنيات البناء، وهذا ما يعاب على هذه الطريقة. ويمكن صياغتها على النحو الآتي :

قيمة المبنى = القيمة الجديدة (1-R معامل القدم)

$$R = 1 - T_o / T_N \quad \text{حيث أن}$$

T_o مدة الحياة الباقية للأصل المعني ، T_N مدة الحياة الكلية للأصل

هذه الطريقة أكثر صدقا، لكن لا نستعملها إلا عندما يتوفر لدينا سوق لعناصر قابلة للمقارنة. مع عدد كافي للمبادلات (Transactions) .

ت. **طريقة التقدير بواسطة الدخل :** تطبق هذه الطريقة عموما في الحالات الخاصة والمتعلقة بالمباني المؤجرة، بحيث يطبق معدل رسملة للعوائد التي تحصل عليها المؤسسة نتيجة تأجيرها لها، كما يمكن استعمال هذه الطريقة بالنسبة للمباني غير المؤجرة وذلك بواسطة تقدير نظري للعوائد، وفي هذا الشأن على الخبير أن يكون محتاطا وحذرا نظرا لعدم تأجيرها فعلا. نلاحظ أن النظام المحاسبي المالي في الفقرة 12.121 حيث جاء نصها كما يلي : " .. القيمة الحقيقية للأراضي والمباني هي في العادة قيمتها في السوق. وتحدد هذه القيمة استنادا إلى تقدير يجريه مقومون محترفون مؤهلون. " (الجريدة، 2009) وهو ما يتناسب مع ما سبق ذكره.

3.1. المعدات :

لا تختلف الطرق المستعملة في هذا النوع من الاستثمارات عن سابقاتها المطبقة في المباني، ويمكن ذكر هذه الطرق بشكل موجز على النحو الآتي :

أ. **التقييم بواسطة قيمة الاستعمال:** تعتمد طريقة قيمة الاستعمال في تقييمها للمعدات على القيمة الجديدة (la valeur à neuf) المصححة بتطبيق معاملات تسمح بالأخذ في الحسبان مدة الحياة الباقية والتي يمكن تقديرها من خلال معدل الاستخدام ومدى أهمية الصيانة المطبقة. وعليه يمكن حساب قيمة الاستعمال بالعلاقة الآتية :

$$\text{قيمة الإستعمال} = \frac{\text{القيمة المحاسبية للصافية} \times \text{القيمة الجديدة}}{\text{القيمة الاجمالية}}$$

ب. **التقييم عن طريق المقارنة:** تعتمد طريقة المقارنة في تقييمها للمعدات على إيجاد قيمة معدات موجودة في سوق الأدوات، حيث يتعين على الخبير هنا إيجاد آلة من نفس الطبيعة والنوعية وتخصصات الاستعمال والقدرة التقنية،



للآلة المراد تقييمها، وبالرغم من موضوعية هذه الطريقة في إيجاد قيمة الآلة المستعملة إلا أنه عند تطبيقها يواجه الخبير صعوبات تكمن في إيجاد الآلة المماثلة في سوق الأدوات المستعملة، لهذا يتطلب الأمر دراسة عميقة ودقيقة في تحديد أسعار هذه الآلات من خلال إيجاد السوق التي تناسب علامة الجهاز الموجود بالمؤسسة، ذلك حتى يكون هناك اقتراب حقيقي في تقدير قيمة المعدات.

ت. التقييم عن طريق تكلفة الحيازة: تقيم المعدات وفق هذه الطريقة بتكلفة الحيازة التي يتم تصحيحها بمعامل إعادة التقييم وكذا معامل القدم حيث توجد نماذج معيارية لحساب هذا الانخفاض؛ والنموذج المستعمل في هذه الحالة هو كالتالي :

$$V = P(1 + i) \frac{D - A}{D}$$

حيث أن: P تكلفة الحيازة، D: المدة الكلية لحياة الآلة. A: عمر الآلة. I: معامل إعادة التقييم.

ث. التقييم عن طريق إعادة التقييم: تقوم هذه الطريقة على استحداث الاستثمارات في حالة تعدد سنوات الحيازة عليها، وذلك باستعمال معامل الاستحداث ومعامل القدم، ويمكن استخدام هذه الطريقة لكل آلة على حدى كما يمكن استخدامها لمجموعة من الآلات المتجانسة (Brilman, 1993).

