



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة باتنة 1



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

المعلومة المحاسبية وتقييم الشركات  
دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة، الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير  
تخصص: تسيير مؤسسات

تحت إشراف:  
أ.د/عمار زيتوني

من إعداد الباحث:  
لمبارك فحلول

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د/ رحال علي	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة 1	رئيسا
أ.د/ عمار زيتوني	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة 1	مشرفا ومقررا
أ.د/ عقاري مصطفى	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة 1	عضوا مناقشا
أ.د/ برحومة عبد الحميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة مسيلة	عضوا مناقشا
أ.د/ يجاوي مفيدة	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	عضوا مناقشا
أ.د/ غالم عبد الله	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017 / 2016

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة باتنة 1  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

المعلومة المحاسبية وتقييم الشركات  
دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة، الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير  
تخصص: تسيير مؤسسات

تحت إشراف:  
أ.د/عمار زيتوني

من إعداد الباحث:  
لمبارك فحلول

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د/ رحال علي	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة 1	رئيسا
أ.د/ عمار زيتوني	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة 1	مشرفا ومقررا
أ.د/ عقاري مصطفى	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة 1	عضوا مناقشا
أ.د/ برحومة عبد الحميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة مسيلة	عضوا مناقشا
أ.د/ يحيى مفيدة	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	عضوا مناقشا
أ.د/ غالم عبد الله	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2016 / 2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# دعاء

اللهم ارفعنا ولا تضعنا ...

وأكرمنا ولا تهنا ... وأعطنا ولا تحرمنا ...

وكن لنا ولا تكن علينا ...

يا رب يا رب

# شكر وتقدير

عن النبي صلى الله عليه وسلم قال:

«لا يَشْكُرُ اللهُ مَنْ لا يَشْكُرُ النَّاسَ»

وعملا بهذا الحديث، فإنني أحمد وأشكر الله رب العالمين على توفيقه لي، ثم

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من كان لي سندا على انجاز هذا العمل

وتذليل ما واجهته من صعوبات، فجزاهم الله عني خير الجزاء وأمدهم بموفور الصحة والهناء.

أخص بالذكر الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور عمار زيتوني الذي لم يخجل على بتوجيهاته

ونصائحه وتشجيعاته طوال مدة انجاز الرسالة. كما أتوجه بتشكراتي للأستاذين الدكتور عز الدين

بن تركي والدكتور فارس بوباكور على مساعدتهما.

أتوجه أيضا بالشكر الجزيل إلى إدارات شركة اسمنت عين التوتة وفي مقدمتهم السيدين بوعزيز بن

عطير وجمال عطير اللذين لم يدخرا جهدا في تقديم يد المساعدة.

كما اشكر الزملاء أساتذة الكلية كل باسمه على دعمهم الثمين من أجل إتمام هذا العمل.

# الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما وأطال في عمرهما،

إلى عائلة فحلول

إلى من يحمل راية العلم في الجزائر

أهدي هذا العمل

## فهرس المحتويات

III	دعاء
IV	شكر وتقدير
V	إهداء
VI	فهرس المحتويات
XVIII	فهرس الجداول
XXI	فهرس الأشكال
أ	المقدمة العامة.....
ج	فرضيات البحث.....
ج	أهمية البحث.....
د	أهداف البحث.....
هـ	أسباب اختيار الموضوع.....
هـ	منهج البحث.....
و	النتائج المرجوة من البحث.....
و	مجال ونطاق البحث.....
و	الصعوبات والعراقيل التي واجهت الباحث.....
ز	دراسات سابقة.....
ي	هيكل البحث.....

### القسم الأول: الإطار النظري

#### الفصل الأول:

#### الإطار النظري للقيمة والتقييم والمؤسسة

03	مقدمة الفصل.....
03	المبحث الأول: الخلفية النظرية للقيمة.....
03	1. طبيعة القيمة.....
03	1.1. المعنى اللغوي للقيمة.....
04	2.1. المعنى الاصطلاحي للقيمة.....
04	3.1. القيمة في مجال تقييم المؤسسات.....
05	4.1. الفرق بين القيمة، السعر والتكلفة.....
06	2. مفاهيم القيمة السوقية العادلة.....
06	1.2. التطور التاريخي للقيمة السوقية العادلة، القيمة العادلة.....
07	2.2. القيمة السوقية، القيمة العادلة والقيمة السوقية العادلة.....

09	.....3. معايير القيمة.....
09	.....1.3. القيمة السوقية العادلة (Value Market Fair).....
10	.....2.3. قيمة الاستثمار (Investment Value).....
11	.....3.3. القيمة العادلة (Fair Value).....
14	.....4.3. القيمة الذاتية (القيمة الأساسية) (Intrinsic Value)، (Fundamental Value).....
14	.....5.3. افتراضات القيمة.....
16	.....4. مفاهيم متفرقة أخرى للقيمة.....
16	.....1.4. القيمة الدفترية (Book Value).....
16	.....2.4. قيمة الشهرة (Goodwill Value).....
16	.....3.4. قيمة التأمين (Insurable Value).....
17	.....4.4. قيمة التعويض/الاستبدال أو الاستساح (Replacement Value/ reproduction value).....
17	.....5.4. القيمة المتبقية (Salvage Value).....
17	.....5. مبادئ نظرية ذات صلة بمفهوم القيمة.....
17	.....1.5. مبدأ وجود بدائل (The principle of alternatives).....
17	.....2.5. مبدأ التعويض (The principal of replacement).....
18	.....3.5. مبدأ الإحلال (The principal of substitution).....
18	.....4.5. مبدأ المنافع المستقبلية (The principal of future benefits).....
18	.....6. حدود القيمة وفق ميزانيات الشركات.....
20	.....المبحث الثاني: مفهوم التقييم – دوافعه ومحدداته.....
20	.....1. التقييم.....
21	.....2. حدود عملية التقييم.....
22	.....3. دوافع استخدام تقييم المؤسسات أو متى نبرز الحاجة للتقييم المالي للمؤسسات.....
25	.....4. وظائف تقييم المؤسسات.....
27	.....5. محددات القيمة والعوامل المؤثرة في القيمة (Value drivers and influencing factors).....
28	.....1.5. محددات مالية شائعة.....
28	.....2.5. المحددات غير المالية للقيمة.....
29	.....المبحث الثالث: الأسس النظرية للمؤسسة الاقتصادية.....
29	.....1. مفهوم المؤسسة.....
30	.....2. ما هو سبب وجود المؤسسة وما هي غاياتها؟.....
31	.....3. بعض خصائص المؤسسة.....
31	.....1.3. تصنيف المؤسسات حسب حجم المؤسسة.....
33	.....2.3. تصنيف المؤسسات حسب طبيعة النشاط.....
34	.....3.3. تصنيف المؤسسات حسب الوضعية القانونية.....



35	..... مؤشرات قياس الأداء.....
36	..... العناصر المادية الملموسة والعناصر غير الملموسة.....
36	..... 1.5. أهمية تحديد المعنى الاصطلاحي لبعض المفاهيم مثل رأس المال (capital) والأصل (actif).....
36	..... 2.5. رأس المال غير الملموس.....
37	..... 3.5. أهمية الأصول المعنوية في تطوير المؤسسة.....
38	..... 4.5. الأصول المعنوية ومعايير الإفصاح المحاسبي.....
38	..... 6. نظريات المؤسسة.....
38	..... 1.6. النظرية النيوكلاسيكية.....
39	..... 2.6. نظرية حقوق الملكية.....
40	..... 3.6. نظرية تكاليف الصفقات (Théorie des coûts de transaction).....
41	..... 4.6. نظرية العقود.....
42	..... 5.6. نظرية الوكالة.....
43	..... 6.6. نظرية الموارد ونظرية الكفاءات (the resource-based view of the firm).....
45	..... 7. العلاقة بين التقييم والإدارة الإستراتيجية للمؤسسة.....
46	..... خلاصة الفصل الأول.....

## الفصل الثاني:

### دور الأسواق المالية والمعلومة المحاسبية والمالية في التقييم

48	..... مقدمة الفصل.....
48	..... المبحث الأول: الأسواق المالية ودورها في التسعير.....
48	..... 1. الأسواق المالية ، ماهيتها، أهميتها وآلياتها.....
48	..... 1.1. النظام المالي أو الإطار العام للأسواق المالية.....
51	..... 2.1. ماهية الأسواق المالية وتنظيمها.....
51	..... 3.1. أهمية الأسواق.....
52	..... 4.1. تصنيف الأسواق المالية.....
52	..... 5.1. الوظيفة الاقتصادية للأسواق المالية.....
53	..... 6.1. آلية الأسواق المالية لتحديد الأسعار (Microstructures des Marchés Financiers) ..
54	..... 2. كفاءة الأسواق.....
54	..... 1.2. الكفاءة المعلوماتية للسوق المالية.....
54	..... 2.2. الصيغ المختلفة للكفاءة المعلوماتية للسوق.....
55	..... 3.2. السلوكية المالية.....
57	..... 3. الوساطة المالية والوساطة المعلوماتية.....
58	..... 4. دور الإفصاح المالي في ترشيد الأسواق المالية.....

59	.....1.4 الخلفية النظرية للمعلومة المالية وغير المالية والإفصاح المالي
61	.....2.4 أهميته الإفصاح المالي ومشاكله
63	.....المبحث الثاني: المعلومة المحاسبية والمالية
63	.....1. المعلومة المحاسبية والمالية: ماهيتها ومصادرها
63	.....1.1 ماهية البيانات، المعلومة والمعرفة
64	.....2.1 المحاسبة وإنتاج المعلومة المحاسبية
65	.....3.1 نظام المعلومات المحاسبي
66	.....4.1 أهمية المعلومات المحاسبية لإتخاذ القرار ولأطراف المتعاقدة مع المؤسسة
70	.....2. وظائف القوائم المالية
70	.....1.2 الحفاظ على رأس المال وتنظيم توزيع الأرباح
71	.....2.2 متابعة ورصد الإدارة المسيرة بمختلف مستوياتها
71	.....3.2 توفير المعلومة للمستثمرين
72	.....3. المعلومات كمورد أساسي للمؤسسة
73	.....4. جودة المحاسبة
73	.....1.4 الخصائص النوعية للمعلومة القيمة
74	.....2.4 الخصائص الأساسية والثانوية للمعلومة المحاسبية
76	.....5. المعلومة غير المالية: تعريفها وخصائصها
76	.....1.5 ماهية المعلومة غير المالية
76	.....2.5 خصائص المعلومة غير المالية
77	.....3.5 أهمية المعلومة غير المالية
78	.....4.5 المؤشرات المفتاحية للأداء غير المالي (KPIs)
79	.....6. أهمية المعلومة المالية الداخلية مقارنة بالمعلومة المالية الخارجية
80	.....7. أهمية توحيد كيفية إعداد وعرض المعلومات المحاسبية
80	.....8. كفاءة المحللين الماليين
80	.....المبحث الثالث: دور المعلومة المالية وغير المالية في التقييم
80	.....1. أهمية المعلومة المالية وغير المالية في التقييم
83	.....2. حدود المعلومة التاريخية للقوائم المالية وأهمية النظرة المستقبلية
85	.....3. دور المعلومة غير المالية في تحديد قيمة المؤسسات
85	.....1.3 تزايد أهمية المعلومة غير المالية ودوافع الإفصاح عنها
85	.....3.2 حجم المعلومة غير المالية
86	.....3.3 المعلومات غير المالية التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية
86	.....4. أهمية المعلومة غير المالية مقارنة بالمعلومة المالية
88	.....5. مسار التقييم والبحث عن البيانات المقارنة عن المنافسة

90 ..... خلاصة الفصل.

## الفصل الثالث:

### المقاربات الرئيسية لتقييم المؤسسات

92	.....مقدمة.
92	.....المبحث الأول: عموميات حول طرق التقييم.
92	.....1. فرضيات التقييم: التوقف عن النشاط أو الاستمرار.
92	.....2. تصنيف مقاربات ونماذج التقييم.
96	.....المبحث الثاني: المقاربة على أساس الأصول.
96	.....1. أسس المقاربة.
97	.....2. طريقة صافي الأصول المحاسبية.
97	.....3. طريقة صافي الأصول المعدل أو المصحح.
98	.....1.3. محاذير خاصة عند تقييم بنود الميزانية.
100	.....2.3. مزايا وعيوب طريقة (ANR).
100	.....4. التقييم بطريقة الشهرة/فرق الاقتناء (Goodwill).
100	.....1.4. قيمة الأصول المعنوية مفهومها وقياسها.
101	.....2.4. قياس قيمة شهرة المحل (GW).
103	.....المبحث الثالث: مقارنة الدخل لتقييم المؤسسة.
104	.....1. عرض اساسيات مقارب الدخل.
105	.....2. التقييم على أساس الأرباح الموزعة.
105	.....1.2. النموذج العام الأصلي: نموذج Irving & Fisher.
105	.....2.2. نموذج "Gordon & Shapiro".
106	.....3.2. النموذج المطور لقاعدة "Gordon & Shapiro".
106	.....4.2. نموذج "Bates".
107	.....5.2. سياس توزيع الأرباح والتقييم.
108	.....3. نموذج التقييم بالتدفقات النقدية الحرة.
108	.....1.3. دوافع تقييم المؤسسات على أساس التدفقات النقدية.
109	.....2.3. أنواع التدفقات النقدية الحرة (المتاحة).
110	.....3.3. قياس التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة (Free Cash Flows to the Firm).
111	.....4.3. حساب قيمة المؤسسة بنموذج التدفقات النقية الحرة.
114	.....4. نموذج التقييم بالأرباح المتبقية أو الأرباح غير العادي (Rim).
114	.....1.4. مفهوم النتيجة المتبقية وكيفية حسابها.
115	.....2.4. حساب النتيجة المتبقية "RI" (Residual Income).
116	.....3.4. تقدير قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة بنموذج الأرباح المتبقية (RIM).

118	.....4.4. نموذج RIM والنمو طويل المدى (نموذج أكثر من مرحلة واحدة).
118	.....5.4. الصعوبات التطبيقية لنموذج الأرباح المتبقية.
118	.....المبحث الرابع: المقاربة السوقية أو طرق التقييم بالمقارنات أو بالمضاعفات.
119	.....1. أسس المقاربة السوقية.
119	.....2. عرض لطريقة التقييم بالمقارنة: حالة المؤسسات المدرجة/المسجلة في البورصة.
121	.....3. عرض لاهم المضاعفات.
121	.....1.3. المضاعفات المحاسبية.
122	.....2.3. النسب السوقية.
123	.....3.3. مقارنة بين مضاعفي (EV/EBITDA) و (EV/EBIT) و (PER).
124	.....4. المقارنة مع مؤسسات من خارج البورصة.
125	.....5. مزايا وعيوب المقاربة بالمقارنات.
126	.....خلاصة الفصل.

## الفصل الرابع:

### مسار عملية التقييم ومشاكلها

129	.....مقدمة الفصل.
129	.....المبحث الأول: المتدخلون في عملية تقييم المؤسسات.
129	.....1. الأطراف المعنية بعملية التقييم.
129	.....1.1. الأطراف الأساسية (البائع والمشتري).
130	.....2.1. الأطراف المساعدة (acteurs auxiliaires).
130	.....2. موازين القوة بين البائع والمشتري.
131	.....3. صلاحيات المقيم ودوره.
131	.....1.3. من هو المقيم؟ من يمارس التقييم المالي للمؤسسات؟.
132	.....2.3. دور المحلل المالي أو خبير التقييم وحيادتيه.
132	.....3.3. المقيم كمسهل لإبرام الصفقات.
133	.....4. دور مجلس المعايير الدولية للتقييم في تسهيل ممارسة التقييم.
135	.....5. صلاحية تقييم الشركات في الجزائر.
136	.....المبحث الثاني: المراحل الرئيسية لعملية تقييم المؤسسة.
136	.....1. تحضير عملية التقييم.
136	.....1.1. التعرف على المؤسسة من خلال إجراءات التحقق "Due diligence".
137	.....2.1. التحليل الاستراتيجي للمؤسسة ودراسة المحيط.
143	.....3.1. التحليل المحاسبي.
144	.....4.1. التحليل المالي.
145	.....5.1. الاستشراف أو التنبؤ.

146	.....التقييم.2
146	.....التعديلات والفصل في القيمة النهائية أو في مجال القيمة.3
146	.....1.3. ضرورة اعتماد أكثر من طريقة لحساب القيمة البسيطة ثم القيمة المركبة.
148	.....2.3. تحليل الحساسية كأداة لتقييم مدى واقعية التنبؤات.
149	.....3.3. استخدام طرق التقييم الأكثر ملاءمة لواقع الحال أي حسب طبيعة قطاع النشاط.
149	.....4. مرحلة التلخيص وكتابة التقرير النهائي للتقييم.
150	.....المبحث الثالث: أهم المشاكل التطبيقية لعملية التقييم.
151	.....1. الصعوبات المرتبطة بطرق التقييم.
151	.....1.1. بالنسبة لطرق التقييم على أساس الأصول.
151	.....2.1. بالنسبة لطرق التقييم على أساس الدخل.
152	.....3.1. بالنسبة لطرق التقييم على أساس المقارنة.
153	.....4.1. الظروف المناسبة لتطبيق طريق التقييم.
155	.....2. الصعوبات المرتبطة بدورة حياة المؤسسة.
155	.....1.2. مؤسسات حديثة النشأة.
157	.....2.2. مؤسسات في حالة عجز عابر أو مزمن.
160	.....3. الصعوبات المرتبطة بطبيعة قطاع النشاط.
160	.....1.3. المؤسسات الزراعية.
160	.....2.3. المناجم (Mines).
161	.....3.3. الصناعة والإنتاج الحرفي.
161	.....4. بعض أسباب سوء التقييم والمعوقات التي واجهها الممارسون.
161	.....1.4. دراسة "Pereiro" (2009).
161	.....2.4. دراسة "Pereiro" (2002).
162	.....3.4. دراسة (Piotr).
163	.....5. عملية التقييم ليست علما دقيقا.
165	.....خلاصة الفصل الرابع.

## القسم الثاني: الدراسة التطبيقية

### الفصل الخامس:

#### طرق تقييم المؤسسات في الأسواق المغاربية عند التسجيل لأول مرة (IPO)

168	.....مقدمة الفصل.
168	.....المبحث الأول: أهمية الأسواق المالية، دوافع التسجيل أو عدم التسجيل واستخدامات الأموال المحصلة...
168	.....1. دور بورصة الأوراق المالية.
170	.....2. الأطراف ذات الصلة المباشرة بعملية التسجيل في البورصة.

170	.....3. دوافع الدخول وعدم الدخول إلى البورصة.
171	.....4. استخدامات الأموال المحصلة من عمليات (IPO)
173	المبحث الثاني: النماذج النظرية لطرق تقييم المؤسسات وتسعير العرض الأولي وظاهرة ضعف التسعير..
173	.....1. مقاربات تقييم المؤسسات
173	.....1.1. مقارنة قيمة الأصول
174	.....2.1. مقارنة القيمة على أساس المقارنات (Relative Valuation/Market Valuation).....
175	.....3.1. مقارنة الدخل (Income approach)
176	.....2. الممارسات السائدة في مجال تقييم المؤسسات
177	.....3. طرق تسعير الأسهم في عمليات "IPO"
177	.....1.3. طريق السعر الثابت (Offre à Prix Ferme)
178	.....2.3. طريقة السعر الافتتاحي أو المزايمة (Enchère/Offre à Prix Minimal)
178	.....3.3. طريقة بناء الدفاتر (construction du livre d' order)
178	.....4. مناقشة ظاهرة ضعف التسعير
178	.....1.4. الاستراتيجيات المتعمدة للسعر المنخفض (Under pricing/Under valuation)
179	.....2.4. استراتيجيات التسعير وتأثير البنك المرافق في سعر العرض
179	.....3.4. الإشارات الايجابية والسلبية التي تؤثر في تقييم وتسعير المؤسسة
180	.....5. عرض نماذج حديثة لعمليات دخول البورصة لأول مرة
180	.....1.5. شركة الاسمنت العربية المصرية
181	.....2.5. تجربة شركة عين الكبيرة لمحاولة الدخول إلى البورصة
184	.....3.5. الأسباب المحتملة وراء فشل تسويق أسهم شركة اسمنت عين الكبيرة
185	المبحث الثالث: طرق التقييم عند التسجيل في البورصة لأول مرة في البورصات المغاربية
185	.....1. عينة الدراسة
186	.....2. ممارسات التقييم عند التسجيل في البورصة في الأسواق المغاربية
186	.....1.2. أساليب تسعير العروض
187	.....2.2. عدد الطرق المستخدمة عند تقييم الشركة
188	.....3.2. قيمة السهم وعلاقتها بسعر العرض الأولي
189	.....الخلاصة

## الفصل السادس:

### صناعة الاسمنت في العالم والجزائر

191	.....مقدمة الفصل
191	.....المبحث الأول: عموميات حول الاسمنت
191	.....1. استهلاك الاسمنت في عدد من البلدان
193	.....2. صناعة الاسمنت

193	.....1.2. المواد الخام.....
193	.....2.2. مراحل إنتاج الاسمنت.....
195	.....3. خصائص قطاع صناعة الاسمنت.....
198	.....4. المنافسة في قطاع الاسمنت.....
199	.....المبحث الثاني: إنتاج الاسمنت في العالم.....
199	.....1. كبار منتجي الاسمنت في العالم.....
202	.....2. إنتاج الاسمنت في العالم العربي.....
202	.....المبحث الثالث: إنتاج الاسمنت في الجزائر.....
202	.....1. لمحة تاريخية عن إنتاج الاسمنت في القطاع العمومي.....
203	.....2. انتاج الاسمنت في القطاعين العام والخاص 2014.....
203	.....1.2. الشركات الناشطة في قطاع إنتاج الاسمنت في الجزائر.....
207	.....2.2. مشاريع القطاع العام لزيادة انتاج الاسمنت.....
210	.....3. واردات وصادرات الجزائر من الاسمنت وتوزيعها.....
	.....4. المشاريع المستقبلية الهامة لإنتاج الاسمنت المنتظر انجازها من طرف القطاع الخاص الوطني والأجنبي.....
211	.....والأجنبي.....
213	.....خلاصة الفصل.....

## الفصل السابع:

### تحليل الوضعية الإستراتيجية والمالية لشركة اسمنت عين التوتة

215	.....مقدمة الفصل.....
215	.....المبحث الأول: تقديم لشركة اسمنت عين التوتة.....
215	.....1. لمحة عن الوضع الاقتصادي والمالي في الجزائر.....
218	.....2. عرض شركة اسمنت عين التوتة.....
220	.....3. تحليل وضعية شركة سيمات من حيث عوامل المخاطر والربحية.....
220	.....1.3. المخاطر المرتبطة بعمليات الشركة واحتمالاتها المستقبلية.....
224	.....2.3. المخاطر المرتبطة بالبيئة الاقتصادية في الجزائر.....
225	.....3.3. الميزات التنافسية للشركة ومحددات القيمة لشركة اسمنت عين التوتة (Value drivers).....
225	.....المبحث الثاني: التحليل المحاسبي والمالي لشركة اسمنت عين التوتة.....
225	.....1. التحليل المحاسبي.....
227	.....2. التحليل المالي.....
227	.....1.2. دراسة بعض الأرصدة الوسيطة.....
230	.....2.2. التحليل بالنسب.....
233	.....3.2. تحليل التدفقات النقدية.....
235	.....خلاصة الفصل.....

## الفصل الثامن:

### دراسة حالة - التقييم المالي لشركة اسمنت عين التوتة

237	.....مقدمة الفصل
238	.....المبحث الأول: اختيار طرق التقييم المعتمدة والمستبعدة
238	.....1. طرق التقييم التي تم استبعادها
239	.....2. طرق التقييم المعتمدة
239	.....المبحث الثاني: طريقة التدفقات النقدية الحرة (DFCF)
239	.....1. عرض وصفي للطريقة ولمدخلاتها
240	.....1.1. قيمة الأصول الاقتصادية
240	.....2.1. حساب متوسط التكلفة المرجحة للأموال
241	.....3.1. مؤشر مخاطرة المؤسسة (بيتا)
241	.....2. حساب المدخلات الكمية بطريقة التدفقات النقدية الحرة
241	.....1.2. مؤشر المخاطرة $\beta$
242	.....2.2. حساب مديونية المالية لشركة اسمنت عين التوتة
243	.....3.2. حساب معدل العائد الخالي من المخاطرة $k_f$
244	.....4.2. حساب علاوة مخاطرة السوق في الجزائر (Km-Kf)
249	.....5.2. حساب تكلفة الاموال الخاصة لشركة اسمنت عين التوتة
250	.....6.2. تحليل الحساسية لتكلفة الاموال الخاصة: تأثير علاوة مخاطر السوق ومعامل المخاطرة $\beta$
251	.....7.2. مدة التحيين أو الأفق الزمني (Durée d'actualisation)
251	.....8.2. حساب التدفقات النقدية الحرة FCFF
257	.....3. تلخيص نتيجة التقييم بالتدفقات النقدية الحرة
260	.....المبحث الثالث: تقييم شركة "سيمات" بطريقة المضاعفات (Méthode des Multiples)
260	.....1. خطوات الطريقة
261	.....2. دراسة واختيار العينة المناسبة وحساب متوسط المضاعفات المتاحة
261	.....1.2. المملكة العربية السعودية
261	.....2.2. المغرب
263	.....3.2. العينة الإفريقية
265	.....4.2. العينة المصرية
267	.....5.2. العينة الأمريكية
268	.....6.2. العينة الدولية
270	.....3. حساب قيمة المؤسسة وفق طريقة المضاعفات
272	.....المبحث الرابع: تقييم شركة اسمنت عين التوتة بنموذج الأرباح المتبقية (RIM)
272	.....1. عرض الطريقة



273	.....2. القيمة المحاسبية للأصول الاقتصادية عند بداية كل سنة.....
274	.....3. حساب الأرباح الاقتصادية (الأرباح غير العادية أو الأرباح المتبقية).....
276	.....4. تلخيص نتائج الطرق الثلاث.....
279	.....الخلاصة.....
281	.....الخاتمة.....
288	.....قائمة المراجع.....
	الملخص

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
<b>الفصل الأول</b>		
1-1	القيمة الدفترية والقيمة السوقية لأكثر 10 شركات أمريكية (مارس 2000)	20
2-1	وظائف تقييم المؤسسة	26
3-1	حجم المؤسسة حسب عدد المستخدمين	32
<b>الفصل الثاني</b>		
1-2	خصائص المعلومة القيمة مع تعريف كل خاصية	74
2-2	المؤشرات المفتاحية للأداء (KPIs) غير المالي	78
3-2	الخطوات النموذجية المتبعة لأداء تقييم المؤسسة والمعلومات التنافسية المطلوبة	89
<b>الفصل الثالث</b>		
1-3	أهم طرق التقييم وفق تصنيف (Pablo Fernandez)	95
2-3	القيمة والتدفقات النقدية الحرة	110
3-3	ميزانية اقتصادية مختصرة	110
4-3	تلخيصي للمردودية المنتظرة والمردودية المحققة	116
5-3	ملخص لأهم مؤشرات القيمة	121
6-3	مزايا وعيوب المقارنة بالمقارنات	126
<b>الفصل الرابع</b>		
1-4	مكاتب تقييم معترف بها لدى لجنة مراقبة عمليات البورصة- الجزائر	135
2-4	مراحل عملية التقييم	137
3-4	حالات استخدام مختلف طرق التقييم	154
<b>الفصل الخامس</b>		
1-5	النشاط السنوي لعمليات التسجيل في البورصة لأول مرة على مستوى العالم 2005-2014 (الصفقات التي يفوق حجمها 100 مليون دولار فقط)	167
2-5	دوافع التسجيل الأولي المصرح بها من المديرين الماليين	172
3-5	بطاقة فنية لعملية العرض الأولي لشركة اسمنت عين الكبيرة	181
4-5	مصاريف عملية دخول شركة اسمنت عين الكبيرة إلى البورصة	182
5-5	إصدار شركة اسمنت عين الكبيرة وتوزيع الأسهم الجديدة	182
6-5	موجز عام لنتائج الاكتتاب لشركة اسمنت عين الكبيرة	183
7-5	الهيئات المشرفة على الأسواق المالية في الجزائر، المغرب وتونس وعدد الشركات المدرجة لأول مرة (السوق الرئيسية والسوق البديل)	186
8-5	طرق التقييم المستخدمة عند التسجيل في البورصة لأول مرة	187
9-5	الطرق الأكثر استخداما في الأسواق المالية المغربية	188

