

# أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر

د. علال بن ثابت

أستاذ محاضر في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة عمار ثليجي – الأغواط

## الملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أهم الأساليب المطبقة في تقييم المؤسسات، سواء عند خصخصتها أو عند الاندماج والاستحواذ أو لإعادة الهيكلة أو لأسباب أخرى. وغالبا ما تتعد هذه الأساليب بتعدد المداخل، فهناك مجموعة من الطرق تعتمد على مدخل الذمة المحاسبية وهناك طرق أخرى منبثقة من المدخل المالي أو التدفقات النقدية، إضافة إلى مجموعة أخرى تعتمد على مدخل فائض القيمة.

كما تم التطرق كذلك إلى تجربة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي مستها عملية التقييم، خاصة تلك المؤسسات التي تم خصخصتها جزئيا عن طريق البورصة، كمؤسسة صيدال، ومؤسسة الرياض سطيف وفندق الأوراسي. حيث ظهر أن كل مؤسسة تعتمد على طرق أو توليفة من الطرق تختلف عن المؤسسات الأخرى.

الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة، طرق تقييم المؤسسة، تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

## Abstract:

*This study aims to identify the most important methods applied in firm evaluation, in case of privatization, merger, acquisition, restructuring, or for whatever relevant reasons.*

*Most often different and various methods are used with distinct approaches; There are a variety of methods depends on the balance sheet-based approach, where there are other methods fall within the financial or cash flows approach. where as some based on the approach of goodwill.*

*We have discussed as well the experience of some Algerian economic companies which have been subject to the evaluation process, Particularly those companies that have been partially privatized through the stock exchange, such as: Soidal corporation, and the Eriad Setif and El Aurassi Hotel. We find out that each company relies upon a method or combination of methods which differ from one firm to the other.*

**Key words:** firm value, company valuation methods, evaluation of Algerian Economic firms.

**مقدمة :**

تقييم المؤسسات هو أداة لقياس القيمة العادلة لها ولنشاطها ما عند نقطة معينة من الزمن، ومن ثم تحديد سعر لها ولأسهمها. وهناك العديد من تلك الطرق والأساليب المطبقة، وهذه الطرق لها تقسيمات متعددة ، فمنها من يركز على مقارنة الذمة المالية ، ومنها من يركز على مقارنة التدفقات والدخل، ومنها من يركز على مقارنة فائض القيمة . وهو ما يعني أنه ليس هناك طريقة تكون بمثابة الوسيلة الفعالة التي تحقق النجاح لأي عملية تقييم لمؤسسة وبالتبعية لسهمها.

وشهدت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بعض عمليات التقييم سواء لأصولها، أو بغرض الخصخصة والدخول للبورصة. ويعتبر موضوع تقييم المؤسسات الجزائرية جد مهم، خاصة في مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق التي تتميز بإصلاحات اقتصادية تمس الجانب الكلي من أبرزها إنشاء البورصة ، وتمس الجانب الجزئي من إعادة هيكلة وخصخصة المؤسسة الاقتصادية، إضافة إلى ذلك يشهد الاقتصاد في هذه المرحلة انفتاحا وتحورا لمختلف قطاعاته، يبرز مكانة عملية تقييم المؤسسات بقوة.

نحاول في هذه الدراسة تبيان أهم أساليب التقييم وتطبيقاتها في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، من خلال المحاور التالية:

- المحور الأول: مفاهيم عن تقييم المؤسسات
- المحور الثاني: أساليب التقييم
- المحور الثالث: بعض التطبيقات في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

**I - مفاهيم عن تقييم المؤسسات :**

يرتكز التقييم على عملية حساب القيمة المستقبلية لمؤسسة ما انطلاقا من واقعها وتوقعاتها المستقبلية وقدرتها على تحقيق الربح من عدمه . ويتم بتقييم المؤسسات لعدة أسباب :التنازل عن المؤسسة أو الاندماج، الدخول إلى البورصة، دخول شركاء جدد، توقيف النشاط، خروج أحد الشركاء...

**1 . مفهوم قيمة المؤسسة وأنواعها :**

تعتبر قيمة المؤسسة عن المبلغ المتوقع العادل الذي خلص إليه خبير متخصص ، ويحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بعملية التقييم، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.<sup>1</sup>

وتجدر الإشارة إلا أن هناك اختلاف بين قيمة المؤسسة وسعرها، فقيمة المؤسسة تتحدد انطلاقا من عدة معايير ومحددات داخلية وخارجية تتعلق بالمؤسسة المراد تقييمها، أم السعر فيقصد به المبلغ الذي يطلبه البائع أو الذي