نلاحظ أن النظام المحاسبي المالي في الفقرة 12.121 حيث جاء نصها كما يلي:....والقيمة الحقيقية لمنشآت الإنتاج هي أيضا قيمتها في السوق. وعند غياب مؤشرات تدل على قيمتها في السوق (منشأة متخصصة) فإنها تقوم بتكلفة تعويضها الصافية من الإهلاك. " (الجريدة، 2009)

4.1. الأصول المالية:

في نهاية السنة تعمل على تقييم أصولها المالية فإذا كانت سندات المساهمة المسعرة في البورصة تقيم على أساس متوسط السعر البورصي لعدد معين من الأشهر الأخيرة. أما بالنسبة للسندات غير المسعرة فميز حالتين:

- إما أن المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات أخرى ومن ثم فإن هذه الأخيرة تعتبر فروعاً من المؤسسة المساهمة، وبالتالي تقييمها يتم تبعاً لنفس المبادئ المستعملة للمؤسسة الأم وبعدها ندمجها؛
- أما في حالة ما إذا كانت المؤسسة مساهمة بنسبة صغيرة أي أن المؤسسة تكون متنوعة لحفاظتها المالية فإن عملية تقييمها تتم حسب عدة أسس منها استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم، أو استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيها أقل كأساس للتقييم.

أ. سعر التكلفة كأساس للتقييم: ويعني ذلك استخدام القيمة الدفترية لسندات المساهمة، وما يعاب على هذه الطريقة أن القيمة التي ستظهر بها تلك المستندات في الميزانية لن تعكس القيمة الجارية لها (الحقيقية).

ب. سعر السوق الجاري كأساس للتقييم: أي إجراء تعديل القيمة الدفترية لسندات المساهمة لكي تعكس القيمة السوقية الجارية أنها تمثل أفضل المؤشرات عن القوة الشرائية في تاريخ إعداد الوثائق المحاسبية.



ت. سعر التكلفة أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم : يستخدم سعر التكلفة كأساس للتقييم إذا لم يحدث تغيير في أسعار شراء تلك السندات أو اتجهت الأسعار إلى الارتفاع، و يتم استخدام سعر السوق كأساس للتقييم عندما تتجه الأسعار إلى الانخفاض، وبذلك نجد هذه الطريقة تعترف بالخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار السوق دون الاعتراف بالإيرادات، أي أنها تعترف بالتقلبات في أسعار السوق في اتجاه واحد. فهي اعتمدت مبدأ الحيطة والحذر وعند تحديد نتيجة أعمال المؤسسة من ربح أو خسارة، أو عند الإفصاح عن المركز المالي. كما يمكن أيضاً تقييم المساهمات الصغيرة باستخدام إحدى الطرق الآتية:

- بقيمتها التفاوضية (خاصة إذا كانت أسهم المؤسسة مسعرة في البورصة)؛
- بأخذ متوسط القيم الناتجة من مختلف الطرق.

نص النظام المحاسبي المالي ضمن الفقرة 5.121 ، حيث جاء نصها كما يلي: يقدر الكيان عند حلول كل تاريخ إقفال الحسابات إلى تقدير وتفحص ما إذا كان هناك أي مؤشر يدل على أن أي أصل من الأصول المالية لم يفقد قيمته فقط، وإذا ثبت وجود مثل هذا المؤشر، فإن الكيان يقوم بتقدير القيمة الممكن تحصيلها من الأصل. اما الفقرة 6.122 التي جاء نصها كما يلي " :تقيم القيمة القابلة للتحصيل للأصل بأعلى قيمة بين ثمن البيع الصافي والقيمة النفعية." (الجريدة، 2009)

ومنه قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي المصحح تساوي:

الأصل المحاسبي المصحح=الأصل الصافي للميزانية-الخصم الحقيقي(ديون حقيقية) -/+ تصحيحات فائض أو نقص قيمة.

2. القيمة الجوهرية:

أدخل مفهوم القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من طرف الخبراء الألمان سنة 1960، وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية (Brilman, 1993) مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكون الذمة المالية للمؤسسة، وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكونة لها عن نمط تحويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة. ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة (العتاد المحصل عليه بواسطة القرض الإيجاري)، آخذين بعين الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار والمستأجر والمستعار المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية والأتعاب لتكتملة وتحديد الحفاظ على المعدات، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال، وعليه، يمكن حسابها على النحو التالي:

القيمة الجوهرية الإجمالية= الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار



الضرورة للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتحديد والحفاظ على المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال.

إنما يمكن ملاحظته في هذه العلاقة، هو حساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية (لديون متضمنة في حسابه)، غير أنه في الواقع نجد بعض الخبراء، خاصة منهم المنتمين للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين، قد قسموا القيمة الجوهرية، بالإضافة إلى السابقة (الإجمالية) إلى صنفين آخرين وذلك حسب معيار مكونات تمويل الأصول هما:

3. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف (A.Barnay) و (G.Calba)، حيث يعتبر البديل الذي جاء على أثر الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصاً ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال. (Tchemeni, 1993) وتحسب الأموال الدائمة والضرورة للاستغلال بالمعادلة التالية: (patrice, 1990)

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال + احتياج رأس المال العامل للاستغلال.

