

تقييم وتسعير المؤسسات الاقتصادية عند الادراج لأول مرة في البورصة (POI) في الاسواق المالية المغربية (الجزائر، تونس، والمغرب) خلال الفترة 2007- 2014

أ. فحلول لمبارك جامعة باتنة - 1 الحاج لخضر

الملخص: هدف البحث الى دراسة طرق تقييم وتسعير المؤسسات عند الدخول الى البورصة لأول مرة مع تسليط الضوء على الممارسات في هذا المجال والسائدة في الاسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب و تونس في الفترة الممتدة من سنة 2007 الى 2014. خلص البحث الى ان طريقة العرض بالسعر الثابت (OPF) هي الطريقة السائدة حاليا مع استعمال طفيف لطريقة السعر المفتوح (OPO) في بورصة الدار البيضاء ، و الغياب التام لطريقة بناء الدفاتر (Book Building). اما بالنسبة لطرق التقييم فتعتبر المقاربة بالدخل (طريقة التدفقات النقية الحرة ، طريقة توزيعات الارباح وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة) الاكثر استعمالا. بلغ متوسط عدد الطرق المستخدمة عند كل تقييم حوالي ثلاثة طرق، قد يكون هذا مؤشرا على انعدام الثقة في نتائج الطريقة الواحدة بسبب نقص مصداقية المدخلات و الاهمية التي تعطى لعدم الابتعاد عن القيم الموضوعية ذات المصدقية.

الكلمات المفتاحية: الادراج الاولي (IPO)، طرق التقييم، اليات التسعير، ضعف التقييم.

Abstract :

This article has focused on valuation and pricing practices when making an initial public offering (IPO) in the stock exchanges of Algeria, Morocco and Tunisia , from 2007 to 2014. The main pricing method is the fixed price offer followed by the open price one and the absence of the book building method. As to the valuation methods used and summarised in the company's prospectus, the income approach is the dominant one , with the discount free cash flows coming first. The average number of valuation methods used in each ipo is three methods, which shows the lack of confidence in the outcome of each single method taken alone, perhaps due to the quality of the data inputs and the desire not to deviate substantially from credible values.

المقدمة:

ان اية مؤسسة تقرر الدخول الى بورصة الاوراق المالية لأول مرة بحاجة الى تقييم اصولها و تحديد قيمة تقريبية لأسهمها كخطوة اولية قبل الكشف عن سعر او المجال سعري للعرض الموجه الى المستثمرين. يهدف هذا البحث الى تحديد اسباب الدخول الى بورصة الاوراق المالية لأول مرة و ما هي طرق التقييم المتبعة من قبل الخبراء و بنوك الاعمال لتحديد قيمة السهم و علاقة هذه القيمة بسعر العرض الاول ، في عدد من الاسواق المالية المغاربية. تركز الدراسة على حالات الدخول الى البورصة لأول مرة في ثلاثة اسواق مغاربية هي بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس. ان تدني مستوى النشاط في بورصة الجزائر يعد مبررا للبحث في الممارسات السائدة في بعض الاسواق العربية و الاوربية للإستفادة و تذليل العقبات التي تحول دون تطور سوق الاوراق المالية في الجزائر. يمكن ادراج كل من مسألة تقييم المؤسسات وكيفيات تحديد سعر العرض ضمن العوامل التي تسهم في خدمة جميع الاطراف المعنية بعملية الطرح الاول.

اهمية البحث: تتبع اهمية البحث من ايمان الباحث بأهمية اسواق الاوراق المالية بما تقدمه من خدمات و ما توفره من رؤوس اموال للشركات و ما تقدمه للمستثمرين بمختلف مشاربهم من امكانية تنوع الاستثمارات من خلال المحافظ المتنوعة و الدخول او الخروج من الاستثمارات بأدنى التكاليف و الخسائر. يبقى نجاح اسواق الاوراق المالية مرتبط بوجود خدمات تقدم الى الشركات الراغبة في الدخول في البورصة لأول مرة او لتلك المتواجدة اصلا و تحتاج الى القيام بعمليات مختلفة مثل زيادة او خفض رأس المال، عروض البيع او الشراء (مثل الاستحواذ و الاندماج) او الانسحاب. و يشكل التحكم في اساليب تسعير العروض و في طرق تقييم المؤسسات احد اسباب نجاح هذه الاسواق في الدول حديثة العهد بوساطة البورصة.

اهداف البحث: يهدف البحث الى الالمام بالممارسات السائدة في اوساط محترفي المرافقة للمؤسسات الراغبة في الدخول الى البورصة لأول مرة من اجل تحليلها و الاستفادة منها في الجزائر مع انتعاش بورصة الجزائر في قادم الايام .

اشكالية البحث: حددت اسئلة البحث كالتالي

1- ما هي طرق تقييم الشركات و تسعيرها عند الادراج في السوق المالية لأول مرة بصفة عامة؟

- 2- هل تكشف المؤسسات المقبلة على الادراج في البورصة عن قيمة استدلالية للأسهم المطروحة للبيع ؟
- 3- هل تعتمد المؤسسات المقبلة على الادراج في البورصة في تقييمها على طريقة واحدة ام على عدة طرق ؟
- 4- كيف يتم استنتاج القيمة النهائية و علاقة هذه القيمة بسعر العرض الاولي ؟

الفرضيات :

- 1 - ان طريقة التقييم الرئيسية هي طريقة التدفقات النقدية (DCF) تليها طريقة المقارنات و المضاعفات.
- 2 ان طريقة بناء الدفاتر لتسعير العروض العمومية للبيع لا زالت غير منتشرة في الاسواق المالية المغربية.
- ينقسم بقية المقال كما يلي: 1- اهمية الاسواق المالية، دوافع الادراج او عدم الادراج، استخدامات الاموال المحصلة. 2- النماذج النظرية لطرق تقييم المؤسسات و تسعير العرض الاولي و مناقشة لظاهرة ضعف التسعير. 3- طرق التقييم و التسعير السائدة في بعض الاسواق المالية المغربية: I. اهمية الاسواق المالية، دوافع الادراج او عدم الادراج و استخدامات الاموال المحصلة
- #### 1 - دور الاسواق المالية

ان احد اهم شروط نجاح المؤسسات الاقتصادية في تجسيد المشاريع الاستثمارية و تدعيم و تثبيت توازنها المالي هو وجود اليات و بدائل محكمة لتوفير الاموال اللازمة ، في الوقت المناسب و بأقل تكلفة ممكنة. من ضمن البدائل التمويلية هناك الاسواق المالية اي بورصة الاوراق المالية و النظام المصرفي و راس المال الخاص (Private equity) و راس المال الاستثماري او المخاطر (Venture capital) .

تختلف اهمية سوق الاوراق المالية ، و التي تقاس بنسبة الرسملة السوقية للسوق على الناتج المحلي الخام ، من بلد الى آخر ولا يعكس حجمها بالضرورة اهمية الاقتصاد الوطني. ان نجاح النشاط الاقتصادي مرهون بعدة عوامل منها كفاءة الوساطة المالية سواء المصرفية او الاسواق المالية ، و فشلها في تجنيد الموارد المالية و تحويلها الى المؤسسات الاقتصادية و الى الافراد يعني فشل الاقتصاد في ذلك البلد.