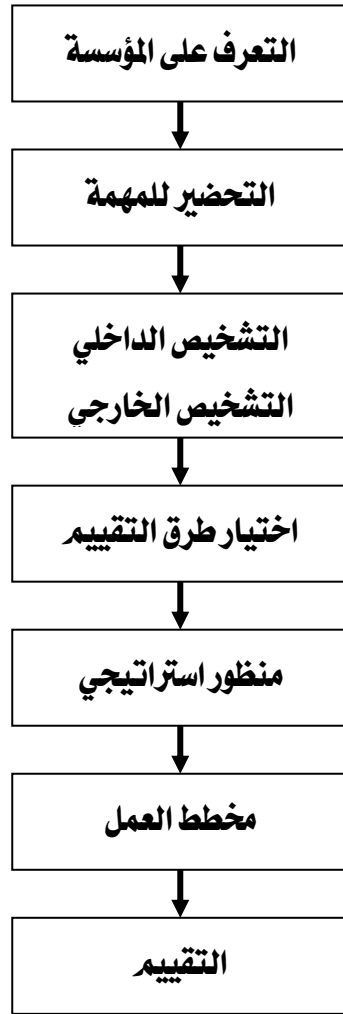
يتحدد من خلال العرض والطلب، وغالبا ما تختلف قيمة المؤسسة الحقيقية عن سعرها في السوق، وهذا ناتج عن عدم المام الأعوان الاقتصاديين بكافة ظروف نشاط المؤسسة واملثانياتها.<sup>2</sup> ونميز بين أنواع القيم التالية في المؤسسة:<sup>3</sup>

- قيمة السوق *La valeur du marché* : وهو السهر الذي ينشأ في السوق من خلال قانون العرض والطلب ، وهو الذي يمكن أن يمكن أن يحصل عليه البائع أو يدفعه المشتري في سوق تنافسية.
- قيمة الحيازة *La valeur d'acquisition* : وهي عبارة عن السعر الاجمالي المدفوع لامتلاك أصل او استثمار معين، ويعبر عنه بسعر التكلفة الاجمالي، والذي غالبا ما يتم حسابه بالقيمة الدفترية الصافية.
- قيمة التصفية *La valeur de liquidation* : وهي تقييم أصول المؤسسة عند التوقف عن النشاط لسبب أو آخر، وغالبا ما يكون هذا التقييم أقل من قيمته الحقيقية، حيث بعد بيع ممتلكات المؤسسة، يتم تسديد كل التزاماتها وديونها. وتحسب قيمة التصفية من الجلع الصافي المحصل عليه من سعر البيع منقوصا منه جميع تكاليف وعمولات عملية التصفية.
- القيمة المصفاة *La valeur liquidative* : وهي عبارة عن حالة خاصة من قيمة التصفية ، حيث في ظل صعوبات مالية تجاول المؤسسة التنازل عن الأصول بأقل خسارة ممكنة، ويكمن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المصفاة في : أن الأولى تكون المؤسسة في ها، في حالة تصفية أو إفلاس أو ماشابه ذلك، غير أن الوضع في الثانية يختلف، نظرا لإستمرار النشاط بشكل عادي لكنت بعض الصع وبلت.
- القيمة الجديدة *La valeur à neuf* : وهي قيمة استبدال أصول معينة، وهو الثمن المتوقع دفعه للحصول على أصل يقوم بنفس خدمات الأصل المراد استبداله.
- قيمة السوق *La valeur venal* : و هو نتيجة لقانون العرض والطلب، وهو عادة السعر الذي يتوافق عليه كل من المشتري والبائع وهو معيار موضوعي جدا.
- قيمة الاستعمال والاستغلال *Valeur d'utilisation, valeur d'usage et valeur d'exploitation* : وهي عبارة عن التكاليف المهكن دفعها لشراء أصول تعطي نفس النتائج، فحتى الأصول المهلكة كلية يمكن أن تحتفظ بقيمة لها من خلال منفعتها الحالية. فمثلا سيارة تهلك في ثلاث سنوات، قد يكون لها قيمة بعد انتهاء تلك الفترة، وتمثل تلك القيمة في قيمة الاستعمال التي تظهر على الأقل في أسعار سيارات مماثلة في سوق السيارات المستعملة.

## 2. مسار عملية التقييم:

نظرا لأهمية عملية قيم المؤسسات وصعوباتها، وجب على القائم بها، ان يتبع مراحل وخطوات معينة حتى يصل إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة، نستطيع تلخيص هذه الخطوات في الشكل التالي:

شكل رقم (01): مسار عملية تقييم المؤسسات



المصدر: Arnaud THAUVRON, *Evaluation d'entreprise*, 2° Ed ,Economica, Paris,2007,P:18.

تبدأ عملية التقييم بمحاولة أخذ رؤية عامة عن المؤسسة وعن محيطها، حيث يقوم المقيم بزيارة المؤسسة لأخذ فكرة عن موقعها وتنظيمها ومختلف الأقسام فيها وعن هيكل الإنتاج فيها، ومحاولة التقرب والتعرف على مختلف المسؤولين فيها، وتفيد هذه المرحلة الخبير في جمع معلومات وبيانات من مصادر مختلفة داخلية وخارجية تفيد في عملية التقييم وتساعد في الكشف عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة. ومن ثم تبدأ عملية التحضير للمهمة.

بعد ذلك يقوم الخبير بإجراء تشخيص داخلي وخارجي للمؤسسة، حيث يركز التشخيص الداخلي بالقيام بعملية التدقيق التجاري والتدقيق الإنتاجي والتدقيق الاجتماعي والتدقيق القانوني، ويستخرج منها نقاط القوة والضعف للمؤسسة. أما التشخيص الخارجي فيحاول فيه الخبير معرفة موقع المؤسسة في السوق والتوقعات المرتبطة بذلك، واستخراج الفرص والتهديدات البيئية.