III. معايير التدفقات النقدية :

تتحدد قيمة المؤسسة مع أخذاً بعين الاعتبار مقدرة المؤسسة على إفراز مختلف التدفقات في المستقبل وعلى مدى أفق قد يمتد إلى ما لا نهاية، وعملاً بمبدأ النظرية المالية القاضية بأن قيمة أصل ما تساوي القيمة الحالية للتدفقات الممكن أن تنتج عن استغلال هذا الأصل، و نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة أن تتولد عن استغلال هذه المؤسسة، وذلك باستعمال معدل تخمين يعكس المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بتحقيق المردودية مستقبلاً.

1. فائض القيمة Goodwill:

يتم الحصول على قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة بإضافة قيمة هذه الأخيرة إلى القيمة الدفترية الصافية المعدلة. وذلك وفقاً للعلاقة التالية:

$$V = ANCC + GW$$

V : Valeur de l'entreprise. ANCC : Actif net comptable corrigé. GW : Goodwill

وتحسب قيمة فائض القيمة بعدة طرق مختلفة مباشرة وغير مباشرة يمكن حساب كل طريقة بشكل إجمالي

1.1 الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة:

حاولت الطرق غير المباشرة تجاوز القصور الذي تم تسجيله على مدخلي الذمة المالية والمردودية عند اعتماد كلٍ منها على حدى، وذلك عبر إدخالها لمفهوم القيمة الكلية للمؤسسة التي تتكون من قيمة المردودية وقيمة إحدى طرق الذمة المالية. وتسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، يعتبر أصحاب الطريقة أن فائض القيمة يمثل الفرق



بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC أو القيمة الجوهرية الإجمالية VSB).

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المحاسبي المصحح (ANCC) لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة (V).

وتعطي الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي:

$$V = ANCC + GW \quad \text{القيمة الإجمالية للمؤسسة تساوي:}$$

$$GW = V - ANCC \quad \text{قيمة فائض القيمة}$$

$$GW = \frac{1}{2i} (B - i * ANCC)$$

ومنه قيمة الإجمالية للمؤسسة تحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$v = ANCC + \frac{1}{2i} (B - i * ANCC)$$

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} (CB - i * VSB)$$

حيث أن: B: الربح المتوقع، i: سعر الفائدة، V: القيمة الإجمالية للمؤسسة، بالقدرة الربحية CB

2.1. الطريقة المباشرة لحساب فائض القيمة:

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة أهمها:

أ. الطريقة الأنجلوسكسونية: تعرف هذه الطريقة أيضًا باسم طريقة الربح السنوي وهي المداخل أو الأرباح الناتجة عن استغلال الأصول المعنوية، حيث نفترض أنها ثابتة و تؤوّل إلى الألفية. (Mauguiere, 1990) وتم حساب فائض القيمة (GW) على الشكل التالي:

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i * VSB)$$

$$V = ANCC + \frac{1}{t} (CB - i * VSB)$$

$$v = ANCC + \frac{1}{t} (B - i * ANCC)$$

i: سعر الفائدة بدون مخاطر؛ t: معدل استحداث بمخاطر حيث يكون أكبر من i كونه يضاف إليه ما بين 25% إلى 50% كنسبة مخاطر.

ب. طريقة الخبراء المحاسبين: حسب هذه الطريقة فإن قيمة الأموال الخاصة تكون وفق العلاقة التالية: (Albert & Mapapa, 2007)

$$GW = \sum_{k=0}^n \frac{B_k - i * ANCC}{(1+r)^k}$$

$$V_p = VC + \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+r)^t}$$



2. القيمة السوقية المضافة MVA:

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية للسهم، وتعطي تقييما شاملا لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروبا في عدد الأسهم، وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين. وتحسب القيمة السوقية المضافة لمجموعة من السنوات؛ حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدره لحظة التقييم، وذلك كما يلي

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

CMPC: تكلفة رأس المال

EVA_t القيمة الاقتصادية للفترة t،

3. الطرق المرتكزة على مقارنة الربح:

يرى كل من " P.Loranze " و " R.teller " بأن المردودية بصفة عامة عبارة عن الفائض النقدي الناتج عن العمليات الخارجية والداخلية للمؤسسة، وبالتالي فالمردودية عبارة عن علاقة بين قوة تحقيق النتائج وحسم تكلفة الأموال المستثمرة. حيث يعد الربح أهم مؤشر يمكن الاعتماد عليه في قياس قدرة المؤسسة على إفراز المردودية، كما يعتبر الأساس الذي يعتمد عليه في تقدير باقي التدفقات. ولتحديد مقدار الربح عادة ما يتم حساب المتوسط الحسابي المتوقع للأرباح المحققة في السنوات الثلاثة أو الخمسة الماضية التي تسبق عملية التقييم. باستعمال معاملات، كون أرباح السنوات الأبعد ذات دلالة أقل. ويتم الترجيح بحيث تميل أكثر لربح السنة الأقرب حسابه على النحو التالي: (Conso & Hemici, 1999)

$$\text{متوسط الربح المتوسط} = \frac{1 \times \text{ربح} (t-3) + 2 \times \text{ربح} (t-2) + 3 \times \text{ربح} (t-1)}{6}$$