دور الاسواق المالية: ان أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصة ما يلي :

- 1- ضمان التمويل عن طريق انتقال الاموال من الاطراف التي لديها اموال للاستثمار الى التي تبحث عن الاموال.
- 2- تقييم هذه الشركات عن طريق السوق اي تسمح باكتشاف الاسعار من خلال التفاعل بين المشتريين و البائعين.
- 3- توفير السيولة أي وجود مشتريين و بائعين في أي وقت و هم على استعداد للمتاجرة.
- 4- خفض مصاريف التبادل بين المتعاملين في السوق مثل مصاريف البحث عن المعلومة و مصاريف الاشهار.¹
- 5- خفض المخاطر عبر تنوع محتوى المحافظ المالية و توفير البدائل و الاختيارات بواسطة الخيارات المالية والمشتقات.
- 6- تحقيق شفافية أكبر في مبدأ الحركية النقدية أي السيولة و انتقال رؤوس الأموال، و ضبط واجب الافصاح المالي.
- 7- السماح لمؤسسات القطاع العام والعائلية المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

يعتبر الدخول الى البورصة لأول مرة من خلال الطرح العمومي الاولي (IPO) حدثا استثنائيا في مسيرة و حياة المؤسسة ، فهي عملية انفتاح على السوق من خلال الاطراف المعنية مثل المستثمرين المحترفين و الافراد و المحللين الماليين و البنوك الاستثمارية و مؤسسات التصنيف او التنقيط و الصحافة المتخصصة و العامة و يلعب الطرح العمومي الاولي (POI) للاسهم دورا هاما في تخصيص الموارد المالية ضمن اقتصاديات السوق . يتم الدخول الى البورصة عبر زيادة رأس المال او من خلال التنازل عن اسهم مملوكة للمساهمين الاصليين او عبر المزج بين الكيفيتين ، لهذا السبب و يجب فهم اليات و تحديات هذه العملية.

ان الدخول الى البورصة (IPO) يعتبر نشاط دائم في الاسواق المالية بالرغم من التذبذب الذي يلاحظ من فترة الى اخرى ، سواء من حيث القيمة المالية او من حيث عدد العمليات ، متأثرا بالاوضاع المالية السائدة و لكن دون ان يتوقف او يتراجع بصفة ملحوظة، و يتبين ذلك في كل من الجدول رقم 01 و الشكل رقم 01 .

جدول 1: النشاط السنوي لعمليات الدخول الى البورصة لأول مرة على مستوى العالم 2005-2014

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المبالغ المحصلة (مليار \$)	48	220.5	267.9	80.8	204.8	234	137.9	99.6	137.8	204.8
عدد العمليات	127	459	555	121	375	479	339	203	303	375

المصدر: www.renaissancecapital.com تم التصفح في 2015/02/25

ان كل مؤسسة ترغب في الدخول الى بورصة الاوراق المالية عليها تقديم طلب الى السلطة القانونية المشرفة على مراقبة عمليات البورصة وترفق الطلب بملف كامل الهدف منها الافصاح الكامل لفائدة المستثمرين والجمهور بصفة عامة حول نشاط المؤسسة وعملياتها الحالية والادارة المسيرة والمساهمين الرئيسيين ووضعيتها المالية والمخاطر المختلفة المحيطة.

شكل 1: النشاط السنوي لعمليات الدخول الى البورصة لأول مرة على مستوى العالم



Source: Renaissance Capital. Global statistics include: IPOs with a deal size of at least \$100 million and exclude closed-end funds and SPACs. Data as of Dec. 19, 2014.

المصدر: www.renaissancecapital.com تم التصفح في 2015/02/25

الاطراف ذات الصلة المباشرة بعملية الدخول الى البورصة:

قسم ² SENTIS الاطراف المعنية بعملية الدخول الى البورصة الى ثلاثة اطراف معنية بشكل مباشر ويشخص سلوك كل طرف وطبيعة العلاقات الثنائية بين الاطراف والتي تطرح اشكالات قد توجه الاختيارات المتاحة لصيغة الدخول، والاطراف هي:

- المؤسسة المصدرة في حد ذاتها ففيها عدة اطراف ذات صلة وثيقة بالمؤسسة وهم المساهمون، المسيرين، المستخدمين والدائنون وكلهم معنيون بالدخول المؤسسة الى البورصة اما بحثا عن التمويل او لتدعيم شهرة المؤسسة او للاستفادة من سعر تنازل مرتفع و تفادي المفاوضات المضنية خارج السوق.

- بنك او بنوك الاعمال المرافقة وهو الوسيط الالزامي خلال العملية.

- المستثمرون (مؤسسات وافراد) المطلوب منهم الاكتتاب في حصص المؤسسة المعروضة للبيع. نلاحظ هنا استبعاد هيئتين هما سلطة الرقابة المالية على عمليات البورصة الهيئة المشرفة على تسيير البورصة وربما لانهما حياديتين ولا تحاولان التأثير لا على التقييم الاولي ولا على التسعير. ان المعلومات المتوفرة لدى كل مجموعة قد تكون غير متماثلة وهذا قد يؤثر كثيرا على اداء السهم في اليوم الاول للتداول، وقسم ³ Anderson وزملاؤه المستثمرين الى قسمين: المشترين الاوائل ثم عموم المستثمرين في السوق الثانوى.

1- دوافع الدخول وعدم الدخول الى البورصة:

ان دوافع دخول المؤسسات الى البورصة لأول مرة عديدة ويمكن ان تكون صريحة او ضمنية كما انها يمكن ان تؤثر في قيمة المؤسسة، و تعد دراسة Brau&Fawcett من ابرز الدراسات التي اعتمدت مرجعا⁴، يبين الجدول 02 الاسباب التي ذكرها المديرون الماليون ، مرتبة حسب درجة الاتفاق اي الذين هم موافقون او موافقون جدا على العبارات الواردة في الاستبيان. واذا تمعنا في الاجابات الثلاث الاولى نرى ان الدافع الاول يدل على ان عملية الادراج الاولي ما هي سوى خطوة في اتجاه توسع خارجي لتحقيق النمو من خلال عمليات الاستحواذ و الاندماج. اما الدافع الثاني فيبين ثقة المؤسسة في حكم السوق عليها من خلال تسعيرها. اما الدافع الثالث فقد تكون وراءه نية تسويقية إذ تستخدم بعض الشركات عملية الدخول الى البورصة لأول مرة كألية تسويقية للترويج لنفسها ولتحسيس المستثمرين و الجمهور عامة بوجود الشركة و بناء علامة تجارية و خلق حضور

ملحوظ على مستوى الشبكة العنكبوتية. ان المؤسسات⁵ التي تسعى لاستغلال عملية الدخول الى البورصة لاغراض تسويقية بالدرجة الاولى قد تضلل بعض المحللين الماليين، اعتقادا منهم ان اية شركة تدخل الى البورصة لأول مرة هي شركة سليمة وبالتالي تستحق الاستثمار في اسهمها. ان استشفاف الدوافع الفعلية وراء عملية الادراج الاولى تساعد في فهم حقيقة المؤسسة وبالتالي تساعد على حصر قيمتها الموضوعية.