ثم تأتي مرحلة اختيار الطرق (أو الطريقة) الملائمة لعملية التقييم، إذ يجب تكون للخبير المقيم معرفة جيدة بطرق التقييم وقاعدة معطيات يتم الرجوع لها كل ما دعت الضرورة لذلك، الأمر الذي يساعده في النهاية على تقييم حقيق للمؤسسة.

ثم يقوم بعد ذلك الخبير ببناء تقديرات وتوقعات من خلال استعمال المنظور الاستراتيجي، والتي تساعده في ذلك التشخيص السابق، خاصة ما تعلق بالجوانب الاستراتيجية المرتبطة أساسا بمحيط المؤسسة وسوقها بالتحديد. ومن خلال الخطوة السابقة يمكن للخبير تطبيق النماذج أو الطرق المعنية. وذلك بافراغ المعلومات السابقة، واستخراج قيمة المؤسسة.<sup>4</sup>

### 3. المعلومات الضرورية لعملية تقييم المؤسسات:

قبل البدء في عملية التقييم، وجب على القائم بهذه العملية أن يجمع معلومات كثيرة عن المؤسسة المراد تقييمها، تعطي صورة واضحة عن ماضيها وحاضرها ومستقبلها، ومن أهم المعلومات الضرورية لعمليات التقييم:<sup>5</sup>

- معلومات خاصة بنوع المؤسسة ونشاكلها وهيكلها القانوني وتاريخ إنشائها ومعلومات عن مسيرها؛
- البيانات المحاسبية، وتمثل في القوائم المالية الأساسية، وبعض المعطيات الأخرى الضرورية من الملاحق؛
- المعلومات الادارية، المتمثلة أساسا في بعض القرارات التي تصدر من طرف مجلس الادارة والمسير المالي، وهذا لمتابعة رأس المال وتغيراته؛
- المعطيات البشرية، وذلك بمعرفة الهيكل التنظيمي، عدد الموظفين والاطارات، عقود العمل وعقود الأجور، عقود التأمين؛
- معطيات تقنية تتمثل في معرفة أهم البيانات التي تخص الأراضي، البنائات، المملوكة منها والمستأجرة، المستغلة منها وغير المستغلة .....

### II- أساليب التقييم:

هناك طرق وأساليب لتقييم المؤسسات متعددة، وغالبيتها لها أساس دولي متعارف عليه، لكن لا يعني ذلك ابدأ مثاليها في أن تكون الوسيلة الفعالة لعملية تقييم المؤسسة، سواء كان هذا التقييم لمؤسسة لها أسهم متداولة في البورصة أو تقييم يخص عملية طرح جديدة أو استكمال متطلبات عملية الخصخصة لأحد المؤسسات المملوكة للدولة. فليس كل ما يصلح على الصعيد الدولي يمكن أن يستخدم محلياً، وغالبا ما تصنف هذه الطرق إلى المداخل التالية:<sup>6</sup>

## 1- الطرق التي تعتمد على مدخل الذمة المالية Approche Patrimoniale

تضم مقارنة الذمة المالية مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية . فهذه الطرق تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها، وعند الحاجة الملاحق، فهي مقارنة تتصف بالسكون، على عكس المقاربات الأخرى. من هذه الطرق:

### 1-1 : طريقة الأصل الصافي المحاسبي " ANC " l'actif net Comptable :

وهي الفرق بين الأصول الحقيقية والخصوم الحقيقية بالقيمة المحاسبية:

$$\text{ANC} = \text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون}$$

$$= \text{الأموال الخاصة} - \text{الأصول الوهمية}$$

الأموال الخاصة	ANC	الأصول الوهمية
الديون		الأصول الحقيقية

### 2-1 : طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح " ANCC " l'actif net comptable Corrigé :

تقوم هذه الطريقة على إعادة تصحيح وإعادة تقييم مختلف عناصر الأصول و والخصوم في المؤسسة، ليتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة . ولاعتبارات محاسبية، ضريبية، تاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية تكون بعيدة عن " القيم الحقيقية " مما يستدعي إعادة تقييم، فهي طريقة مماثلة لسابقتها إلا أن الاختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها.

وهناك ضرورة لإعادة التقييم والتي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في السوق،

$$\text{ANCC} = \text{ANC} + \text{فائض القيمة} - \text{انخفاض القيمة} - \text{الضرائب المؤجلة على الخصوم} + \text{الضرائب المؤجلة على الأصول}$$

الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية.

والهدف من إعادة التقييم المطبقة هو الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة.  
مع الضرائب المؤجلة على الخصوم = ضرائب على مؤونات الخسائر غير المبررة + ضرائب على إعانات الاستثمار غير المسجلة في النتيجة + ضرائب على الاهتلاكات المترجعة + ضرائب على فوائض القيمة  
الضرائب المؤجلة على الأصول = الحقوق الضريبية المتعلقة بالأصول الوهمية وانخفاض القيمة.