تعتمد هذه الطريقة في تحديد قيمة المؤسسة على استحداث متوسط الربح المتوقع بمعدل تحيين معين، وهي أكثر الطرق استعمالا من طرف الخبراء، وتتحسب وفق العلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t}$$

حيث: B متوسط الربح المتوقع، V قيمة المؤسسة، I معدل التحيين، t مدة التحيين

إن حساب القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة الحصول عليها خلال فترة التحين، لتحديد قيمة المؤسسة أو السهم ونتيجة للمخاطر المرتبطة بإمكانيات تحصيل هذه التدفقات مستقبلا، سيكون من المهم الاعتماد على معدل تحيين يعكس هذه المخاطر من جهة. كما لا يجب أن يقل عن معدل العائد المحصل عليه في توظيفات خالية من المخاطرة من جهة أخرى. وعليه فمعدل التحيين نحصل عليه بإضافة علاوة المخاطرة لمعدل العائد الخالي من المخاطرة. حيث يتم تحديد معدل التحيين من خلال مرحلتين:



المرحلة الأولى: اختيار المعدل المنتظر من طرف المستثمر انطلاقا من تحكيم يتم بالمقارنة مع التوظيفات الأخرى المالية والبورصة، حيث يمكن الاعتماد على عدة أسس مرجعية في التطبيق، والمعدل المرجعي يتم اختيار بين المعدلات التالية :

-معدل الفائدة ويقصد به معدل الفائدة البنكي، ومعدل الاقتراض المباشر طويل الأجل؛

-المعدل المتوسط لأسهم الشركات المسعرة؛

-تكلفة رأس مال المؤسسة لأنه يمثل تكلفة وسطية مرجحة لمختلف موارد التمويل المستعملة؛

المرحلة الثانية: الأخذ بعين الاعتبار ما يسمى بعلاوة المخاطر prime de risque والتي تضاف لمعدل التحيين الخالي من المخاطر لجميع النشاطات الصناعية والتجارية لمقارن مع توظيف مالي دون مخاطر من جهة و عدم اليقين المرتبطة بالقوة و الضعف للمؤسسة و لقطاع نشاطها من جهة آخر .
وقد اجتهد كل من(Brilman Jean et Maire Claude) في هذا الشأن و اقترحا أربعة تصنيفات تبرر الإضافات(علاوات المخاطر) إلى معدل الأساس:

- أعمال مستقرة (Affaires mures et stables):مخاطر ضعيف 25% أو لمتوسط 50%.
- أعمال متطورة (A. de croissance) : مخاطر بحوالي (100%) .
- أعمال متقلبة (A. en retournement): مخاطر بحوالي (150%) .
- أعمال تواجه صعوبات (A. en difficulté) تصل علاوة المخاطر إلى غاية (200%) .

و يعبر عن ذلك كما يلي :

$$= i (1 + R)I$$

I معدل التحيين، i معدل العائد الخالي من المخاطرة

R : علاوة المخاطرة وتتوقف قيمتها على حدة المخاطر المحيطة بالمؤسسة. فكلما كانت هذه المخاطر مرتفعة، كلما تطلب ذلك الاعتماد على علاوة مخاطرة مرتفعة و العكس صحيح.

4. الطرق التقييم المعتمدة في تحيين أرباح الأسهم:(التوزيعات):

ترتكز فكرة هذا المفهوم على أعمال الاقتصادي "إ. فيشر" (Fisher. I) الذي وضع في سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، وتحليل معدلات الفائدة على أساس أنها أسعار (معدل خصم) لتدفقات الخزينة على أساس أنها مبالغ يمكن تقديرها نقد.وتهدف هذه الطرق إلى تحديد قيمة السهم مع الأخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل.



1.4. نموذج Irving Fisher :

يفترض عند تقدير القيمة العادلة للسهم، أن القيمة العادلة دالة للقيمة المخصومة لتوزيعات الأرباح المتوقع في المستقبل التي يتم خصمها بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر لتعويض حالات عدم التأكد لتلك التوزيعات النقدية و وفق الصيغة الآتية: (خضير، 2014)

$$P_0 = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t} \dots \dots \dots \text{معادلة}$$

حيث ان :

P_0 : القيمة العادلة للسهم (القيمة الحقيقية للسهم)، D_t : مقسوم الأرباح المستقبلي للفترة (t)، K: معدل العائد المطلوب (معدل خصم).