188	عدد الطرق المستخدمة في كل حالة تقييم	10-5
<b>الفصل السادس</b>		
192	استهلاك الفرد من الاسمنت في العالم سنة 2012 (كلغ)	1-6
200	أهم عشر شركات اسمنت في العالم حسب الطاقة الإنتاجية	2-6
201	الإنتاج العالمي والطاقة الإنتاجية للاسمنت والكلينكر 1000 طن	3-6
205	توزيع مصانع الاسمنت على التراب الجزائري حسب المناطق والطاقة الإنتاجية	4-6
208	البطاقة الفنية لمصانع الاسمنت التابعة للمجمع الصناعي لاسمنت الجزائر (جيكا)(طن)	5-6
<b>الفصل السابع</b>		
217	المؤشرات الاقتصادية الأساسية للجزائر 2014-2017	1-7
219	أسعار الاسمنت لدي مجمع جيكا الجزائر بدءا من 2015/04/01-دج/ط	2-7
227	تطور المبيعات، الفائض الإجمالي للاستغلال والنتيجة العملياتية قبل الضريبة	3-7
228	تطور إنتاج الفترة والقيمة المضافة	4-7
229	تطور انتاج ومستهلكات الفترة، ومصاريف المستخدمين	5-7
230	تقديرات الاستثمارات الإضافية السنوية للفترة 2011-2015	6-7
231	تحليل شركة اسمنت عين التوتة ببعض النسب المالية ذات الدلالة	7-7
234	التدفقات النقدية لشركة اسمنت عين التوتة لسنوات 2010-2015 الطريقة غير المباشرة	8-7
<b>الفصل الثامن</b>		
242	تقدير متوسط معامل المخاطرة بيتا لعدد من البلدان الصاعدة خلال سنة 2016	1-8
243	الميزانية الاقتصادية المختصرة لشركة اسمنت عين التوتة 2011-2015 (الوحدة دج)	2-8
244	سندات الخزينة العمومية المدرجة (الجزائر)	3-8
248	علاوة مخاطرة السوق (%) المستخدمة في 71 بلد في سنة 2016	4-8
249	تقديرات علاوة مخاطر السوق للجزائر لبعض الهيئات والخبراء	5-8
250	تحليل الحساسية لتكلفة الأموال الخاصة	6-8
253	تقديرات نتيجة الاستغلال قبل الضريبة، الاستثمارات الإضافية والاهتلاكات للفترة 2016-2020 (الوحدة دج)	7-8
255	تقديرات القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للمؤسسة للمرحلتين الصريحة والضمنية	8-8
256	تحليل الحساسية للقيمة الختامية: تأثير تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو g	A9-8
256	تحليل الحساسية للقيمة الختامية: تأثير تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو g التغير بالنسب المئوية	B 9-8
257	تقييم شركة اسمنت عين التوتة تلخيص طريقة التدفقات النقدية الحرة	10-8
258	حساب بعض المضاعفات الضمنية لقيمة المؤسسة وفق طريقة FCFF (مرجع 2015)	11-8
259	تحليل الحساسية لقيمة أصول الاستغلال: تأثير تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو g	12-8
262	حساب بعض مضاعفات عينة من أهم الشركات السعودية للاسمنت	13-8

263	مضاعفات القيمة لشركات الاسمنت المغربية عند 2015/12/31	14-8
264	مضاعفات القيمة لشركات اسمنت افريقية	15-8
265	مضاعفات القيمة لشركات اسمنت افريقية القائمة المختصرة	16-8
266	مضاعفات التقييم لشركات الاسمنت المصرية المدرجة في البورصة المصرية - 5 سبتمبر 2016	17-8
267	مضاعفات التقييم لشركتي ARCC ; MCQE المصريتين	18-8
267	مضاعفات القيمة لشركات الاسمنت في السوق الأمريكية	19-8
268	مضاعف السعر على الأرباح لشركات تموين قطاع البناء الأمريكي في جانفي 2016	20-8
268	العينة الدولية لشركات الاسمنت 2016	21-8
271	حساب قيمة مؤسسة اسمنت عين التوتة بطريقة المضاعفات - حساب متوسط مضاعفات	A22-8
271	استنتاج قيمة شركة اسمنت عين التوتة بطريقة المضاعفات	B22-8
271	ملخص قيمة الأموال الخاصة وفق طريقة المضاعفات	C22-8
272	استنتاج متوسط القيمة الاستغلالية للمؤسسة	23-8
273	الميزانية الاقتصادية المختصرة لشركة اسمنت عين التوتة 2015/12/31 (تقديرات)	24-8
274	تقديرات تغير أصول الاستغلال خلال الفترة 2016-2020	25-8
275	تقييم شركة اسمنت عين التوتة بناء على طريقة الأرباح غير العادية	26-8
276	تلخيص طريقة الأرباح المتبقية (الطريقة غير المباشرة)	27-8
277	ملخص لقيمة الأموال الخاصة المحصلة وفق الطرق الثلاث	28-8
278	تفصيل قيمة المؤسسة صافية من الديون (الوحدة دج)	29-8
279	ملخص قيمة مؤسسة اسمنت عين التوتة بالدينار والدولار	30-8

## قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
<b>الفصل الأول</b>		
1-1	القيمة السوقية القيمة السوقية العادلة، والقيمة المحسوبة	08
2-1	بين معايير القيمة وافتراضات القيمة	16
3-1	دوافع استخدام تقييم المؤسسات	24
4-1	محددات القيمة وعلاقتها بقرارات الإدارة	28
5-1	تطور نظريات المؤسسة	42
<b>الفصل الثاني</b>		
1-2	تمثيل تبسيطي للسوق	50
2-2	العلوم التي لها علاقة مهمة مع المالية السلوكية	56
3-2	دور الأسواق المالية	58
4-2	نموذج المسار المحاسبي	64
5-2	مكونات نظام المعلومات	65
6-2	نظام المعلومات المحاسبي بمفهومه الحديث	66
7-2	أمثلة من مبادلات بحاجة إلى معلومات	68
8-2	مستعملي المعلومات المالية الداخليين والخارجيين	69
9-2	هرم الخصائص النوعية للمعلومة المحاسبية	75
10-2	الرباط التصوري بين القياسات السوقية والقياسات المحاسبية	83
<b>الفصل الثالث</b>		
1-3	المقاربات الرئيسية لتقييم المؤسسات	94
2-3	الميزانية بعد تعديل ومعالجة جميع البنود	99
3-3	طريقة التدفقات النقدية والأفق الزمني	112
<b>الفصل الرابع</b>		
1-4	الأطراف المشاركة في عملية التقييم	130
2-4	موازن القوة بين البائع والمشتري	131
3-4	نموذج "PORTER" القوى الخمس وربحية السوق (Les cinq forces)	140
3-4	مكرر بعض النسب المالية المهمة حسب نموذج "Dupont"	144
4-4	الأوزان النسبية للمكونات الأساسية للتقييم	147
5-4	المراحل المبكرة للمؤسسات الناشئة	156
<b>الفصل الخامس</b>		
1-5	طرق التقييم، عدد الطرق المستخدمة وطبيعة المضاعفات في أوروبا	176

الفصل السادس		
192	استهلاك الفرد من الاسمنت في العالم (كلغ) في سنة 2012	1-6
194	المراحل الرئيسية لإنتاج الاسمنت	2-6
209	الهيكل التنظيمي لمجمع "جيكا"	3-6
الفصل السابع		
219	نطاق الاختصاص (أ) ومناطق التواجد (ب) لشركة اسمنت عين التوتة	1-7
229	تطور المبيعات، الفائض الإجمالي للاستغلال والنتيجة العملياتية قبل الضريبة	2-7
الفصل الثامن		
247	الحجم النسبي لأسواق المال في العالم نهاية 2015	1-8
277	تمثيل بياني لقيم مؤسسة اسمنت عين التوتة وفق الطرق الثلاث (مليار دينار)	2-8

# المقدمة

يعتبر التقييم أساسا لاتخاذ قرارات تشمل مبالغ مالية معتبرة وانتقال ثروات من طرف لآخر. يعتبر سعر السهم في الأسواق المالية المتطورة مقياسا موضوعيا لأداء المؤسسة، أما في غياب سوق مالية متطورة فإن قياس أداء وقيمة المؤسسة يصبح أكثر صعوبة، يتكفل بها أشخاص مؤهلون ذوي خبرة. إن القيمة المثلى لأي أصل أو مجموعة أصول أو مؤسسة نشطة هي تلك القيمة العادلة التي يحددها السوق وفق الشروط والظروف المتعارف عليها أي في إطار صفقة بين بائعين ومشتريين على علم ودراية ويتصرفون بمحض إرادتهم دونما إكراه.

تعرف الاقتصاديات الصاعدة نموا ملحوظا في الاستثمارات الأجنبية وهو وضع يزيد من الطلب على الخبراء والمحللين المتخصصين في تقييم الأصول الحقيقية والمالية، لكن الاختلاف الواضح بين الدول الصناعية المتقدمة والدول الصاعدة والنامية يكمن في الفعالية المالية وتوفر بيانات ومعلومات ذات جودة مقبولة. إن هذا الاختلاف يحد من قدرة تقنيات التقييم المعروفة. لمواجهة هذه الاختلاف حاول بعض المتخصصين تقديم حلول وبيانات تساعد المهتمين من خبراء ومستثمرين عند دراستهم لقيمة الأصول الحقيقية والمؤسسات المدرجة وغير المدرجة في السوق.

يعرف نشاط تقييم المؤسسات صعودا لافتا، وعلى سبيل المثال فقد قدر عدد المؤسسات الفرنسية التي ستكون بحاجة للتقييم خلال العشر سنوات التالية لسنة 2010 بـ450000. بمعدل يقارب 45000 مؤسسة سنويا ونفس الملاحظة تنطبق على جميع البلدان خاصة المتطورة منها اقتصاديا وماليا. لتأطير هذه العملية ظهرت جمعيات مهنية تضم خبراء في تقييم المؤسسات من أجل وضع معايير مهنية في مجال التقييم. وفي نفس الاتجاه أطلقت سلطة الأسواق المالية "AMF" في فرنسا سنة 2004 مجموعة عمل كلفت بالتفكير في طرق التقييم وفي مفهوم الخبرة المستقلة. أما في الجزائر فقد اشترطت لجنة مراقبة عمليات البورصة "COSOB" أن تكون الجهة المقيمة شخصا معنويا وليس طبيعيا.

تعني الدراسة بإشكالية تقدير القيمة المالية للمؤسسة الاقتصادية خارج الأسواق المالية وبدور المعلومة المالية وغير المالية في مسار عملية التقييم وبالخصوص في بيئة مالية غير متطورة عكس ما هو في الأسواق المالية العالمية المعروفة. إن نماذج ومقاربات التقييم المعروفة سواء تلك القائمة على الأسواق أو على المحاسبة تطورت في البلدان الصناعية ومازالت تشكو من عدة صعوبات تطبيقية فكيف يكون الحال إذا في البلدان الأخرى الأقل تصنيعا. تدخل هذه الدراسة ضمن البحوث التطبيقية للمساهمة في فهم ظاهرة التقييم بشكل عام وفي حل بعض المشاكل في عملية تقييم المؤسسات الاقتصادية.



إن تقييم المؤسسات (أو أصولها) يدخل في صميم معظم قرارات التمويل والاستثمار ويعتبر من المهارات الأساسية في مجال المالية، فالمحللون الاستثماريون ومسيروا المحافظ المالية يقدرّون بصفة دورية قيمة المؤسسة بغرض اتخاذ القرارات الاستثمارية، مثلهم مثل المسيرين الماليين الذين يفعلون نفس الشيء من أجل اختيار المشاريع الاستثمارية وفي عمليات الاندماج والاستحواذ. أما هيئات الضبط ووكالات التنقيط والتصنيف فتعتمد بدورها على القوائم المالية لرصد ومتابعة صحة المؤسسات والبنوك.

إن تقييم المؤسسات ليست علما دقيقا، ولا يوجد شيء اسمه قيمة المؤسسة بالمعنى المطلق، فقيمة المؤسسة مرتبطة بالهدف من التقييم وهو بدوره مرتبط بأسباب التقييم ومنه يتم اختيار المقاربة المناسبة لحساب قيمة المؤسسة وعليه فإن تنوع دوافع التقييم يقود إلى تنوع مقاربات التقييم. من المبادئ النظرية أن القيمة يجب أن تكون مستقلة عن نموذج التقييم. أما من الناحية التطبيقية فهذا ليس دائما صحيحا وسبب هذا عدم تناغم وتطابق وتجانس المدخلات في كل نموذج. يعتبر البعض عملية التقييم بأنها فن بينما يرى آخرون أنها علم. فهي علم بالنظر لاستخدامها لتحليل البيانات وللحساب الرياضي للقيمة، بينما يتعلق الجانب الفني بقدرة الخبير المقيم أو المحلل المالي على معرفة طبيعة المعلومة التي سيستخدمها من أجل تكوين وتشكيل حكمه ورأيه.

إن التحول إلى اقتصاد السوق يستلزم إعادة تأهيل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وهذا بدوره يستلزم تطوير قطاع الخدمات الموجهة للمؤسسة كخدمات المحاسبة، المراجعة، الاستشارات، والتقييم. إن ديمومة المؤسسة مرهون أيضا بمدى قدرتها على التأقلم مع المتغيرات والتفاعل مع المحيط بسرعة. من مظاهر التأقلم السريع الدخول في عمليات شراكة وطنية ودولية، القيام بإعادة الهيكلة، وفتح رأس المال أمام شركاء جدد. إن هذه العمليات بحاجة إلى مصاحبة من قبل مكاتب الخبرة لضمان نتائج تكون في مستوى التوقعات. ونورد هنا كمثال مكاتب التقييم وبنوك الأعمال والاستثمار. يهتم المسيرون الناجحون بالقيمة الحقيقية للمؤسسات التي يديرونها بغية تقييم أدائهم وتحسينه.

### الإشكالية والأسئلة الفرعية

تعنى الدراسة بإشكالية تقدير القيمة المالية للمؤسسة الاقتصادية وبدور المعلومة المالية في ذلك وهذا في بيئة نامية كالجزائر. لقد تم تطوير نماذج تقييم المؤسسات المعروفة في البلدان المتطورة اقتصاديا ومازالت تعرف صعوبات تطبيقية عديدة فما بالك إذا انتقلنا بها إلى البلدان الأقل تطورا وعليه يطرح السؤال الرئيسي التالي:

هل من الممكن إجراء تقييم مالي موضوعي للمؤسسة الاقتصادية غير المسجلة في السوق المالية، بناءً على المعلومات المحاسبية، في إطار نماذج التقييم المتاحة وفي بلد نامي كالجزائر؟ وكيف يمكن تحقيق ذلك؟

من السؤال الرئيسي يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية نصوغها كما يلي:

- هل نستطيع قياس القيمة الذاتية أو الضمنية للمؤسسة الاقتصادية خارج إطار السوق في ظل ضعف أو انعدام آليات التقييم بواسطة سوق الأوراق المالية؟ وكيف يتم ذلك؟
- ما هي دوافع تقييم المؤسسات؟
- ما هي نماذج وطرق قياس القيمة وما مدى دقة قياساتها؟
- ما هي المتغيرات والمعطيات الأساسية الواجب توافرها لإجراء عملية التقييم؟
- ما هي أهم الصعوبات التي يمكن أن تعيق عملية تقييم المؤسسات أو تحرف نتائجها وكيف يمكن التقليل من آثارها السلبية؟
- كيف تمت معالجة النقاط الحساسة مثل تكلفة رأس المال، القيمة الختامية، الأفق الزمني، والتدفقات والأرباح المستقبلية؟
- هل توجد نماذج تقييم المؤسسة الاقتصادية تكون أكثر ملائمة لبلد نامي كالجزائر وما هي هذه النماذج؟

### فرضيات البحث

يمكن اعتبار الفرضيات والفروض علامات للاهتمام بها والتفكير بالموضوع ( hypothèse et suppositions-assomptions) وهي إجابات أولية يجب تأكيدها أو نفيها في نهاية البحث.

- **الفرضية الأولى:** يمكن استنتاج قيمة ذاتية أو ضمنية لا تتعد كثيرا عن القيمة السوقية العادلة.
- **الفرضية الثانية:** إن وجود أسواق مالية ضعيفة الأداء (الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق) لا يساعد على التقييم الموضوعي للمؤسسة الاقتصادية.
- **الفرضية الثالثة:** إن وضعية وخصوصيات المؤسسة هي التي تحدد طبيعة طرق التقييم المناسبة تطبيقها.

### أهمية البحث:

تتبع أهمية هذا البحث من التالي:

- التوجه الحكومي نحو فتح رأسمال الشركات الحكومية أمام القطاع الخاص الجزائري يمن جهة واشتراط قاعدة 49/51 على كل مستثمر أجنبي يرغب في الولوج إلى السوق الجزائرية.
- الاحتياج المتوقع للخبراء في مجال تقييم المؤسسات من حيث العدد ومستوى الكفاءة المعترف بها وهذا في المستقبل المنظور عندما يتطور الاقتصاد الجزائري ويصبح أكثر تنوعا وكثافة خاصة مع التوجه نحو تقليص التبعية للنفط.
- إن أهمية الموضوع يمكن ربطها بمدى مساهمته في اتخاذ القرارات الهامة. على سبيل المثال عند اتخاذ قرار مواصلة النشاط الاستغلالي أم التوقف وتصفية المؤسسة، فإذا كانت قيمة التصفية أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية فعندها يصبح لزاما إيقاف النشاط والعكس صحيح وهذا من منطلق الهدف الأول للمسيرين ألا وهو السعي من أجل تعظيم ثروة الملاك. إن هذا الاستنتاج قد لا يكون بديهيا في حالة كون المالك الوحيد أو المهيمن هو الدولة وهذا لأسباب مرتبطة بوظيفتها السياسية والاقتصادية والاجتماعية. فقد تسعى الدولة للموازنة بين المنافع والتكاليف الاجتماعية.
- إن غياب خبرة وطنية في مجال تقييم المؤسسات يتطلب من الجامعيين الاهتمام بهذا الجانب وتطويره وتكوين مهارات لتنتقل إلى الطلبة في الجزائر.
- هناك حاجة للانفتاح الفعلي على ما يجري في الساحة الاقتصادية الدولية في المجالات كافة بما فيها المالية والمحاسبة.

#### أهداف البحث:

يهدف أي بحث إما إلى محاولة حل مشكلة قائمة أو وشيكة الوقوع أو إلى توضيح سؤال أو موضوع ما والإلمام به أو إلى اقتراح دروب وسبل جديدة. إن الهدف الأول من دراستنا هي فهم موضوع تقييم المؤسسات خارج إطار السوق المالية وتوضيح إمكانية التقييم الموضوعي للمؤسسة في بيئة نامية مثل الجزائر وكذلك إمكانية تقييم شركة بقدرات محلية. ويمكن أيضا اعتبار هذه الدراسة كمساهمة في ترشيد عملية تقييم المؤسسات في الجزائر مع التركيز على دور المعلومة المحاسبية ونماذج التقييم على أساس المحاسبة، في إطار يتوافق مع المعايير الدولية للإفصاح المحاسبي.

تنقسم الأهداف المرجوة من البحث إلى أهداف نظرية وأهداف عملية تطبيقية:

- التحكم في الجوانب النظرية والتطبيقية لعملية تقييم المؤسسة.
- فهم وظيفة المؤسسة وواقعها.

- تسهيل عمليات الشراكة بين الشركات الجزائرية والأجنبية.
- تسهيل عمليات الاندماج والشراء.
- تسهيل عمليات تقييم أداء المديرين وتحديد المكافآت التعاقدية العادلة بواسطة خيارات الأسهم ومن خلال خلق القيمة.
- المساهمة في تحسين عملية تقييم المؤسسات المغلقة أي غير المسجلة في البورصة في الجزائر.
- المساهمة في توفير الشروط الملائمة لتسهيل عمليات الخصخصة وإعادة الهيكلة سواء بالاندماج أو الانقسام (التفريع).
- الإلمام بالممارسات ذات المستوى العالي في تشخيص المؤسسات وفي مسار عملية تقييمها.
- تشجيع المهتمين على اكتساب الخبرات العالية في مجال تقييم المؤسسة تأخذ في عين الاعتبار الواقع الجزائري.
- مساهمة الدراسة في رفع درجة الوعي المحاسبي والمالي والاستثماري لدى المتعاملين الاقتصاديين والمستثمرين ومن يقدم لهم الدعم والمشورة. وبشكل عام نعتقد أن للباحث الأكاديمي دور في حل المشكلات وكشف الاختلالات وتسهيل الممارسة المهنية الصحيحة والسليمة.

### أسباب اختيار الموضوع

ندرة الدراسات الحديثة التي تهتم بالجوانب التقنية للسوق المالية الجزائرية عموماً وبموضوع تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر. إن الموضوع يوافق تكوين الباحث ومساره المهني في مجال المحاسبة والمالية.

### منهج البحث

#### مقاربة نظرية في مجمل الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على مقاربة نظرية وأخرى ميدانية في محاولة للإجابة على أسئلة البحث. ورغم هذا نسعى إلى توظيف أكثر من منهج حسب مقتضيات الحال من المنهج الوصفي إلى المنهج التحليلي الإستنتاجي إلى المنهج الاستقرائي من خلال دراسة حالة ميدانية.

نشير إلى أننا نبنى مبدأ البراغماتية في هذا البحث أي أننا لا نكتفي بالبحث عن الحقيقة بل نبحث أيضاً عن المعارف المفيدة أو النافعة لحل المشكلات العملية وقد سميت هذه المقاربة بالمنهج

التفسيري والتسهيلي وهو منهج تفسيري هدفه تسهيل ممارسة الأعمال ( Methodologie explicative et ) (facilitatrice).

لتحقيق أهداف البحث سوف نحاول أن نجمع بين أسلوب الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية. تعتمد الدراسة النظرية علي ما ورد بالفكر المحاسبي والدراسة المكتبية للوصول إلي الأسس والمناهج التي يمكن الاستفادة منها فيما يتعلق بموضوع مشاكل التقييم، أما الدراسة التطبيقية التحليلية فإنها سوف تعتمد علي تحليل التقارير المالية ومؤشرات البورصة وأسلوب دراسة حالة عند تقييم شركة اسمنت عين التوتة.

### النتائج المرجوة من البحث

1. التحكم في مسار عملية تقييم المؤسسات الاقتصادية واكتساب القدرة على إجراء تقييم نوعي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر.
2. اكتشاف أهم المتغيرات التي لها تأثير سلبي ملحوظ على عمليات تقييم المؤسسة الاقتصادية.
3. توضيح بعض التطبيقات لنماذج التقييم في مجال تقييم الأداء وتحديد مكافآت المديرين.
4. تحسيس المحيط الاقتصادي بأهمية تقييم المؤسسات.

### مجال ونطاق البحث

حدود البحث أي مالا يشملها هذا البحث والنطاق الزمني والمكاني للدراسة (Delimitations)

يعنى هذا البحث بتقييم المؤسسة ككيان قائم ونشط. ويستبعد تقييم الأصول المستقلة والذي يدخل ضمن نطاق الإفصاح المحاسبي كما يستبعد تقييم العقارات بأنواعها كونه مجالا قائما بذاته رغم نقاط التشابه الكثيرة فيما يتعلق بالمفاهيم أو التقنيات. يفترض الباحث أن النطاق المكاني للدراسة هو الجزائر رغم أن العديد من المفاهيم والنماذج صالحة لمعظم الدول. كما يقتصر نطاق البحث على القيمة المالية للمؤسسة. ويستبعد أيضا كل أنواع التقييم الأخرى مثل تقييم الأفراد، تقييم البرامج، وتقييم الأشياء.

### الصعوبات والعراقيل التي واجهت الباحث

1. من حيث المنهجية العلمية المناسبة. وخاصة ما تعلق بإشكالية البحث في مجال المالية والتسيير وفي إدارة المؤسسات بصفة عامة. كان الاعتقاد في بداية البحث أن الموضوع بسيط إلا أنه تبين لاحقا انه ليس كذلك مما تتطلب الانطلاق من البداية أي التحكم في أساسيات التقييم.

كما واجهتنا صعوبات جمة لفهم المعاني ثم ترجمتها من اللغات الأجنبية (انجليزية وفرنسية) إلى العربية مع الحفاظ على المعاني المقصودة. كما أن نقص المتخصصين لم يسمح بالاستفادة من المناقشات المعمقة التي تسهل ترتيب الأولويات وتسمح بطرح الأسئلة الملائمة. كما ان البحث في مجالي المالية والمحاسبة في بلدنا وخارج نطاق السوق المالية ليس يسيرا أو بديها سواء في طرح الإشكالية ومحاولة الإجابة عنها بكيفية مقنعة.

2. أما من حيث موضوعية استنتاجات البحث ومدى صلاحيتها العلمية. فهذا أيضا مطروح. فقد حاولنا التأكيد على إمكانية إجراء تقييم موضوعي بما يؤدي بالضرورة إلى نتائج منطقية مبررة تتمثل خاصة في نطاق أو مجال محدود للقيمة وليس مبلغ معين، وهذا يعطي مصداقية أكبر للتقييم.

### الدراسات السابقة

#### عرض حوصلة بعض الدراسات والبحوث السابقة ذات الصلة بموضوع البحث

يمكننا النظر لموضوع بحثنا من عدة جوانب كل واحد منها يشكل مجال بحث مستقل. وهذه الجوانب يمكن اختصارها كما يلي:

1. دراسات الارتباط أو الصلة بين أسعار الأسهم المدرجة في البورصة وبعض المتغيرات المحاسبية مثل: صافي الربح، القيمة الدفترية، التدفقات النقدية، ويتم البحث عن التأثير المحتمل وقوة تأثيره على أسعار الأصول المالية.

2. إشكالية تقييم المؤسسات المغلقة، أي التي لم تدخل البورصة. حيث أن هذه المؤسسات ليست خاضعة لنفس الشروط المشددة للالتزام بالشفافية القصوى والإفصاح عن نشاطها وأدائها.

3. إشكالية تقييم المؤسسات في الدول النامية والصاعدة في ظل ضعف أو غياب أسواقها المالية.

4. إشكالية اختلالات السوق المالية وتداعياتها السلبية على تسعير الأوراق المالية في المديين القريب والمتوسط - مدخل للمالية السلوكية.

نلاحظ أن موضوعنا مركب يغطي أكثر من جانب من الجوانب السابقة. بحكم ضعف بورصة الجزائر وكون الجزائر ليست بلدا صناعيا كبيرا وان اغلب الشركات العاملة لم تدخل البورصة فهي إما مملوكة للدولة أو عائلية أو أجنبية. سنكتفي في عرضنا لبعض الدراسات على جانب الارتباط بين القيمة السوقية وبعض المعلومات المحاسبية.

## دراسات الترابط بين أسعار البورصة ومحتوى القوائم المالية (Etudes d'association)

عرفت العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية في البورصة المالية اهتماما دوليا متزايدا كموضوع بحث، حيث اعتبر الارتباط بالقيمة مقياس لنظرة المستثمر إلى موثوقية معلومات المحاسبة المالية للمؤسسة. أجريت اختبارات في جميع البلدان التي تتواجد بها أسواق مالية ذات حجم معتبر لتأكيد أو نفي مدى تأثير المعلومة المحاسبية في قرارات المستثمرين وتأثيرها على مجرى الأسعار مقارنة بالمعطيات والعوامل الأخرى غير المحاسبية.

تقدم البحوث في الملاءمة مع القيمة أدلة وحجج عما إذا يوجد ترابط بين الأرقام المحاسبية وقيمة المؤسسة بشكل يمكن توقعه وعرف مفهوم الارتباط بالقيمة (Value relevance) "بأنه قدرة الأرقام المحاسبية على تلخيص المعلومات التي تبرر أو تؤكد أسعار السهم، ويظهر الارتباط بواسطة العلاقة الإحصائية بين المعلومات المالية كمتغيرات مستقلة والأسعار أو العوائد كمتغيرات تابعة". يتم مقارنة الارتباط بين القيم السوقية للأسهم (أو تغير القيم) والعديد من المعلومات المحاسبية مثل ربح السهم، القيمة المحاسبية لاصافي الأصول، العائد على الأموال الخاصة ونسبة السعر على الربح. فمثلا يتم دراسة الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وصادفي الربح قبل تطبيق معيار محاسبي ثم بعد دخوله حيز التطبيق خلال فترة زمنية مقبولة. تعتمد هذه الدراسات على نماذج الانحدار وتقرن بين المحدد "R<sup>2</sup>" للعينتين أو للفترتين ولعدة متغيرات من أسفل حساب النتائج. يستنتج من المتغير المحاسبي الذي يكون له أكبر "R<sup>2</sup>" أنه المتغير الذي له علاقة أو ارتباط أكبر بالقيمة السوقية للسهم.

من هذه الدراسات نذكر على سبيل المثال وليس الحصر الدراسات التالية:

### ▪ دراسة Karunarathne, W.V.A.D.; Rajapakse, R.M.D.A.P. (2010)

تبحث هذه الدراسة عن وجود صلة بين المعلومة المحاسبية وأسعار الشركات المدرجة في بورصة "كولمبو" بسريلانكا. ركز البحث على 24 شركة مدرجة خلال الفترة 2007/2006 إلى 2011/2010<sup>1</sup>. أخذ التغير في ربح السعر (EPS) والتغير في قيمة صافي الأصول للسهم (NAVPS) كمتغيرات مستقلة والتغير في أسعار الأسهم كمتغيرات تابعة أي غير مستقلة. استخدمت الدراسة معامل الارتباط والانحدار الخطي لقياس قيمة الارتباط بين أسعار الأسهم ومتغيرين من المحاسبة. خلصت الدراسة إلى أن 9.3% فقط من تغيرات سعر السهم يمكن تفسيره بالتغيرات في

<sup>1</sup>. Periyathamby, E. and Navaratnaseelan, J.J., 2012. Value Relevance of Accounting Information and Stock Market Prices: A Study of Listed Companies in CSE, Sri Lanka, Proceedings of the Annual Research Symposium 2012, Faculty of Graduate Studies, University of Kelaniya, pp 131.