### 1-3: القيمة الجوهرية الاجمالية " VSG " La Valeur Substantielle Brute :

حسب هذه الطريقة فقيمة المؤسسة تتولد من قدرتها الحقيقية على توليد الربح وذلك بغض النظر عن طبيعة هيكله المالي، فهي تركز على مبدأ استمرارية النشاط، وتهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الشروط العادية. فتتميز عن الأصل الصافي المصحح في أن العناصر المكونة لها مستقلة عن نمط تمويلها وإنما موجبة لتلبية احتياجات الاستغلال بالمؤسسة.  
يمكننا حساب القيمة الجوهرية الإجمالية للمؤسسة وفق العلاقة التالية :

$$VSG = \text{الأصول الإجمالية المصححة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة} + \text{الأملك المستأجرة ( بقيمتها الإستعمالية ) - العناصر خارج الاستغلال ( بالقيمة الحقيقية )}$$

### 1-4: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال Les Capitaux Permanent Nécessaires à L'Exploitation " CPNE "

يعتبر هذا المفهوم بديلا طريقة القيمة الجوهرية الاجمالية، خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال، ويتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال فهي بذلك تمثل مبلغ الأموال طويلة الأجل الضرورية للتوظيف العادي للمؤسسة، فهي بذلك تنطلق من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة:

$$CPNE = \text{القيم الثابتة للاستغلال} + \text{القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال}$$

## 2- الطرق التي تعتمد على مدخل التدفقات : Approche par Les Flux

تعتمد مقارنة الذمة المالية أساسا في تحديد قيمة المؤسسة على الميزانية ، وتتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة ومن ثم يكون هناك أحيانا تقدير أدنى للمؤسسة في حين أن مقارنة التدفقات التي سنتطرق لدراستها تعتمد على جدول النتائج بالإضافة إلى نتائج عملية التشخيص التي تفيدنا في معرفة الطاقات الكامنة للمؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق عوائد مستقبلية. إن قيمة العائد تظهر أكثر ديناميكية من قيمة الذمة المالية حيث تسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من أرباح أو بالمردودية التي تهم خصوصا المستثمرين ، فقيمة العائد مشتقة من التدفقات التي تتعلق بالاستغلال للمؤسسة خلال فترة ماضية أو مستقبلية.

### 1-2. طريقة التدفق النقدي المتاح " *Cash-flow disponible* " *CFD* , " *Discounted Cash Flow* " *DCF* :

يعد مفهوم التدفق النقدي (*Cash Flow*) مفهوما أنجلوساكسونيا ويتجلى هذا من خلال تسميته حيث يمثل الفر ق بين النقدية المحصلة ( التدفقات النقدية الداخلة ) والنقدية المدفوعة ( التدفقات النقدية الخارجة ) خلال فترة زمنية معينة. بالمقابل نجد المصطلح باللغة الفرنسية وهو ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي (*CAF*)، التي تتمثل في مجموع الموارد التي تم تحقيقها من خلال نشاط المؤسسة وذلك من أجل ضمان عملية تمويلها حيث نجد أن هذه الموارد تضم : الربح الصافي ومخصصات الاهتلاكات والمؤنات.

طريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة هي تلك الطريقة التي تقيم المؤسسة انطلاقا من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي نقوم باستحداثها، فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية يتراوح عموما بين 5 و 10 سنوات، وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية)، حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي:

$$V = \sum_{i=1}^n DCF_i (1+K)^{-i} + VR(1+K)^{-n}$$

حيث أن:

**V**: تمثل قيمة المؤسسة؛

**DCF<sub>i</sub>**: التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة *i*

**K**: معدل الاستحداث.

**n**: عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير.

**VR**: القيمة الباقية.



التدفقات النقدية المهتملة في هذه الطريقة، هي تدفقات نقدية متاحة مرتبطة بنشاط الإستغلال فقط، يعني ذلك أنه لا ندخل التدفقات المرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة (كدفع عوائد الأسهم، أو الأعباء المالية ، ...) ويحسب

$$DCF = \text{نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية والصافية من الضرائب} + \text{مخصصات الاهتلاكات} \\ -/+ \text{التغير في احتياج رأس المال العامل} + \text{التنازل عن الأصول} - \text{حيازة الاستثمارات.}$$

التدفق النقدي المتاح على النحو الآتي :

إن طريقة التدفق النقدي المئح تفترض معرفة عميقة بالمؤسسة وكذا توقعات أكثر صدقا، وهي تعتبر من الطرق الأكثر تعبيرا عن حقيقة قيمة المؤسسة، هذا إذا تمت العناية الدقيقة للعناصر المكونة لها، كونها تنطلق من إمكانياتها المستقبلية.

## 2-2. طريقة قيمة المردود La valeur de rendement :

تعتبر المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تسمح لنا بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة، تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة مؤسسة على الربح المتوقع وعلى معدل استحداث، وهو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وفي المؤسسات غير المدرجة في السوق، هو المعدل المطلوب في سوق السندات مضاف إليها علاوة تعكس مستوى المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة. وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالا من طرف الخبراء وتكتب وفق العلاقة الآتية:

$$V = B / r$$

حيث  $V$  تعبر عن قيمة المردود، وهو قيمة رأس المال المستثمر بمعدل  $r$  للحصول على الربح المتوقع  $B$ . أما الربح المتوقع  $B$ ، فلحسابه تتخذ الطرق التقليدية ذلك الربح المحصل عليه من خلال متوسط الربح لسنوات الثلاث أو الخمس الماضية التي تسبق عملية التقييم. ما يلاحظ عليها أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كون أن هذه الطريقة ليست مرتبطة بنتائجها الماضية بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، ونعلم جيدا بأن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلا وليس ما حققته في الماضي، لذا كان هناك ما يسمى بالربح الناتج عن التوقعات. والذي يطرح مشكل صحة التوقعات، عموما، واحتراما لمبدأ قيمة المردودية فإنه يتم استعمال الأرباح المقدرة، أما إذا تعذر الأمر في إيجادها أو كان هناك سوء لتقديرها فلا مانع من استعمال الأرباح الماضية (الربح الصافي المصحح).