وعلى الرغم من أن هذا النموذج يتسم بالسهولة إلا أن صعوبات تطبيقه تكمن في دقة التنبؤ لتوزيعات الأرباح النقدي إلى اجل غير محدود (ما لا نهاية)، هذا بجانب أن القيمة الحالية لسعر السهم الحالي في الأجل البعيد تساوي صفراً. ولتجاوز صعوبات النموذج العام لخصم توزيعات الأرباح، طورت عدد من النماذج منها:

2.4. نموذج النمو الصفري:

الافتراض الرئيسي لنموذج النمو الصفري ثبات لتوزيعات الأرباح المتوقع في المستقبل، أي أن توزيعات الأرباح الحالية مساوية لتوزيعات الأرباح المستقبلية ولجميع الفترات ($D_1=D_2=D_3=D_t$)، وعليه فإن معدل النمو في مقسوم الأرباح النقدي مساوي للصفري. والصيغة الرياضية لنموذج النمو الصفري كالاتي: (فايز، 2010)

$$P_0 = \frac{D_0}{K}$$

3.4. نموذج النمو الثابت:

طور هذا النموذج من قبل Gordon عام 1963، فضلاً عن افتراض أن مقسوم الأرباح للسهم الواحد ينمو بمعدل ثابت وعلى وفق الأتي (فيصل، 2008):

$$p_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

حيث ان: g: معدل النمو لتوزيعات الأرباح

وعليه فإن قيمة الأسهم العادية مع نمو توزيعات الأرباح بمعدل ثابت يمكن حسابها هي وفق الصيغة الآتية:

$$P_0 = \frac{Div}{(1+k)} + \frac{Div(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{Div(1+g)^2}{(1+k)^3} + \frac{Div(1+g)^3}{(1+k)^4} \dots \dots \dots$$

$$= \frac{Div}{1+K} \times \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+K)} + \frac{(1+g)^2}{(1+K)^2} + \frac{(1+g)^3}{(1+K)^3} \dots \dots \dots \right]$$

$$= \frac{Div}{(K - g)}$$



حيث إن g : معدل النمو، Div : توزيعات السهم في نهاية الفترة الأولى

هذه هي الصيغة لحساب القيمة الحالية للنمو الدائم يعد نموذج Gordon من أكثر النماذج شيوعاً في التطبيق لوضوح طبيعة ومعالم النموذج، إلا أن المآخذ على النموذج افتراض ثبات معدل نمو توزيعات الأرباح، الذي يعد في الواقع أمراً مثالياً، بالإضافة إلى إن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب عبر الزمن أمراً غير مقبول وذلك لتأثر العائد بالعديد من العوامل على سبيل المثال أسعار الفائدة (معدل العائد الخالي من المخاطرة) هذا من جانب ومن جانب آخر انه يمكن استخدام النموذج إذا كان معدل العائد المطلوب (K) أكبر من معدل نمو توزيعات الأرباح (g) فقط، أما في حالة كون معدل نمو توزيعات الأرباح أكبر من معدل العائد المطلوب، فإن القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم ستكون سالبة، كما أن في حالة تساوي معدل العائد المطلوب مع معدل نمو في توزيعات الأرباح فإن القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم ستكون ما لا نهاية، وليس من المنطق أن تكون القيمة العادلة للسهم سالبة أو ما لا نهاية.

5. مضاعف السعر إلى العائد PER:

تلعب هذه العلاقة دوراً في تقييم المؤسسات حيث تستخدم التسمية الأنجلوساكسونية PER ليس لكونها مصطلح انجليزي وإنما لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين.

1.5. مفهوم مضاعف السعر إلى العائد:

يهدف إلى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته. ويمثل المضاعف مقلوب معدل المردودية، وتطبق في مجال تقييم المؤسسات بشكل عام عدة مضاعفات تعكس الأوضاع المختلفة لعمليات التقييم والهدف من ورائها، أما في مجال تقييم أسهم الشركات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق المالية، فغالبا ما يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد PER والذي يعد من بين المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها.

ويتم حساب مضاعف السعر إلى العائد على النحو الآتي:

$$\text{المضاعف PER} = \text{ربح السهم} \div \text{سعر السهم}$$

2.5. السعر والعائد:

يلاحظ أن المضاعف يمثل نسبة بين عنصرين هما:

- السعر: هو متغير داخلي يتم استقاؤه من البورصة، و هو يخضع لآلية العرض و الطلب داخل السوق وتعدد أسعار الأسهم المسجلة في البورصة يطرح مشكلة تحديد السعر الواجب تطبيقه، وأمام هذا المشكل عادة ما يتم أخذ سعر الإقفال في اليوم الذي تجرى فيه عملية التقييم و الذي يمثل أحدث سعر و يعكس قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية بناء على أحدث المعلومات الواردة للسوق و هو ما يهتم أكثر المستثمرين الماليين.