المتغيرات المحاسبية. اما إذا اخذ كل متغير مستقل لوحده فقد لوحظ ارتباط سلبي بين سعر السهم وصافي الأصول للسهم. كما وجد الباحثون نسبة 30% تفسير للعلاقة بين سعر السهم وربح السهم وعلاقة سلبية بين ربح السهم وصافي الأصول للسهم. فحسب الدراسة يركز المستثمرون على معلومات أخرى غير معلومات المحاسبة المالية للمؤسسة، مثل مكاسب فوائض القيمة قصيرة الأمد كما يتجهون إلى المضاربة ويتميزون بالسلوكيات غير العقلانية عند الأحداث غير العادية.

#### ▪ دراسة Vijiṭha P. and Nimalathasan B.

حول وجود ارتباط بين معلومات المحاسبة التالية: صافي القيمة المحاسبية للسهم، ربح السهم، مضاعف السعر على ربح السهم، ونسبة العائد على الأموال الخاصة (الربحية المالية) وسعر السهم بسوق الأوراق المالية لكولومبو (سريلانكا) خلال الفترة 2007-2011. توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية التالية: صافي القيمة المحاسبية للسهم، ربح السهم، ونسبة العائد على الأموال الخاصة كانت مترابطة مع سعر السهم عند مستوى استدلال 1% (significance level = 1%)<sup>1</sup>.

#### ▪ دراسة Okuns Omokhoje Omokhudu & Peter Okoeguale Ibadin - 2015 نيجيريا

بحثت هذه الدراسة في ارتباط القيمة للمعلومة المحاسبية في نيجيريا ومن المؤكد أنها ليست الدراسة الأولى في هذا البلد<sup>2</sup>. قدمت الدراسة أدلة قوية من خلال نموذج السعر أن المعلومة المحاسبية لها ارتباط بالقيمة في السوق المالية لنيجيريا. غطت الدراسة الفترة الممتدة من 1994 إلى 2013. وقد اعتمد الباحثون على الدراسات التي أجريت في السوق المالية الأمريكية، أوروبا وبعض الأسواق الصاعدة بما فيها السوق المالية النيجيرية خاصة خلال الفترة بين 2007 و2010 حيث شهدت السوق ارتفاعا حادا لأسعار الأسهم بين 2007 و2008 وتبعها انهيار سريع ابتداء من 2009. تم الاعتماد على نموذج تسعير من تطوير "Ohlson" وصيغ من نفس النموذج وتشمل التدفقات النقدية من العمليات وتوزيعات الأرباح. تم التوصل إلى أن معامل التحديدات للأرباح، التدفقات النقدية، وتوزيعات الأرباح كانت معتبرة في التقنيات الأربعة المستخدمة في الدراسة. يستنتج من هذا أن هذه المتغيرات مترابطة بقوة مع قيمة الشركة وبالتالي فهي مرتبطة بالقيمة. إن هذه النتيجة تساعد المستثمرين على التركيز أكثر على الأرباح، الأرباح الموزعة، والتدفقات النقدية والتركيز أقل على القيم المحاسبية للميزانية (book values). أما من جانب الإدارة المسيرة فإن النتائج تدفعهم إلى الاهتمام بالمصاريف

<sup>1</sup>. Vijiṭha P. and Nimalathasan B .Op.Cit.p.06.

<sup>2</sup>. Okuns Omokhoje Omokhudu, Peter Okoeguale Ibadin. "The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria." *Accounting and Finance Research* 4, no. 3 (2015). P.27.



وإيجاد سبل جديدة لتقليصها من أجل زيادة الأرباح. إن توزيع الأرباح على المساهمين بانتظام شريطة وجود تدفقات نقدية كافية من العمليات يمثل إشارة إيجابية للمستثمرين كي يكون موقفهم ايجابي من حيث قرار الشراء - الاحتفاظ.

إن مسيري الشركات عموماً والمسجلة في البورصة خصوصاً مطالبون بتحسين جودة حكمة المؤسسة بما فيها تحسين نسب العائد على الاستثمار.

#### ▪ دراسة "Ghayoumi" وزملاؤه (إيران)

فسرت دراستهم الترابط بين المعلومة المحاسبية وسعر السهم في بورصة طهران خلال الفترة 1999-2006. المعلومات المحاسبية المدروسة هي ربح السهم (EPS) والتغير السنوي في ربح السهم من حساب النتائج، والقيمة المحاسبية للسهم من الميزانية. بينت نتائجهم أن معلومات حساب النتائج كانت أكثر ارتباطاً بالقيمة أي بسعر السهم مقارنة بمعلومات الميزانية.

#### ▪ دراسة "KHAN" وزملاؤه (باكستان)

شرحت هذه الدراسة أن المعلومات المحاسبية التالية معدل عائد الأرباح الموزعة، معدل عائد الأرباح والقيمة المحاسبية للسهم (BVPS) لها ارتباط مباشر وإيجابي مع عائد السوق في سوق الأوراق المالية لكراتشي - باكستان خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011. وعلى عكس الدراسة السابقة خلصت الدراسة إلى أن القيمة المحاسبية للسهم (BVPS) كان لها قوة تفسيرية أكبر من معدل عائد الأرباح الموزعة ومعدل عائد الأرباح.

#### هيكل البحث

لتغطية الجوانب المختلفة لمتطلبات الموضوع قسمنا العمل إلى قسمين: القسم الأول خصص للإطار النظري للمواضيع ذات الصلة بالدراسة مثل مفاهيم القيمة والتقييم، نظريات المؤسسة، دور الأسواق المالية، مفاهيم المعلومة المالية، نماذج التقييم، مسار عملية التقييم، ومناقشة المشاكل التطبيقية لنماذج التقييم. أما القسم التطبيقي فيشمل دراسة حول طرق التقييم المتبعة في بلدان الجزائر، المغرب، وتونس عند تحضير الشركات للدخول إلى البورصة لأول مرة (IPO)، دراسة لقطاع الاسمنت كونه النطاق الذي تتحرك فيه الشركة التي تم اختيارها كدراسة حالة، ثم تقييم مؤسسة اقتصادية جزائرية وهي شركة اسمنت عين التوتة بهدف اختبار بعض طرق التقييم والصعوبات التي ستواجهنا عند تطبيقها وما يمكن استنتاجه من القيمة المتوصل إليها.

قسم البحث إلى ثمانية فصول خارج المقدمة، الخاتمة، النتائج والاقتراحات، على النحو التالي:

1. **الفصل الأول:** وهو فصل تمهيدي يشمل عرض نظري لمفاهيم قيمة المؤسسة، عملية التقييم، ونظريات المؤسسة الاقتصادية.
2. **الفصل الثاني:** خصص هذا الفصل لدراسة الأسواق المالية لكونها أفضل مكان تتحدد فيه قيمة الأصول المالية بما فيها الأسهم، يشمل الفصل أيضا إحاطة بالمعلومات المالية وغير المالية ودورها في إعطاء حركية ومصدقية للأسواق المالية.
3. **الفصل الثالث:** خصص هذا الفصل لعرض مقاربات ونماذج تقييم المؤسسات بشيء من التفصيل لأنها تمثل أداة القياس لتحديد نطاق قيمة المؤسسة.
4. **الفصل الرابع:** خصص لدراسة مسار التقييم ومن يقيم ثم مناقشة أهم الصعوبات التي قد تعترض الخبير المقيم أثناء أداءه لمهمته.
5. **الفصل الخامس:** في هذا الفصل قمنا بدراسة طرق التقييم المستخدمة من طرف الخبراء عند دخول المؤسسات إلى البورصة لأول مرة في ثلاثة بورصات: الجزائر، تونس والدار البيضاء.
6. **الفصل السادس:** لدواعي مختلفة اخترنا شركة اسمنت عين التوتة كدراسة حالة ولهذا أفردنا فصلا لدراسة قطاع نشاط الاسمنت في الجزائر والعالم حتى يتسنى لنا فهم أفضل عند دراسة الحالة.
7. **الفصل السابع:** يحتوي على الجزيء الأول من دراسة حالة ويشمل التحليل المالي لشركة اسمنت عين التوتة.
8. **الفصل الثامن:** يحتوي على عملية التقييم المالي لشركة اسمنت عين التوتة بتطبيق مجموعة من الطرق المتعارف عليه، لنصل إلى تحديد مجال لقيمة هذه الشركة.

# القسم الأول: الإطار النظري

الفصل الأول:

الإطار النظري للقيمة

والتقييم والمؤسسة

## مقدمة الفصل

"إن المصطلحات السيئة هي عدو التفكير الجيد" هذا التعليق للمستثمر الشهير "Buffett Warren" رئيس شركة "Hathaway Berkshire" يدل على أن الاتفاق على المعنى الاصطلاحي للكلمات يساعد على الاستيعاب والتواصل فيما بين المتخصصين أو مع غيرهم. وتقول المقولة الصينية "إن الحكمة تبدأ بأن نسمي الأشياء بأسمائها الصحيحة"، وهذه تنطبق تلقائياً على التقييم، حيث المفاهيم المختلفة للقيمة لها تعاريف، استخدامات وتفسيرات جد مختلفة. فالقيمة ترتبط بالشخص الذي يقيم والغرض من التقييم والتوقيت وعدد من العوامل الأخرى. إن هذا يعني أنه لا توجد قيمة مالية واحدة صحيحة، لهذا من المهم تعريف المفاهيم أو المعايير العديدة للقيمة. سنركز في هذا الفصل على القيمة والتقييم وطبيعة المؤسسة كونها جوهر عملية التبادل في إطار عملية التقييم.

## المبحث الأول: الخلفية النظرية للقيمة

## 1. طبيعة القيمة

في البداية لا بد من معرفة معاني كلمات القيمة، الثمن والسعر من حيث اللغة والاصطلاح.

## 1.1. المعنى اللغوي للقيمة

## معنى القيمة في اللغة

ورد معنى القيمة في معاجم اللغة العربية بألفاظ متعددة، ولكنها تدور كلها حول معنى واحد، وهو أنها تعني: ثمن السلعة إذا جرى تقويمها، فقد ورد في المعاجم أن القيمة بالكسر تعني واحدة القيم وأصله الواو لأنه يقوم مقام الشيء ومعناها: ثمن الشيء بالتقويم، يقال تقاوموه فيما بينهم، وقومت السلعة تقويماً

## معنى الثمن في اللغة:

بعض المعاجم اللغوية جعلت الثمن مرادفاً في المعنى للقيمة، قال بعض أهل اللغة: أن الثمن يعني ثمن المبيع، وقالوا: إن ثمن كل شيء قيمته. والجمع منه أثمان وأثمن، وبعضهم جعل ثمن أي شيء (ما استحق به ذلك الشيء) أي عوضه، وهذا المعنى هو التعبير المشهور عند أهل اللغة<sup>1</sup>.

## معنى السعر في اللغة:

يراد بالسعر ما يقوم عليه الثمن، يقال أسعروا وسعروا بمعنى اتفاهم على سعر واحد، وسعرت الشيء تسعيراً: جعلت له سعراً. وفي الحديث أنه قيل للنبي صلى الله عليه وسلم: سعر لنا؟ فقال: (إن

<sup>1</sup>. العياشي، فداد، مفهوم القيمة ونظريتها في الاقتصاد الإسلامي: دراسة مقابلة بالأنظمة الاقتصادية المعاصرة، رسالة دكتوراة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1992. ص 26

الله هو المسعر)، أي انه هو الذي يرخص الأشياء ويغليها، يقال للشيء: (له سعر إذا زادت قيمته، وليس له سعر إذا أفرط رخصه). فالسعر إذا ما اتفق عليه أهل السوق وحددوه ثمننا لمعاملاتهم.

### 2.1. المعنى الاصطلاحي للقيمة

تطلق كلمة القيمة بمصطلحات ومعان متعددة ولا بد من تمييز مصطلح القيمة في الاقتصاد عن مصطلحات القيمة الأخرى. فمصطلح القيمة (valeur, value) مشتق من الكلمة اللاتينية "valoir". وترجع كلمة "valeur" في أصلها الاشتقاقي إلى الفعل اللاتيني "Valeo" ويعني أنا قوي وأنا في صحة جيدة كما تدل على الشجاعة والبسالة "vaillance" والصلابة والقوة، وهو معنى يتضمن فكرة المقاومة والصلابة والتأثير والفعالية وترك بصمات قوية على الأشياء.

أما القيمة من الناحية الذاتية (الشخصية) فمعناها: "الصفة التي تجعل الشيء مطلوباً ومرغوباً فيه عند فرد واحد أو جماعة معينة"، وقيمة سلعة ما تعني عادة ثمن هذه السلعة أو قيمتها التبادلية في السوق بمعنى الثمن الذي يجب على المشتري دفعه لاقتنائه لهذه السلعة.

في التحليل الاقتصادي هناك صنفين من القيمة: القيمة الاستعمالية أو القيمة النفعية وهي قيمة ذاتية للأشياء والقيمة التبادلية للشيء وهي قيمة يحددها الغير وتنشأ أهميتها بسبب ندرته<sup>1</sup>.

### 3.1. القيمة في مجال تقييم المؤسسات

إن المقصود بالقيمة في مجال تقييم المؤسسات هي القيمة الاقتصادية وهي مبلغ معبر عنه بوحدات نقدية، يمكن تسديدها مقابل مبادلة مع أصل أو الحق في استلام منافع اقتصادية مستقبلية من استخدام ذلك الأصل. وعليه فإن القيمة الاقتصادية هي المقابل النقدي لأصل<sup>2</sup>.

القيمة ليست مفهوماً ساكناً ولا متجانساً فقيمة أي أصل (أو الشركات) مرتبطة بعدة عوامل يمكن أن تتبدل مع الزمن ومن هذه العوامل<sup>3</sup>:

- البيئة الاقتصادية الشاملة.
- الاستخدامات الممكنة للأصل.
- توقيت تقدير القيمة.
- مكان أو موقع الأصل.

<sup>1</sup>. العياشي فداد ، مرجع سابق، ص 29.

<sup>2</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions the Fair Value*. 2<sup>nd</sup> ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2001. P.165

<sup>3</sup>. Ibid., P.165

- الندرة النسبية وقيمة البدائل.
- نسبة الملكية لذلك الأصل.
- درجة سيولة سوق الأصل.
- الحالة المادية للأصل.

#### 4.1. الفرق بين القيمة، السعر والتكلفة

يختلف مفهوم القيمة عن السعر أو التكلفة. السعر هو المبلغ الفعلي الذي يصرف لاقتناء الأصل وهو الثمن المنفق عليه بين البائع والمشتري عند بيع المؤسسة. يعرف مجلس المعايير الدولية للتقييم السعر بأنه المبلغ المطلوب، المعروض أو المدفوع مقابل أصل. قد يختلف السعر المدفوع عن القيمة التي يمنحها أشخاص آخرون للأصل بسبب القدرات المالية، الدوافع أو المصالح الخاصة بمشتري أو ببياع محدد.<sup>1</sup>

أما القيمة فيحددها مجلس المعايير الدولية للتقييم (IVSC) كما يلي: القيمة ليست حقيقة بل رأي (La valeur n'est pas un fait mais une opinion) حول:

1. السعر الأكثر احتمالاً لدفعه مقابل أصل في إطار تبادل، أو
2. المنافع الاقتصادية من امتلاك الأصل.

إن قيمة التبادل هي سعر افتراضي، والفرضية المستعملة لتقديره تستنتج من الغرض من التقييم.

إن الهدف من تقييم المؤسسة هو إيجاد قيمتها، ومن المهم تمييز القيمة عن السعر. فقيمة الشيء تعتمد دائماً على مناسبة وظروف التقييم، بينما يمثل السعر الثمن الواجب تسديده مقابل هذا الشيء<sup>2</sup>. إن قيمة الشيء وتسمى أيضاً القيمة الذاتية يمكن حسابها بكيفية تحليلية انطلاقاً من أداء أو نتاج ذلك الشيء. أما السعر فيحدد دائماً في السوق عبر قانون العرض والطلب. فالمشتري يرغب في دفع أقل سعر لذلك الشيء متحججاً بضرورة الاستفادة من تخفيض مقابل المخاطر المحتملة التي قد يتعرض لها نتيجة امتلاكه للشيء وان احتمالات الاستفادة ليست بتلك الأهمية. أما من جهة البائع فهو يسعى لتعظيم أصوله ويحاول تحصيل أعلى سعر ممكن للشيء من خلال تقييم المزايا التي سيستفيد منها المشتري من امتلاكه للشيء. ومما سبق تبرز ضرورة التمييز بين مفهومين: القيمة الموضوعية (The objective

<sup>1</sup>. IVSC: Les Normes Internationales d'Evaluation 2013 (IVS 2013). P.11

<sup>2</sup>. Reuse, Svend. *Corporate Evaluation in the German Banking Sector* Wiesbaden, Germany: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007. p.6

(value) والقيمة غير الموضوعية أو الذاتية (The subjective value). أما القيمة الموضوعية (The objective value) هي قيمة المؤسسة كما يحددها تحليل الوضعية الحالية للمؤسسة أي قيمة المؤسسة لمالكها الحالي. إن هذه القيمة تتأثر بكل من بنية القطاع الصناعي، والقدرات الإستراتيجية والإدارية للإدارة المسيرة.

القيمة غير الموضوعية أو الذاتية (The subjective value): هي قيمة تعتمد على المنافع التي قد تنتج عن تغير في تصور المؤسسة، كما هو الحال مثلا لو تم الاستحواذ على المؤسسة وتم تغيير إستراتيجيتها بحيث تكون قيمة المؤسسة للمالك الجديد مختلفة عن قيمتها لدى المالك الأصلي. يلخص "Buffet Warren" هذا الاختلاف بالمقولة التالية: السعر ما تدفعه والقيمة هي ما تأخذه<sup>1</sup>؛

### "Price is what you pay. Value is what you get"

أما التكلفة فتعني القيمة النقدية لعوامل الإنتاج (الأرض، العمل، رأس المال والإدارة) اللازمة من أجل إنشاء الأصل. وكما يمكن للقيمة أن تختلف عن السعر، يمكنها أيضا أن تختلف عن التكلفة كما في المثال التالي: قد لا تعكس تكلفة تطوير مركز تجاري قيمته لو أن أهم مصنع في المدينة أعلن إفلاسه وأغلق أبوابه في اليوم الموالي لافتتاح ذلك المركز التجاري. في هذه الحالة تفوق التكلفة القيمة بكثير<sup>2</sup>. تعرف المعايير الدولية للتقييم كما يلي: التكلفة المبلغ المطلوب لاقتناء أو إنشاء أصل. عندما يتم اقتناء أو إنشاء أصل فإن التكلفة تصبح حقيقة. يرتبط السعر بالتكلفة لأن السعر المدفوع يمثل تكلفة للمقتني<sup>3</sup>. إذا القيمة والسعر والتكلفة هي مفاهيم متباينة ونادرا ما تكون مبالغها النقدية متساوية.

## 2. مفاهيم القيمة السوقية العادلة

### 1.2. التطور التاريخي للقيمة السوقية العادلة، القيمة العادلة

بدأت الحاجة لتحديد مفاهيم القيمة السوقية العادلة والقيمة العادلة في قطاعات الضرائب والمحاكم في النصف الثاني من القرن التاسع عشر عند بروز الشركات الكبرى ومتعددة المساهمين (Multishareholder) خاصة بعد التحول من اتخاذ القرارات داخل مجالس الإدارة بالإجماع إلى قاعدة

<sup>1</sup>. Warren Buffett. BrainyQuote.com, Xplore Inc, 2015.

<http://www.brainyquote.com/quotes/quotes/w/warrenbuff149692.html>, accessed March 23, 2015.

<sup>2</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions the Fair Value*. 2<sup>nd</sup> ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2001.p.166

<sup>3</sup>. IVSC: Les Normes Internationales d'Evaluation 2013 (IVS 2013). P.12



الأغلبية والأقلية، حيث بدأ يظهر تقييم الممتلكات لأغراض جبائية والحاجة لإيجاد حلول عادلة للنزاعات بين المساهمين والتي زاد عددها بسبب هذا التحول<sup>1</sup>.

يمكن استنتاج الغاية من عملية تقييم المؤسسات من خلال الإجابة على السؤال التالي: ما هي القيمة العادلة للمؤسسة؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تتطلب أولاً تعريف مفهوم القيمة وفق المنظور أو الخلفية التي يتم في إطارها التقييم. إن تعريف القيمة يسبقه تحديد معيار القيمة ونوع القيمة التي نبحث عنها<sup>2</sup>، ذلك أن لكل معيار للقيمة افتراضاته التي تعتمد على نوع القيمة المطلوبة حسب طبيعة مهمة التقييم (الاستحواذ والاندماج، نزاع بين المساهمين، حالات المواردية والهبات، حالات الطلاق، إطار الإفصاح المالي من خلال القوائم المالية الخ).

## 2.2. القيمة السوقية، القيمة العادلة والقيمة السوقية العادلة

إن القيمة المثلى لأي أصل أو مجموعة أصول أو مؤسسة نشطة هي تلك القيمة العادلة التي يحددها السوق وفق الشروط والظروف المتعارف عليها أي في إطار صفقة بين بائعين ومشتريين على علم ودراية ويتصرفون بمحض إرادتهم دونما إكراه. يمكن أيضاً وصف القيمة السوقية العادلة بأنها القيمة الذاتية أو القيمة الأساسية (شكل 1-1) وعادة ما يتم مقارنتها بالقيمة المحاسبية أو الدفترية (Book value).

إن تحديد القيمة المحاسبية لأصول وخصوم المؤسسة لأغراض الإفصاح المالي يتم وفق المعايير الدولية المتعارف عليها وقد تكون مهمة معقدة كما إن النتيجة قد تكون غير دقيقة ولكن المهمة في عمومها ليست بالمستحيلة نظراً لوجود ضوابط وقواعد توجه عمل الخبير المقيم. إن القيمة المحاسبية تتحدد وفق قواعد الإدراج والتقييم المتفق عليها من قبل هيئات إعداد المعايير (Les institutions de normalisation) وهذه الهيئات الدولية تتلخص حالياً في الهيئة الدولية "IASB" للمعايير المحاسبية والهيئة الأمريكية للمعايير المحاسبية "FASB" المالية وخلف هاتين الهيئتين نجد روافد أساسية تتمثل في هيئات إعداد المعايير المحاسبية في الدول الصناعية الرئيسية في العالم.

<sup>1</sup>. Jay E. Fishman, S. P. P. and W. J. Morrison. (2007). *Standards of value: theory and applications* /. Hoboken, New Jersey., John Wiley. p. 6

<sup>2</sup>. Ibid.,p.4

شكل 1-1: القيمة السوقية العادلة، والقيمة المحسوبة



المصدر: تلخيص الباحث

إن المقارنة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية التي تحددها السوق عملية في غاية الأهمية وتتبع هذه الأهمية من خلال الفروق الممكن ظهورها بين القيمتين السوقية والمحاسبية وهذا ما أشار إليه "Tobin" من خلال معامله الشهير باسمه أي "QsTobin" ويعبر عن نتيجة تقسيم القيمة السوقية على القيمة الدفترية أي أننا نحصل على عدد مضاعف يمثل عدد مرات القيمة الدفترية. إن هذا المضاعف قد يكون مرتفعا كما في حالة المؤسسات الناشئة خاصة في مجال التكنولوجيات الحديثة وقد يكون منخفضا في الحالات العادية.

تختلف القيمة السوقية لأسهم المؤسسة عن قيمتها الدفترية. القيمة الدفترية للسهم تساوي قيمة الأموال الخاصة كما تظهر في الميزانية مقسومة على عدد الأسهم في ذلك التاريخ. أما القيمة السوقية للسهم فتتمثل السعر المطلوب لشراء سهم في الشركة في إطار صفقة أو في سوق الأوراق المالية. عندما تضرب سعر السهم في عدد الأسهم المتاحة نحصل على القيمة السوقية للأموال الخاصة. من النادر أن تتساوى القيمة السوقية والدفترية للأموال الخاصة. عندما تكون المؤسسة ناجحة فإن القيمة السوقية تفوق القيمة المحاسبية بأضعاف. عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية فإن القيمة السوقية تكون هي نفسها القيمة العادلة وتمثل أيضا أعلى سعر يمكن الحصول عليه.

إن الأصول المادية مهما كانت أهميتها كونها أداة الإنتاج الضرورية إلا أنها ليست كافية لتحقيق النتائج المرجوة أو المعلن عنها. إن الأصول غير الملموسة ذات النوعية هي التي تسمح بوجود فارق في أداء المؤسسات. إذا نظرنا إلى عوامل الإنتاج الثلاث: العمل، راس المال والتنظيم، نجد إن اثنين منها هي عوامل غير ملموسة. يمكن وصف دور القيم المعنوية في تحقيق النتائج الإيجابية بالمثال التالي:

لنتصور جهة ما تتبع وحدة إنتاجية جاهزة للاستغلال والتشغيل من اللحظة بعمالها وإدارتها وتسويقها الخ ثم لنتصور جهة ثانية تعرض للبيع أصولا منفصلة يمكن أن تساهم في انجاز وحدة إنتاجية لكن بعد تركيبها وتوظيف عمالها وتعيين إدارتها والإشهار لمنتجاتها. من الواضح أن هناك فرق بين الحالتين فإذا افترضنا أن المشتري أو المستثمر يجد في الوحدة الإنتاجية الجاهزة كامل المواصفات التي يبحث عنها فإنه سيكون لا محالة مستعدا لدفع ثمن إضافي يتناسب وحالة الوحدة بدلا من اقتناء الأصول منفصلة.

### 3. معايير القيمة

يمكن تقييم المؤسسة وفق العديد من معايير القيمة، وأكثر هذه المعايير ظهورا معيار القيمة السوقية العادلة. لمعيار القيمة السوقية العادلة عدة تبعات على عملية تحديد القيمة الخاصة بالمؤسسة منها:

- الكشف عن الظروف التي يتم فيها تقييم المؤسسة.
- نوعية المعلومات اللازمة والمطلوبة لمختلف نماذج التقييم.
- إطار منطقي لإعداد أسس القيمة (The basis of value).

حدد عديد الخبراء<sup>2,1</sup> في مجال التقييم عددا من المفاهيم سميت بمعايير القيمة، نعرضها فيما يلي نظرا لأهميتها القصوى في عملية التقييم كونها الهدف المحوري المنشود:

### 1.3 القيمة السوقية العادلة (Value Market Fair)

يمكن تقييم المؤسسات خارج السوق (البورصة) وفق عدة معايير للقيمة، أهمها وأكثرها انتشارا معيار القيمة السوقية العادلة وتسمى أيضا القيمة السوقية أو القيمة النقدية الصيغة المقبولة عموما هي كما يلي:

- تعريف: القيمة السوقية العادلة هي السعر الذي به يتم تبادل الملكية بين مشتري راغب وبائع راغب، ولا يكون الأول تحت أية ضغوط للشراء والثاني لا يكون تحت أية ضغوط للبيع، في إطار صفقة بين أطراف مستقلة المصالح، ويكون كلاهما على دراية كافية بالحقائق الملائمة خاصة حقيقة الملكية والسوق الخاصة بتلك الملكية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison. *Standards of Value Theory and Applications*. New Jersey: John Wiley 2007.

<sup>2</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Financial Services Firms- Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions*. 3rd ed. New Jersey: Wiley & Sons, 2011.p.250

<sup>3</sup>. Rezaee, Zabihollah. Op.cit. p.250

- الخواص: بعض الخواص التي تشملها القيمة السوقية العادلة<sup>1</sup>:

1. مفهوم التبادل الافتراضي بين مشتري افتراضي وبائع افتراضي من دون تحديدهما، المؤدي إلى إعداد قيمة تبادلية ( The notion of a hypothetical transaction that leads to the establishment of an exchange value ).
  2. مشتري راغب وبائع راغب، أي دون إكراه أو ضغط على كلا الطرفين ولديهما الوقت الكافي لإعلام السوق وإتمام الصفقة (Willing buyer and willing seller).
  3. يتم التبادل على أساس النقد أو ما يعادله ( Terms are cash or cash equivalent not affected ) (by special financing or other special terms).
  4. دراية كافية ومعقولة لدى أطراف التبادل على أن تكون قيمة الملكية كما هي على حالها أي مواصلة النشاط السابق دون إدخال أي تغيير أو تعديل ( Reasonably informed parties to a transaction ).
- إن هذه الصفة الأخيرة تعني أن المشتريين والبائعين على علم بالتدفقات النقدية الحقيقية والفعلية ولديهم توقعات حول الأداء المستقبلي تكون مشابهة ومنسجمة مع ما هو متاح من معلومات للمساهمين في السوق. أن تكون على دراية كافية لا يعني فقط أن تكون مطلعاً على الوثائق وعلى القوائم المالية للمؤسسة، بل يعني أن تكون الأطراف على دراية بالظروف المالية الحقيقية للمؤسسة ( True financial conditions of the firm ).
- من شروط الدراية الكافية والمعقولة، القدرة على معالجة وتحليل المعلومات المتاحة من قبل الأطراف المشاركة أو من ينوب عنهم، ومن ثم اتخاذ القرار الملائم على ضوء تلك المعالجة.
- إن القيمة السوقية العادلة تتطلب من الأطراف المشاركة في التبادل أن يكونوا على علم بالمخاطر وبالفرص المرتبطة بموضوع التبادل وكذلك بالعوامل المتحركة في تلك السوق، وهذا يعني إن قيمة المؤسسة ترتكز على مبدأ الاستمرارية ومواصلة النشاط الاعتيادي (Going Concern Basis).