## 2-3. التقييم بواسطة نسبة سعر السهم / الربح / L'évaluation Par la Relation Cours / Bénéfice

تلعب هذه العلاقة دورا هاما في عملية تقييم المؤسسات، حيث تستخدم مصطلح *Price Earning Ration PER* وهو يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته:

$$\text{PER} = \text{سعر السهم في البورصة} \div \text{ربحية السهم الواحد}$$

وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية:

$$V = \text{PER} \times B$$

### 3- الطرق التي تعتمد على المدخل المشترك (مدخل فائض القيمة GOOD WILL) :

تقوم هذه الطرق على مقارنة قياس المزايا المعنوية: سمعة المؤسسة، كفاءة العمال، الربح الم توقع، ... التي هي بحوزة المؤسسة حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح، ف GW عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية.

ومما يعقد موضوع GW هو انعدام وجود سعرسوقي متداول للشهرة، إلا أن موضوع تقدير الشهرة يعالج بموجب وجهتي نظر مختلفين إلى حد ما، وهما:

- يرى البعض أن الشهرة التجارية هي عبارة عن مجموعة موارد غير ملموسة يصعب التعرف على كل مفردة منها، مما يصعب معها تحديد قيمتها بشكل منفصل عن المجموعة، وهذه الموارد ناجمة عن ارتفاع كفاءة المؤسسة أو العمل في الإدارة والترويج وغيرها، وقد سميت هذه النظرية بطريقة التقييم الشامل.

- ومن الناحية الأخرى يرى البعض أن أي زيادة في الأرباح المستقبلية عن مستوى الأرباح العادية من ممارسة الشركة لنشاطها المعتاد، تعتبر حصيلة الشهرة التجارية، وتسمى هذه بطريقة الدخل غير العادي.

ومع أن للشهرة مفاهيم تقديرية متقلبة ويختلف الكثيرون على طريقة تقييمها ويكثر اللغط في كيفية تسجيلها، إلا أن الشهرة التجارية كانت وستظل أحد أهم المكتسبات التجارية لأي مؤسسة، وبالتالي علينا الحذر عند التعامل معها والحرص على إتباع نهج واضح ومبني في تقديرها وتسجيلها.

ولكن لا توجد في الواقع طريقة مثلى لتقدير الشهرة، نظرا لتأثره بالرأي الشخصي في عملية التقييم، وبالتالي فإن ذلك ينعكس على قيمة الشهرة الحقيقية.

يمكن تقييم المؤسسة انطلاقا من فائض القيمة، وفق عدة طرق والتي تنقسم إلى صنفين: طرق مباشرة، وطرق غير مباشرة:

## 3-1 : الطرق المباشرة:

- طريقة إتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين *la méthode des experts comptables européens*:

قيمة المؤسسة تساوي:

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \left( \frac{B_i - i \times ANCC}{(1+r)^i} \right) = ANCC + GW$$

حيث:

ANCC: تمثل الاصل الصافي المصحح.

GW: قيمة الشهرة أو الشهرة السالبة Badwill:

$B_i$ : الربح في السنة  $i$ ;

N: عدد السنوات المقدرة لتحقيق الشهرة:

$i$ : سعر الفائدة;

R: معدل الاستحداث;

ANCC  $i$ : تمثل المرودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة، وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ريع فائض عادية.

- الطريقة الأنجلوساكسونية:

وهي تشبه تماما الطريقة السابقة، إلا أن زمن المقدريكون ما لا نهاية:

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^{+\infty} \left( \frac{B_i - i \times ANCC}{(1+r)^i} \right) = ANCC + GW$$

وتحت فرضية أن المؤسسة ستحقق نفس الربح المقدري في كل سنة يصبح القانون:

$$V = ANCC + \frac{1}{r} [(B - i \times ANCC)]$$

**2-3: الطرق غير المباشرة:**

- الطريقة غير المباشرة الصافية:

قيمة المؤسسة تمثل المتوسط بين قيمة المردودية والأصل الصافي المصحح:

$$V = ( ANCC + VR )/2$$

حيث  $V = B/r$

والطريقة غير المباشرة تنص على أن  $GW$  هي الفرق بين قيمة المؤسسة الكلية والأصل الصافي المصحح، ومن ثم تصح:

$$GW = 1/2r ( B - r \times ANCC )$$

- الطريقة غير المباشرة الإجمالية:

وذلك بتعويض الأصل الصافي المصحح بالقيمة الجوهرية الإجمالية:

$$GW = 1/2r ( B - r \times VSB )$$

**III- بعض التطبيقات في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:**

تعتبر الإصلاحات التي قامت بها الجزائر، خاصة عمليات خصخصة المؤسسات، من أبرز الأسباب التي أدت إلى القيام بعملية تقييم المؤسسات، حيث كثيرا ما كانت تطرح صعوبة تحديد قيمة المؤسسة في عمليات الخصخصة، إضافة إلى أن إنشاء بورصة الجزائر ودخول مؤسسات عمومية لها، بين أهمية التقييم وإيجاد سعرا دل للسهم. وبالتالي تعتبر عملية تقييم المؤسسات الجزائرية من الأمور المهمة والمعقدة في الإقتصاد الوطني نحاول تبين تجربة بعض المؤسسات الاقتصادية في عملية تقييمها للدخول في بورصة الجزائر، و يمكن ان نلخص عملية دخول هذه المؤسسات للبورصة في الجدول التالي:

جدول رقم (01) : الخصائص الأساسية لدخول مؤسسات (صيدال , الرياض , سطيف و الأوراسي ) في بورصة الجزائر

الأوراسي	صيدال	الرياض سطيف	
1999-07/15-06/15	1999-03/05-02/15	1998-12/15-11/20	فترة الإكتتاب
1.200.000	2000.000	1000.000	عدد الأسهم المطروحة للبيع
%20	%20	%20	نسبة رأس المال المعروضة للبيع
فتح رأس المال بدون رفع	فتح رأس المال بدون رفع	رفع رأس المال	طبيعة العملية
6.000.000	10.000.000	5000.000	العدد الإجمالي للأسهم
400	800	2300	سعر الإصدار
250	250	1000	القيمة الإسمية للسهم - دج
1998-36.18	1997-39.70	1997- 259.63	الربح المقدر لكل سهم-دج
11.05	20.15	8.86	PER الدخل

المصدر: Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) et Société de Gestion de la Bourse de Valeurs (SGBV)

### 1. تقييم مؤسسة صيدال: يمكن تلخيص عملية تقييم مؤسسة صيدال على النحو التالي:<sup>7</sup>

اختار مكتب الخبرة المكلف بتقييم المؤسسة طريقة التدفقات النقدية المستقبلية ، حيث قدر المعدل الحالي للتقييم 18.74 % بتطبيق قانون التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال المحدد كما يلي :

$$K = KD.D/E+D + KE.E/E+D = 12.50 \times 325.8/8003.2 + 19\% \times 7677.4/8003.2$$

$$K = 18.74\%$$

حيث: kd هي تكلفة الديون وتساوي 12.5 ، D الديون المالية وتساوي 325.8 ، E الأموال الخاصة وتقدر بـ 7677.4 ، KE تكلفة الأموال الخاصة وتقدر بـ 19%

ولقد تم تحديد تكلفة الأموال الخاصة من قبل مكتب الخبرة انطلاقا من العناصر التالية:

سعر الفائدة الخالي من الخطر = 6%؛

متوسط علاوة المخاطرة ( انطلاقا من الأسواق الغربية ) = 5%؛

علاوة المخاطرة الدولة = 4%؛

علاوة مخاطرة خاصة خلال الفترة = 2%؛

علاوة مخاطرة السيولة = 2%.

$$KE = 6\% + 5\% + 4\% + 2\% + 2\% = 19\%.$$

والملاحظ أن تقدير تكلفة رأس المال لمجمع صيدال مبني على أساسا هيكل رأس المال الذي يعتبر غير متوازن، حيث أن معدل الإستدانة (ديون / اموال دائمة) لهذا المجمع فقط 4.07%. ووجود معدل استدانة ضعيف بهذا الشكل يبين أن مجمع صيدال يملك قدرة واسعة للإستدانة، مما يسمح له بزيادة رؤوس الأموال الدائمة بفضل اللجوء الى الإستدانة.

وتطبيق معدل الاستحداث هذا على التدفقات النقدية المستقبلية توصل مكتب الخبرة إلى النتائج التالية:

التدفق النقدي ..... + 9184.1 مليون دج؛

الديون المالية ..... - 325.8 مليون دج؛

التدفق النقدي للشركات المختلطة ..... - 254.4 مليون دج؛

القيمة الاقتصادية للمجمع ..... + 8613.2 مليون دج؛

عدد الأسهم ..... 10000000 سهم؛

قيمة السهم ..... 861.2 دج

وقام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبي ع بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف. وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999، وتم بيع كل الأسهم المعروضة وتحقيق الهدف بنسبة 143%.

## 2. تقييم مؤسسة الرياض سطيف: يمكن تلخيص عملية تقييم مؤسسة الرياض سطيف على النحو التالي:<sup>8</sup>

تم تحديد قيمة مؤسسة الرياض سطيف عن طريق ثلاث مداخل: حسب العلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤسسة} = 06 \times \text{قيمة أساسها الذمة المالية} + 03 \times \text{قيمة أساسها رسملة نتيجة} 1997 + 0.1 \times \text{قيمة أساسها النتائج المستقبلية}$$

بالنسبة للقيمة الأولى، فقد تم تحديده على أساس طريقة الأصول الصافية المعد تقييمها، والتي تساوي 8286 مليون دج متكونة من: (المبالغ  $\times 10^3$ )

راس مال اجتماعي ..... 4000000 دج

احتياطات ..... 1373000 دج

فارق إعاد التقييم ..... 2149000 دج

فارق التقييم ..... 107000 دج

نتيجة بعد الضرائب وتوزيعات أخرى ..... 827000 دج

مصاريق تمهيدية ..... - 170000 دج

القيمة ..... = 8286000 دج

والعدد الإجمالي لأسهم المؤسسة هو 4000000 ، وبالتالي قيمة السهم حسب المدخل الأول هي 2071 دج.