- العائد: على عكس السعر يتم استقاء عائد السهم (الربح) من مصادر خارج السوق. و يتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية للشركة المعنية، و يلاقي هو الآخر اختلافا بين الممارسين و الأكاديميين نظرا لتعدد مفاهيمه (الربح الصافي من الضرائب، النتيجة الجارية... الخ) و الأزمنة المختلفة التي ينشأ فيها (الماضي، الحالي، المستقبل)، مما يؤدي إلى اختلاف قيمة المضاعف فيما لو استعملت مفاهيم و قيم مختلفة له. و نجد أنّ البعض يوصي باستعمال ربح السهم (BPA)، و الذي يمثل الثروة النظرية للمساهم السنة الجارية دون أن يكون ذلك إلزاميا.

كما يمكن حساب PER بالمعادلة التالية:

$$V = E \frac{P}{E}$$

V قيمة المؤسسة E الربح الإجمالي للمؤسسة. P/E : يمثل نسبة سعر السهم / الربح و يتم حصول عليه من البورصة.

إن تطبيق هذه الطريقة يحتاج إلى توفر بورصة قيم تتميز بمستوى مقبول من الكفاءة يمكن معها الحصول على نسبة P/E ذات دلالة ومعبرة عن الواقع للسوق أو لقطاع معين أو المؤسسة تفيد كمؤشر يستعمل في عملية التقييم المرتكزة على المقارنة سواء للمؤسسات المسعرة أو غير المسعرة منها، وهو ما يفسر استعمال معامل P/E في مجال تقييم واتخاذ القرار في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

6. الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي :

1.6 مفهوم التدفق النقدي (Cash Flow):

مفهوما انجلوسكسوني و يتجلى هذا من حيث تسميته، حيث يمثل الفرق بين النقدية المحصلة و النقدية المدفوعة خلال فترة زمنية معينة. بالمقابل نجد المصطلح باللغة الفرنسية و هو ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي، الذي يمثل مجموع الموارد التي تم تحقيقها من مزاوله نشاط المؤسسة من اجل ضمان العملية تمويلها، و تضم هذه الموارد الربح الصافي ومخصصات الإهلاكات والمؤونات (تخفيض المسترجعة منها). و يمكن كتابة المعادلة الرياضية الخاصة بعملية التقييم المعتمدة على DCF على النحو التالي:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VF}{(1+k)^t}$$

حيث أن VE : قيمة المؤسسة CF_t : تدفقات الخزينة للسنوات المعتمدة في التقييم. Valeur résiduelle VF (القيمة المتبقية للمؤسسة).



2.6. حساب التدفق النقدي:

تتمّ هذه العملية عبر المراحل:

حساب تدفّقات الخزينة المتاحة لكلّ سنة.

التدفق النقدي = النتيجة التشغيلية بعد الضريبة + مخصصات الإهلاك والمؤونات + التغير في احتياجات رأس المال العامل - الاستثمارات الجديدة

$$CF_t = RE_t + DAm_t + DProv_t - BFR_t - I_t$$

RE_t النتيجة التشغيلية بعد الضريبة ، $DAm_t + DProv_t$ مخصصات الإهلاك والمؤونات

BFR_t التغير في احتياجات رأس المال العامل ، I_t الاستثمارات الجديدة

حساب القيمة النهائية: تمثل هذه القيمة التدفق النقدي الإضافي لسنة الأخيرة حسب خطة العمل المحددة من طرف المقيم. وتحسب هذه القيمة في حالة النمو اللانهائي وفقا للعلاقة التالية: (Simon, 2013)

$$VF = \frac{CF_{t+1}}{k - g}$$

g معدل النمو ، CF_{t+1} تدفق السنة الأخيرة ، VF القيمة النهائية للمؤسسة

في هذه المرحلة الأخيرة يقوم المقيم بتعيين قيمة التدفّقات النقدية الحرة و ذلك باستعمال معدّل تعيين يتمّ تحديده بالاعتماد على معدّل العائد دون المخاطرة و علاوة المخاطرة، وعادة ما يكون تكلفة الأموال الخاصة. وتتحدد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كما يلي:

قيمة المؤسسة = التدفّقات النقدية الحرة - الديون الصافية

$$V = VE - \text{Dettes financières nettes}$$

IV. دراسة حالة شركة الإسمنت عين الكبيرة سطيف:

تم إجراء عملية التقييم المالي لشركة الإسمنت عين الكبيرة سطيف بتاريخ 30 جوان 2015 من قبل مركز تقنيات المعلومات والاتصال (CETIC) ببيومرداس لغرض الإصدار زيادة قدرها 35% في رأس المال الذي يمثل 11,846,000 سهم جديد بسعر ثابت يبلغ 1,600 دينار جزائري لكل سهم. حُدّدت فترة الإصدار من 15/05/2016 إلى 13/6/2016 ضمناً .