### 2.3. قيمة الاستثمار (Investment Value)

القيمة الاستثمارية أو الإستراتيجية هي القيمة المنتشرة لدى خبراء الاستحواذ والاندماج (M&A). وتعتبر عن قيمة المنافع المستقبلية لامتلاك أصل (أو مؤسسة) لمشتري بعينه "القيمة الحالية" إنها قيمة أصل خاص (specific asset) لمشتري (مستثمر) خاص (specific buyer) حسب احتياجاته.

<sup>1</sup>. Pratt, Shannon P. *Business Valuation Body of Knowledge* 2<sup>nd</sup> ed. New Jersey: JOHN WILEY 2003 p.40

تتميز القيمة الاستثمارية عن القيمة السوقية لأن هذه الأخيرة مجردة ومنفصلة أي مستقلة عن جهة بعينها<sup>1</sup>. تظهر القيمة الاستثمارية عندما يرغب المشتري استغلال أصول المؤسسة المشتراة استغلالاً خاصاً به بحيث يحقق هذا الاستغلال مداخيل أو تدفقات نقدية إضافية تضاف إلى التدفقات النقدية المتوقعة من النشاط الاعتيادي للمؤسسة تحت فرضية الاستمرارية. قد تختلف هذه القيمة من مستثمر إلى آخر لأسباب عديدة منها: التكاملية المتصورة، فرص خلق القيمة، الرغبة من قبل المشتري دخول سوق جديدة، تصور مخاطر و/أو تذبذب القدرة الربحية للمؤسسة، الوضع الجبائي للمشتري وتفاوت المشتري. كل هذه العوامل تؤثر في تقديرات المشتري للقدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة وبالتالي لتقديرات القيمة. نادراً ما تلتقي القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية إلا إذا كان لمجموع المشتري نفس الافتراضات ونفس الوضعيات. إن هذه الحالة مستبعدة وعليه وكما يرى الخبراء سنجد دائماً بعض المشتريين على استعداد لدفع مبلغ أعلى مقابل أصل ما مقارنة بآخرين<sup>2</sup>. إن التقنيات المستخدمة لتقدير القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية هي نفسها؛ وما يختلف هو الافتراضات. تختلف القيمة الاستثمارية عن القيمة الذاتية أو الأساسية. فالقيمة الذاتية كما سنرى تمثل تقدير القيمة بناء على الخصائص المرتبطة بالمؤسسة أو الاستثمار في حد ذاته. أما القيمة الاستثمارية فهي أكثر ارتباطاً بخصوصيات مشتري بعينه أو المالك<sup>3</sup>.

### 3.3. القيمة العادلة (Fair Value)

لابد من الإشارة أولاً إلى وجود نوع من التزاخم الظاهري في مفاهيم القيمة العادلة من حيث الجهات المعرفة لها. فهناك تعريف القيمة العادلة الذي أصدرته هيئة المعايير الدولية للمحاسبة (IASB) والمتمثل في معيار IFRS13، وهو موجه لأغراض الإفصاح المالي عند إعداد القوائم المالية. هناك أيضاً التعاريف التي أصدرتها لجنة معايير التقييم (IVSC) وهي الهيئة التي تعنى بمهنة التقييم بمفهومه الواسع والذي يشمل تقييم العقارات والمنقولات والأعمال بما فيها الأسهم. ما يلاحظ هو التلاقي التام بين تعريف القيمة العادلة لهيئة المعايير الدولية للمحاسبة (IASB) وهيئة معايير المحاسبة الأمريكية (FASB) الأمريكية.

وضع مجلس معايير التقييم (IVSC) تعريفاً للقيمة العادلة وتعريفاً آخر للقيمة السوقية وبينت أن ما يقابل القيمة العادلة لهيئة المعايير الدولية للمحاسبة (IASB) لديها هي القيمة السوقية. ثم أكدت أنه

<sup>1</sup> Pratt, Shannon P. *Op.cit.*, p.4

<sup>2</sup> Rezaee, Zabihollah. *Op.cit.*, p. 252

<sup>3</sup> Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison. *Op.cit.*, p.27

في إطار التنسيق بين الهيئتين (IASB) و (IVSC) وكلما تعلق الأمر بعملية الإفصاح المحاسبي فإن المعيار الساري المفعول هو معيار IFRS13 فقط.

### 1.3.3. القيمة العادلة وفق المعايير الدولية للإفصاح المحاسبي

عرف مجلس المعايير الدولية للإفصاح المحاسبي القيمة العادلة معيار IFRS13 كما يلي:

القيمة العادلة هي "السعر الذي يمكن الحصول عليه من بيع أصل أو دفعه لتحويل التزام بموجب عملية منظمة بين متشاركين في السوق في تاريخ القياس"، وبالتالي فإن القيمة العادلة هنا هي سعر الخروج (exit Price) أي السعر الذي يباع به الأصل أو يسوى به التزام. إن هذا التعريف يتطابق وتعريف مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي للقيمة العادلة (ASCTopic820).

لتحديد القيمة العادلة اقترح المجلس ثلاث مستويات هرمية مستنتجة من أسعار المدخلات:

- مستوى 1: مدخلات من سوق نشط لأصول أو خصوم مطابقة.
- مستوى 2: مدخلات غير الأسعار المدرجة لأصول مشابهة في أسواق نشطة أو غير نشطة يمكن ملاحظتها بشكل مباشر (أسعار) أو بشكل غير مباشر<sup>1</sup>.
- مستوى 3: مدخلات لا تلاحظ في الأسواق وعليه يطلب تطوير مدخلات باستخدام افتراضات المشاركين في السوق.

### 2.3.3. القيمة السوقية وفق مجلس معايير التقييم (IVSC)

أما تعريف مجلس المعايير الدولية للتقييم للقيمة العادلة ولكن تحت مسمى القيمة السوقية فهو كما يلي:

"القيمة السوقية هي المبلغ المقدر الذي يمكن مبادلة الأصل به في تاريخ التقييم بين مشتري راغب وبائع راغب في إطار صفقة بين أطراف مستقلة المصالح، بعد تسويق ملائم وحيث الأطراف تتصرف بمعرفة وحذر ودون إكراه"<sup>2</sup>.

نلاحظ التطابق بين تعريف القيمة السوقية هنا والقيمة السوقية العادلة والسعي لتحقيق مبدأ العدالة

من خلال التركيز على المبادئ التالية<sup>3</sup>:

1. رغبة الأطراف المشتركة في تحديد القيمة بإجراء عملية القياس، بعيداً عن الإكراه

والإكراه والإلزام والانتهاز والاستغلال والتحيز.

<sup>1</sup> [http://www.ifrs.org/IFRSs/Pages/Technical-summaries.aspx/IFRS 13 Fair Value Measurement /2015/03/29](http://www.ifrs.org/IFRSs/Pages/Technical-summaries.aspx/IFRS%2013%20Fair%20Value%20Measurement/2015/03/29)

<sup>2</sup> Council, International Valuation Standards. "International Valuation Standards". London: IVSC, 2011. p.20

<sup>3</sup> د. الجعارات. خالد، ود.محمود الطبري "مخاطر القياس المحاسبي وانعكاساتها في القوائم المالية إبان الأزمة المالية العالمية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 34، (2013). ص. 242.

2. معرفة الأطراف المشتركة بالقيمة وانه تم تحديدها بناء على معلومات كاملة تامة شفافة ملائمة موثوقة صادقة بعيدا عن الخداع والغش والتضليل والإغواء.

3. أن يكون هناك عملية تبادلية حقيقية ليست وهمية أو مقصودة أو مؤقتة، ويفترض أن تكون العملية التبادلية في السوق حيث تكون الأطراف في أفضل حالها.

ويخلص الجعارات والطبري إلى أن تحديد تعاريف القيمة العادلة باختلاف صياغتها تم حول هذه المرتكزات.

### 3.3.3. مقارنة بين مفهومي القيمة العادلة والقيمة السوقية العادلة

إن مفهوم القيمة العادلة أوسع من مفهوم القيمة السوقية العادلة<sup>1</sup>، لأن المفهوم الأخير دخلت عليه صفة إضافية إلا وهي كلمة السوقية فحددت المعنى وقيدته أكثر من المفهوم الأول، ولهذا فالقيمة العادلة للأصل يمكن أن تتخذ عدة أشكال أو صيغ، فقد تكون مثلا القيمة السوقية أو القيمة الذاتية والأساسية أو القيمة الاستثمارية كما قد تكون هي القيمة التبادلية أو القيمة النفعية الاستعمالية لمالك الأصل وقد تكون أيضا هي القيمة التصفوية أو القيمة بفرضية مواصلة النشاط (Going concern value). أما مفهوم القيمة السوقية العادلة فهو أكثر تحديدا من سابقه بسبب إضافة كلمة السوق. طرح "Fishman" وزملاؤه هذه الإشكالية بالمصطلح الانجليزي ويتساءل هل كلمة السوق (Market) مضافة إلى كلمة (Fair) أو إلى كلمة (Value) أي نقرأ (Fair Market Value) أو (Fair Market Value).

يرى "Fishman" وزملاؤه أن مفهوم القيمة السوقية العادلة واسع الانتشار في الدوائر القضائية والجبائية والمحاسبية بينما عرفت القيمة العادلة فيما يرتبط بالإفصاح المالي.

أما "Pratt"<sup>2</sup> فيرى أن القيمة العادلة هي قيمة لفض النزاعات وبصفة خاصة بين الشركاء وحماية ذوي الأقلية في رأس المال من تعسف أصحاب الأغلبية عند اتخاذ القرارات المصيرية.

يحدد قانون الشركات الأمريكي القيمة العادلة للسهم كما يلي: هي قيمة السهم مباشرة قبل اتخاذ الإجراء الذي يعترض عليه الطرف المعارض (المحتج)؛ وتستبعد كل ارتفاع أو تراجع في قيمة السهم ناتجين عن الإجراء المتخذ إلا إذا كان ذلك الاستبعاد غير عادل ( unless exclusion would be inequitable).

<sup>1</sup>. Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison. *Op.cit.*, p.4

<sup>2</sup>. Pratt, Shannon P. *Op.cit.* , p.42

أما مجلس معايير التقييم<sup>1</sup> (IVSC) فيحدد انه باستثناء حالة الإفصاح في القوائم المالية فإنه، يمكن التمييز بين القيمة العادلة والقيمة السوقية. القيمة العادلة بحاجة إلى تقدير السعر العادل بين طرفين معلومين اخذين في الحسبان المكاسب أو الأضرار التي لكل طرف. فالقيمة العادلة عادة تطبق ضمن اطر القضاء. أم القيمة السوقية فتشترط استبعاد المزايا التي لا تكون متاحة بصفة خاصة للمشاركين في السوق.

#### 4.3. القيمة الذاتية (القيمة الأساسية) (Intrinsic Value)، (Fundamental Value)

القيمة الذاتية هي معيار آخر من معايير القيمة وتعني ما يعتقد الشخص فيما يساويه شيء ما، فهي قناعة شخصية من مالك الشيء عادة. فإذا كان ذلك الشخص خبير ومطلع ومحايذا فإن القيمة الذاتية في هذه الحالة تسمى قيمة أساسية (valeur fondamentale) وتعني أن الخبير يعلم بدقة التدفقات النقدية المتوقعة من نشاط تلك المؤسسة ثم يحينها بمعدل الخصم المثالي الذي يأخذ في الحسبان درجة المخاطر المحيطة بتلك التدفقات النقدية<sup>2</sup>. يعتبر "Damodaran" أن تحديد القيمة الذاتية مهمة شاقة خاصة مع المؤسسات حديثة النشأة. لهذا يرى أن القيمة الذاتية أو الأساسية قد تتحرف وتختلف عن القيمة السوقية ولكن مؤقتا وأنها سيلتقيان بعد حين وهذا عكس ما يراه دعاة المالية السلوكية من أن ذلك الانحراف قد يدوم لمدة طويلة مع ما يترتب عن ذلك من قرارات خاطئة. يستخدم العديد من المستثمرين تقنيات تحليلية من أجل إيجاد القيمة الذاتية الحقيقية للمؤسسات أملا في إيجاد استثمارات تكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية.

تحدد القيمة الذاتية للمؤسسة على أساس القدرة الربحية (Earning power) وجودة الأرباح (earnings quality). تقاس القدرة الربحية بقدرة المؤسسة على زيادة الربحية بانتظام ومعدل العائد في ضوء افتراضات معقولة بما فيها المصادر الداخلية والبيانات الاقتصادية والمرجعية. أما جودة الأرباح فتقدر بعدة عوامل مثل قاعدة الزبائن، الربحية، رضا الزبائن، رضا المستخدمين، المخاطر النسبية، التنافسية وانتظام تنبؤات الأرباح<sup>3</sup>.

#### 5.3. افتراضات القيمة

يفرق "Pratt" وزملاؤه بين افتراضات القيمة ومعايير القيمة. فتشير الأولى الى خلفية التقييم بينما المعيار هو مرجع وغاية.

1. Council, International Valuation Standards. "International Valuation Standards". London: IVSC, 2011. p.20

2. Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2010.p.2

3. Rezaee, Zabihollah.Op.cit., p.255



### 1.5.3. قيمة الاستعمال/ قيمة المبادلة (Transaction Value /Value-In-Use/Value Exchange) :((Acquisition Value)

إن قيمة الاستعمال (Value in Use) أو القيمة للمالك<sup>1</sup> (Value to the holder) ليست من أصناف القيمة بل هي حالة تجتمع فيها افتراضات معينة من أجل تقييم الأصل. هي قيمة الملكية غير المخصصة للبيع يحتفظ بها في شكلها الحالي ولما لكها الحالي، ويمكن أن يكون أصل ما غير قابل للتسويق ولكن له قيمة. إنها مرتبطة بالأصول المنتجة ويمكن وصفها بقيمة الأصل أما لاستغلال خاص (a particular use) أو لمستغل خاص (a particular user) في إطار كيان تشغيلي (operating enterprise).

إن قيمة المبادلة (Value in Exchange) هي عكس قيمة الاستعمال. مفهوم قيمة المبادلة يعني قيمة الملكية أو الأصل بنفسه أي كما هو بمعزل عن الكيان التشغيلي (operating entity). وتعني أيضا قيمة المؤسسة أو أجزاء منها عندما تنتقل ملكيتها من جهة إلى أخرى (changing hands business or business interest) يمكن اعتبار أن القيمة السوقية العادلة والقيمة العادلة تدخلان ضمن نطاق قيمة المبادلة. يمكن تبويب قيمة الاستثمار ضمن نطاق القيمة للمالك أي قيمة الاستعمال. إن هذين المفهومين يشكلان الأساس النظري لكل معيار للقيمة وتشكل الإطار الذي تتبعه كل التصنيفات الأخرى<sup>2</sup> (شكل 2-1).

### 2.5.3. قيمة استمرار النشاط (Going Concern Value) وقيمة التصفية (Liquidation Value)

قيمة استمرار النشاط هي قيمة المؤسسة ككيان قائم ومستمر وتختلف عن قيمة التصفية لأصول المؤسسة، لأن العمليات المتواصلة لها القدرة على تحقيق أرباح عكس المؤسسة المصفاة. إن قيمة الاستمرار تستخدم للمؤسسة التي تمتلك الموارد اللازمة لمواصلة التشغيل إلى أجل غير محدد. إذا لم تكن المؤسسة كيانا مستمرا هذا يعني أنها مؤسسة مفلسة. قيمة الاستمرار ليست ضمن معايير القيمة مثل القيمة السوقية العادلة أو قيمة الاستثمار. بدل القول أن "قيمة الاستمرار لمؤسسة XYZ هي 100 مليون دج. يكون التعبير السليم كالتالي: "القيمة السوقية العادلة لشركة XYZ بفرضية استمرار النشاط هي 100 مليون دج. إن هذا التمييز البسيط بين المصطلحات هو مفتاح لفهم التقييم"<sup>3</sup>.

أما قيمة التصفية فهي قيمة الأصول في حال توقفت المؤسسة عن النشاط الاعتيادي والتصفية تكون أما طوعية ومنظمة (Orderly liquidation) أو قسرية أي إجبارية (Forced liquidation).

<sup>1</sup>. Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison. *Op.cit.*,p.21

<sup>2</sup>. Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison. *Op.cit.*,p.21

<sup>3</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Op.cit.*, p.256

إن الفرق بين الحالتين يكمن في الوقت المتاح لإيجاد مشتري. التصفية المنتظمة تعني أن البائع مجبر على البيع وأن المشتري له رغبة في الشراء ولكنه غير مجبر للشراء. إن هذا يعني أن للمؤسسة مجال لبيع أصولها لأعلى عرض. إن القيمة تحت التصفية ليست نوعاً من معايير القيمة قائماً بذاته، ولكن تمثل ظرفاً يتم التقييم في ظله.

#### شكل 1-2: مقارنة بين معايير القيمة وافتراضات القيمة

افتراضات القيمة	قيمة المبادلة	القيمة للمالك (قيمة الاستعمال)
معايير القيمة	القيمة السوقية العادلة	القيمة العادلة
		القيمة الاستثمارية

Op.cit., p.183.Source: Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison

#### 4. مفاهيم متفرقة أخرى للقيمة

توجد العديد من المفاهيم الأخرى للقيمة تختلف عن بعضها حسب السياق أو الخلفية نورد منها:

##### 1.4 القيمة الدفترية (Book Value)

يرى المختصين أن القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية وتسمى بصافي الأصول ليست معياراً للقيمة. القيمة الدفترية أو المحاسبية هي مصطلح محاسبي وليست من مصطلحات التقييم أو الاقتصاد<sup>1</sup>، ولها أكثر من دلالة وتحتاج المزيد من الانتباه. فهي أولاً القيمة التاريخية لأصل منقوصة من مخصصات الإهلاك وخسائر القيمة. أما القيمة الدفترية للمؤسسة فهي قيمة الأموال الخاصة كما تظهر في الميزانية وتساوي الأصول ناقص الديون.

##### 2.4 قيمة الشهرة (Goodwill Value)

يدرج مبلغ الشهرة في جانب الأصول من ميزانية المؤسسة. يمكن أن تظهر الشهرة استحواد مؤسسة على مؤسسة أخرى. تمثل الشهرة المبلغ المدفوع والذي يزيد عن القيمة المحاسبية المعدلة وتسجله الشركة المقتنية كشهرة فرق الاقتناء. إن الشهرة هي نوع خاص من الأصول غير الملموسة (specific type of intangible asset) تبرز عندما تكون قيمة المؤسسة ككل أكبر من قيم أصولها الملموسة والأصول غير الملموسة المشخصة والمنفصلة عن المؤسسة.

##### 3.4 قيمة التأمين (Insurable Value)

قيمة التأمين هي القيمة النقدية للأصل المؤمن بهدف تعويض المالك في حال التلف أو الضياع. هذه القيمة ليست معياراً ولا علاقة لها بصفقات المبادلة أو بعمليات الاستحواد والاندماج بين

<sup>1</sup>. Rezaee, Zabihollah.Op.cit., p.257

المؤسسات. إنها تتعلق بنسبة تغطية التأمين للعقارات والتجهيزات. إنها تكلفة التعويض وهي أقل من قيمة الممتلكات المؤمنة أو أقل من القيمة السوقية.

#### 4.4. قيمة التعويض/الاستبدال أو الاستنساخ (Replacement Value/ reproduction value)

إن قيمة التعويض لأصل ما هي تكلفة اقتناء أصل جديد بمنفعة مساوية. لتقدير تكلفة التعويض لا بد أن نضع في الاعتبار أن التعويض يتم بمنتجات حديثة.

#### 5.4. القيمة المتبقية (Salvage Value)

عندما تكون للاستثمار مدة حياة محددة، فإن القيمة المتبقية تعني القيمة النهائية التي يمكن تحصيلها بعد خروج ذلك الأصل من الخدمة<sup>1</sup>، أي المبلغ القابل للتحصيل بعد بيع أو التخلي عن أصل عندما لا يصبح نافعا لمالكه الحالي وبالتالي يسحب من الخدمة. إن المعنى يختلف عن مفهوم قيمة الخردة "scrap value". إن قيمة الخردة لأصل ما تفترض إن الأصل لم يعد صالحا لأي شخص ولأي غرض. تقدر القيمة الختامية في المحاسبة عند تقدير الاهلاك المتوقع خلال مدة حياة الأصل.

#### 5. مبادئ نظرية ذات صلة بمفهوم القيمة

إن المبادئ الأساسية للاقتصاد مثل العرض والطلب تؤثر في قيمة الممتلكات أو الأصول. توجد أربعة مبادئ اقتصادية تؤثر في التقييم وهي<sup>2</sup>:

#### 1.5. مبدأ وجود بدائل (The principle of alternatives)

مفاد مبدأ البدائل انه عند التفكير في نقل الملكية يوجد لدى المشتري والبائع بدائل أخرى لإتمام الصفقة. هذا المبدأ لا يعني أبدا أن جميع البدائل لها نفس الجاذبية. بل تعني أن البائع غير مجبر أن يبيع لمشتري معين وأن المشتري غير مجبر للشراء من بائع معين. لولا هذا المبدأ لحدث اختلال في آليات السوق ولاستحال وضع القيمة السوقية العادلة.

#### 2.5. مبدأ التعويض (The principal of replacement)

يشير مبدأ الاستبدال أن المشتري الحذر لن يدفع مقابل ملكية أو أصل أكثر مما يكلفه إعادة إنتاج أو استنساخ تلك الملكية أو الأصل وبنفس المنفعة. وكمثال عن هذا المبدأ يذكر المؤلف قيمة الآلات والتجهيزات المستعملة. المشتري الحذر لن يدفع مقابل آلة مستعملة أكثر من تكلفة شراء آلة جديدة

<sup>1</sup>. Pratt, Shannon P. *Op.cit.*, p.125

<sup>2</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Financial Services Firms- Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions*. 3rd ed. New Jersey: Wiley & Sons, 2011, P.263.

تؤدي نفس الوظائف. إن تطبيق هذا المبدأ من طرف المؤسسة ليس يسيراً، لأن تقدير تكلفة تعويض مؤسسة بكاملها سيكون أكثر تعقيداً. إن مقارنة التقييم بالتكلفة تعتمد على مبدأ الاستبدال.

### 3.5. مبدأ الإحلال (The principal of substitution)

إن مبدأ الإحلال من المفاهيم الهامة في التقييم. مفاده إن قيمة الملكية أو الأصل يتأثر تحديده بتكلفة الحصول على بدائل توفر نفس المنافع أو له نفس الجاذبية. التشبيه المثالي هو وجود مؤسستين لهما نفس الحجم، نفس نوعية العمال، نفس الربح الخ. نستطيع القول أن كلتا المؤسستين متساويتين أو جد متقاربتين في القيمة لأنهما بديلين لبعضهما البعض. إن مقارنة التقييم على أساس المقارنات أو المضاعفات (المقاربة السوقية) تعتمد على مبدأ الإحلال.

### 4.5. مبدأ المنافع المستقبلية (The principal of future benefits)

إن مبدأ المنافع المستقبلية بدوره لا يقل أهمية خاصة في عمليات الاستحواذ والاندماج. يشير المبدأ إلى أن قيمة الملكية أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل نتيجة لتملك أو السيطرة على تلك الملكية. من هذا المنظور فإن قيمة أية مؤسسة هي صافي القيمة الحالية (ص ق ح) (VAN) لجميع المنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل نتيجة تملك تلك المؤسسة. فما حققته المؤسسة من نتائج في الماضي لا تأثير له على القيمة. إن الأداء السابق يبقى مؤشر جيد ما لم يحدث ما يقوض التوجه السابق.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمراً جد معقد ويتطلب عديد الافتراضات عن مستقبل المؤسسة. إن طريقة صافي القيمة الحالية (VAN) للمنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل هي أفضل مؤشر للقيمة في أغلب الحالات. يشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مقارنة التقييم على أساس الدخل. إن صافي القيمة الحالية من المفاهيم المالية وهي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة (cash in flows) والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (cash out flows). إذا كانت (ص ق ح) موجبة، فالمشروع مربح ويمكن قبوله. يمكن أن تتباين تقديرات القيمة بواسطة (ص ق ح) للدخل المستقبلي عن القيمة السوقية لأصل ما قريب ومشابه. في مثل هذه الحالات ينصح الخبراء باستعمال التحكيم العقلي لفهم أسباب الاختلاف ومن هي المقاربة المعقولة وهل يمكن المزج بينهما.

### 6. حدود القيمة وفق ميزانيات الشركات

تعتبر الميزانية مفيدة كونها توضح الوضع المالي للمؤسسة إلا أن هذا لا يعني عدم وجود نقائص. إن أهم مشكلة تعاني منها الميزانية أنها لا تعكس القيمة الآنية للمؤسسة. إن أحسن مثال هو شركة مايكروسوفت العملاقة التي بلغت قيمة الأموال الخاصة فيها سنة 2000 مبلغ 28.438 مليار

دولار. لو كان هذا الرقم صحيحا لأشتمل على جميع الأصول الاقتصادية وبقيمتها السوقية الحالية. إن القيمة السوقية الفعلية لشركة مايكروسوفت بتاريخ 18 ماي 2000 بلغت 348 مليار دولار، أي أنها تمثل أكثر من 12 مرة من القيمة المحاسبية. فما هي أسباب هذا الفرق الشاسع بين القيمتين. إن هذا الفرق يعود لسببين هما<sup>1</sup>:

أولاً- إن المحاسبين يسجلون العديد من الأصول بتكلفة الشراء التاريخية أي بسعر الدخول وليس ب قيمتها السوقية الحالية. اما القيمة السوقية فهي السعر الذي سيدفع لشراء نفس الأصل.  
ثانياً- إن الميزانية لا تشمل جميع الأصول الاقتصادية. إذا أخذنا مثال مايكروسوفت فإن الميزانية لا تبين المسيرة الناجحة لمنتجاتها، عبقرية "بيل غيتس" والمكانة الصلبة والمكرسة في السوق. إن منافسة شركة مايكروسوفت ليس بالأمر الهين. إن هذه العوامل المعنوية أو غير الملموسة هي أصول ذات قيمة وهي أهم الأصول الاقتصادية ولكن النظام المحاسبي لا يأخذها في حساباته لأسباب عديدة.

إن التقليل من قيمة بعض الأصول وتجاهل البعض الآخر، يجعل القيمة المحاسبية أو الدفترية أقل من القيمة السوقية للمؤسسة كما يقيسها سعر السهم في السوق مضروباً في عدد الأسهم، نلاحظ من خلال الجدول 1-1 مقارنة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية لأكثر عشر شركات أمريكية في سنة 1999. إن هذه العيوب لا تعني أن لا فائدة في الميزانية نهائياً، فهي مصدر معلومات تبين الوضعية المالية للمؤسسة، خاصة للمقرضين الذين يودون الاطمئنان على قروضهم من خلال معرفة ما هي الأصول التي تملكها المؤسسة وما هي القروض التي استفادت منها وعليها أن تسددها قبل إقراضها أي مبلغ. يفكر المستثمر بنفس المنطق، فقبل شرائه حصص في رأسمال المؤسسة يريد ان يعرف شيئاً عن مواردها الحالية والتزاماتها.

<sup>1</sup>. Bodie, Zvi, and Robert Merton. *Finance*. Paris: Pearson Education France, 2007. P.87.

## جدول 1-1: القيمة الدفترية والقيمة السوقية لأكبر 10 شركات أمريكية (مارس 2000)

الترتيب	الشركة	القيمة الدفترية (1) \$ مليار	القيمة السوقية (2) \$ مليار	مضاعف (2)/(1)
1	Microsoft	28 438,00	492 462,00	17,32
2	Cisco Systems	11 678,00	453 879,00	38,87
3	General Electric	42 557,00	417 175,00	9,80
4	Intel	32 535,00	391 917,00	12,05
5	ExxonMobil	63 466,00	268 598,00	4,23
6	AT&T	78 927,00	236 704,00	3,00
7	Oracle	3 695,30	217 258,00	58,79
8	Lucent Technologies	13 584,00	214 185,00	15,77
9	Wal-Mart Stores	25 848,00	212 666,00	8,23
10	International Business Machines (IBM)	20 511,00	193 810,00	9,45

ملاحظة: (1) المبالغ بملايير الدولارات. (2) قيمة مايكروسوفت قبل التراجع الكبير بسبب تهديد الحكومة الأمريكية بتقسيمها.