أما بالنسبة للقيمة حسب المدخل الثاني، الذي يتعلق برسمة نتيجة 1997، فقد حسبت حسب المعادلة التالية ، مع معدل استحداث قدره 8%:

قيمة المؤسسة = النتيجة بعد التوزيع \ معدل الاستحداث

$$= 827000000 \backslash 0.08 = 10337.5 \text{ مليون دج}$$

وقيمة السهم تساوي بالتقريب 2580 دج.

أما بالنسبة للمدخل الثالث، المتعلق برسمة النتائج المستقبلية، فقد تم تحديد النتائج المستقبلية لثلاث سنوات : 1998، 1999 و 2000 انطلاقا من التقديرال خطي لنتائج السنوات الماضية من 1992 إلى 1997. وأعطت النتائج التالية:

1998: 953 مليون دج؛

1999: 1098 مليون دج؛

2000: 1243 مليون دج.

وبالتالي نعدل النمو السنوي هو 14.55%.

وتقدر النتيجة المتوسطة لثلاث سنوات بـ 1098 مليون دج، وبالتالي قيمة المؤسسة تحسب كما يلي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = 1098000000 \backslash 0.08 = 13725 \text{ مليون دج، وقيمة السهم تساوي بالتقريب } 3430 \text{ دج.}$$

وانطلاقا من نتائج المداخل الثلاثة تم حساب قيمة لسهم على النحو التالي:

قيمة السهم النهائية =  $0.1 \times 3430 + 0.3 \times 2580 + 0.6 \times 2071 = 2350$  دج. وقد قررت الجمعية غير العادة للمؤسسة أن يكون سعر الاصدار بـ 2300 دج.

3. تقييم فندق الأوراسي: يمكن تلخيص عملية تقييم فندق الأوراسي على النحو التالي:<sup>9</sup>

قرر مكتب الخبرة أن تكون قيمة الفندق مزيج من قيمتين : قيمة المردود وقيمة الذمة المحاسبية، حيث يعبر عنه المعادلة التالية:

$$\text{قيمة الفندق} = 4 \setminus 1 \text{ قيمة الذمة المحاسبية } VP + 4 \setminus 3 \text{ قيمة المردود } VR$$

وتم تطبيق طريقة القيمة المحاسبية الصافية المعاد تقييمها، وفق مدخل الذمة المحاسبية، وهذا لميزانية في 30 نوفمبر 1997 كما يلي: (المبالغ  $\times 10^3$ )

أراضي ..... 3003743 دج

مباني ..... 3407530 دج

تجهيزات انتاج ..... 1333841 دج

مخزونات ..... 80294 دج

حقوق ..... 690332 دج

أصل مصحح ..... 8515740 دج

ديون ..... (1863371) دج

القيمة المحاسبية الصافية المعاد تقييمها = 6652369 دج

أما قيمة المردود فتم حسابها من قبل مكتب الخبرة وفق العلاقة التالية:

قيمة المردود = الربح الصافي لسنة 1997  $\times$  معامل الرسملة

$$= 183240000 \times 10.81 = 1980824000 \text{ دج}$$

معامل الرسملة 10.81 يساوي 9.25\1%، حيث هذا الأخير هو معامل الاستحداث

ولقد أظهر التقييمان وجود تدهور في القيمة المعنوية أو الشهرة للفن دق أو ما يسمى بـ *BADWILL* والذي يساوي:

$$BADWILL = VP - VR = 6652369000 - 1980824000 = 4671545000$$

ولقد برر مكتب الخبر تدهور القيمة المعنوية لعدم إستعمال كامل طاقة وسائل الإستغلال المتاحة وعدم كفاية المردودية مقارنة بحجم قيمة الذمة.

يبين تقييم فندق الأوراسي أنه في وضعية خاصة، حيث قيمة مردوديته هي أقل من قيمة ذمته المالية، مما نتج انخفاض القيمة بقيمة 4.67 مليار دج.

وفي الأخير تم تقدير قيمة سهم فندق الأوراسي بـ 400 دج بعدد 6000000 سهم.



## 4. أشكالية تقييم مؤسسة جيزي:

تسعى السلطات الجزائرية إلى الاستحواذ على 51% من المؤسسة المملوكة لأوراسكوم تيلكوم ، مع العلم أن مجموعة فيمبلكوم الروسية للاتصالات استحوذت على جيزي كجزء من صفقة بلغت قيمتها 6 مليار دولار لشراء أصول أوراسكوم تيلكوم المصرية. لكن تحت ضغوط السلطات الجزائرية ووافقت فيمبلكوم على التنازل عن سيطرتها على جازي من خلال بيع 51% من المؤسسة. حيث عينت الحكومة الجزائرية شركة شيرمان وستيرلنج " *Scherman and Sterling* " كخبير لتقييم جيزي. وقد صرح الوزير موسى بن حمادي أن مكتب الخبرة قد أعطى قيمة لجيزي تقدر بـ 6.5 مليار دولار، مع العلم أن الصحف الوطنية كانت قد أعلنت عن نتيجة التقييم بـ 6.9 مليار دولار.