وذلك باستخدام أربع طرق وكانت النتائج المسجلة كما يلي :



1. طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة ANCC:

جدول رقم 01 : يوضح طريقة ANCC (المبالغ (مليون دج)

الأسول	القيمة المحاسبية الصافية	إعادة التقييم	فرق التقييم
تثبيات معنوية	1	1	0
تثبيات عينية	19161	23471	4292
تثبيات مالية	5544	5544	0
مخزونات	2117	1905	-212
ذمم وما يماثلها	235	235	0
نقديات	1761	1761	0
مجموع الأصول	28819	32899	4080
مجموع الديون	8086	8086	
مج الأصول المحاسبية الصافية المصححة ANCC	20733	24813	

المصدر: Notice d'information de la Société des Ciments de Ain El Kebira SCAEK:

2. طريقة Goodwill :

جدول رقم 02 : يوضح طريقة Goodwill (المبالغ (مليون دج)

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية بعد الضريبة	2080	2097	4243	5088	5411	5718
مجموع الأصول المحاسبية الصافية المصححة	24813	26893	28990	33233	38321	43733
المعدل دون مخاطر 3,5%	868	941	1015	1163	1341	1531
الربح الفائض	1212	1156	3228	3925	4070	4187
معدل التحيين	0,888	0,789	0,7005	0,622	0,5527	0,4908
الربح الفائض المحين	1076	912	2261	2442	2249	2055
إجمالي الربح الفائض المحين	10996					
الربح الفئض الباقي المحين	14675					
الأموال الخاصة 2015/06/30	20066					
قيمة شركة scaek بطريقة	45737					
Goodwill						

المصدر: Notice d'information de la Société des Ciments de Ain El Kebiras scaek



3. طريقة MVA:

المبالغ (مليون دج)

جدول رقم 04 : يوضح طريقة MVA

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
29200	33068	36939	40822	42828	32826	الأصول الاقتصادية
22,02%	18,54%	15,71%	12,29%	7,14%	10,02%	المردودية الاقتصادية Re
14,05%	14,05%	14,05%	14,05%	14,05%	14,05%	تكلفة الأموال الخاصة %14,05
2327	1483	614	-720	-2961	-1324	القيمة الاقتصادية المضافة EVA
0,55	0,62	0,7	0,79	0,89	1	معامل التحيين %12,60
1286	923	430	-568	-2630	-1324	القيمة الاقتصادية المضافة المحينة EVAa
					-1883	إجمالي القيمة الاقتصادية المحينة
					13360	القيمة المتبقية المحينة
					11477	القيمة السوقية الإضافية MVA
					32883	الأصول الاقتصادية الصافية 2015
					-12000	الديون المالية
					0	أصول ثابتة خارج الإستغلال
					32360	قيمة الشركة scaek بطريقة MVA

المصدر: Notice d'information de la Société des Ciments de Ain El Kebiras scaek

4. طريقة Discounted Cash Flow DCF :

جدول رقم 03 : يوضح طريقة DCF

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
5718	5411	5088	4243	2097	2080	النتيجة الصافية بعد الضريبة
4286	4269	4255	4246	500	500	الإهلاكات
340	340	340	340	340	324	المصاريف المالية بعد خصم الضريبة على الأرباح
10344	10020	9683	8829	2937	2904	تدفقات الإستغلال
500	500	500	2400	10702	19847	الإستثمارات
35	34	67	455	270	390	تغيرات إحتياجات ر م ع
9809	9486	9116	5974	-8035	-17333	التدفقات النقدية
0,5525	0,6221	0,7005	0,7891	0,8885	1	معدل التحيين
5419	5901	6386	4714	-7139	-17333	الربح الفائض المحين
					-2052	إجمالي الربح الفائض المحين
					43010	التدفق النقدي الباقي المحين
					-12000	قروض مالية
					7203	رصيد الخزينة 2015/60/30
					36161	قيمة شركة scaek بطريقة DCF

المصدر: Notice d'information de la Société des Ciments de Ain El Kebiras scaek



جدول رقم 04 : يوضح مقارنة النتائج التقييم السابقة
المبالغ : مليون دج

الطريقة المستخدمة	القيمة المبالغ (مليون دج)
إجمالي الأصول المحاسبية الصافية المصححة ANCC	24813
بطريقة MVA	32360
طريقة DCF	36161
طريقة Goodwill	45737
متوسط القيم	34767

المصدر: Notice d'information de la Société des Ciments de Ain El Kebiras scaek

بناء على النتائج مختلف طرق التقييم أوصى المقيم باعتماد طريقة التدفقات النقدية المحينة DCF لأن هذه القيمة هي الأقرب للقيمة المتوسطة لطرق الأربعة .