اما دراسة Bancel & Mittoo في 12 دولة اوروبية⁶، فخلص فيها الباحثان الى ان قرار الدخول لا يمكن تفسيره بنظرية واحدة لأن المؤسسات تسعى لتحقيق منافع متعددة، اما الدوافع الرئيسية التي وردت فهي على التوالي: تمويل النمو للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خلق صورة ايجابية لدى الرأي العام والسعي لتحقيق مرونة مالية خاصة بالنسبة للمؤسسات العائلية التي تريد التخلص من ضغط البنوك.

اما دوافع عدم الدخول الى البورصة و التحول الى مؤسسة مفتوحة و التي ذكرها المديرون الماليون للمؤسسات التي لا ترغب في الدخول الى البورصة فهي على التوالي: الحفاظ على استقلالية القرار (55.6%)، عدم ملائمة الاوضاع الاقتصادية العامة و في قطاع النشاط (48.2%)، تفادي تراجع نسب الملكية (47%)، عدم الافصاح عن المعلومات للمنافسة (33%)، الشروط المشددة لقوانين السوق المالية (32%)، عدم الحاجة لمزيد من الاموال (30%) و ارتفاع تكاليف و اتعاب عملية الدخول (27%).⁷

2- استخدامات الاموال المحصلة من عمليات (IPO):

تشرط السلطات المالية على الشركات الراغبة في رفع الاموال عن طريق البورصة الافصاح عن وجهة الاموال وكيفية صرفها، ويهدف هذا الشرط الى تحقيق الشفافية والوضوح وتفادي تعارض المصالح بين الملاك الاصليين والمستثمرين الجدد وبالتالي تنوير المستثمرين وافادتهم قبل اتخاذ القرار المناسب وتفادي سوء الاختيار والاضرار المادية والمخاطر المعنوية. بينت Wyatt اهمية معرفة كيف و اين ستصرف الاموال المحصل عليها عند الدخول الى البورصة لأول مرة⁸. ان هذه المعلومة تزيد في قناعة المستثمر في جدوى الاستثمار من عدمه

جدول 02: دوافع الادراج الاولي المصرح بها من المديرين الماليين

نسبة % موافق او موافق جدا	الدوافع المصرح بها من قبل المديرين الماليين
59.4	خلق أسهم متداولة لاستعمالها في عمليات الاستحواذ في مستقبلا
51.2	اعطاء سعر/قيمة سوقية لمؤسستنا
49.1	تدعيم سمعة مؤسستنا
45.9	توسيع قاعدة المستثمرين
44.1	اعطاء الفرصة لكبار المساهمين لتنويع محافظهم
42.5	خفض تكلفة الاموال
32.2	السماح لأصحاب رأس المال المخاطر من سحب اموالهم
29.8	لفت اهتمام المحللين الماليين
27.6	استنفذنا امكانية رفع الاموال من مصادر خاصة
14.3	الديون اصبحت تكلفتها عالية

المصدر:

BRAU, JAMES C., and STANLEY E. FAWCETT. "Initial Public Offerings- and Practice ". *THE JOURNAL OF FINANCE* 61, NO. 1 an Analysis of Theory (FEBRUARY 2006).

- كما تساعد على تقييم المؤسسة بسبب وضوح الخطط المستقبلية للمؤسسة. صنفت الدراسة استخدامات الاموال المعلن عنها في مذكرة او نشرة الاعلام (Prospectus) كما يلي:
- 1- استثمارات النمو: وتشمل البحث والتطوير والاستكشاف. تنطوي هذه الاستثمارات على مخاطر عالية من شأنها التأثير على التقييم وعرض سعر منخفض. قد تعرف مثل هذه الحالات طلبا كبيرا بسبب احتمالات النمو.
 - 2- استثمارات في الانتاج: وتتمثل في اقتناء اصول ثابتة او الاستحواذ على شركات اخرى. ان هذه الاستثمارات قد تنطوي على مخاطر ولكن ليس بنفس حدة استثمارات النمو.
 - 3- تمويل الصفقات متنوعة: تدعيم راس المال العامل، تسديد ديون، تغطية انسحاب شريك (هذا العنصر قد يفهم كإشارة سلبية للمستثمرين) ، استثمارات مالية.

بينت Wyatt انه كلما كانت استخدامات الموال المحصلة محفوفة بالمخاطر كلما زادت حدة ضعف التسعير (underpricing) و هذا الاخير يقاس بالفرق بين سعر العرض او الافتتاح و سعرالسوق عند الاقفال في اول يوم من التداول. وتستخدم العلاقة التالية لحساب نسبة ضعف التسعير (underpricing):

$$\text{العائد} = \frac{\text{سعر العرض} - \text{الافتتاح في اليوم في الاول}}{\text{سعر العرض}} \times \frac{\text{الافتتاح في اليوم في الاول}}{\text{سعرالسوق}}$$

ان العائد المرتفع دليل على ان الفرق بين السعر الافتتاحي وسعر الاغلاق كبير وهو دليل على ضعف التسعير سواء كان مقصودا ام غير ذلك. حاولت Wyatt⁹ استنتاج دلالات من استخدامات الاموال و ما يمكن ان يمثله من اشارات ايجابية او سلبية للمستثمر لها علاقة بالعوامل التالية: ضعف التسعير، التوقعات عن فرص البقاء ، القيمة السوقية للسهم و الاداء التشغيلي المستقبلي.

II. النماذج النظرية لطرق تقييم المؤسسات وتسعير العرض الاولي وظاهرة ضعف التسعير

1 - مقاربات تقييم المؤسسات:

- قيمة الاصل و قيمة المؤسسة¹⁰: عرفت قيمة الاصل بأنها مجموع المنافع الذاتية التي يوفرها هذا الاصل للمالكه، اما النظرية الكلاسيكية فتفترض ان السعر و القيمة متشابهان و لا يختلفان. من جهة اخرى و ببروز المالية السلوكية (*Behavioral Finance*) ودراستها لاختلالات الاسواق المالية فتشير الى ان سعر الاصل يمكن ان يختلف عن القيمة و ينحرف عنها لمدة زمنية قد لا تكون قصيرة. ان المنافع ليست المحدد الوحيد لقيمة الاصل او المؤسسة فهناك ايضا دوافع التقييم (Valuation motivations)، وهي متنوعة و تؤثر بدورها في نتيجة التقييم. اما قيمة المؤسسة فتساوي مجموع منافع محفظة المشاريع الاستثمارية التي تتشكل منها المؤسسة.

- المقاربات الرئيسية لتقييم المؤسسات:

توجد اربعة مقاربات رئيسية لتقييم المؤسسات تختلف فيما بينها حسب طبيعة المدخلات المطلوبة ومستوى التفصيل. يتفرع عن كل مقارنة عدد من الطرق، يلخص الشكل 1 هذه المقاربات.

ان الطريقة الأكثر انتشارا هي نموذج التدفقات النقدية الحرة المحينة (DCF) والمشتقة من النموذج الاصلي اي نموذج الارباح الموزعة المحينة (DDM) وطريقة التقييم على اساس المضاعفات (ES D MULTIPLES METHODE) والتي تعتمد على التقييم النسبي اعتمادا على مؤشرات مؤسسات اخرى شبيهة بها، يستحسن ان تكون من نفس قطاع نشاطها.