المصدر: مجلة "Fortune" قائمة أحسن 500 شركة أمريكية 1999. [www.fortune.com](http://www.fortune.com).

## المبحث الثاني: مفهوم التقييم - دوافعه ومحدداته

## 1. التقييم

التقييم هو مجموعة من الطرق لتحديد السعر المناسب تسديده مقابل اقتناء مؤسسة أو جزئ منها، اما المحاسبة فهي مجموعة طرق لإنتاج المعلومة اللازمة لذلك التحديد، وكلتا المجموعتين من بناء الإنسان، وهي موضوع تصميم<sup>1</sup>. ويعرف "هيتشنر" التقييم<sup>2</sup> كما يلي: هو فعل أو مسار تحديد قيمة المؤسسة، حصة في مؤسسة، أسهم أو أصول معنوية غير ملموسة. أما دليل التقييم الذي أعدته البورصة الايطالية فعرف التقييم كما يلي: تقييم المؤسسة يعني العملية التي تهدف إلى تقدير قيمتها باستخدام واحدة أو أكثر من الطرق الخاصة<sup>3</sup>. وحسب "J. L. Seng" و"J.T. Lai" فالتقييم هو جمع، تحليل، وتطبيق المعلومات المالية وغير المالية من أجل تقدير قيمة المؤسسة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Penman, Stephen H. *Accounting for Value* New York: Columbia University Press, 2011.

<sup>2</sup> Hitchner, James R., ed. *Financial Valuation Applications and Models*, 3rd Edition ed: Wiley Finance 2011.p.16

<sup>3</sup> <http://www.borsaitaliana.it/azioni/come-quotarsi/guide/guide-alla-quotazione.en.htm>. 10/04/2015

<sup>4</sup> Jia-Lang Seng a, J.T. Lai b. "An Intelligent Information Segmentation Approach to Extract Financial Data for Bus." *Expert Systems with Applications* 37 (2010): 6515-30.

لتبديد سوء الفهم بين مجلس المعايير الدولية للتقييم (IVSC)<sup>1</sup> إن التقييم "évaluation" قد يحتمل معنيين: المعنى الأول يشير إلى القيمة التقديرية (خلاصة التقييم) (The valuation conclusion). والمعنى الثاني يشير إلى إعداد وتحضير القيمة التقديرية أي فعل التقييم (the act of valuing). ولتفادي أي لبس لا بد من التمييز بين المعنيين بإضافة كلمات أخرى كلما استلزم الأمر ذلك.

## 2. حدود عملية التقييم

التقييم ليس علما دقيقا، إنه يتطلب إطلاق أحكام، افتراضات وإبداء الرأي. وعليه فإن خبيرين متساويين في التأهيل باستطاعتهم توليد وتبرير تقديرين لقيمة نفس الأصل أو الملكية<sup>2</sup>.

التقييم هو عملية التنبؤ بالقيمة الحالية للتسديدات المتوقعة لصالح الملاك ثم تحويل هذا التنبؤ إلى رقم وحيد يمثل القيمة الأساسية أو الذاتية للمؤسسة. يحدد "Barker"<sup>3</sup> شرطين اثنين من أجل فهم جيد لطرق التقييم. الشرط الأول هو مراجعة تحليلية للنماذج، مع معرفة العلاقات فيما بينها والفرصيات التي تقوم عليها. الشرط الثاني هو تقييم البيانات المتاحة لاستخدامها كمداخل لتلك النماذج. إن هذين الشرطين يبينان وجود علاقة ذات دلالة بين اختيار نماذج التقييم والبيانات المتاحة.

إن تقييم المؤسسة يمثل مسار لتحديد ما هي قيمة المؤسسة. يتم التوصل إلى قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية الحرة المتوقعة مستقبلا. يقصد بالتدفقات النقدية الحرة تلك التدفقات النقدية المتبقية بعد تغطية كل المصاريف التشغيلية والضرائب وقبل تسديد الديون. تحسب القيمة الحالية بواسطة معدل استحداث يمثل متوسط التكلفة المرجحة للأموال<sup>4</sup>.

أما "Copeland" وزملاؤه فيبينون أن تقييم المؤسسة يتم من خلال تقسيم أو تجزئة قيمة المؤسسة إلى قيمة الأصول المتواجدة من جهة زائد القيمة الحالية للأرباح الاقتصادية المستقبلية. لقياس قيمة المؤسسة ككل تحسب أولا القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة من عمليات الاستغلال ثم تضاف إليها القيمة الحالية للتدفقات النقدية غير التشغيلية، بعدها تطرح الديون والالتزامات الأخرى الضمنية بقيمتها السوقية لنحصل في النهاية على تقدير للقيمة السوقية للأموال الخاصة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>. IVSC: Les Normes Internationales d'Évaluation 2013 (IVS 2013). P.1 2

<sup>2</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Financial Services Firms- Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions*. 3<sup>rd</sup>ed. New Jersey: Wiley & Sons, 2011. p.264.

<sup>3</sup>. Barker, R. *L'évaluation Des Entreprises: Modèles Et Mesures De La Valeur*. Les Echos, 2002. P.13.

<sup>4</sup>. دام وداران 2001

<sup>5</sup>. كويل اند 2005

أما "داموداران" (2001) فيذهب في نفس اتجاه "Copeland" وزملاؤه إذ يصف قيمة المؤسسة بأنها القيمة الحالية للتدفقات النقدية المنتظرة من الأصول المتواجدة حالياً والنمو المحتمل في المستقبل بعد خصمها بواسطة تكلفة الأموال لنحصل على القيمة الحالية للمؤسسة. ويضيف أنه لزيادة قيمة المؤسسة توجد أربعة خيارات:

- أولاً: زيادة التدفقات النقدية من الاستثمارات الموجودة.
- ثانياً: زيادة معدل النمو المتوقع للأرباح أو للتدفقات النقدية.
- ثالثاً: إطالة مدة فترة النمو العالي.
- رابعاً: إمكانية خفض تكلفة الاموال للمؤسسة.

3. دوافع استخدام تقييم المؤسسات أو متى نبرز الحاجة للتقييم المالي للمؤسسات:

يستخدم التقييم المالي للمؤسسات لأغراض واسعة النطاق لخصها<sup>1</sup> "Fernandez" (مع بعض التصرف والإضافة) فيما يلي:

1. لتحديد قيمة المؤسسة في أية لحظة.
2. عمليات بيع وشراء الشركات: دخول أو انسحاب شريك،
  - تساعد المشتري لمعرفة أعلى سعر يجب دفعه.
  - تساعد البائع لمعرفة أقل سعر يكون على استعداد أن يقبل به.
3. تقييم المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية (البورصات):
  - مقارنة القيمة الناتجة عن التقييم مع سعر السهم في السوق لاتخاذ قرار البيع، الشراء أو الاحتفاظ.
  - تقييم عدة مؤسسات لاختيار محتوى وتركيبية المحفظة الاستثمارية مع التركيز على الشركات التي تعرف ضعف في التقييم في السوق (Under-valuation).
  - تقييم عدة مؤسسات للمقارنة من أجل شراء أسهم الشركات ذات الآفاق الواعدة حالياً وبيع أسهم الشركات التي يعتقد أن أداءها سيكون أضعف.
4. يستخدم التقييم لتبرير سعر العرض العمومي للبيع لجمهور المستثمرين.

<sup>1</sup>. Fernandez, Pablo. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation USA*: ACADEMIC PRESS., 2002. p.22



5. في حالات الموارد والوصايا: يستخدم التقييم من أجل مقارنة قيمة الأسهم مع قيمة أصول أخرى.
6. برامج التعويض لفائدة المسيرين والإطارات مقابل خلق القيمة: تقوم المؤسسة بتقييم أداء المديرين التنفيذيين ودورهم في خلق القيمة الاقتصادية المضافة من أجل تحديد مكافآت وتعويضات الإدارة المسيرة بناء على ذلك.
7. تحديد محركات القيمة: إن تقييم المؤسسة أو أقسام من المؤسسة أساسي لمعرفة وترتيب أهم محركات القيمة.
8. عند اتخاذ القرارات الإستراتيجية ذات الصلة بمستقبل الشركة: يعتبر تقييم المؤسسة خطوة أولية ضرورية لتقرير مسار ومستقبل المؤسسة: البيع، الاندماج، النمو، الحلب أو شراء مؤسسات أخرى والسيطرة عليها.
9. التخطيط الاستراتيجي: إن تقييم المؤسسة ومختلف الفروع والأقسام عملية أساسية وضرورية لتقرير ما هي المنتجات، خطوط الإنتاج، البلدان، الزبائن التي نحتفظ بها، ننميتها أو نستغني عنها. كما أن التقييم هو وسيلة لقياس إثر السياسات والاستراتيجيات الممكنة على خلق القيمة أو تحطيمها.
- بالإضافة إلى الحالات السابقة يمكن إضافة الوضعيات التالية التي لم تذكر:
10. التأميم و/أو الخصخصة: حيث تظهر الحاجة للتقييم من أجل تعويض المالكين الأصليين أو في حالة الخصخصة لتحديد السعر التفاوضي. إلا أن هذه الحالة يمكن إدراجها ضمن عمليات التبادل.
11. التقييم لأغراض جبائية: تفرض بعض الدول ضرائب على رؤوس الأموال ولهذا تحتاج إلى تقييم الأسهم لتحديد الوعاء الضريبي لهذا الصنف من الضرائب أو لأية دوافع ضريبية أخرى.
12. تصنيف وتقيط المؤسسات من قبل الهيئات المتخصصة، لأغراض الاقتراض وقياس مخاطر عدم التسديد.
13. اختبار مدى حفاظ الشهرة (فرق الاقتناء/Goodwill) على قيمته الدفترية في إطار معايير الإفصاح المحاسبي (IFRS).
14. إبداء رأي محايد في النزاعات بين الشركاء.

15. حالات الإفلاس أو التصفية الطوعية: (نهاية العقد - تغيير النشاط) أو التصفية القسرية (إفلاس - وفاة أو انسحاب أحد الشركاء).

16. الاتصال بين الإدارة والمساهمين والمحللين.

يمكن أيضا تصنيف وترتيب الحالات السابقة وفق ثلاثة وضعيات مختلفة هي التبادل، إدارة المؤسسات وقياس أدائها ثم فض النزاعات، يبين الشكل 1-3 هذا التصنيف.

شكل 1-3: دوافع استخدام تقييم المؤسسات



المصدر: تلخيص الباحث

من منظور الواقع الجزائري يمكن سرد الحالات التالية التي قد تظهر فيها الحاجة لاستخدام نماذج تقييم المؤسسات:

1. عند القيام بعمليات الخوصصة وهذا من وجهة نظر الدولة كبائع أو من وجهة نظر المستثمر كمشتري.
2. عند الدخول في شراكة داخلية أو مع طرف أجنبي كما هو الحال مع الشركات المختلطة أو ما شابهها.
3. إعادة الهيكلة أو تفريع المؤسسات (Restructuration et filialisation).
4. الدخول إلى البورصة لأول مرة أو ما يسمى بالعرض العمومي الأولي (IPO).
5. تقييم أداء الإدارة المسيرة للمؤسسة العمومية في إطار عقود النجاعة مع الدولة.

#### 4. وظائف تقييم المؤسسات

يصنف "Reuse"<sup>1</sup> تقييم المؤسسات وفق معيار وظيفي تحت مسمى وظائف تقييم المؤسسات ويميزها عن دوافع تقييم المؤسسات، ويرى أن هذه المقاربة تزيل التناقض الظاهري بين مفهومي القيمة الموضوعية والقيمة الذاتية. يرى المؤلف أن التقييم السليم للمؤسسة يرتبط بالأهداف وبالوظائف، وأنه بدون تجسيد وظيفة ما فإنه لا قيمة إطلاقاً للمؤسسة. يعرض المؤلف خمسة وظائف لتقييم المؤسسات بين وظيفة أساسية ووظيفة فرعية (جدول 1-2). إن اختلاف الوظيفة قد يعني تعدد القيم لأن لكل وظيفة دوافع عديدة ولهذا لا بد أن تختلف قيمة المؤسسة من أجل استيفاء الوظيفة الصحيحة، وعليه يمكن للمؤسسة الواحدة أن يكون لها أكثر من قيمة واحدة صحيحة وهذا مرتبط بالوظيفة والعكس صحيح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>. Reuse, Svend. *Corporate Evaluation in the German Banking Sector* Wiesbaden, Germany: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007. P.8

<sup>2</sup>. Ibid. p. 9

جدول 1-2: وظائف تقييم المؤسسة

الوظيفة	التوصيف
الوظائف الأساسية	1. وظيفة استشارية Function Consulting - تطوير قرارات الأسعار. - للبائع وللمشتري. - المنافع المشتركة للطرفين. - بهذا السعر المشتري سيشتري والبائع سيبيع.
	2. وظيفة المحاجة Argumentation function - تأييد حجج بعض أصحاب المصالح. - القيمة المقترحة ليست عادلة ولا ذاتية. - اقتراح قيمة تكتيكية تختلف عن قيم البائع والمشتري.
	3. وظيفة الوساطة Function Mediation - اقتراح سعر لفض المنازعات. - أمثلة: تسديدات التعويض.
الوظائف الفرعية	4. وظيفة حساب الضرائب Tax calculation Function - حساب الوعاء الضريبي لقياس الضريبة. - أحيانا لأجزاء من المؤسسة.
	5. وظيفة الميزانية Balance Sheet Function - تثبيت القيم الدفترية بناء على القواعد المحاسبية. - قيمة الأموال الخاصة تساوي الفرق بين الأصول والديون.

Source: Reuse, Svend. *Corporate Evaluation in the German Banking Sector* Wiesbaden, Germany: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007. P.8

يرى "داموداران" أن لتقييم المؤسسات دورا هاما في مجالات مالية عديدة: في مالية المؤسسة، الاندماج والاستحواذ وإدارة المحفظة. إن ممارسة التقييم يتطلب حذرا متواصلا لأنه ليس نشاطا موضوعيا مجردا، وأي انحياز أو أفكار مسبقة يدمجها المقيم في مسار التقييم ستعكس حتما في نتيجة القيمة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2010. p.08

## 5. محددات القيمة والعوامل المؤثرة في القيمة (Value drivers and influencing factors)

يقدم المساهمون إلى المؤسسة رأس المال المخاطر، وفي المقابل ينتظرون عائداً على الأموال التي استثمروها. يكون العائد في صيغة توزيعات الأرباح أو زيادة في قيمة الأسهم. لخلق القيمة لفائدة المساهمين على الخصوص لابد أن تتبع المؤسسة إستراتيجية مدروسة ومتفق عليها وتحدد ما يسمى بـ"محركات القيمة". من أكثر محركات القيمة تداولاً في الأدبيات المالية نذكر العوامل السبعة التالية<sup>1</sup>:

- نمو رقم الأعمال (معدل نمو المبيعات ومدة نموها).
- تعظيم هامش الاستغلال (Operating Margin).
- الاستثمار الرشيد في الأصول الثابتة.
- الاستثمار الرشيد في رأس المال العامل.
- مدة الميزة التنافسية.
- تكلفة الأموال.
- المعدل الفعلي للضريبة.

يؤكد "كوما راجيش" أن لكل أصل مالياً كان أو حقيقياً قيمة<sup>2</sup>، وأن المفتاح الأساسي لفهم الجوانب المهمة في التقييم، الاستثمار، وإدارة الأصول يكمن في فهم مغزى القيمة وأيضاً مصادر القيمة وهو ما يشار إليه بمحددات القيمة (Value drivers). إن محدد القيمة هو متغير الأداء الذي له أثر على نتائج المؤسسة مثل نجاعة الإنتاج أو رضا الزبون. تسمى المقاييس المرتبطة بمحددات القيمة مؤشرات الأداء المفتاحية "KPIs" (key performance indicators).

ذكر كومار ثلاث محددات مالية شائعة مرتبطة بخلق القيمة هي: المبيعات ونمو المبيعات، التكاليف والاستثمارات. أما المؤشرات المالية الخاصة فذكر منها: نمو الأرباح، نمو التدفقات النقدية، ربحية السهم في البورصة والعائد على الأموال المستثمرة. أما محددات التدفقات النقدية الحرة فذكر الربحية، النمو وكثافة رأس المال (capital intensité) (شكل 1-4).

<sup>1</sup>. Verhoog, Luc Keuleneer and Willem, ed. *Recent Trends in Valuation from Strategy to Value*. West Sussex, England: John Wiley 2003.p.3.

<sup>2</sup>. Kumar, R. *Valuation: Theories and Concepts*. San Diego, USA: Elsevier Science, 2015. P.6.

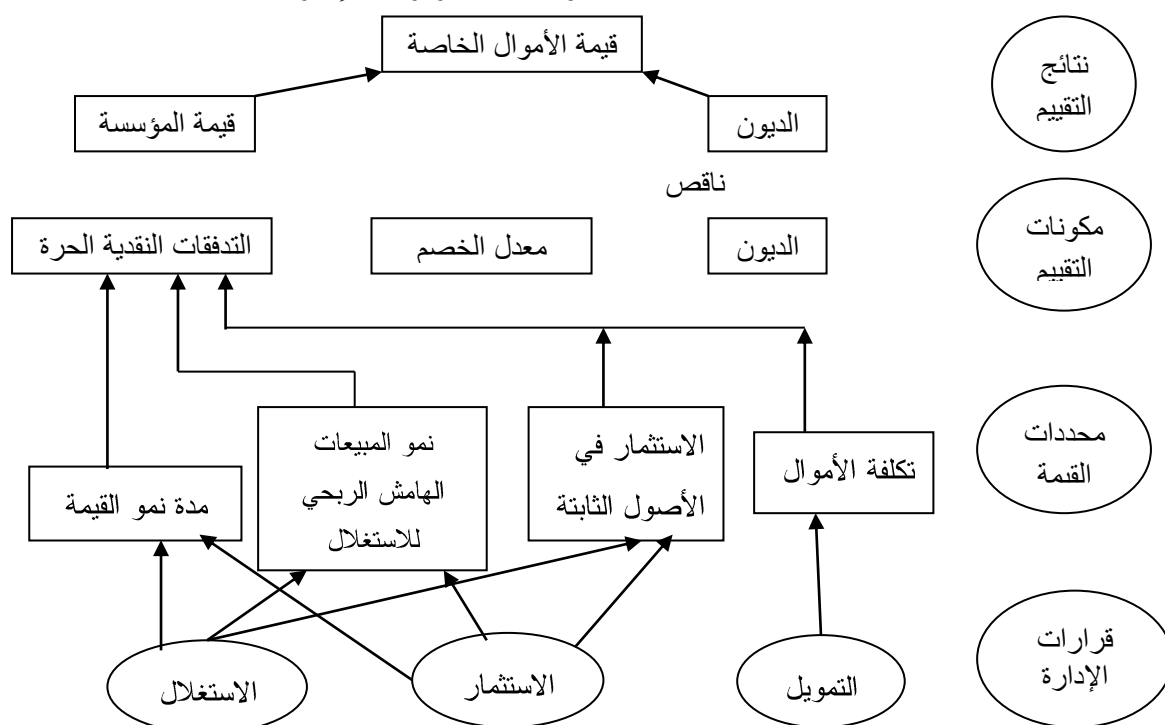
### 1.5. محددات مالية شائعة

من بين المحددات المالية الأكثر ظهوراً نذكر: المبيعات، نمو المبيعات، التكاليف، الاستثمارات، نمو الأرباح، نمو التدفقات النقدية، ربحية السهم في البورصة، العائد على الأموال المستثمرة، الربحية، النمو، وكثافة رأس المال.

### 2.5. المحددات غير المالية للقيمة

تشمل المحددات غير المالية للقيمة جودة المنتج سلامة أماكن العمل، وفاء الزبائن، رضا المستخدمين واستعداد الزبون لترقية منتجات الشركة<sup>1</sup>. إن تحديد محددات الأداء خطوة هامة في مسار عملية التقييم لأنها ستؤثر حتماً على قيمة المؤسسة. يضيف الباحثون محددات أخرى للقيمة مثل الهامش الإجمالي للربح، معدل الضريبة، رأس المال العامل، الفوائد المالية، تكلفة الأموال، مدة الميزة التنافسية، نسبة دوران الأموال، والعائد على الأموال. إن لكل نشاط محددات للقيمة خاصة به. فمثلاً في قطاع الهاتف النقال يعتبر اكتساب مشتركين جدد مؤشر هاماً لقياس الأداء، ومع نضج تلك المؤسسات يتركز مؤشر قياس الأداء على إدارة الزبائن الموجودين من خلال توفير خدمات إضافية وجديدة لهم.

شكل 1-4: محددات القيمة وعلاقتها بقرارات الإدارة



Source: Bertoneche, Marc, and Rory Knight. *Financial Performance* Oxford: Butterworth-Heinemann, 2001.p.163

<sup>1</sup>. Op. Cite p.6

إن المؤسسات التي لا تستطيع خلق القيمة من خلال النجاعة في عمليات الاستغلال وزيادة التدفقات النقدية، ليس بمقدورها أن تكون ناجحة في السوق على المدى الطويل. تميز الأسواق المالية النشطة تلك المؤسسات التي تتبع استراتيجيات موجهة نحو خلق القيمة والتي تتخلص من الأنشطة غير المربحة وتستثمر في المشاريع التي لها عائد يفوق تكلفة أموالها.

### المبحث الثالث: الأسس النظرية للمؤسسة الاقتصادية

إن فهم المؤسسة والتساؤل عن أسباب وجودها، كيف يتم تأسيسها، ما هي مساهماتها في الاقتصاد، من هي الأطراف المعنية بوجودها وأسباب الاختلافات الكبيرة فيما بينها، ضروري قبل الدخول في صلب موضوع التقييم. لإبراز أهمية المؤسسة نورد هنا ما قاله الرئيس الفرنسي "فرنسوا هولاند" حينما زار الحاضنة التكنولوجية الفرنسية في "سيليكون فالي" (Silicon Valley) قرب "سان فرانسيسكو" في الولايات المتحدة الأمريكية، وأمام جمع من الشباب المدعويين أصحاب مؤسسات ناشئة صرح بما يلي: "فرنسا يجب أن تعترف بنشاط مقاوليها، والاقتصاد لن يستطيع العيش والصمود بدون مؤسسات ديناميكية. إن كل شيء ينطلق من المؤسسة"<sup>1</sup>.

#### 1. مفهوم المؤسسة

عرف "كوهليومبابا"<sup>2</sup> "المؤسسة بأنها وحدة اقتصادية منظمة تقوم بإدماج عوامل الإنتاج لتنتج منتجات و/أو خدمات موجهة لسوق محددة سعياً لتحقيق أهداف متعددة". أي أنها تقوم بتحويل مدخلات عوامل الإنتاج إلى مخرجات من سلع وخدمات. يشير أصحاب التعريف أن المؤسسة يمكن أن تكون عمومية أو خاصة ربحية أو غير ربحية، مؤسسة كبيرة أو مصغرة كما يمكن أن تتواجد في القطاع التجاري (marchand) أو غير التجاري (non marchand)، وهي بحاجة إلى توفير موارد تمويلية وتنظيم طاقة إنتاجية من أجل ضمان النشاط المطلوب وتحقيق التدفقات المادية والمالية. تعتبر المؤسسات متعامل رئيسي في عمليات الإنتاج والتبادل وأصبحت منذ القرن الماضي مركز اهتمام علماء الاقتصاد والإدارة.

#### مفهوم المؤسسة حسب دليل تقييم المؤسسات للمديرية العامة للضرائب - فرنسا

حسب دليل تقييم المؤسسات الذي أصدرته المديرية العامة للضرائب بفرنسا فإنه لا يوجد تعريف قانوني للمؤسسة. يرى معدو الدليل أن المؤسسة كيان اقتصادي منظم من أجل إنتاج، بيع أو

<sup>1</sup>. François-Xavier Bourmaudlefigaro.fr - jeudi13février2014

<sup>2</sup>. Albert Corhay et Mapapa Mbangala.Fondements de gestion financière: manuel et applications - Liège ; Editions de l'Université de Liège, 2007. P 9

تبادل المنتجات أو الخدمات. يمارس مدير المؤسسة داخل هذه المنظمة نشاطه المهني، سلطاته ومسؤولياته. تعتبر المؤسسة ملتقى لثلاثة فئات من الناس<sup>1</sup>:

- الفئة التي تقدم الأموال الضرورية لإنشاء المؤسسة،
- الفئة التي تسيرها،
- الفئة التي تعمل فيها (العمال).

نجد في المؤسسات الكبيرة أن الوظائف الثلاث تكون منفصلة. في المؤسسات الأصغر قد يكون مقدمو الأموال أنفسهم المسيرين. أما في المؤسسات الصغيرة جدا فنجد أن نفس الشخص يقوم بالوظائف الثلاث.

وحسب "Bèquera, Manuel" توجد الكثير من المفاهيم المختلفة للمؤسسة وكل مفهوم يركز على بعض الجوانب مما تقوم به المؤسسات بحيث يساهم كل مفهوم في تحليل أداء المؤسسات وكيف تتنافس. ففي المجال الاقتصادي لوحده ذكر "Becerra" واحد وعشرون مفهوما للمؤسسة صنفها "Machlup" في سنة 1967 الذي يرى أنه لا يوجد مفهوم أكثر أهمية من الآخر وان كل مفهوم يخدم أغراضا مختلفة<sup>2</sup>. بما أن مجال بحثنا هو تقييم المؤسسات فإننا نود تحديد مفهوم المؤسسة الذي يخدم هذا المسعى وبصفة عامة يساعدنا في فهم كل ما يرتبط بسلوك المؤسسة. نعتقد أن مفهوم المؤسسة من منظور استراتيجي يهتم الخبراء في إستراتيجية المؤسسة إلى جانب الخبراء في تقييم المؤسسة لأن المقيم يهتم بالأداء المستقبلي للمؤسسة وانعكاساته على التدفقات المالية المتوقعة مستقبلا بالإضافة إلى المخاطر المحيطة بتلك التدفقات.

## 2. ما هو سبب وجود المؤسسة وما هي غاياتها؟

إن دراسة محددات القيمة الذاتية للمؤسسة بغرض قياس هذه الأخيرة لا يعفينا من استعراض أسباب وجود المؤسسة وغاياتها. تتفق المراجع الاقتصادية على تقديم المؤسسة كمكون أو موفر لمعروض يستجيب لحاجات معبر عنها في السوق. إن المؤسسة بصفقتها متعامل اقتصادي لها مهام تلبية الحاجات الاجتماعية (صناعة المنتجات، تقديم الخدمات) وخلق الثروات. إن غايات المؤسسة كما

<sup>1</sup>. DGI. "L'évaluation Des Entreprises Et Des Titres De Sociétés «. FRANCE: Direction Générale des impôts, 2006. P,1.

<sup>2</sup>.Becerra,Manuel.Theory\_of\_the\_Firm\_for\_Strategic\_Management\_\_Economic\_Value\_Analysis CAMBRIDGE: CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, 2009. P.11.



نلاحظ هي اقتصادية واجتماعية في آن واحد. وحول هذا التعريف وعلى أساسه يقوم مفهومين رئيسيين هما:

- إن المؤسسة هي أصل مالي يجب تعظيم قيمته لمصلحة المساهمين (shareholders) إن هذه المقاربة الأنجلوساكسونية في الأصل، قبل أن تنتشر في باقي أنحاء العالم، تعتبر المحرك الأول للأسواق المالية وتضع المساهم في المقام الأول.
- وفي مقابل مفهوم الأصل المالي المحدود هناك مفهوم ثاني يصور المؤسسة كرابطة من العقود بين عدة مشاركين: زبائن، موردين، مساهمون، أجراء، دائنون؛ وجميعهم أطراف ذات صلة ومصحة (stakeholders) في نفس السلسلة الاقتصادية.

إن هذه المقاربة أكثر إنسانية وأكثر شمولية من المقاربة السابقة لأنها لا تكتفي في تركيزها على المساهمين دون سواهم من الأطراف المعنية مباشرة بصيرورة المؤسسة، بل قد يمتد نطاق اهتمامها إلى حد إدماج التنمية المستدامة التي تعني من بين ما تعنيه حماية البيئة ومصالح الأجيال القادمة. إن قياس القيمة الذاتية للمؤسسة سوف لن يتجاهل هذه المقاربة الأخيرة، بل لا بد أن تمنح للمؤسسة الراجعة للبيئة ولشروط التنمية المستدامة أي للمؤسسة التي تتبنى أخلاقيات الأعمال، قيمة أكبر مقارنة بسواها. إن المؤسسات الحديثة تولي عناية هامة لهذه المقاربة الشاملة ليس من منظور إنساني فقط بل من منظور تدعيم الميزة التنافسية وخلق القيمة.