ولقد علق الخبير الدولي نورالدين لغيلال على هذه القيم بأنها مبالغ فيها، وقدم العديد من الملاحظات.<sup>10</sup>

حيث بين انه لحد الآن لم يؤكد مكتب الخبرة أو ينفي صحة نتيجة التقييم بـ 6.5 مليار دولار أو بـ 6.9 مليار دولار، كما انه عند تقييم المؤسسة لم تتم الإشارة إطلاقا للديون الضريبية على المؤسسة لصالح الجزائر والبالغة 1.3 مليار دولار. إضافة إلى أن التقارير المالية لأوراسكوم تيلكوم وفيمبلكوم لم تبين بدقة كل عناصر الميزانيات السنوية ولا لحسابات النتائج، وهو ما يصعب مهمة التقييم، ويزيد من الغموض حول العملية.

## الخاتمة:

عادةً ما يتم اللجوء لتقييم المؤسسات للأسباب، الإدراج في بورصة الأسهم ، والاكتتاب المبدئي العام ، والاندماج والإستحواذ، ولأغراض الضريبية، ولأغراض إستثمارية، وعند التصفية. ويرتكز تقييم المؤسسات على عدة طرق وفق للمداخل المحاسبية، كطريقة الأصل الصافي ، والأصل الصافي المصحح، وطريقة القيمة الجوهرية وطريقة الأموال الضرورية أو وفقا للمدخل المالي، كطريقة خصم التدفقات النقدية، وطريقة قيمة المردود أو رسملة الأرباح أو الطرق البورصية. أو المدخل المشترك الذي يتمحور على مفهوم شهرة المحل *Goowill*. وهذه الطرق بالرغم من اعتمادها على صيغة رياضية محددة، إلا أنها يتغير بحسب تغير نوع المؤسسة المعنية وبحسب دافع التقييم.

تشهد الجزائر عمليات إصلاح متعددة تخص المؤسسة الاقتصادية ومن بينها ، برنامج الخصخصة، وهذا ما س ينتج عنه طرفي تفاوض هما الدولة والمشتريين المحتملين. فيتعين على الدولة بوصفها المالك أن تعتمد تقييما موضوعيا يقف على القيمة الحقيقية لها، حيث يمكنها من الحفاظ على مقدرات المؤسسة من جهة، كما يفضي إلى إنجاح عملية التفاوض إذا ما كانت تلك القيمة الحقيقية المتوصل إليها تدخل في المجال المحدد من طرف المشتري المحتمل من جهة أخرى.

ولقد شهدت العديد من المؤسسات عمليات التقييم، خاصة تلك التي انضمت للبورصة، كمؤسسة صيدال والرياض سطيف والأوراسي ومؤخرا أليانس للتأمينات... كما تشهد الساحة كذلك نقاشات حادة حول إشكالية تقييم مؤسسة جيزي التي تحاول السلطات الجزائرية إعادة شرائها من المتعامل الروسي.

## الهوامش والمراجع:

<sup>1</sup> هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص:37.

<sup>2</sup> Pablo FERNANDEZ, **Company valuation methods , the most common errors in valuations**, working paper n 499, IESE business school university of navarra, spain , January 2004,P:2.

<sup>3</sup> Claude JANSSENS, **Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise – L'approche industrielle**, in Accountancy & tax, n° 2, 2008, p: 39-40.

<sup>4</sup> Arnaud THAUVRON, **Evaluation d'entreprise**, 2° Ed ,Economica, Paris,2007,P:17.

<sup>5</sup> رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات، دراسة مالية ومحاسبية، مدثوة ماجستير غير منشورة، جامعة باتنة، 2010، ص:44.  
<sup>6</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعة، الاسكندرية، 2008
- Abdelaziz ENASRI, **Ingénierie financière: Evaluation d'actifs**,imprimerie najah el jadida; casablanca:2005.
- Philippe de LA CHAPELLE, **L'évaluation des entreprises**, 2° Ed ,Economica, Paris,2004.

<sup>7</sup> يمكن الرجوع ل:

- Groupe SAIDAL, **Notices d'information**, Du 24 décembre 1998, <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf>
- GLIZ Abdelkader, **valeur de l'entreprise et méthode de Privatisation dans un contexte de Transition vers l'économie de marche**, thèse de doctorat d'état en sciences économiques, Université d'Alger,2001.P:128-129

<sup>8</sup> يمكن الرجوع إلى:

- ERIAD SETIF, **Notices d'information**, Du 27 juin 1998, <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-ERIAD-SETIF.pdf>.
- GLIZ Abdelkader, op cit, P:130-132.

<sup>9</sup> يمكن الرجوع إلى:

- EGH EL -AURASSI, **Notices d'information** Du 24 mai 1999, <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-EL-AURASSI.pdf>.
- GLIZ Abdelkader, op cit, P:133-134

<sup>10</sup> Nouredine Legheliel, article publié dans: Algérie Patriotique," Un expert international évalue les actifs de Djezzy : «L'Etat achète une coquille vide», Article | 16. février 2013.

<http://www.algeriepatriotique.com/article/un-expert-international-evalue-les-actifs-de-djezzy-l-etat-achete-une-coquille-vide>.