1- مقارنة قيمة الاصول:

تعتمد مقارنة قيمة الاصول على مبدأ نظري قوامه ما يلي: ان المشتري لن يقبل ان يدفع أكثر مما يكلفه انشاء كيان يتساوي في منفعته مع المؤسسة موضوع التقييم (المبدأ الاقتصادي للإحلال)¹¹.
تفترض مقارنة الاصول ان قيمة المؤسسة تساوي مجموع اصولها التي تقوم بدورها من منظور مواصلة النشاط او الصافية. فمن منظور مواصلة النشاط فإن قيمة المؤسسة تساوي مجموع الاصول التشغيلية بالقيمة السوقية العادلة زائد حاصل بيع جميع الاصول غير التشغيلية ناقص مجموع الديون. اما قيمة التصفية فهي مجموع قيم المبيعات مطروح منها الديون ومصاريف التصفية.¹² توجد طرق لادماج قيمة الاصول المعنوية المرتبطة بوجود المؤسسة او الشهرة (Goodwill) من خلال رسملة الفرق بين الارباح المتوقعة والتكلفة المعقولة للأموال المستثمرة. تضاف قيمة هذه الشهرة الى مجموع قيمة الاصول المادية او العينية.¹³

2- مقارنة القيمة على اساس المقارنة السوقية او التقييم النسبي: (Relative Valuation/Market Valuation)

تعتبر هذه المقارنة أكثر المقاربات استعمالا في الواقع من قبل الخبراء والمحللين¹⁴ وهذا بالرغم من تركيز الأكاديميين على مقارنة التدفقات النقدية المحينة (DCF) وقد تم استخدامها بنسبة تقارب 73% في الصفقات المالية الدولية.¹⁵
وفق هذه المقارنة فإن قيمة معظم الاصول التي يستثمر فيها تقوم على تسعير اصول مشابهة له في السوق.

ان اساس المقارنة السوقية او التقييم النسبي يقوم على ما يلي: ان قيمة الاصل تشتق من تسعير اصول مشابهة (comparable) بعد ايجاد متغير او متغيرات مشتركة مثل الارباح، الربح قبل الضرائب والفوائد والاهتلاك، التدفقات النقدية، القيمة الدفترية او الايرادات (المبيعات). ان هذه المقارنة تفترض اولا ان المؤسسات الاخرى في قطاع النشاط هي فعلا قابلة للمقارنة للمؤسسة التي

يتم تقييمها، و ثانيا ان السوق على العموم تسعر المؤسسات الاخرى تسعيرا سليما، اي انه يتم افتراض كفاءة السوق و قانون السعر الواحد (the Law of one Price/Loop) ومفاده ان الاصول المتشابهة يفترض ان يكون لها نفس السعر و الا فإن فرص التحكيم و المضاربة ستكون ممكنة¹⁶. هناك مضاعف اخر واسع الاستخدام و هو نسبة السعر على القيمة الدفترية او نسبة Tobin's q ، و يستخدم لمعرفة الشركات التي قد تكون قيمتها اقل من قيمتها العادلة. ومن النسب المستخدمة ايضا لتقييم المؤسسات نسبة السعر على المبيعات باعتماد متوسط نسب السعر على المبيعات لمؤسسات ذات خصائص شبيهة للمقارنة.

3- مقارنة الدخل (Income approach او DCF):

تعتمد هذه المقارنة على تحويل المنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل الى قيمة حالية. تتم عملية الخصم (Discounting) او الرسملة (Capitalisation) للمنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل (صافي التدفقات النقدية او اي مقياس اخر للدخل)، بمعدل خصم (discount rate) يمثل تكلفة الاموال لتلك المؤسسة او لذلك الاستثمار والذي يعكس القيمة الزمنية للنقود بالاضافة الى المخاطرة. ان عملية الخصم هذه قد تشمل تقسيم الافق الزمني المستقبلي الى مرحلتين او ثلاث زائد القيمة الختامية (terminal value). تتم رسملة القيمة الختامية بمعدل رسملة يساوي معدل الخصم ناقص معدل النمو في الامد الطويل لذلك لمتغير.¹⁷ يرى Pratt انه في غالب الحالات ليس من السهل تقدير المنافع المستقبلية المنتظرة من استغلال مؤسسة و تحديد قيمة كمية لها، و لهذا السبب يحتاج الخبير او المحلل المالي لفهم واسع لظروف السوق و للقطاع ، لظروف السوق المالية ، لكيفية ادارة المؤسسة و لحساباتها.¹⁸ اما Damodaran فيرى ان مقارنة التقييم بالتدفقات النقدية الخينة هي القاعدة التي تبنى عليها بقية المقاربات و ان اي شخص يفهم و يتحكم في اساسيات هذه المقاربة سوف يكون بوسعه تحليل و استخدام المقاربات الاخرى. تسمح المقاربة بالتدفقات النقدية الخينة بتقدير القيمة الذاتية (the intrinsic value) للاصل بناء على ما يسمى بأساسياته (fundamentals) و يشرح مفهوم القيمة الذاتية بأنها القيمة التي يمنحها للمؤسسة الخبير العارف بالتدفقات النقدية و بمعدل الخصم المرتبط بها.

اساس المقاربة: تمثل قاعدة القيمة الحالية اساس هذه المقاربة وهو ان قيمة اي أصل هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلا التي يولدها ذلك الاصل.¹⁹

$$V_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FCF_t}{(1+i)^t}$$

حيث أن:

V_0 = القيمة الحالية للاصل	✓
FCF_t = التدفقات النقدية الحرة للسنة t.	✓
i = معدل الخصم للأموال	✓
t = مدة حياة الاصل	✓

و إذا افترضنا معدل نمو g للتدفقات النقدية إلى ما لا نهاية فإن المعادلة السابقة تصبح:

$$V_0 = \frac{FCF_t}{(i - g)}$$

الممارسات السائدة في مجال تقييم المؤسسات:

تعد دراسة Bancel & Mittoo من أحدث الدراسات في موضوع الممارسة في مجال تقييم المؤسسات لدى خبراء التقييم في أوروبا²⁰، وشمل الاستقصاء 365 ممارس في المالية في ثمانية بلدان اوروبية وفي مواقع متنوعة و لهم تكوين مهني معترف به. ركز البحث على الاسئلة التالية: (1) ما هي نماذج التقييم الاكثر شعبية لدى الخبراء، (2) كيف يقدر الممارسون المدخلات اللازمة لتلك النماذج، (3) ما هي المدخلات السهل تحديدها و (4) ما هي المدخلات الاكثر حساسية للتقييم.

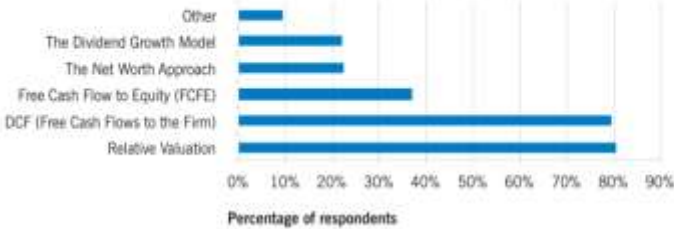
سنكتفي في هذا المقام بعرض نتائج المسح ذات الصلة بالسؤال الاول حيث عبر الممارسون عن طرق التقييم المفضلة وهي على التوالي كما يلي: التقييم النسبي اي التقييم على اساس المضاعفات والمقارنات مع مرجعيات من السوق

(نسبة الاجابة 80%)، طريقة التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة المحينة -FFFC- (80%) ، طريقة التدفقات النقدية الحرة لحملة الاموال الخاصة -FCFE- (38%) ، صافي الاصول المصححة -ANR- (22%) و نموذج توزيعات الارباح المستقبلية المحينة -DDM- (22%). وقد اكد 60% من المجيبين انهم يستعملون طريقتين او ثلاثة طرق بالتزامن. اما مضاعفات التقييم الاكثر شعبية فهي نسبة قيمة المؤسسة على الربح قبل الفوائد والضرائب و الاهتلاك و خسائر القيمة (EBITDA) و يليها مضاعف السعر على الربح او PER.