### 3. بعض خصائص المؤسسة

تتميز المؤسسة الاقتصادية بتنوعها الشديد، ويمكن سرد العناصر التي تميز المؤسسات عن بعضها وهي كما يلي:

1. الوضعيات القانونية،
2. الحجم،
3. طبيعة النشاط،
4. الأسواق التي تتوجه لها وأشكال تنظيمها الداخلي.

يمكن تصنيف المؤسسة من وجهة النظر الاقتصادية حسب الحجم، طبيعة النشاط والقطاع الذي تتعامل فيه.

### 3.1. تصنيف المؤسسات حسب حجم المؤسسة

تختلف المؤسسات حسب الحجم حتى في نفس قطاع النشاط. إن حجم المؤسسة يؤثر في قوتها التنافسية مع بقية المؤسسات كما أن حجم رقم الأعمال يجعلها تساهم بنسبة معتبرة في الناتج الوطني

الإجمالي. تصنف المؤسسات وفق معيار الحجم إلى المؤسسات الكبيرة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME)، المؤسسات المصغرة (PE) والمؤسسات الصغيرة جدا (TPE). لا يوجد إجماع على تعريف حجم المؤسسة. فالمؤسسة التي تعتبر متوسطة في اليابان (أقل من 300 مستخدم) أو الولايات المتحدة الأمريكية (أقل من 500 مستخدم) يمكن أن تصنف كمؤسسة كبيرة في دولة نامية. فكل بلد يمكن أن يستعمل معايير خاصة به. إن معايير الحجم لدى المؤسسات تحدد لنا إن كانت المؤسسة كبيرة أم صغيرة. يستعمل حجم المؤسسات من قبل هيئات عديدة لأغراض مختلفة. فإدارة الضرائب تقرر نوع التصريح وشكل القوائم المالية حسب معيار رقم الأعمال.

فمثلا في بلجيكا يمكن اعتبار مؤسسة ما صغيرة إذا لم تتعدى واحد من المستويات التالية خلال السنة أو السنتين التاليتين<sup>1</sup>:

- متوسط اليد العاملة: 50.
- رقم الأعمال خارج الرسم على القيمة المضافة: 7.3 مليون أورو.
- مجموع الميزانية المحاسبية: 3.65 مليون أورو.

عرض "Soulie" تشبيها طريفا للمؤسسات وفق معيار الحجم، فوصف المؤسسات الكبيرة بالفيلة والمؤسسات المتوسطة ذات النمو القوي بالغزالات أما المؤسسات الصغيرة فشبهها بالفئران. من بين المعايير المعتمدة في الاتحاد الأوروبي لتحديد الحجم عدد المستخدمين ينتشر التصنيف التالي<sup>2</sup> (جدول 1-3):

جدول 1-3: حجم المؤسسة حسب عدد المستخدمين

حجم المؤسسة حسب عدد المستخدمين		طبيعة المؤسسة
إلى	من	
9	0	المؤسسة المصغرة (Micro entreprise)
49	10	المؤسسة الصغيرة (Petite entreprise)
249	50	المؤسسة المتوسطة (Moyenne entreprise)
وأكثر	250	المؤسسة الكبيرة (Grande entreprise)

*Source: Albert Corhay et Mapapa Mbangala. Fondements de gestion financière: manuel et applications - Liège ; Editions de l'Université de Liège, 2007. P 9*

إن معيار عدد المستخدمين غير كافي لتحديد أهمية المؤسسة لذا يتم إضافة معيار مالي مكمل مثل رقم الأعمال و/أو مجموع الميزانية.

<sup>1</sup>. <https://www.nbb.be/en/central-balance-sheet-office/models-annual-accounts/size-criteria-enterprises>  
2016/02/03

<sup>2</sup>. Ibid, p.10

أما مؤسسة "S&P" الأمريكية فتستخدم ثمانية مقاييس مختلفة لتحديد حجم المؤسسة:

1. القيمة السوقية للأموال الخاصة.
2. القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.
3. القيمة السوقية للأموال المستثمرة (أي أموال خاصة زائد الديون المالية).
4. مجموع الأصول.
5. الدخل الصافي.
6. الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، خسائر القيمة والاهتلاك (EBITDA).
7. صافي المبيعات.
8. عدد المستخدمين.

### قياسات حجم المؤسسة الأكثر قبولاً

وتعتبر القياسات التالية الأكثر قبولاً في الأدبيات<sup>1</sup>:

1. مجموع الأصول،
  2. عدد الأشخاص المستخدمين
  3. رقم الأعمال السنوي للمؤسسة.
- مع إمكانية إعطاء الأولوية لمجموع الأصول باعتبار أنها الآلة المولدة للمبيعات وللربح.

### حجم المؤسسة والمسؤولية الاجتماعية والملكية المؤسسية

إن حجم المؤسسة مرتبط بالمسؤولية الاجتماعية أي أن المؤسسة كلما كانت كبيرة كلما كان سلوكها الاجتماعي أكثر مسؤولية مقارنة بالمؤسسات الصغيرة. إضافة إلى ذلك فإن المؤسسات الكبيرة تجلب انتباه كبار المستثمرين المؤسسيين. يربط "Soulie" بين حجم المؤسسة والمناخ الاجتماعي بين العمال، فكلما زاد الحجم تدهور المناخ الاجتماعي (إضرابات، صراعات بين العصب المختلفة). إن هذه الحالة تعني مزيداً من عدم الاستقرار وبالتالي خفض لقيمة المؤسسة<sup>2</sup>.

### 2.3. تصنيف المؤسسات حسب طبيعة النشاط

تقسم المؤسسات وفق النشاط الاقتصادي إلى ثلاثة أصناف: المؤسسة التجارية، المؤسسة الصناعية والمؤسسة الخدمية. المؤسسة التجارية هي التي تباع السلع التي تشتريها على حالها. في هذه

<sup>1</sup>. FAUZI, Hasan, HUSSAIN, Mostaque M., ABDUL RAHMAN, Azhar, *et al.* Corporate social performance of Indonesian state-owned and private companies. *HANDBOOK OF BUSINESS PRACTICES AND GROWTH IN EMERGING MARKETS*, World Scientific, Forthcoming, 2009. P 473,

<sup>2</sup>. Ibid, p. 470

المؤسسات تكون الاستثمارات في التجهيزات أقل أهمية مقارنة بالمؤسسة الصناعية. أما المؤسسة الصناعية فتقوم بتحويل المواد الأولية إلى منتجات تامة موجهة للبيع. تتطلب المؤسسة الصناعية الكثير من الاستثمارات في التجهيزات وفي رأس المال العامل. المؤسسة الخدمية هي التي تباع خدماتها إلى المتعاملين الاقتصاديين. الخدمات المقدمة غير قابلة للتخزين.

### 3.3. تصنيف المؤسسات حسب الوضعية القانونية

قننت الدول تنظيم وسير الأنشطة التجارية وصيغ عمل المؤسسات. يمكن التمييز بين المؤسسات من خلال القواعد القانونية التي تنطبق عليها وما يتبع تلك القواعد مثل طبيعة حقوق الملكية. حدد القانون التجاري الجزائري عدة صيغ قانونية للمؤسسات أهمها:

- المؤسسات الفردية وتتعلق بالأشخاص الطبيعيين.
- الشركات التي تتميز بالشخصية المعنوية المنفصلة عن مالكيها ومسيرها والتي تنقسم بدورها إلى عدة أصناف أهمها:

- شركات الأشخاص.
- شركات الأموال (EURL, LSAR, SPA).
- الشركات المدنية.
- الشركات التعاونية.
- الجمعيات التي لا تهدف إلى الربح.
- الإدارات والجماعات المحلية أو الإقليمية التي تشارك في الإنتاج والتبادل كما هو الحال مع بريد الجزائر.

تنتمي المؤسسات أما إلى القطاع العام (مملوكة للدولة) أو للقطاع الخاص. يشمل القطاع العام عدة أصناف من مؤسسات الخدمات العمومية والخدمات السيادية (دفاع، عدالة، شرطة، الخ) والخدمات العمومية للسلع غير السوقية (services publics non marchands) (التعليم، الصحة، الحماية الاجتماعية، الثقافة...) والخدمات العمومية الشبكية (توزيع المياه، الكهرباء، خدمات البريد والاتصالات، النقل...) وكلها تهدف لخدمة الصالح العام. أما في القطاع الخاص فالمؤسسة الخاصة تهدف أساسا إلى تحقيق الربح لفائدة مالكيها. توجد أيضا مؤسسات الاقتصاد المختلط أين تشترك الدولة والقطاع الخاص وتمزج موارد مشتركة من أجل تحقيق نشاط اقتصادي.

بالنسبة للجزائر نلاحظ أن أهم الشركات الاقتصادية تملكها الدولة بصفة شبه كلية رغم أنها تحمل صفة شركات الأسهم. تخضع شركات الأسهم التي ترغب في اللجوء إلى الادخار العمومي

لقواعد إجرائية ورقابية أكثر صرامة مقارنة بالأصناف الأخرى من الشركات ذات المسؤولية المحدودة.

#### 4. مؤشرات قياس الأداء

من بين مؤشرات قياس الأداء التي يستطيع المحلل المالي والاستثماني استغلالها المؤشرات التالية:

1. رقم الأعمال وتطوره في الماضي وفي المستقبل.
2. حصص السوق على مستوى القطاع أو على مستوى البلد.
3. المردودية المالية معبر عنها بالعائد على الأموال الموظفة (ROCE).
4. تطور سعر البورصة مقارنة بالقطاع المعني.
5. "EVA" أو القيمة الاقتصادية المضافة. والتي يعتبرها بعض المسيرين معقدة وصعبة التطبيق. (حالة مجموعة كارفور) التي لجأت إلى صيغة بديلة أقل تعقيدا تعتمد على متوسط التكلفة المرجحة للأموال (WACC) العائد على الأموال الموظفة (ROCE)،
6. نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية (Market-to-Book).
7. الرسملة السوقية.
8. هامش الاستغلال ونسب المردودية.

#### عوامل نجاح وفشل المؤسسات الاقتصادية

تبين الدراسات التحليلية للمؤسسات الناجحة التي عرفت نسب نمو مرتفعة أنها تشترك في خاصية امتلاك أصولا معنوية فريدة. أورد "Scholich"<sup>1</sup> وزملاؤه مثال شركة "Beiersdorf" التي حققت وتحقق أرباحا منذ عقود من العلامة التجارية "Nivea" ونفس الشأن للشركة العالمية للأدوية "Pfizer" وشركة "DeutchTelecom" التي تهيمن منذ مدة طويلة على أنشطة الشبكة الثابتة، وغيرهم كثير. يرى "Scholich" وزملاؤه أن تزايد أهمية العلامات، براءات الاختراع، العلاقات مع الزبائن إضافة إلى أصول معنوية أخرى دفع إلى طرح العديد من الأسئلة والتحديات منها:

- كيف يجب تسيير الأصول المعنوية؟
- كيف يمكن قياس قيمة الأصول المعنوية وإيصالها إلى المستثمرين والدائنين؟

<sup>1</sup>. Scholich, Martin, Andreas Mackenstedt, and Markus Greinert. "Valuation of intangible assets for financial reporting." *Modern Concepts of the Theory of the Firm*. Springer Berlin Heidelberg, 2004. 491-504. P2.

▪ كيف يجب تشخيص ومعرفة الأصول المعنوية ثم تقييمها لأغراض الإفصاح المالي؟

### 5. العناصر المادية الملموسة والعناصر غير الملموسة

إن النقاش حول رأس المال غير المادي حاضر في أكثر من ميدان. نجده في مجال المحاسبة من خلال معايير الأصول غير الملموسة (المعيار 38 IFRS) وفي مجال مراقبة التسيير وفي مجال مالية المؤسسة عندما يتعلق الأمر بالتقييم المالي للمؤسسة.

#### 1.5. أهمية تحديد المعنى الاصطلاحي لبعض المفاهيم مثل رأس المال (capital) والأصل (actif)

تستخدم العديد من المصطلحات للتعبير عن القيم غير المادية مثل: رأس المال غير المادي أو رأس المال الفكري أو الأصول المعنوية أو غير الملموسة أو غير المحسوسة. جميع هذه المصطلحات تستخدم في المقالات المخصصة لهذا الغرض. تساءل البعض إن كان هناك اختلاف في المعنى بين هذه المصطلحات وهل بوسعنا استخدامها دون تمييز بين رأس المال غير المادي ورأس المال الفكري. هل يمكن اعتبار الاستثمار مورداً؟ ورأس المال أصلاً؟

إن مصطلح رأس المال نابع من الاقتصاد فهو من عوامل الإنتاج ومنه تم تطوير مفهوم "رأس المال البشري" لصاحبها "Gary Becker" الفائز بجائزة نوبل للاقتصاد في سنة 1992 كمقارنة برأس المال المادي أو رأس المال المالي. أما الأصل (actif) كما يعرفه النظام المحاسبي المالي المستوحى من المعايير الدولية للإفصاح المالي فهي مورد (ressource) بإمكانه أن يولد منافع اقتصادية مستقبلية. لا غرابة أن تستخدم هذه المصطلحات بدون تمييز. عند الحديث عن العناصر غير الملموسة تفضل الكاتبتان "Bessieux-Ollier" و"Wallise" مصطلح رأس المال لأنه أشمل كما تفضلان مصطلح رأس المال الفكري عوض رأس المال غير المادي أو غير الملموس. إن مصطلح رأس المال الفكري يشمل الموارد والقدرات البشرية، الوسائل الهيكلية (قواعد البيانات، التكنولوجيا، العادات والثقافة) ورأس المال العلاقي (المفاهيم والطرائق التنظيمية، شبكات الزبائن والموردين، الخ)<sup>1</sup>.

#### 2.5. رأس المال غير الملموس

يأخذ رأس المال الفكري عدة أشكال نذكر منها باختصار شديد ما يلي:

- رأس المال البشري.
- رأس المال الفكري.

<sup>1</sup>. Corinne Bessieux-Ollier, Élisabeth Walliser "« Le Capital Immatériel. État Des Lieux Et Perspectives»." *Revue française de gestion* 08/207 (2010): p.86.

- رأس المال التنظيمي.
- رأس المال العلاقتي.
- رأس مال السمعة.

تعتبر الأصول المعنوية العامل الأساس وراء نجاح المؤسسات وتمثل ميزتها التنافسية بامتياز. إن هذه البديهية تجعل المسيرين يكرسون جهودهم القصوى لإدارة هذه الأصول مع إقناع المستثمرين والدائنين بأهميتها لضمان التمويل اللازم.

إن الأصول غير الملموسة هي أصول غير مالية وليس لها عمق مادي أو فيزيائي وتأخذ أشكال عديدة منها<sup>1</sup>:

- رأس المال الزبون (العلامات، العلاقات مع الزبون).
- رأس المال المورد (الوصول إلى الموارد النادرة، مصادر الاستيراد).
- رأس المال الاستثماري (شروط اقتراض مناسبة، تنقيط/تصنيف عالي).
- رأس المال الصناعي/ الطرائق (هيكل المنظمة وهيكله العمليات).
- رأس المال الموقع (مزايا موقعه، بنى تحتية).
- رأس المال الإبداع (براءات، تركيبات).
- رأس المال البشري (معارف: know-how).

### 3.5. أهمية الأصول المعنوية في تطوير المؤسسة

تتجلى أهمية الأصول المعنوية عند إتمام صفقة استحواذ. أظهرت العديد من الدراسات انه وفي حالات عديدة تشكل الأصول غير الملموسة أكبر صنف من الأصول التي تم اقتناؤها. لهذا فسعر المؤسسة لا يخص فقط الأصول الملموسة والمالية. طبيعي أن يدفع المقتني ثمن الأصول غير الملموسة نظرا لصعوبة تقليدها أو إيجاد بدائل لها كما هو الحال مع بعض العلامات التجارية الممتازة. إن إدارة الأصول المعنوية والإفصاح عنها يستلزم قياسها أي تقييمها. تمثل المقاربة التقييمية بالمداخل المدخل الأكثر استخداما، فتحسب القيمة الحالية للمساهمة الربحية المستقبلية بواسطة معدل خصم يتوافق وطبيعة المخاطر.

تتمثل المسألة الأساسية هنا في تحديد المساهمة الربحية التي تعود فعلا للأصول المعنوية المراد قياسها. لحل هذه المشكلة طور الباحثون والمنظرون والمهنيون طرقا يمكن استخدامها لهذا الغرض،

<sup>1</sup>. Scholich, Martin, Andreas Mackenstedt, and Markus Greinert. "Valuation of intangible assets for financial reporting." *Modern Concepts of the Theory of the Firm*. Springer Berlin Heidelberg, 2004. 491-504. P492

حيث أضحى ممكنا تقييم الأصول المعنوية بكل مصداقية. إن معايير الإفصاح المحاسبية تشترط حصر وتحديد كل الأصول المعنوية التي تم اقتناؤها ثم تقييمها بصفة منفصلة.

#### 4.5. الأصول المعنوية ومعايير الإفصاح المحاسبي

وضعت الهيئات المشرفة على تنظيم الإفصاح المحاسبي سواء على المستوى الدولي أو في نطاق الدول معايير متجانسة حول تحديد وتشخيص الأصول المعنوية وقياسها. ويعتبر المعايير IAS22 المتعلق باندماج المؤسسات وIAS38 الخاص بالأصول غير الملموسة معايير موجهة لهذا الغرض. تحدد هذه المعايير كيفية تحديد الأصول غير الملموسة القابلة للتشخيص، كيفية تقدير المدة الزمنية المتبقية من حياة الأصل وكيفية تقييم الأصول غير الملموسة المشخصة. بخصوص معرفة وتحديد الأصول غير الملموسة توضح التعديلات إن الأصول غير الملموسة يجب فصلها تماما عن الشهرة (Goodwill) إذا ما نشأت أو ولدت نتيجة لحقوق تعاقدية أو حقوق قانونية أخرى. فإذا لم تكن أصولا غير ملموسة ناتجة عن حقوق تعاقدية أو حقوق قانونية أخرى فإنها ستعامل كأصل مستقل إذا أمكن فصله عن الشهرة<sup>1</sup>.

#### 6. نظريات المؤسسة

تهتم نظريات المؤسسة بثلاث قضايا جوهرية مرتبطة بطبيعة المؤسسة<sup>2</sup>:

1. سبب وجودها،

2. حدودها مقارنة بالسوق،

3. تنظيمها الداخلي.

سنحاول باختصار إلقاء لمحة سريعة على نظريات المؤسسة الأكثر ظهورا. نعتقد أن المقاربة على أساس الموارد والمهارات هامة من وجهة نظر تقييم المؤسسات لأنها تساعد على فهم تنظيم الإنتاج وما يميز مؤسسة عن أخرى ويجعلها متفوقة بصفة دائمة.

#### 1.6. النظرية النيوكلاسيكية

المؤسسة في نظرية السعر التقليدية لم تهدف إلى تفسير وتوقع سلوك المؤسسات في الواقع بل أنها صممت من أجل تفسير وتوقع التغيرات في الأسعار (الدرجة، المسددة، المقبوضة) كنتيجة لتغيرات في الظروف (مستويات الأجور، معدلات الفائدة، الرسوم الجمركية، الضرائب، التطور التكنولوجي، الخ...). فمعظم قرارات المؤسسة تخضع لدالة إنتاجها وللتكنولوجيا المستخدمة. نفهم من

<sup>1</sup>. SFAS 141 Paragraph A14 seqq

<sup>2</sup>. Montresor, Sandro. "Resources, Capabilities, Competences and the Theory of the Firm." *Journal of Economic Studies* 31, no. 5 (2004/10 2004)p.409.



هذا أن المؤسسة كانت تعتبر تابعة لتأثيرات المحيط فقط. وكان ينظر إلى المؤسسات كوحدة إنتاج (The Firm As A Production Unit) وظيفتها توفير المنتجات والخدمات. في النظرية الاقتصادية تقوم نظرية الإنتاج على مفهوم المؤسسة كعارض للسلع من خلال دالة الإنتاج. إن هذا المفهوم يمثل النظرية النيوكلاسيكية للمؤسسة. لقد ركز الاقتصاد في الماضي على فهم الأسواق وكيفية تحديد الأسعار أكثر من تركيزه على تحليل سلوك المؤسسة<sup>1</sup>.

لم تحظي المؤسسة الاقتصادية في النظرية الاقتصادية سوى بمكانة هامشية سواء تعلق الأمر بنظرية التوازن العام أو بنظرية الأسواق إذ اعتبرت المؤسسة مجرد متعامل فردي دون اعتبار لتنظيمها الداخلي فهي تقوم فقط بتحويل عوامل الإنتاج بفعالية إلى منتجات كما تتكيف آليا مع متغيرات محيطها. ففي المنافسة التامة تخضع المؤسسة للأسعار التي تتحدد في السوق وتتكيف معها كما تدخل مؤسسات جديدة إلى قطاع ما إلى غاية تساوى العرض مع الطلب وتحقيق التوازن ولا يمكن عندها تحقيق أي ربح إضافي إلا في حال تغيرت التكاليف بين المنتجين.

## 2.6. نظرية حقوق الملكية

نستعرض نظرية حقوق الملكية بإسهاب عند عرض مختلف نظريات المؤسسة مع التركيز على ما نرى أن له انعكاسا مباشرا على عملية التقييم. يحدد "Soulie" جانبين أساسيين لحقوق الملكية هما: صفة المالك وطبيعة الحقوق والالتزامات التي تصاحب المالك.

- **أولا:** صفة المالك الذي قد يأخذ أحد الأشكال التالية: قطاع عام تجاري، قطاع خاص، تعاونيات أي ملكية مشتركة للعمال أو للزبائن يربطها مبدأ التضامن النابع من وحدة المصالح والأهداف المشتركة.
- **ثانيا:** طبيعة الحقوق والالتزامات: إن الشكل القانوني الحديث الأكثر انتشارا هو شركات الأموال ذات المسؤولية المحدودة حيث أن مسؤولية المالكين محدودة ولا تتعدى ما يملكونه في شركتهم. يقسم رأسمال هذه الشركات إلى أسهم قابلة للتبادل في السوق المالية أو خارجها مما يعني حق كل شريك في التصرف في أسهمه أي بيعها متى شاء ولمن يشاء في حدود التزاماته في عقد الشركاء.

إن مبدأ المسؤولية المحدودة وحرية التصرف في الأسهم والانسحاب من الشركة متى شاء دون حل وتصفية الشركة، هي عوامل سمحت بانتشار هذه الشركات وتوسعها من خلال جمع أموال كثيرة

<sup>1</sup>. Becerra, Manuel. *OP. Cit.*p13

ثم استثمارها في أنشطة اقتصادية مختلفة. إن مدة حياة الشركات (99 سنة) ساهم في استقرارها لأن هذه المدة تتجاوز بكثير نطاق حياة الشركاء. إن تشجيع هذا الصنف من الشركات العصرية يتطلب في المقابل توفير وتنظيم أسواق مالية لتبادل الأوراق المالية في ظروف يقبل بها الجميع. من الحقوق التي ترافق الأسهم نذكر حق المشاركة في نتائج المؤسسة وحق الاطلاع والنظر في إدارتها. أدى تطور التقنيات المالية إلى بروز صيغ عديدة من الأوراق المالية كالأسهم بحق التصويت المتعدد وشهادات الاستثمار التي لا تحمل حق التصويت في الجمعية العامة مقابل حق الأولوية على الأرباح الموزعة (أسهم ممتازة). يرى المدافعون عن الملكية الخاصة أنها تمثل النظام المتفوق على جميع أشكال الملكية الجماعية وتعتبر أن حقوق الملكية تحفز حلى خلق الأصول والحفاظ عليها وتثمينها<sup>1</sup>.

### 3.6. نظرية تكاليف الصفقات (Théorie des coûts de transaction)

تنسب نظرية تكاليف الصفقات في الأصل إلى "Ronald Coase" الذي أثار مسألة "طبيعة المؤسسة"، وطرح الأسئلة التالية: ما هي المؤسسة ولماذا توجد؟ وما زالت الإجابة التي اقترحها موضوع قبول إلى غاية الساعة. أوضح "Coase" أن المؤسسة تشكل صنف من التنسيق الاقتصادي بديلا عن للسوق. يتم التنسيق بين الأفراد في السوق بواسطة الأسعار. أما في السوق فعملية التنسيق تتم إداريا بواسطة الإدارة أي أن المؤسسة والسوق يشكلان صيغتين مختلفتين من التنسيق وان المميز الأساسي للمؤسسة هو وجود قوة السلطة (un pouvoir d'autorité) وان المؤسسة تنظم هرمي (une organisation hiérarchique)<sup>2</sup>. قام "Williamson" بتعميق هذه النظرية من خلال تسليط الضوء على علاقة السلطة وجعلها الصفة المميزة للمؤسسة. وكان السؤال الجوهرى هو كالتالي: لماذا يفضل اندماج نشاط ما داخل المؤسسة بدل اللجوء إلى الأخرجة (extériorisation) أي بدل اللجوء إلى السوق<sup>3</sup>. للإجابة على التساؤل تم تحليل تكاليف التبادل ومحدداتها. تخلى "Williamson" عن مبدأ السلوك العقلاني التام السائد في نظريات الاقتصاد الجزئي وتبنى نظرية العقلانية المحدودة (Rationalité limitée) لـ "Herbert Simon" واستنتج أن العقود بين الأطراف تكون غير مكتملة أي أنها لا تغطي كل الاحتمالات الممكنة (contrats incomplets). فعند حدوث أشياء غير متوقعة

<sup>1</sup> Rouleau, Linda. *Theories Des Organisations \_ Approches Classiques, Contemporaines Et De L'avant-Garde* Québec: Presses de l'Université du Québec, 2007.P.99

<sup>2</sup> Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre «contrats» et «compétences», Revue d'économie industrielle [En ligne], 129-130 | 1er et 2e trimestres 2010, document 4, mis en ligne le 15 juin 2012, consulté le 30 septembre 2016. URL: <http://rei.revues.org/4142> ; DOI: 10.4000/rei.4142

<sup>3</sup> Weinstein, Olivier. "Les Théories De La Firme". *Idées économiques et sociales* 4, no. 170 (2012).P.8

في العقود فان سلطة القرار تعود إلى إدارة المؤسسة فتكتسب حق استعمال مهارات الأجير وتوجيهه. فبين المستخدم والمستخدم توجد علاقة سلطة (une relation d'autorité). تسمح هذه الخاصية بالتأقلم مع المستجدات غير المنصوص عليها في العقود المبرمة ومواجهة التحديات بأقل التكاليف والخسائر.

#### 4.6. نظرية العقود

بين "Coase" أن طبيعة المؤسسة تتمثل في خفض تكاليف المبادلة والتي تتم في السوق من خلال الدخول في تعاقدات مع أطراف أخرى مثل العمال، الموردين، الزبائن، الدائنين وبالتالي تحقق المؤسسة مزيدا من الأرباح. وينظر إلى العقد على أنه اتفاق على الالتزام بالطاعة مقابل تعويض أو أجر. تمثل المؤسسة ملتقى أو رابطة من العلاقات والعقود بين الأطراف المكونة للمؤسسة بحيث بإمكانها تعويض السوق بالمؤسسة إذا كانت تكاليف المبادلة في السوق أكبر. تعتبر هذه النظرية أن المؤسسة يجب أن تركز على خدمة أهداف المستثمرين أولا وقبل كل شيء لأنهم يتحملون ما يسمى بالمخاطر النهائية ويدفعون مقابل ذلك. أما الدائنين والأجراء فيقنعون بالاتفاقات التعاقدية ولا يتحملون المخاطر النهائية<sup>1</sup>.