قيمة الشركة بطريقة التدفقات النقدية المحينة: 36161000000 دج

عدد الأسهم : 2200000

قيمة السهم الجديد: 1643.68 دج

القيمة الإسمية للسهم: 100 دج

علاوة الإصدار الإجمالية لـ (35% عدد الأسهم الموجه للاكتتاب): 19471033280 دج

سعر إصدار السهم بعد خصم مبلغ 43.68 دج/سهم قدر بـ 1600 دج للسهم.

الخاتمة:

إن تحديد قيمة المؤسسة عملية معقدة تتطلب عدة إجراءات تتمثل في تحديد الغرض من عملية التقييم ، ثم جمع المعلومات الضرورية المالية والمحاسبية، ومعلومات حول نشاط المؤسسة ومحيطها الداخلي والخارجي، والقيام بتشخيص مالي للمؤسسة لتقييم أداؤها المالي، وتحديد طريقة التقييم التي تتناسب والغرض من التقييم وطبيعة المعلومات المتوفرة للمقيم المالي.و تتمثل طرق تقييم المؤسسة في طريقة الأصول الصافية المحاسبية ، طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة، القيمة الجوهرية، طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال، ومنها ما يعتمد على تقييم الأصول المعنوية للمؤسسة (طريقة فائض القيمة) والتي جاءت كأداة تصحيحية لطريقة الدّمة المالية التي أهمت الجانب المعنوي في تقييم المؤسسة مثل: الماركة، الكفاءات والمهارات، شهرة المحل... الخ و التي عادة ما يكون لها تأثير كبير في تحديد قيمة المنشأة، والتي تعرف باسم الدّمة المالية.

ولتصحيح الناقص في طريقة الدّمة المالية في عملية التقييم، تم استحداث طرق تعتمد على ما يفرزه استغلال المؤسسة لأصولها من مداخل مستقبلية والتي تأخذ عادة صورة أرباح، تدفق نقدي أو توزيعات في تحديد القيمة



والتي تسمى بطريقة المردودية والتي تتضمن طريقة فائق الاقتناء، طريقة التدفقات النقدية الحرة المخصوصة، طريق القيمة السوقية المضافة. إن مساهمة النظام المحاسبي في عملية التقييم المالي تتجلى في المفاهيم والمبادئ المحاسبية المعتمدة، وبدائل القياس المحاسبي المسوح باعتمادها، سواء تعلق الأمر بالتثبيات المعنوية والعينية والمالية وأصول الاستغلال، كما أن إدراج وتبويب عناصر الحسابات في صلب القوائم المالية يساهم في عملية التحليل المالي، حساب بعض المؤشرات التي تستخدم في عملية التقييم وبالتالي تساعد على اختيار طريقة التقييم المناسبة لتحديد قيمة المؤسسة. ويمكن حصر أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- وجود عديد المداخل المعتمدة في التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
- تضمن النظام المحاسبي المالي العديد من المبادئ والمعايير المتعارف عليها والتي من شأنها المساهمة في تحسين عملية التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية؛
- تتطلب عملية التقييم وجود سوق نشط لعناصر الأصول المادية، وكذلك وجود سوق مالي لتسعير الأسهم والأوراق المالية.

قائمة المراجع:

- الرسمية الجزائرية الجريدة. (2009).
- سعاد معاليم، و سميحة بوحفص. (2017). مجلة العلوم الإنسانية (14).
- سليم حداد فايز. (2010). الإدارة المالية. عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.
- شرويد وآخرون ريتشار. (2006). تقييم المؤسسة. السعودية: دار المريخ.
- عبد العال حماد طارق. (2008). التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة. الإسكندرية. الدار الجامعية.
- مجلس معايير المحاسبة الدولية. (2001). الإطار التصوري لإعداد القوائم المالية.
- مجيد علاوي خضير. (2014). القياس والإفصاح المحاسبي لصافي الأصول المحاسبية بإستعمال القيمة العادلة. مجلة بابل للعلوم الإنسانية بغداد ، 20.
- محمود الشرورة فيصل. (2008). الاستثمار في بورصة الأوراق المالية . عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- Brilman, J. M. (1993). Manuel d evaluation des entreprises. paris: Les edition d organisation .
- Choinel, A. (1991). Lingenierie Financiere. paris: Revue Banque .
- Corhay Albert ،Mbangala Mapapa .(2007). Fondement de gestion Financiere .Liege: Les edition de l universite de liege.
- Henri Manguiere .(1990) .L evaluation des entreprises . paris: Edition Dunod.
- p Conso ،f Hemici .(1999) .Gestion Financiere de L entreprise .paris: Dunod.
- Pariente Simon .(2013) .Anlyse financiere et evaluation d entreprise methodologie-diagnostic prix d offre .paris: pearson.
- Tchemeni, E. (1993). Evaluation des enterprise. Paris: Edition Economica.