شكل 2: طرق التقييم، عدد الطرق المستخدمة وطبيعة المضاعفات في أوروبا

Figure 1 Survey evidence on the use of valuation methods

1.1: The popularity of different valuation methods



1

1.2: The number of valuation methods used by experts

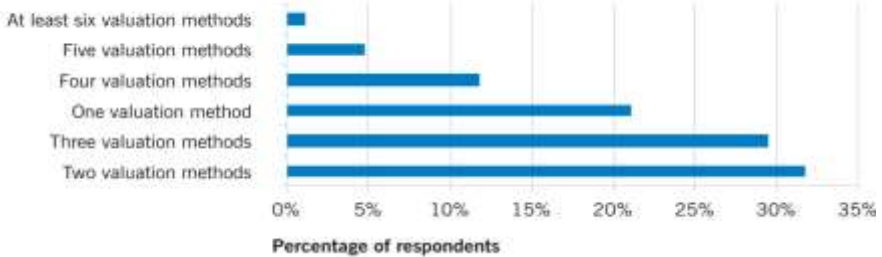
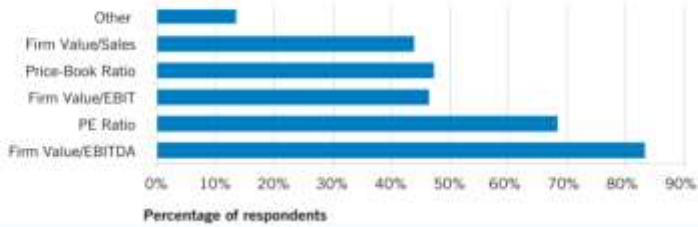


Figure 2 Survey evidence: which multiples are most popular?



المصدر: Bancel, F; Mittoo, Usha R. "The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation p 108

اما عن اهم المعينات التي تحد من فعالية نماذج التقييم الحالية فذكر ما يلي: (1) صعوبة تقدير وحساب معدل الخصم، (2) صعوبة تقدير القيمة الختامية، (3) صعوبة اختبار مخطط الاعمال (business plan)، (4) صعوبة حصر عينة الشركات الشبيهة عند استخدام مقارنة المقارنات، (5) صعوبة تقدير قيمة المديونية الصافية. وفي جانب اهم مزايا طرق التقييم الحالية فذكر التالي: (1) انها تسمح باجراء مقارنات مفيدة مع مؤسسات اخرى، (2) انها اصبحت نمطية، (3) سهولة التطبيق.

اما Deloof و زملاؤه فأكد ان البنوك المرافقة لعمليات الادراج في البورصة تستخدم عدة مقاربات للتقييم في نفس الوقت و تتواجد معها دائما طريقة التدفقات النقدية المحينة (DCF) وهي ايضا الاكثر شعبية و تليها طريقة المضاعفات و خاصة مضاعف السعر على الربح (ERP) والاعتماد على الارباح و التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل²¹.

2 - طرق تسعير الاسهم في عمليات IPO :

يمثل سعر العرض احد العناصر الهامة لنجاح عملية الدخول الى البورصة، فإذا كان السعر مرتفعا فإنه لا يشجع المستثمرين بل ينفروهم على المشاركة في العرض و يفشل العملية، اما اذا كان السعر منخفضا فسوف يؤثر على حجم المبالغ المحصلة و بالتالي قد لا تحقق الاهداف المرجوة و قد تفشل العملية برمتها و يسحب العرض.

ان طرق التسعير المستخدمة عند عرض الاسهم للبيع لاول مرة في السوق المالية هي:

- **طريق السعر الثابت (Offre à Prix Ferme)**، تحدد المؤسسة والبنك المرافق سعر العرض و يتم الاعلان عن السعر و الكمية قبل بضعة ايام من الادراج و يفترض انها نهائية و على المستثمرين تحرير طلبات الشراء على اساس هذا السعر. مبدئيا لا تقبل الا العروض المطابقة للسعر المحدد والذي سيعتمد كأول سعر عند اول حصة تداول. توزع الاسهم بالتناسب مع العروض المستلمة مع امكانية ضمان حد ادنى لكل مكتتب، خاصة في حال تجاوز الطلب للعرض.
- طريقة السعر الافتتاحي او المزايدة (Enchère/Offre à Prix Minimal) و هو خاص بآلية البيع بالمزاد العلني و الذي ينطلق مع الاعلان عن السعر الاساس
- (Offre à Prix Minimal) و عن الكميات . بعد تلقي العروض يحدد البنك المرافق السعر التوازني اي سعر التعادل بين العرض و الطلب و توزع الكميات دون تمييز بسعر واحد و هو السعر التوازني، وهنالك تفاصيل تقنية تختلف من بورصة الى اخرى لا مجال للتطرق اليها في هذا المقال.
- طريقة بناء الدفاتر (book-building) ، (construction du livres d' order): يلعب بنك الاستثمار المرافق دورا محوريا في هذه الطريقة . يتم التوجه في بداية العملية الى هيآت المستثمرين (Institutional investors) ويتم الاعلان عن مجال سعري يتراوح بين حد ادنى

و اخر اقصى. ثم يفتح دفتر الطلبات اين تسجل اوامر الطلب ، و من هنا جاءت تسمية بناء الدفاتر و يقصد بها دفتر الاوامر. في ختام هذه المرحلة يحدد السعر النهائي و تتوزع الاسهم على المستثمرين بطريقة تمييزية، حيث يحتفظ البنك المافق بصلاحيه توزيع الاسهم و تحديد سعر العرض النهائي.

تقترب طريقة بناء الدفاتر نوعا ما من طريقة المزايدة لان عددا من المشترين يصرون بعدد الاسهم التي هم على استعداد لشرائها وفق سعر معين، غير ان هذه الاشارات ليست ملزمة لاية جهة وتستخدم فقط للإستدلال عند ضبط سعر الرسمي للعرض. تباع الاسهم للمكاتب او المكتبيين الذين يقدمون اعلى عرض يسمح بتسويق مجموع الاسهم المعروضة. تعرف هذه الطريقة انتشارا واسعا في العالم وأضحت طريقة بناء الدفاتر الطريقة المهيمنة في العديد من الاسواق المالية²².

تعايش هذه الطرق الثلاثة في العديد من الاسواق المالية، حيث يسمح للمؤسسة والبنك المرافق باختيار الطريقة التي تلائمهم. وبصفة عامة وفي الكثير من الاسواق المالية الاوربية او الامريكية او اليابانية فإن اجراءات التسعير الاولي لا تديرها البورصات بل تفوض الى بنوك العمال التي تقوم بدور الوسيط والمرافق خلال عملية الادراج. وتوجد استثناءات مثل بورصة Euronext Paris وبورصة اسطنبول حيث توفر هذه البورصات اليات للتفاوض الاولي بين المؤسسة ووسيطها والمستثمرين الرئيسيين²³. يقارن الجدول 03 مختلف اليات التسعير.