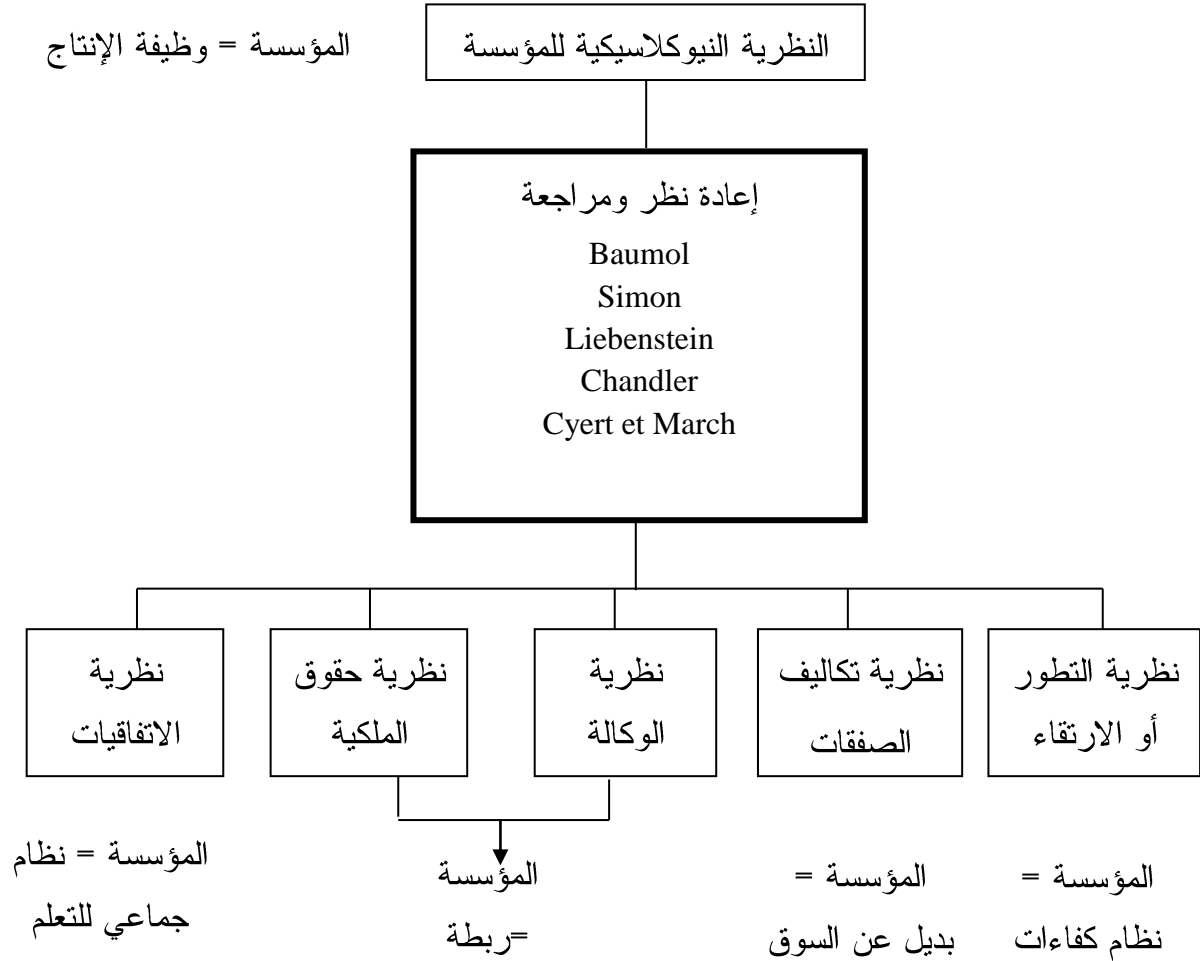
من بين الانتقادات الموجهة إلى هذه النظرية ما يلي:

1. إن العقود تكون غير مكتملة وتشمل ثغرات وقد تكون مشوبة بالعمومية والغموض أو تتجاهل بعض الأطراف ذات المصلحة،
2. إن العقود تتم بين طرفين فقط،
3. إن العقود المبرمة بين الإدارة والنقابات قد ينتج عنها تداعيات سلبية غير متوقعة لأحد الأطراف،
4. إن السوق، المؤسسة، والحكومة أو هيئاتها الأخرى تتصرف مع عقد المبادلات بكيفية مختلفة،
5. توجد تكاليف اجتماعية خفية أو غير مدرجة في العقد يتم إهمالها مثل الآثار البيئية والاجتماعية،
6. يفترض من المؤسسة أن تحترم الشروط الحدية للمدخلات والمخرجات مع تعظيم الربح أي القيمة الحالية،
7. تم إهمال الجوانب التكنولوجية والتنظيمية للإنتاج،

<sup>1</sup>. Lozano, Rodrigo, Angela Carpenter, and Donald Huisingh. "A Review of 'Theories of the Firm' and Their Contributions to Corporate Sustainability." Journal of Cleaner Production 106 (2015): 430-42. p.6

8. بإمكان المؤسسات الكبيرة استغلال قوتها للحصول على مكاسب غير عادلة من خلال العقود<sup>1</sup>.

شكل 1-5: تطور نظريات المؤسسة



Source: Pellaton, Alexandre. "Théories De La Firme." IAE Université de Montpellier

5.6. نظرية الوكالة

تمثل نظرية الوكالة حالة خاصة من النظرية التعاقدية وتركز على علاقات الوكالة بين الموكلين الذين يلتزمون ويفوضون سلطتهم والموكل له الذي يؤدي خدمة نيابة عن الموكل. توجد مثل العلاقات في المؤسسات الكبيرة مثل شركات المساهمة المسجلة في البورصة. كان تركيز نظرية الوكالة على العلاقة بين المساهمين والمسيرين خاصة بعد ملاحظة انفصال ملكية المؤسسات عن تسييرها ومراقبتها. إن هذه الوضعية يمكن أن تدفع المسيرين إلى السعي لتحقيق أهدافهم الخاصة مثل السعي من أجل زيادة حجم الشركة والنمو مع إلزامية تحقيق حد معين من الربح. إن نظرية الوكالة تشمل أيضا حالات أخرى مثل العلاقة بين المسيرين فيما بينهم أو العلاقة بين المؤسسة والأجير. يلخص

<sup>1</sup>. Opiate. p.6

الشكل 1-5 أهم نظريات المؤسسة ويبين أن هذه النظريات متكاملة وليست بديلة لبعضها البعض لأن كل نظرية تفسر جانبا من حقيقة المؤسسة.

من المشاكل التي تواجهها نظرية الوكالة أن الموكل له لا يتصرف دائما لمصلحة الموكل<sup>1</sup>. قد يكون مرد ذلك إلى اختلاف الحاجيات بين الطرفين. وقد يكون الموكل له عاجزا عن التصرف بسرعة وتلقائية أمام المشاكل غير العادية والتي تظهر فجأة. كما قد يسعى الموكل له إلى تفضيل المدى القصير لمنافعه الظاهرة والسريعة وبالتالي يهمل فرص أفضل. إن مشكل عدم التناظر المعلوماتي يشكل بدوره عقبة بحيث قد يكون الموكل غير ملم بكل المعلومات المتاحة مما يجعله عاجزا عن التصرف المناسب في الوقت المناسب. بإمكان المساهمين تحفيز المسيرين بواسطة عقود مغرية وربط مصالحتهم بمصلحة المسيرين ومنحهم امتيازات مرتبطة مباشرة بالنتائج أو بالأداء المحقق. وتعتبر عمليات الاستحواذ في الأسواق المالية رادعا لبعض المسيرين الذين قد يتعرضون للطرد من قبل المالكين الجدد الذين قد يكونون أكثر حزما وصرامة.

### 6.6. نظرية الموارد ونظرية الكفاءات (the resource-based view of the firm)

تلعب موارد المؤسسة دورا أساسيا في إستراتيجية المؤسسة وفي أدائها واستدامة ميزتها التنافسية ومن المحددات الأساسية للميزة التنافسية وللأداء، وتتبنى فرضيتين عند تحليل مصادر الميزة التنافسية. أولا يفترض هذا النموذج أن مؤسسات نفس القطاع قد تكون غير متجانسة اعتبارا لحزمة الموارد التي يتحكمون فيها. ثانيا يفترض أن عدم تجانس الموارد قد يدوم لمدة طويلة لأن الموارد المستخدمة لتنفيذ استراتيجيات المؤسسة لا تنتقل بيسر بين المؤسسات ولا يمكن الحصول عليها من السوق كما يصعب تقليدها<sup>2</sup>.

تعتبر المقاربة بالموارد أو المقدرات والمهارات نظرة بديلة للمقاربة التعاقدية وتلتقي مع نظريات الارتقاء أو التطور (évolutionniste) التي تبحث في ديناميكية التعلم الفردي والجماعي وتطرح الأسئلة التالية: لماذا تختلف المؤسسات بصفة دائمة عن بعضها البعض في خصائصها، في سلوكها وفي أدائها؟ للإجابة على هذا السؤال تم البحث في البنيات الإنتاجية (des structures productives) وتم استنتاج ما يلي: إن المؤسسات تختلف حسب طبيعة المعارف والمهارات الخاصة التي استطاعوا إنتاجها وتراكمها والتي تمثل موارد أساسية. فالمؤسسة ليست فقط رابطة للعقود بل

<sup>1</sup>. Foss, Nicolai J, Henrik Lando, and Steen Thomsen. "The Theory of the Firm." (1999). P 635  
( <https://scholar.google.com/scholar/02/02/2017>)

<sup>2</sup>. FLORE BRIDOUX ;A RESOURCE-BASED APPROACH TO PERFORMANCE AND COMPETITION: An Overview of the Connections between Resources and Competition

أيضا مجمع للمهارات والكفاءات. والسؤال الجديد الذي يفرض نفسه هو كيف تبرز هذه الأشكال التنظيمية المتفوقة<sup>1</sup>؟

تعتبر "Edith Penrose" من أوائل الأكاديميين الذين اعترفوا بأهمية الموارد للمكانة التنافسية للمؤسسة. ففي سنة 1959 أوضحت بان نمو المؤسسة داخليا ثم خارجيا من خلال الاندماج، الاستحواذ أو التنويع يعود إلى طريقة استخدامها لمواردها. ورأت أن المؤسسة تتكون من "مجموعة موارد منتجة" (a collection of productive resources) وان تلك الموارد ستساهم في الوضعية التنافسية للمؤسسة فقط في حال استغلالها بطريقة تسمح بتوفير الخدمات القيمة للمؤسسة. أما روبين (Rubin) وهو من الرواد الذين وضعوا نظريا للمؤسسة كحزمة من الموارد في سنة 1973 أي قبل ظهور المقاربة على أساس الموارد لـ "Wernerfelt" في سنة 1984. يرى روبين مثل "Penrose" أن الموارد لا فائدة فيها لوحدها، أي امتلاكها فقط قد لا يجدي نفعاً. فمثلا من الضروري معالجة وتحويل المواد الأولية حتى تصبح مفيدة. على نفس المنوال سار "Wernerfelt" في محاولته وضع إطار شكلي للمقاربة على أساس الموارد، وأوضح انه بالنسبة للمؤسسة فإن الموارد والمنتجات هما وجهان لعملة واحدة<sup>2</sup>. فإذا كان أداء المؤسسة تحركه بشكل مباشر منتجات المؤسسة فان الموارد بدورها تحركه بشكل غير مباشر لأنها تساهم في الإنتاج، ولهذا بإمكان المؤسسة تحقيق عائد يفوق المستوى العادي عندما اكتشاف واقتناء الموارد الحساسة اللازمة لتطوير المنتجات المطلوبة. وهذا ما أكدته في وقت لاحق (Barney, 1986).

بدأ البروز الفعلي لمقاربة المؤسسة على أساس الموارد بعد نشر مقالتي<sup>3</sup>. المقال الأول ظهر في سنة 1990 لكل من "Prahalad" و "Hamel" بعنوان "الكفاءة الجوهرية للمؤسسة" (The core competence of the corporation) في مجلة "هارفارد" HBR، وأبرز أن المهمة الحيوية للإدارة تتمثل في خلق منتجات جديدة تماما، وهذا يكون ممكنا باستغلال المهارات الجوهرية للمؤسسة. إن المهارات الجوهرية لا تعني فقط الموارد العادية بل تشمل المهارات، التكنولوجيات، والمعارف غير القابلة للتقليد.

أما المقال الثاني كتبه "Jay Barney" سنة 1991 بعنوان "مورد المؤسسة والميزة التنافسية المستدامة" في مجلة الإدارة (Journal of Management). يقوم تحليل "Jay Barney" على

<sup>1</sup>. Weinstein Olivier, Op.Cite.p.8.

<sup>2</sup>. Newbert, Scott L. "Empirical Research on the Resource-Based View of the Firm: An Assessment and Suggestions for Future Research." *Strategic Management Journal* 28, no. 2 (2007): p.122

<sup>3</sup>. Newbert, Scott L. "Empirical Research on the Resource-Based View of the Firm: An Assessment and Suggestions for Future Research." *Strategic Management Journal* 28, no. 2 (2007): p.123.

افتراضين: أن الموارد والقدرات تتوزع بصفة غير متجانسة بين الشركات، وأن حركيتها غير تامة. بمعنى معيبة وضعيفة. إن هذين الافتراضين يفسران تباين المؤسسات فيما تملكه من موارد تسمح لها بالبقاء والديمومة وهذا ما يسمح لبعض الشركات بميزة تنافسية على أساس الموارد. يخلص "Barney" إلى أن المؤسسات التي تمتلك موارد قيمة ونادرة تستطيع الوصول إلى ميزة تنافسية وتحسين الأداء في المدى القريب. وللحفاظ على الميزة التنافسية وإدامتها لا بد أن تكون مواردها غير قابلة للتقليد والإحلال.

إن امتلاك موارد قيمة، نادرة، غير قابلة للتقليد والإحلال غير كافي في حد ذاته لتحقيق ميزة تنافسية مستدامة. بل الأهم هو كيف يتم استغلال تلك الموارد والقدرات<sup>1</sup>. إن هذا يعني أن تكون المؤسسة منظمة بكيفية تسمح لها باستغلال كل محتوية تلك الموارد إذا أرادت تحقيق ميزة تنافسية. تشمل مهارات استغلال الموارد على سبيل المثال جوانب تنظيمية مثل الهيكل، أنظمة المراقبة، وسياسات المكافأة أو التعويض.

### 7. العلاقة بين التقييم والإدارة الإستراتيجية للمؤسسة

يرى "Robert F. Reuilly" أنه باستطاعة محلي التقييم تحسين أدائهم ونوعية الخدمة المقدمة لزبائنهم لو تمكنوا أكثر من ثلاثة جوانب رئيسية للمؤسسة التي يقيمونها:

1. مواردها،

2. سلسلة القيمة فيها،

3. إستراتيجيتها.

لتقدير قيمة المؤسسة بكيفية سليمة على المحلل فهم طريقة عملها أولاً ليستطيع بعد ذلك مناقشة إن كانت ستخلق القيمة أم لا وإن كانت القيمة التي ستخلقها ستدوم مدة أطول أم لا. تعتبر طريقتي القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وحدهما من تهتم بخلق القيمة ومحاولة قياسها.

إن الاهتمام بأدوات الإدارة الإستراتيجية واستغلالها يمكن أن تفيد خبراء التقييم. تدرس الإدارة الإستراتيجية المؤسسات، البيئات التنافسية، وكبار مسيرتها من أجل الإجابة على سؤال البحث التالي: لماذا يكون أداء بعض المؤسسات أفضل من أخرى؟ يؤكد "Robert F. Reuilly" أن هذا السؤال يشبه الأسئلة المركزية في ميدان التقييم مثل: ما هي قيمة هذه المؤسسة ولماذا؟ للإجابة على هذه الأسئلة في كلا التخصصين فإن المحللين بحاجة لفهم المؤسسة وكيف (وهل) تخلق القيمة.

<sup>1</sup>. Newbert, Scott L, Op.Cite.P.124.

## خلاصة الفصل الأول

تطرقنا في هذا الفصل إلى ثلاثة مفاهيم تتعلق بالقيمة، التقييم، والمؤسسة. أشرنا إلى أن الإلمام بمعايير القيمة شرط مسبق لأي عملية تقييم. والتقييم هو عملية قياس يتم وفق منطق نظري معترف به في مجال النظرية المالية. أخيرا درسنا المؤسسة التي هي جوهر مسار التقييم وموضوعه. استخلصنا أن المؤسسة التنافسية هي التي تمتلك أصولا مادية ومعنوية منها مهارات وقدرات داخلية لا يمكن الحصول عليها من السوق بسهولة.



## الفصل الثاني:

دور الأسواق المالية

والمعلومة المحاسبية

والمالية في التقييم

## مقدمة الفصل

خصص الفصل الثاني للسوق المالية، المعلومة المالية وغير المالية ودورها في التقييم. أن الأسواق المالية عندما تتصف بالكفاءة تعتبر أفضل مكان لمعرفة قيمة الأصول المالية. كما أن المعلومة الملائمة والصادقة هي أيضا المادة الحيوية التي تنفخ الحياة في الأسواق وتعطي معنى لمقاربات التقييم. سنحاول الإحاطة بمفهوم، خصائص ووظائف كل من الأسواق المالية والمعلومة المالية وغير المالية ودورها في التقييم.

## المبحث الأول: الأسواق المالية ودورها في التسعير

## 1. الأسواق المالية ، ماهيتها، أهميتها والياتها

## 1.1. النظام المالي أو الإطار العام للأسواق المالية

إن التطرق إلى الأسواق المالية ودور المعلومات فيها مرده أن القيمة السوقية العادلة المثلى لا يمكن تحقيقها إلا من خلال أسواق تتمتع بالكفاءة العالية لحماية حقوق جميع الأطراف. إن هذه الأسواق هي المكان المفضل للتقييم وهي أحسن مقيم لكل أنواع الأصول والسلع.

لإبراز أهمية النظام المالي أورد "DRAKE" وزملاؤه تصريحاً لوزير الخزانة الأمريكي "Henry M. Paulson" في 2008/03/31 قال فيه ما يلي: "إن نظام مالي قوي له أهمية حيوية - ليس فقط لبورصة نيويورك، وللبنكيين، بل أيضا للعمال الأمريكيين. عندما تشتغل الأسواق فإن الناس في الاقتصاد ككل يستفيدون مثل الأمريكيين الذين يرغبون في شراء سيارة أو شراء منزل، العائلات التي تقترض لتسديد حقوق التمدرس، المبدعون الذين يقترضون لتحويل فكرة استثمارية قوية لمنتوج أو لتقنية، والشركات التي تمول الاستثمارات لخلق مناصب عمل جديدة. وعندما يكون نظامنا المالي تحت الضغط فإن ملايين من العمال الأمريكيين سيتحملون العواقب. من واجب الحكومة أن تعمل على تنظيم وضبط النظام المالي بفعالية لصالح العمال الأمريكيين، العائلات والشركات الكبيرة والصغيرة".

يعتبر البعض أسواق المال أفضل مصدر للوصول إلى التخصيص الأمثل لموارد المجتمع. إذ أنها تجند وتوجه المدخرات وتحولها إلى نشاطات منتجة، كما تلعب دوراً حيوياً في النمو الاقتصادي للبلد. إنها تربط بين المدخرين والمستثمرين وتدفع إلى النمو المستدام<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. Modi, Swati Dhaval. "A Review on the Literature of Value Relevance of Financial and Accounting Variables." THE INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS & MANAGEMENT 3, no. 2 (February, 2015): p.92

يتكون النظام المالي لأي بلد من كيانات تساعد على تسهيل تدفق الأموال من الذين لديهم أموال للاستثمار إلى الذين هم بحاجة إلى الأموال للاستثمار<sup>1</sup>. إن الاتصال المباشر بين الطرفين ينطوي على مشاكل ومخاوف عديدة منها: اختلاف المعلومات عند كل جهة، المخاطر المحتملة، صعوبات وتعقيدات الاتصال. إن هيئات النظام المالي تسهر على تذليل تلك الصعوبات سواء من خلال النظام البنكي أو من خلال الأسواق المالية. يسهر النظام المالي على تحويل أكثر فعالية للأموال عبر تذليل مشكل عدم التناظر في المعلومات بين أصحاب الفائض وأصحاب الاحتياجات.

إضافة إلى المقرضين والمقترضين توجد في النظام المالي ثلاثة مكونات أخرى هي:

1. الأسواق المالية وهو المكان الذي تتم فيها المبادلات،
2. الوسطاء الماليين الذين يسهلون المبادلات،
3. منظمي الأنشطة المالية الذين يسهرون على حماية حقوق كل طرف.

توفر الأسواق المالية إطاراً لتحديد أو اكتشاف أسعار الأصول المالية، وتوفير السيولة للراغبين في الاستثمار وللراغبين في الانسحاب من الاستثمار، وتعمل على تقليص تكاليف التبادل بين أطراف التبادل لتشجيع أكبر عدد ممكن من الأطراف على المشاركة في عمليات التمويل والاستثمار. تنقسم تكاليف التبادل إلى تكاليف البحث وتكاليف المعلومات. تنقسم تكاليف البحث بدورها إلى تكاليف صريحة وتكاليف ضمنية. تشمل التكاليف الصريحة مصاريف الإعلان عن الرغبة في بيع أو شراء أدوات مالية، وتشمل التكاليف الضمنية قيمة الوقت المنفق لتحديد مكان الطرف الثاني للتبادل، أي مشتري لبائع أو بائعاً لمشتري. إن وجود نوع من السوق المالية المنظمة يخفض تكاليف البحث. أما تكاليف المعلومات فتعني تكاليف تقييم المواصفات الاستثمارية للأداة المالية مثل معدل العائد والمخاطرة. فإذا كانت السوق المالية فعالة فإن الأسعار تعكس وتلخص جميع المعلومات التي جمعها كل المشاركين في السوق<sup>2</sup> (شكل 2-1).

إن الأدوات المالية المتمثلة في الأسهم، السندات ومشتقاتها بحاجة إلى مكان تتم فيه عمليات التبادل والمتاجرة ويمكن تجسيد الأفكار الاستثمارية. إن هذه الأماكن هي الأسواق المالية. في الأسواق

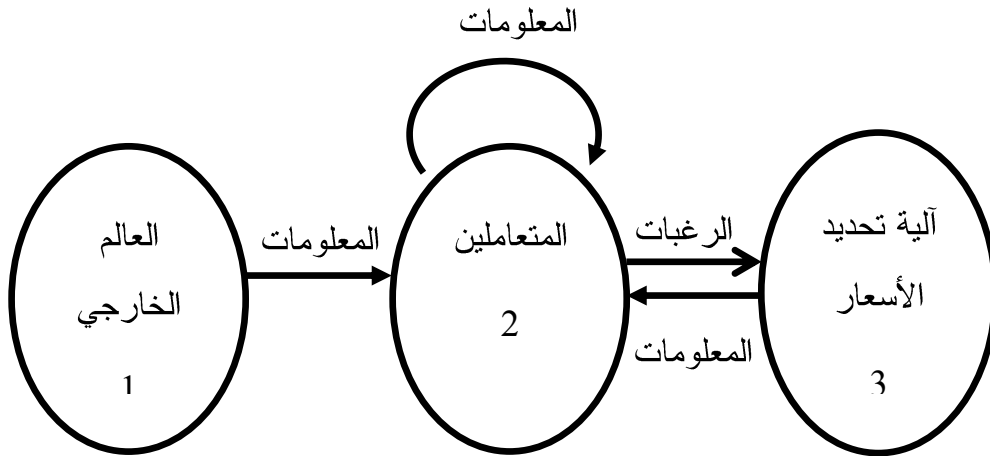
<sup>1</sup>. DRAKE, PAMELA PETERSON, and FRANK J. FABOZZI. The Basics of Finance\_ an Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management New Jersey, USA: John Wiley 2010. p.13.

<sup>2</sup>. DRAKE.Op.cit.18

المالية عادة لا توجد سلع مادية وليس بالضرورة إن يلتقي المشاركون في السوق. إن الأسواق المالية ككل الأسواق تشتغل قبل كل شيء لفائدة المصلحة العامة ولهذا نجد الحكومات تتظمها وتراقبها<sup>1</sup>.

تقوم الجهات المكلفة بضبط النظام المالي على ضمان ما يلي: تنظيم الإفصاح عن المعلومات، تنظيم الأنشطة المالية، تنظيم الهيئات المالية، وتنظيم المشاركة الأجنبية<sup>2</sup>.

### شكل 2-1: تمثيل تبسيطي للسوق



**Source:** Beaufils, Bruno, Olivier Brandouy, Lin Ma, and Philippe Mathieu. "Simuler Pour Comprendre: Un Éclairage Sur Les Dynamiques De Marchés Financiers À L'aide Des Systèmes Multi-Agents." *Systèmes d'information & management* 14, no. 4 (2009): P.59.

أورد "Robert Merton" الوظائف الرئيسية للنظام المالي ولخصها في ستة وظائف<sup>3</sup>:

1. تحويل الموارد في المكان والزمان من الأطراف ذات الفائض الادخاري إلى الأطراف ذات العجز الادخاري،
2. تجميع الموارد (Pooling) بما يمكن الشركات من التوسع إلى ما هو أكبر من الموارد المالية للمؤسسين ويمكن المدخرين من تنويع توظيفاتهم،
3. توفير سيولة للسوق من خلال الأسواق الثانوية،
4. إيجاد آليات لإدارة المخاطر واليات للتسويات والمقاصات تسهيلا للمبادلات،
5. الكشف عن المعلومات المتواجدة لدى المشاركين في السوق حول الأسعار وهو ما يسهل عمليات اتخاذ القرارات في مختلف القطاعات الاقتصادية،

<sup>1</sup>. Groot, Martin. *Managing Financial Information in the Trade Lifecycle*. London: Academic Press, 2008.p52

<sup>2</sup>. DRAKE.Op.cit.22

<sup>3</sup>. Robert Merton1990 in Bertrand Jacquillat

6. المساهمة باليات تسمح بحل إشكالية عدم التماثل المعلوماتي لدى أطراف الصفقة

(Asymetrie d'information).

### 2.1. ماهية الأسواق المالية وتنظيمها

تعتبر السوق المالية أحد مكونات النظام المالي، فضاء تتقابل فيه العروض والطلبات على رؤوس الأموال طويلة الأجل. تمثل بورصة الأوراق المالية المكان المثالي لهذه المواجهة حتى تتحقق أكبر فعالية. إن البورصة هي قلب السوق المالية. تمثل الأسهم والسندات الموضوع الرئيسي للتبادلات وبكميات متنوعة. إن السوق المالية الفعالة هي التي تكون فيها تكاليف التبادل عند أدنى مستوى لتشجيع الدخول إليها وزيادة حجم التبادل. كما أن انتقال المعلومات داخل السوق بسلاسة وعدم احتكارها واستغلالها لتحقيق مكاسب مالية على حساب أشخاص آخرين يدخل ضمن شروط فعالية السوق المالية. إن بعض المشاركين في السوق ممن لهم معرفة جيدة وحصرية قد يغريهم استغلال معلوماتهم من أجل تحقيق مكاسب استثنائية أو توجيه السوق وهو ما يصنف ضمن الضرر المعنوي (Moral Hazard). كما يجب حماية المستثمرين من عمليات الخيانة والاحتكار من قبل الذين تم تكليفهم بمهام عن طريق الوكالة (مشكلة الوكالة) بشتى الوسائل القانونية.

### 3.1. أهمية الأسواق

تعتبر الأسواق وسيلة رئيسية لتشجيع وترقية الاستغلال العقلاني للموارد النادرة. تساهم الأسواق في تخصيص الموارد النادرة التي تستخدمها وتنتجها المنظمات. إن السوق هي أي موقع أو طريقة تسمح للموارد بان تباع وتشتري<sup>1</sup>. تحدد المنافسة في السوق حجم وقيمة الموارد المتوفرة للتبادل. كلما كان مورد ما ذو قيمة في تلبية احتياجات ما، كلما زادت الرغبة في الدفع أكثر بالنسبة للمشتري والرغبة في الحصول على مقابل أكبر بالنسبة للبائع. يعتبر السعر المدفوع مقابل مورد ما في سوق تنافسية مؤشرا حول القيمة المسندة أو المخصصة له عند لحظة التفاوض من اجل التبادل بين المشتري والبائع. إن مبلغ النقود (الثمن) يعتبر مقياسا للقيمة المخصصة للمنتج، لهذا يمكن اعتبار أسعار السلع والخدمات في السوق أساسا ومرجعا موثوقا لقياس القيمة.

<sup>1</sup>. Ingram R.W., Baldwin W.A., Albright T.L. *Financial Accounting: Information for Decisions*. South-Western College Pub, Mason, USA, 2007.p.6

#### 4.1. تصنيف الأسواق المالية

يصنف "فابوزي" الأسواق المالية كما يلي: أسواق النقد مقابل أسواق رأس المال، أسواق الدفع نقدا مقابل أسواق المشتقات، الأسواق الأولية مقابل الأسواق الثانوية، والأسواق حسب الأوامر مقابل الأسواق حسب الإعلان أو الأسعار المعلنة (Driven Quote):

- الأسواق الأولية (أين تباع الإصدارات الجديدة للمستثمرين) والأسواق الثانوية (أين يتم تبادل الأسهم الموجودة).
- الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة (تحكمها أكثر العلاقات الثنائية بين المعاملين). في الأسواق المنظمة يمكن أن نجد صانعي السوق أي أنهم البائع لكل مشتري والمشتري لكل بائع.
- الأسواق المالية حسب المنتج المتبادل: أسواق العملات، أسواق القروض، وأسواق الأسهم ومشتقاتها.
- الأسواق حسب كيفية الوصول إلى سعر التبادل: تحديد السعر، حصص المزايدة، المزايدة المستمرة. إن وظيفة السوق هي صناعة السعر أو اكتشاف السعر. يحدد نموذج كل سوق كيفية تعامل أو تلاقي أطراف التبادل.

#### 5.1. الوظيفة الاقتصادية للأسواق المالية

تتمثل الوظيفة الاقتصادية للسوق المالية في زيادة فعالية الأفراد في تحقيق مبادلات عبر الزمن ذات منفعة مشتركة مع أفراد آخرين<sup>1</sup>.