3 - مناقشة ظاهرة ضعف التسعير

الاستراتيجيات المتعمدة للسعر المنخفض (Underpricing /Undervaluation):

أكد العديد من الباحثين اعتماد البنوك المرافقة لإستراتيجية السعر المنخفض عمد سعيًا من اجل تحقيق هدف معين مثل مكافأة المستثمرين العارفين (informés Investisseurs) على مشاركتهم و على كشفهم عن المعلومات التي يمتلكونها خلال مرحلة المشاورات²⁴. ان السعر المنخفض (اي اقل من القيمة الذاتية) يفيد ايضا المستثمرين غير العارفين (Investisseurs non informés) إذ ان مشاركتهم ضرورية لإنجاح عملية العرض و السعر المنخفض يجذبهم بغض النظر عن اي معلومة و عن عدم التماثل المعلوماتي (Asymétrie informationnelle). وهناك من يرى ان ضعف التسعير المتعمد هدفه جذب شريحة الافراد وهم من المستثمرين غير العارفين لضمان توفير سيولة كافية حين تداول السهم وكذلك لأن الافراد لا يهدفون الى الهيمنة على المؤسسة والتأثير عليها

مقارنة بالمستثمرين المؤسساتيين.²⁵ ان طرق التقييم المستخدمة لتحديد سعر العرض تكون لها مصداقية اكبر اذا لم تعتمد على معطيات تاريخية من الماضي بل على تنبؤات مستقبلية دون ان تكون هذه الاخيرة شديدة التفاؤل.²⁶

استراتيجيات التسعير و تأثير البنك المرافق في سعر العرض:

لوحظ ان للبنك المرافق مصلحة خاصة في توجيه السعر فهو يسعى لإنجاح عملية الطرح الاولي من خلال تخفيض سعر العرض وتقليل نفقات التسويق والاهم هو سعيه للحفاظ على سمعته ومكانته المرموقة على الساحة المالية. لقد ركزت بعض الدراسات على دور و اثر شهرة البنك المرافق في نجاح عملية الإدراج، فكلما كان الوسيط ذو مكنة مرموقة على مستوى الساحة المالية كلما قلت مخاطر ضعف التسعير.²⁷ كما للمكانة المرموقة لشركات المراجعة ايضا دورا في التأثير على تسعير الاسهم، فقد بين Chang²⁸ و زملاؤه ان الاتعاب التي تتقاضاها شركات المراجعة المعروفة و المرموقة اعلى مقارنة بتلك المدفوعة الى شركات المراجعة العادية، و رغم هذه الحقيقة فإن الشركات التي تدخل البورصة لأول مرة والتي تتم مراجعة حساباتها من طرف مكاتب محاسبية مرموقة تعرف اسهمها ارتفاعا كبيرا في اليوم الاول من التداول و هو ما يعرف ب ضعف التقييم

(Sous-évaluation) او ما يفسر بضعف في سعر العرض الاولي. تم تفسير هذا التناقض

الظاهري بكون الشركات الجيدة تلجأ الى مكاتب محاسبية مرموقة لترسل اشارات الى المستثمرين حول قيمتها، ويكون اثر هذه الاشارة اكبر في حال وجود عددم تناظر شديد في المعلومات او عندما يكون بنك الاعمال المرافق مغمورا.

الاشارات الهامة الايجابية والسلبية التي تؤثر في تقييم وتسعير المؤسسة:

يعلم المستثمرون الخارجيون القليل عن المؤسسة المرشحة للإدراج ورغم اصدار المؤسسة لمذكرة او نشرة اعلامية مفصلة الا انهم يراقبون اشارات ايجابية او سلبية عن جودة المؤسسة من طرف المقرين من المؤسسة (company insiders)، الذين يمتلكون معلومات اكثر. ان الفكرة الاساسية هنا هي كما يلي: ان المؤسسات "الجيدة" تتخذ اجراءات مطمئنة لا تريد او لا تستطيع المؤسسات الرديئة اتخاذها، ومن الاشارات الايجابية: 1- اظهار ارباح تاريخية عالية، 2- اللجوء الى بنك مرافق جد مرموق، 3- التزام او تعهد كبار المساهمين عدم بيع ايا من حصصهم في المؤسسة قبل نفاذ فترة

زمنية معتبرة قد لا تقل عن ستة اشهر. اما ما يمكن اعتباره اشارات سلبية منفردة فهو : 1- بيع المساهمين الحاليين لأسهمهم ، 2- بيع جزئى كبير من المؤسسة²⁹.

جدول 3: مقارنة بين مختلف اليات التسعير عند الدخول الى البورصة في أوروبا

بناء الدفاتر	المزاد	العرض بسعر ثابت	
هيآت	هيآت وافراد	هيآت وافراد	المستثمرون المشاركون في العرض
بمجال سعري	حد أدنى او مجال سعري	سعر ثابت ونهائي	سعر العرض الاولي
يحدده البنك الوسيط حسب العروض	يحدد حسب توازن العرض والطلب	يساوي سعر العرض الاولي	سعر الدخول النهائي
البنك الوسيط رئيس الفريق	البنك الوسيط رئيس الفريق او البورصة	البنك الوسيط رئيس الفريق او البورصة	الهيئة المشرفة على الطلبات
العروض بالسعر الادنى او بأي سعر	العروض بالسعر الادنى او بأي سعر	العروض بسعر العرض الاولي	العروض القابلة للاستلام
جميع العروض او العروض بسعر \geq سعر العرض النهائي	العروض بسعر \geq سعر العرض النهائي	الكل	العروض المتسحاب لها
حسب قرارات البنك المرافق وفريقه	دون تمييز/ حسب نسبة الطلب او اولوية السعر	دون تمييز/ حسب نسبة الطلب	معيار توزيع الاسهم
جميع الدول الاوربية ما عدا: النمسا، بلجيكا، اسبانيا، فنلندا واليونان، فرنسا، ايطاليا، هولندا، بولونيا، البرتغال، المملكة المتحدة وتركيا، السويد وسويسرا	فرنسا، هولندا، بولونيا، البرتغال، المملكة المتحدة وتركيا.	جميع الدول الاوربية ما عدا: النمسا، اسبانيا، فنلندا واليونان.	البلدان المستخدمة للالية

المصدر: Boutron, Emmanuel & Al . "Les Procédures D'introduction En Bourse :

En Europe:Évolution Des Pratiques Et Perspectives."REVUE, DÉCONOMIE
FINANCIÈRE n°7 (2006) p 82

I. طرق التقييم عند الادراج في البورصة لأول مرة في بورصات الجزائر، الدار البيضاء و تونس: من اجل معرفة طرق التقييم التي تستخدمها المؤسسات وبنوك الاعمال المرافقة لها عند التحضير للدخول الى البورصة لأول مرة والاجابة على الاسئلة التالية (1) ما هي طرق التقييم المتبعة؟ (2) هل تتبع أكثر من طريقة وكيف يتم حساب القيمة النهائية او المركبة؟ (3) في حال استخدام مقارنة المقارنات، ما هي المضاعفات المستعملة؟

للإجابة على هذه الأسئلة اعتمدنا على منهجية دراسة المحتوى (Content Analysis) واستغلال المواقع الالكترونية للبورصات و لسلطات الاسواق المالية في من خلال فحص نشرات الاصدار للشركة التي دخلت البورصة في الفترة الممتدة من سنة 2007 الى سنة 2014 في بورصات الدار البيضاء ، الجزائر و تونس. يمكن الاطلاع على هذه النشرات في المواقع الالكترونية للسلطة المشرفة على السوق المالية لكل بلد او من خلال مواقع البورصة كما في الجدول 04. لتبرير سعر العرض فإن معظم النشرات تضع في الفصل الخاص بالمعلومات حول العرض فقرة تحت عنوان عناصر لتعليل السعر (Éléments d'appréciation du prix) او منهجية التقييم (Méthodologie de l'évaluation) او سعر العرض و مبرراته (Le prix de l'offre et sa justification). ان هذه الفقرة تختلف في حجمها و درجة التفصيل فيها من شركة الى اخرى.

عينة الدراسة:

بلغ عدد الشركات التي دخلت البورصة للمرة الاولى في الاسواق المغاربية الثلاث في الفترة الممتدة من سنة 2007 الى 2014 ما 56 شركة منها شركتين (02) في الجزائر، 23 شركة في المغرب و 31 شركة في تونس. ما يلاحظ ان سوق الاوراق المالية في الجزائر لم ينطلق بعد رغم الامكانيات التي تزخر بها الجزائر.

ومما لوحظ ايضا ان عمليات الدخول الى البورصة تعرف فترات انتعاش (Hot seasons) يرتفع فيها عدد الشركات التي تفتح رأسمالها وقد يكون مرد ذلك التحفيزات التشريعية التي تقدمها الدول في إطار سياساتها الاقتصادية. ان سوء اختيار لعملية الطرح قد يتسبب في عدم استقرار مستوى الاسعار بعد التداول³⁰.

جدول 4: الهيآت المشرفة على الاسواق المالية في الجزائر، المغرب وتونس وعدد

الشركات المدرجة لأول مرة (السوق الرئيسية والسوق البديل)

عدد الشركات المدرجة لأول مرة 2007-2014	سلطة مراقبة السوق المالية	ادارة السوق المالية	البلد
02 شركة	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها www.cosob.org	شركة تسعير بورصة القيم www.sgbv.dz	الجزائر
23 شركة	مجلس القيم المنقولة CDVM www.cdvm.gov.ma	بورصة الدار البيضاء ش م www.casablanca-bourse.com	المغرب
31 شركة	هيئة السوق المالية www.cmf.org.tn	بورصة تونس للقيم المنقولة www.bvmt.com.tn	تونس

المصدر: من اعداد الباحث

اساليب تسعير العروض:

ان طريقة العرض المهيمنة هي العرض بالسعر الثابت (OPF) بـ 85.72% ثم العرض بطريقة السعر المفتوح (OPO) بـ 14.28%. ان طريق العرض بالسعر المفتوح قريبة من طريقة بناء الدفاتر غير انه في حالة طريقة بناء الدفاتر لا يحدد سعرا او مجالا سعريا ملزما للمستثمرين بل لهم حق تقديم العرض الذي يناسبهم. ان عدم انتشار طريقة بناء الدفاتر بحاجه الى بحث ميداني في الاوساط المالية.

ممارسات التقييم عند الدخول الى البورصة في الدول المغاربية:

تبين دراسة دراسة المحتوى لنشرات الاصدار انه يتم استخدام جميع مقاربات التقييم (انظر الجدول 05). وكما هو متوقع فان طريقة التدفقات النقدية المحينة (CFD) تاتي في المقام الاول بنسبة 96.43% تليها طريقة المضاعفات او المقارنات (TM/BM) 76.79% ثم طريقة ريع الشهرة او (GoodWill) بـ 37.50% و طريقة القيمة الاقتصادية المضافة او طريقة الارباع غير العادية بـ 21.43% ثم طريقة Bates بـ 16.07% و طريقة توزيعات الارباح المحينة (DDM) بـ 14.29%.

جدول 05: طرق التقييم المستخدمة الدخول الى البورصة لأول مرة

عدد الطرق المستخدمة معها					التكرار	الرمز	الطريق
4	3	2	1	0			
0	0	1	1	0	2	ANC	صافي الاصول المحاسبية
1	1	1	0	0	3	ANR	صافي الاصول المصححة
1	7	13	0	0	21	GW	ربع الشهرة
0	2	4	2	0	8	DDM	توزيعات الارباح المحينة
0	1	8	0	0	9	BAT ES	طريقة Bates
1	4	32	16	1	54	DCF	التدفقات النقدية الحرة المحينة
0	3	8	1	0	12	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
1	4	23	14	0	42	MB/T	مضاعفات البورصة/ الصفقات
4	22	90	34	1	151	المجموع	

المرجع: اعداد الباحث

اما لو وضعنا طريقة Bates وطريقة توزيعات الارباح في مجموعة واحدة نظرا للتقارب الكبير بينهما لان طريقة Bates هي تطوير للنموذج الأصلي لتوزيعات الارباح المحينة (DDM) فإن نسبة استعمالهما المشتركة تساوي 30.36% مما يجعلهما في المرتبة الرابعة قبل طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (انظر الجدول 06).

اما طريقي صافي الاصول المحاسبية وصافي الاصول المصححة فإن استخدامهما نادر، باستثناء طريقة صافي الاصول المصححة (ANR) التي تعتبر ضرورية لحساب قيمة ربع الشهرة (GoodWill). اما بخصوص طبيعة المضاعفات المستخدمة في المقارنة بالمقارنات فهي على التوالي كما يلي: مضاعف السعر (PER)، يليه الربح قبل الفوائد و الضرائب (EBIT) ثم الربح قبل

الفوائد و الضرائب و الاهتلاكات و حسائر القيمة (ADBITE) ثم مضاعف القيمة الدفترية (Price/Book) و اخيرا مضاعف رقم الاعمال (Price/Sales). بطبيعة الحال وفي غياب سوق نشطة محليا يمكن الاستعانة بمضاعفات من الاسواق الخارجية القريبة من البلد.

جدول 06: الطرق الاكثر استخداما في الاسواق المالية المغربية

الاستخدام %	التكرار	الرمز	الطريقة
96,43	54	DCF	التدفقات النقدية الحرة المحينة
75,00	42	MB/MT	مضاعفات البورصة/ الصفقات
37,50	21	GW	ربع الشهرة
21,43	12	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
16,07	9	BATES	طريقة Bates
14,29	8	DDM	توزيعات الارباح المحينة
5,36	3	ANR	صافي الاصول المصححة
3,57	2	ANC	صافي الاصول المحاسبية

المرجع: اعداد الباحث

عدد الطرق المستخدمة عند تقييم الشركة الواحدة:

ان استعمال أكثر من طريقة ومقارنة لحساب قيمة المؤسسة المركبة او المحينة يعني عدم وجود ايمان قاطع بمصدقية المقاربة او الطريقة الواحدة اما لخصوصيات المؤسسة محل التقييم او لإنعدام الثقة في مدخلات والمعطيات التي يتطلبها ذلك النموذج مثل دقة وموثوقية التوقعات بخصوص الارباح والتدفقات النقدية المستقبلية او لصعوبة إيجاد المؤسسات الشبيهة في حال التقييم على اساس المقارنات او المضاعفات او لصعوبة تحديد الافق الزمني المستقبلي و تقسيمه الى فترات مرحلية متباينة. لاحظنا في دراستنا ان استخدام ثلاث طرق يمثل الحالة الغالبة بمعدل 59.2% ويليه استعمال طريقتين بنسبة 22.37% ثم يأتي في المرتبة الثالثة استخدام اربعة طرق بنسبة 15.13%. وتشكل الحالات الثلاث مجتمعة ما يساوي 96.71% من مجموع الحالات الممكنة، وبلغ متوسط عدد الطرق المستخدمة 2.96 طريقة، انظر الجدول 07. ان هذه النتيجة تتوافق وعدد الطرق المستخدمة من طرف بنوك الاعمال وخبراء التقييم في عدد من البلدان الاوربية.

جدول 07: عدد الطرق المستخدمة عند كل تقييم

المجموع	عدد الطرق المستخدمة					
	5	4	3	2	1	
115	4	22	90	34	1	تكرار الاستعمال
100%	2,63	15,1	59,2	22,4	0,66	% تكرار الاستعمال
2,96						متوسط عدد الطرق المستخدمة

المراجع: اعداد الباحث

قيمة السهم وعلاقتها بسعر العرض الاولي:

لوحظ ان سعر العرض الثابت والعرض بالسعر المفتوح اعتمد بصفة كلية على نتيجة التقييم اي على القيمة المركبة مع تطبيق تخفيض (teoDec) لتعويض المستثمرين اصحاب الاقلية (Minoritaires) على ضعف سيطرتهم، وتراوح التخفيض من 0% الى 30% مع متوسط تخفيض يبلغ 13.08% من نتيجة التقييم.

الخلاصة:

مهما كانت طريقة تسعير المؤسسات عند الدخول الى البورصة لأول مرة: سعر ثابت، مفتوح او طريقة بناء الدفاتر، فإن التقييم الاولي للمؤسسة والموجه للملكي ومسيري المؤسسة او لتبرير وتقدير السعر تجاه المستثمرين، يعتبر عملية ضرورية لا مناص منها. ان التركيز على مقارنة الدخل دليل على مستوى الاقتناع بمدى صلابتها النظرية والتطبيقية. بيد ان مشكلات التنبؤ واعداد المدخلات يحد من قيمتها ككل ويجبر الممارسين على الاستعانة بطرق اخرى مثل المقارنات السوقية ومع الصفقات من اجل تقليص مخاطر الانحراف الشديد عن مجال القيم الموضوعية. ان للباحثين في مجالي المحاسبة والمالية فرصة للمساهمة في فهم وحل مشكلات تقييم المؤسسات سواء في إطار عمليات البورصة او العمليات التي تجري خارج الاسواق المالية بين المؤسسات. ومن اجل تطوير السوق المالية في الجزائر يجب العمل على بروز هيئة مهنية تهتم بكل نواحي التقييم مثل العقارات بأنواعها والمعدات والالات والشركات

كما هو موجود في الكثير من البلدان سواء المتقدمة او الصاعدة. كما ان فتح المعلومات التي تنشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية(BOAL) للجمهور من خلال الانترنت ولو بمقابل وزيادة حجم ونوعية تلك المعلومات سيساعد على اكتشاف جوهر وصلب تلك المؤسسات.

المراجع والهوامش:

- ¹ DRAKE, PAMELA PETERSON, and FRANK J. FABOZZI. *The Basics of Finance_ an Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management* New Jersey, USA: John Wiley 2010.
- ² SENTIS, Patrick. "Introduction En Bourse. Quelles Stratégies Pour L'entreprise Candidate." *Revue française de gestion*, no. 2005/5 - n°158 (2005): 225 à 44.
- ³ Anderson, Seth, T Randolph Beard, and Jeffery Born. *Initial Public Offerings: Findings and Theories: Findings and Theories*. Vol. 8: Springer Science & Business Media, 1995.p 28
- ⁴ BRAU, JAMES C., and STANLEY E. FAWCETT. "Initial Public Offerings- an Analysis of Theory and Practice ". *THE JOURNAL OF FINANCE LXI, NO. 1 (FEBRUARY 2006)*.P 407
- ⁵ Pereiro, Luis E. *Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach* New York: Wiley 2002. P 333
- ⁶ Bancel, Franck, and Usha R. Mittoo. "Why Do European Firms Go Public ". *European Financial Management* 15, no. 4 (2009):p 846
- ⁷ Brau., James C., and Stanley E. Fawcett. " Evidence on What Cfos Think About the Ipo Process- ". *Journal of Applied Corporate Finance* 18, no. 3 (2006) p 114
- ⁸ Wyatt, Anne. "Is There Useful Information in the 'Use of Proceeds' Disclosures in Ipo Prospectuses?". *Accounting & Finance* 54, no. 2 (2014): P628
- ⁹ Wyatt, Anne . Op. Cit . p 628.
- ¹⁰ Kemper, Andreas. *Valuation of Network Effects in Software Markets* Berlin: Physica-Verlag (Springer) 2010. P 15.
- ¹¹ Pratt, Shannon P. *Business Valuation Body of Knowledge* , New Jersey: John Wiley 2003.p 88
- ¹² Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2010.p 14
- ¹³ Pratt, Shannon op cite p 163
- ¹⁴ Damodaran, Aswath, Ibid. p 9
- ¹⁵ Kemper, Andreas op cite p 18
- ¹⁶ Kemper, Andreas op cite p 18
- ¹⁷ Pratt, Shannon Op.cit., p 87
- ¹⁸ Pratt, Shannon P., and Alina V. Niculita. *Valuing a Business the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* 5ed ed. New York: McGraw-Hill, 2008.p 62
- ¹⁹ Damodaran, Aswath, Op.cit., p 1

- ²⁰ Bancel, Franck; Mittoo, Usha R. "The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation- Survey of Euro_2." *Journal of Applied Corporate Finance* 26, no. 4 (2014): 106-18.
- ²¹ Marc Deloof, Wouter De Maeseneire, and Koen Inghelbrecht. "How Do Investment Banks Value Initial." *Journal of business Finance & Accounting* 36, no. 1&2 (2009) p 157
- ²² Degeorge, François, François Derrien, and Kent L. Womack. "Quid Pro Quo in Ipos Why Book-Building Is Dominating Auctions?": London School of Economics and Political Sciences, 2004,p4
- ²³ Boutron, Emmanuel, Jean-François Gajewski, Carole Gresse, and Florence Labégorre. "Les Procédures D'introduction En Bourse En Europe: Évolution Des Pratiques Et Perspectives." *REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE*, no. 82 (2006):p 5
- ²⁴ SENTIS, Patrick. Op.cit., p 235.
- ²⁵ Ibid, p 230.
- ²⁶ Ibid, p 235
- ²⁷ Carter, Richard B., Frederick H. Dark, and Ajai K. Singh. "Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks." *The Journal of Finance* 53.1 (1998).P 302
- ²⁸ Xin Chang , André F.Gygax , Elaine Oon , Hong Feng Zhang. "Audit Quality , Auditor Compensation and Initial Public Offering Underpricing." *Accounting and Finance* 48 (2008): 391-416.
- ²⁹Brau;, James C., and Stanley E. Fawcett. OP cit.p 114
- ³⁰زرقون, محمد " . العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسات إقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر " .-مجلة الباحث عدد 12 2013. ص 108.