إن البورصة هي مكان للتفاوض والمبادلة أين يلتقي بصفة مباشرة أو غير مباشرة متعاملون اقتصاديون يعرضون رؤوس أموالهم مع متعاملين آخرين يطلبون أموالا. تسمح البورصة نظريا بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو القطاعات والشركات التي تضمن أحسن استخدام لتلك الأموال. تقوم البورصة بثلاث ادوار هامة:

1. التقييم أو تحديد السعر (أو اكتشاف السعر) التوازني للتبادل يفترض أن يمثل القيمة العادلة للأصل المالي. ومن ذلك السعر المكتشف يمكن استنتاج معدل العائد المطلوب من المشاركين في السوق حتى يتم الشراء، فالسوق المالية ترسل إشارات تتعلق بكيفية توزيع

<sup>1</sup>. DRAKE, PAMELA PETERSON, and FRANK J. FABOZZI. The Basics of Finance, an Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management New Jersey: John Wiley, 2010. P.17.

أو تخصيص الأموال الموجهة للإقراض أو للاستثمار لفائدة الأطراف التي هي بحاجة إلى أموال.

2. تمثل السوق المالية محفلاً للمستثمرين كي يبيعوا أصولهم المالية وبالتالي فهي توفر لهم سيولة ثمينة. فهي تضمن سيولة كافية للأوراق المالية مما يسمح للمستثمر مرونة أكبر في إدارة لمحفظته المالية. إن عدم وجود السيولة أي عدم وجود بائعين ومشتريين جاهزين للتبادل تفرض على المستثمر الاحتفاظ بأصوله المالية (ربما كرها) إلى حين ظهور شروط جديدة أو في حالة الخيارات المالية إلى حين حلول آجال التصفية. أما في حالة الأسهم العادية فانعدام السيولة يعني انتظار التصفية الطوعية أو القسرية. تختلف الأسواق المالية من حيث السيولة والأسواق المتطورة عادة أكثر سيولة.

3. تقليص تكاليف التبادل: الوظيفة الاقتصادية الثالثة للأسواق المالية تتمثل في تقليص تكاليف التبادل بين الأطراف الراغبة في تبادل الأدوات المالية. تنقسم تكاليف التبادل إلى صنفين: أ. تكاليف البحث الصريحة والضمنية مثل الإعلان الوقت المستغرق لإيجاد الطرف الآخر للصفقة.

ب. تكاليف المعلومات أي تكاليف دراسة وتقييم خصائص الأدوات المالية.

4. التحكيم (l'arbitrage): يمكن إضافة وظيفة رابعة وهي التحكيم الذي من خلاله يتم التخلص من الأرباح غير المبررة بالمخاطرة أو الناتجة عن خلل في عمل السوق. يتم التحكيم من خلال المضاربة والبحث عن أفضل الاستثمارات بأكثر عائد وقلل مخاطرة أو الاستفادة من الفارق في السعر لنفس الأصل وفي مكانين مختلفين. يسمح التحكيم بتوحيد أسعار الأصول المتشابهة وضمان توازن السوق.

### 6.1 آلية الأسواق المالية لتحديد الأسعار (Microstructures des Marchés Financiers)

لتحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة تتبنى الأسواق أحد النظامين التسعير على أساس الأوامر (Order-driven markets) حيث يتحدد السعر بناء على الاحتكاك المباشر بين المتعاملين وحسب عوامل العرض والطلب. أما النظام الثاني فيكون على أساس السعر المعلن من قبل الوسيط أي صانعي السوق (Quote-driven markets) ويمكن أن توجد أسواق هجينة تعمل بالنظامين حسب الأوامر أو السعر المعلن إذا توفرت شروطا معينة. لكل نظام محاسنه وعيوبه. النظام حسب الطلب يضمن الشفافية ولا يضمن تنفيذ الأوامر أي لا يضمن السيولة. أما في النظام حسب السعر المعلن فإن

صانعي السوق يضمنون مستوى معين من السيولة لأنهم الذين يحددون أسعار البيع والشراء حسب تقديره وحسب عوامل العرض والطلب أيضاً<sup>1</sup>.

## 2. كفاءة الأسواق

### 1.2. الكفاءة المعلوماتية للسوق المالية

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى المؤسسة المصدرة للسهم، علماً أن أسعار الأسهم تتجه صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة. في السوق الكفاءة (Efficient Market)، يعكس سعر سهم المؤسسة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة واثرها على أداء المؤسسة. يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. لكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.

### 2.2. الصيغ المختلفة لكفاءة المعلوماتية للسوق

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي وضعها "Fama" في ثلاث فرضيات هي<sup>2</sup>:

- أولاً، فرضية الصيغة الضعيفة التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.
- ثانياً، فرضية الصيغة المتوسطة التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المؤسسة، التقارير المالية وغيرها). وإذا

<sup>1</sup> Frank de Jong, Barbara Rindi. *The Microstructure of Financial Markets*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2009. P. 7-12.

<sup>2</sup> Barraud, Christophe. "L'efficience Informationnelle Du Marché Des Paris Sportifs: Un Parallèle Avec Les Marchés Boursiers." In *Economies et finances*. Hal Paris Université Paris Dauphine - Paris IX 2012.



كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

▪ ثالثاً، فرضية الصيغة القوية وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable) وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو تمت الاستعانة بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

### 3.2. السلوكية المالية

#### 1.3.2. ماهية المالية السلوكية؟ (behavioural finance/La finance comportementale)

إن أول من طور مفهوم العقلانية المحدودة في الخمسينيات من القرن الماضي هو " Herbert Simon" الفائز بجائزة نوبل للاقتصاد. يقول المفهوم أن القدرات الذهنية الإنسانية لمتخذي القرارات ليست دائماً كافية ليجاد الحلول المثلى للمشاكل المعقدة في الحياة الواقعية، مما يؤدي بمتخذي القرار إلى إيجاد مخارج مرضية لكنها أقل من الحلول المثلى. أما حديثاً برز العالم النفساني " Daniel Kahneman" الفائز هو أيضاً بجائزة نوبل في الاقتصاد في سنة 2002 واشتهر بأبحاثه في العقلانية المحدودة للإنسان انطلاقاً من فكرة وجود نظامين متناقضين للتفكير داخل الإنسان نظام سريع وآخر بطيء<sup>1</sup>.

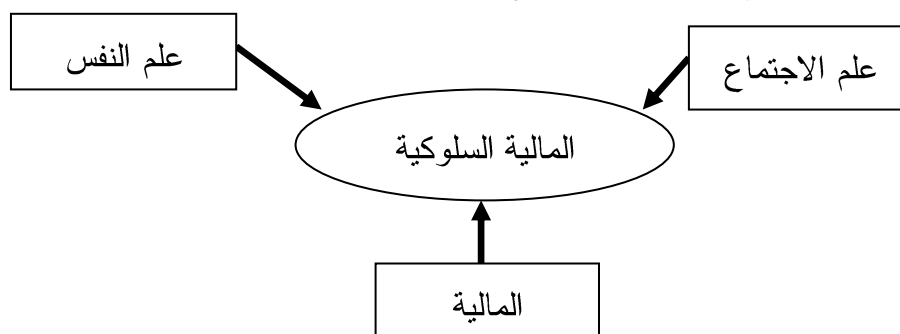
تمثل المالية السلوكية تطبيقاً لعلم النفس وعلم الاجتماع على المالية (شكل 2-2). برز هذا الفرع من الدراسات عند نهاية سنوات السبعينيات ويعارض النظرية المالية الحديثة التي تطورت منذ النصف الثاني من القرن الماضي. تتميز المدرسة السلوكية بتركيزها على الأطراف الفاعلة "Acteurs" (المستثمرين، مسيري المحافظ أو صناديق التقاعد الخ.)، بدل الاكتفاء بالأداء فقط .

يعد "Daniel Kahneman" الفائز بجائزة نوبل للاقتصاد لسنة 2002 أحد رواد هذه المدرسة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Kahneman, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.

<sup>2</sup> Source: Copur, Zeynep. *Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies – Decision Making in the Financial Advances in Finance, Accounting, and Economics*. USA: Industry-IGI Global, 2015. P.xxiv

شكل 2-2: العلوم التي لها علاقة مهمة مع المالية السلوكية (Ricciardi & Simon, 2000)



Source: Copur, Zeynep. Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies – Decision Making in the Financial Advances in Finance, Accounting, and Economics. USA: Industry-IGI Global, 2015.P.xxiv

إن المالية السلوكية لا تعتبر أسعار السوق كمسلمة غير قابلة للنقاش بل تؤمن بأنها يمكن أن تتحرف عن القيمة السوقية العادلة (Fair market value). هنا يمكن الإشارة إلى إسهامات المالية السلوكية والتي تركز على أن الأسعار هي نتاج سلوكيات قد تكون عقلانية وينتج عنها أسعار عادلة وقد لا تكون عقلانية وينتج عنها أسعار غير عادلة لا تعكس القيمة الذاتية للأصل وللمؤسسة. إن هذا الانحراف قد لا يكون مؤقتاً كما لوحظ من خلال البحوث الميدانية في الأسواق المالية بحيث يمكن أن تطول مدة هذا الانحراف مما يؤدي بالضرورة إلى تضليل المستثمرين واتخاذهم قرارات مالية غير اقتصادية سواء في الاستثمار أو في التمويل.

- ويمكن تلخيص أهم ما يميز المالية السلوكية ونقاط اختلافها عن نظرية كفاءة السوق فيما يلي:
- المستثمرون الخواص وعكس المستثمرين المؤسساتيين فإنهم ليسوا عقلانيين مقارنة بالمستثمرين المؤسساتيين لأنهم عرضة لنزعات نفسية طبيعية تؤثر على سلوك المستثمر مثل الإفراط في التفاؤل والمبالغة في الثقة بالنفس والعناد والتشبث بالرأي الخ.
  - لا يوجد شيء اسمه القيمة الأساسية أو الذاتية بسبب استحالة التنبؤ بما سيقع في المستقبل (مبدأ المسار العشوائي).
  - إن أسعار السوق هي محصلة واتفاق بين آراء أطراف عديدة كان لكل واحد منهم في الماضي تصورات وافتراضاته حول المستقبل ثم تصرف على أساسها واتخذ القرار الذي رآه مناسباً لمصلحته.

### 2.3.2. الكفاءة المعلوماتية للسوق والسلوكية المالية

إن فرضية الكفاءة المعلوماتية للسوق تعني فرضية قدرة السوق على أن تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة. إن الكفاءة المعلوماتية للسوق تدخل في صميم النظرية المالية وتعني أنه رغم وجود العديد من المتعاملين الذين بإمكانهم التصرف أحيانا بلا عقلانية أو ما يراه البعض تصرفا لا عقلاني، كأن يشتري أصولا قيمتها مضخمة أو العكس. إن وجود مثل هذا الصنف من المتعاملين قد لا يؤثر في الأسعار إذا لم يكن هناك ترابط بين تقديراتهم وفي هذه الحالة تتم عملية مقاصة ويبقى السعر قريب من القيمة الأساسية. أما إذا كانت تقديرات المتعاملين غير العقلانيين مترابطة (corrélées) فإن سلوك المضاربة للمستثمرين العقلانيين أو الأساسيين سوف يعيد السعر إلى قيمته الأساسية في حالة التقييم المبالغ فيه أو ضعف التقييم. إن وجود أطراف أخرى في السوق تمتلك المعلومة والسلوك الرشيد (كالمستثمر المؤسسي) تجعل الأسعار تعود دائما إلى مستواها الحقيقي وفي المدى الطويل إلى متوسطها<sup>1</sup> (mean reversion).

### 3.3.2. الحدود الداخلية لنظرية الكفاءة المعلوماتية للأسواق

واجهت نظرية الكفاءة المعلوماتية للأسواق انتقادات واسعة بعد ما لوحظ من سلوكيات محيرة للأسواق المالية مثل ظاهرة الفقاعات (Bulles)، التذبذب الحاد في الأسعار (Volatilite)، وظاهرة المعتقدات الجماعية (Croyances collectives). حيث تتحرف أسعار الأصول المالية عن قيمتها الأساسية لمدة معتبرة. انكب الباحثون والمهنيون بحثا عن نظريات أقرب للواقع المعاش وتم تبديل بعض شروط الكفاءة المعلوماتية للسوق المالي. وضع "Jensen" تعريفا جديدا أكثر اقترابا من الواقع وأوسع قبولا لدى الباحثين والممارسين. ملخص مقاربة "Jensen" ليس مستحيلا توقع مسار تطور أسعار البورصة بل ببساطة من المستحيل الاستفادة منها نظرا للتكاليف الباهظة التي يتحملها المستثمرين.

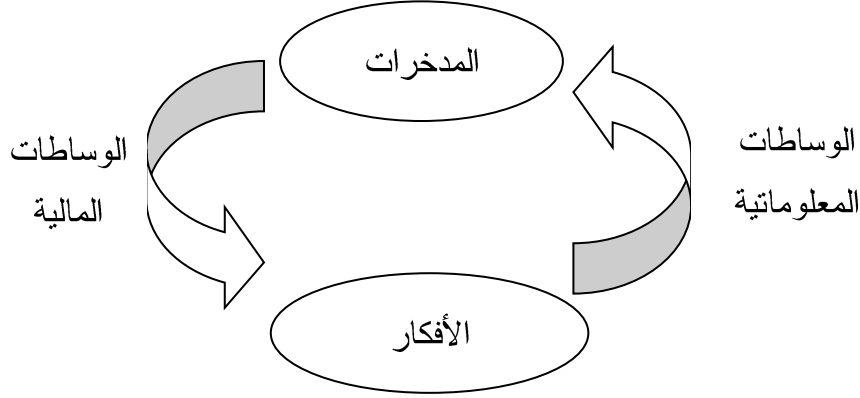
### 3. الوساطة المالية والوساطة المعلوماتية

تعرف الاقتصاديات المساعدة حركية اقتصادية هامة تتجلى بعض مظاهرها في حركة الاستثمار وبرز رؤوس أموال تبحث عن توظيف وتزايد الاستثمارات الأجنبية المباشرة. من خصائص الاقتصاديات الناجحة استغلال الأفكار التجارية وتشجيع الإبداع من أجل إنشاء مناصب العمل وتوليد الثروة بسرعة عالية. أما في الاقتصاديات الرديئة فتهدر الفرص الاستثمارية الحقيقية. إن

<sup>1</sup>. Jean-Baptiste Desquilbet, <http://jb.desquilbet.pagesperso-orange.fr/05/09/2016>

هذه الحركية الاستثمارية بحاجة إلى صنفين من الوساطة بين أصحاب المشاريع وأصحاب الأموال ألا وهما الوساطة المالية والوساطة المعلوماتية كما يوضحها الشكل 2-3.

### شكل 2-3: دور الأسواق المالية



**Source:** Palepu. Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik. Peek. Business Analysis and Valuation

يرغب كل من أصحاب المشاريع الجديدة (أي الأفكار الجديدة) والمؤسسات القائمة في جذب مختلف أنواع المدخرات من أجل تمويل تلك الأفكار الاستثمارية ويرغب أصحاب المدخرات في توظيف أموالهم في تلك المشاريع. إن هذه الرغبة تصطدم بمشكلتين هما<sup>1</sup>:

▪ أولاً: أن أصحاب المشاريع على دراية أكبر ولديهم معلومات أكثر من المدخرين حول قيمة الفرص الاستثمارية.

▪ ثانياً: إن التواصل بين أصحاب المشاريع والأفكار والمستثمرين ليس على القدر الكافي من النقية لأن الطرف الثاني يعتقد أن الطرف الأول لديه حوافز قوية للمبالغة في قيمة أفكارهم وتضخيمها.

تتمثل المشكلتين في قضيتي المعلومة والحوافز. إن بروز الوساطة المالية والوساطة المعلوماتية تساعد على قبول الأفكار الجيدة ومكافئتها وطرده الأفكار الرديئة المشوشة.

### 4. دور الإفصاح المالي في ترشيد الأسواق المالية:

من البديهي أن اكتساب ثقة المستثمرين في الأسواق المالية يمر حتماً عبر ثقافة الإفصاح واحترام القانون. عند الحديث عن الإفصاح فإن المقصود هو الإفصاح عن المعلومة الملائمة والموثوقة

<sup>1</sup>. Palepu. Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik. Peek. Business Analysis and Valuation—Ifirs Edition. London: Thomson, 2007. p.4.

لأن الأسواق المالية تتغذى من المعلومة. يورد "Latimer" مقولة نسبها إلى "Ray Chambers" يقول فيها بأن العادات القديمة تموت بصعوبة خصوصا إذا كانت تخدم أطرافا محددة على حساب أطراف أخرى. أي أن الضبابية والتكتم قد تخدم مصالح البعض مع الأضرار بمصالح الآخرين. يسعى المشرعون على نطاق العالم من أجل حماية الجميع الى إصدار تشريعات جديدة حول الإفصاح من أجل سوق مالية أكثر اطلاعا على الحقائق، إلا أن "لا تيمار" و"موم" (Philip و Paul Latimer و Maume) يعتقدون أن إلزام الجميع بالإفصاح (الإجباري) سوف ينتج عنه أثر عكسي وسلبى على المستثمرين لأن كثافة المعلومات وتعقيدها سوف تؤدي إلى إدخال الشك أو الحيرة في نفوس مستهلكي المعلومات وتفرهم من استخدام وثائق الإفصاح<sup>1</sup>.

#### 1.4. الخلفية النظرية للمعلومة المالية وغير المالية والإفصاح المالي

تشكل المعلومة المالية وغير المالية موضوع بحث ودراسة من قبل العديد من الباحثين نظرا لارتباطها الوثيق بعمل الأسواق المالية وبكفاءتها، مثل عدم التناظر في المعلومات، الإفصاح غير المالي، والمعلومة غير المالية من اجل المقارنة.

#### الخلفية النظرية الأولى: عدم التناظر في المعلومات

يعتبر الإفصاح الطوعي عن المعلومة غير المالية مكملا للإفصاح الإجباري الذي تحتمه القوانين والمعايير المحاسبية. إن هذا الإفصاح هو استجابة لمشكلة عدم التناظر المعلوماتي واختلالات السوق. إن المشاكل الناتجة عن عدم التناظر في المعلومة موجودة في أية علاقة بين أطراف لهم معلومات مختلفة ومصالح متضاربة كما هو الحال في السوق المالية. عندما يحصل بعض المشاركين في السوق (المالية) على معلومات ملائمة للتقييم ولا تكون متاحة لغيرهم فسوف يحاولون استغلالها لمصلحتهم فقط. إن هذا الاختلاف في المعلومة يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة من طرف بعض المتعاملين وبالتالي الإخلال بالتوزيع الأمثل للموارد. من المعلوم وجود عدم تناظر في المعلومات (Information asymétrie) بين إدارة المؤسسة (the insiders) والأطراف الأخرى خارج المؤسسة أي أصحاب المصلحة (the outsiders)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. Latimer, P., and P. Maume. Promoting Information in the Marketplace for Financial Services: Financial Market Regulation and International Standards. Springer International Publishing, 2014.P.2

<sup>2</sup>. Susanne Arvidsson, "Disclosure of non-financial information in the annual report: A management-team perspective", Journal of Intellectual Capital, (2011), Vol. 12 Iss: 2, pp.277 - 300

في مثل هذه الوضعية يكون الإفصاح الطوعي لمعلومات تتجاوز الحد الأدنى المطلوب قانونياً وسيلة للتقليل من مشاكل الوكالة (principal-agent). إن هذا الإفصاح سيسمح لأصحاب المصلحة من خارج المؤسسة بتقييم أفضل لقدرات المؤسسة في المستقبل لخلق القيمة. من بين مزايا الإفصاح المستفيضة يؤكد الباحثون إمكانية الاستفادة من تخفيض في متوسط تكلفة الأموال الخاصة والديون المالية، وزيادة في سيولة تداول السهم، تحسين التواصل مع أصحاب المصلحة وتحسين التنافسية بسبب الكشف عن محركات خلق القيمة<sup>1</sup>. إن الإفصاح عن الأصول غير الملموسة عملية تنطوي على حساسية شديدة بسبب تردد الإدارة المسيرة للمؤسسة عن الكشف عما تراه نقاط قوتها وهو ما قد يستغله المنافسون لمصلحتهم وعلى حساب مصلحة المؤسسة. يشير الباحثون إلى وجود تباين جهوي، فشرركات شمال أوربا وعلى رأسها الشرركات السويدية يمكن اعتبارها رائدة في الإفصاح عن الأصول المعنوية للتعويض عن النقص في القوائم المالية.

#### الخلفية النظرية الثانية: التوجه نحو الإفصاح غير المالي (Focus in non-Financial disclosure)

يعتقد أن التغيير التكنولوجي المتزايد وتقلص دورات حياة المنتج في عالم تتعاضم فيه أهمية عوامل المعرفة والأصول المعنوية، سيجعل التنبؤ بالأداء المالي في المستقبل يتم بواسطة المؤشرات غير المالية أكثر مما يكون عبر المؤشرات المالية. يرى "Vandemaele et al. (2005)" أن المؤسسات تفصح أكثر عن علاقاتها أو هياكلها الخارجية مثل الزبائن، الموزعون والأنشطة التعاونية، وبصفة أقل عن رأس المال البشري مثل المستخدمين، المستوى التعليمي والمعارف/المهارات. وتعتبر المسؤولية الاجتماعية لمؤسسة (CSR) من المواضيع الأقل تركيزاً ضمن إفصاح المؤسسة. إن انفجار عدد من الفضائح مثل استغلال الأطفال، العلاوات الخرافية للمدراء، الاستغلال المفرط للموارد الطبيعية والانبعاثات الغازية كلها عوامل تدفع إلى المطالبة بمزيد من التوضيح والإفصاح غير المالي (disclosures of non-financial information).

#### الخلفية النظرية الثالثة:

برزت انشغالات القابلية للمقارنة والموثوقية في ضوء الطلب المتزايد على المعلومة غير المالية. يطالب الفاعلون في السوق المالية بالمزيد من المعلومات غير المالية بالإضافة إلى المعلومات المالية من أجل محاولة مدى مساهمة الأصول المعنوية في تحديد القيمة.

<sup>1</sup>. Op. cite p.121.

## 2.4. أهمية الإفصاح المالي ومشاكله

## 1.2.4. أهمية الإفصاح للأسواق المالية

تمثل الأسهم والسندات بأنواعها ومشتقاتها منتجات الأسواق المالية وتختلف في جوانب كثيرة عن السلع العادية. على سبيل المثال لا يستطيع المشتري معاينة، أو اختبار تلك المنتجات المالية. إن قيمة تلك المنتجات مرتبطة بظروف الشركة المصدرة أو الواعدة وبمدى استعداد الآخرين بدفعه مقابلها. تعتمد القيمة على الوضعية المالية للشركة المصدرة، وعلى أرباحها المستقبلية، وهذه معلومات ليس سهلا على المستثمر الوصول عليها، كما أنها تعتمد على منتجاتها وأسواقها، الإدارة المسيرة والمناخ القانوني والتنافسي للمؤسسة. تسعى القوانين المنظمة إلى تمكين الأطراف ذات المصلحة بما فيها المستثمرين على أن تكون لديهم فكرة واضحة عن ماهية تلك المنتجات وان توفر لهم نوعا من الحماية والشفافية. من بين أهداف تنظيم وضبط المنتجات المالية ضمان تدفق المعلومات الجديدة من المؤسسة المصدرة كلما استدعي المستثمرين إلى التصويت واتخاذ قرار. إن الفشل في الإفصاح أو تقديم معلومات ناقصة يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية سيئة والى الاختيار الخاطئ (adverse selection). أورد "بالميرا" مقتطفات من مقولات مشهورة تمجد قيمة ومكانة الصراحة والشفافية: "يوجد في الشركات أشخاص في مناصب عليا يقومون بممارسات سرية من قبيل السفسطة والمرآغة وهو ما لا يستطيعون فعله في العلن خوفا وخجلا".

"يوصى بالإعلان أو التشهير كعلاج للأمراض الاجتماعية والصناعية، تماما مثل أن نور الشمس يعتبر أحسن مطهر، والإنارة الكهربائية هي أفضل شرطي، وأكثرها نجاعة،...".

إن سوق تتمتع بمعلومات جيدة ستوفر للمستثمرين مستوى مقبول من الحماية لأن نوعية الاستثمارات تعكسها الأسعار بحيث يمكن أن تنبهم إلى المنتجات الرديئة<sup>1</sup>.

إن إفلات المسؤولين من المحاسبة وانعدام الشفافية ليسا في صالح أي من أصحاب المصلحة للشركة بما فيهم المستثمرين والمساهمين لأنهم لا يستطيعون اتخاذ قرارات معززة بالحقائق، أو القيام بتحليل أو البحث في البيانات في ظل الجهل بالمعلومة الصحيحة.

إن هذه الوضعية لن تمنع البعض من الحصول على المعلومات على حساب أطراف أخرى مما يسهل عمليات التلاعب بالسوق وتشجع ما سمي بالتداول الداخلي (insider-trading) أي أن المسيرين سيكونون في وضع خيانة الأمانة تجاه موكلهم. في النهاية سيؤدي الفشل في الإفصاح

<sup>1</sup>. Latimer, P., and P. Maume. Op.cit. - p,6.

والفشل في تنظيم الإفصاح إلى هدر الموارد وتوجيهها إلى المجالات الخاطئة وبالتالي إفشال السوق ككل.

إن غياب المعلومة الصحيحة في سوق الخدمات المالية لا يخدم أيضا الحكومات، فمن مهام الحكومات مواجهة الأزمات المختلفة والقيام بأعمال من أجل الصالح العام، فكيف لها أن تقوم بذلك بناء على معلومات مغلوبة أو غير كاملة، أو أن تصدر قوانين وتشريعات بناء على مغالطات أو تدليس<sup>1</sup>.

#### 2.2.4. مشاكل الإفصاح عن المعلومات

إن الإفصاح هو مفتاح أي تنظيم وضبط للسوق المالية ولغيرها من الأسواق. إن هذه المسلمة لا تنفي وجود مشاكل موضوعية للإفصاح يجب الإلمام بها من أجل مواجهتها ومعالجتها بكيفية سليمة. أورد "لا تيمار" في هذا الصدد ثلاثة مشاكل رئيسية<sup>2</sup>:

##### أ. تكلفة الإفصاح (Cost of Disclosure)

تعتبر المعلومة منتجا خاصا وليس منتجا عاما (مثل الأماكن العامة المفتوحة للجميع) وإنتاجها يتطلب تحمل تكاليف متنوعة. إن المنتج الخاص تنتقل ملكيته بعد شرائه مقابل ثمن. إن تكاليف إنتاج المعلومة ثم الإفصاح عنها قد تفوق المنافع الاجتماعية المنتظرة منها، وهذا لا يشجع على الإفصاح. ولهذا يجب التوفيق بين تكلفة المعلومة والمنفعة المنتظرة منها. لهذا من الضروري أن تتدخل السلطات العمومية بالتنسيق مع الهيئات المسيرة للسوق المالية وجمعيات أرباب العمل والمهنيين لحصر المعلومة المطلوب الإفصاح عنها قدر الامكان.

##### ب. مشكلة تضارب المصالح

إن الإفصاح عن معلومات كاستجابة لمختلف التشريعات (البورصة، القانون التجاري، النظام المالي المحاسبي) يكشف عن تضارب المصالح الذاتية بين إدارة الشركة ومتطلبات مختلف الأطراف أصحاب المصلحة. من الواضح إن أي شخص لا يرغب في إعطاء معلومات سلبية عن شخصه، كفاءته، أو عن أدائه وكذلك الرغبة في الحفاظ على بعض الأسرار وعدم الكشف عن المزايا التنافسية. تتمثل مصالح المسيرين خاصة في المناصب العليا في حماية أنفسهم، عدم فقدان مناصبهم بما تمثله من منافع أو امتيازات. إن نظرية الوكالة تجد في هذا الموضوع أبلغ مثال لأن المسيرين سوف يفصحون طواعية عن الأخبار الجيدة أو السارة التي تخدم مصالحهم وتدعم مكانتهم. وعليه فإن الاتجاه نحو

<sup>1</sup>. Ibid. Op, cit - p,9.

<sup>2</sup>. Ibid. Op, cit - p,10.



الإفصاح عن الأخبار الجيدة عوض الأخبار السيئة سيدفع حتما نحو عدم تلاقي المصالح بين الموكل والموكل له.

### ج. كيفية ترقية المعلومات

إن الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة بحاجة إلى معلومات دقيقة، في التوقيت المناسب، وملائمة أي ذات معنى ومفيدة. يعد المستثمر صاحب المصلحة الرئيسي في المؤسسة كونه الطرف الذي يفترض أن يتحمل أكبر المخاطر وهو آخر من يبقى في المؤسسة في حالة الإفلاس والتصفية، فهو الذي يحتاج إلى اتخاذ قرارات استثمارية مؤسسة على معلومات جيدة. تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تخصيص الموارد المالية على المتنافسين، لهذا من مصلحة الاقتصاد أن تكون أسعار البورصة قريبة قدر الإمكان من القيمة الأساسية للأصول المالية. تلعب تكنولوجيات الإعلام والاتصال دورا هاما في إيصال المعلومة إلى مستعمليها، فلا يمكن تصور أسواق مالية متطورة في ظل شبكة اتصالات ضعيفة.

### المبحث الثاني: المعلومة المحاسبية والمالية

#### 1. المعلومة المحاسبية والمالية: ماهيتها ومصادرها

##### 1.1. ماهية البيانات، المعلومة والمعرفة

تم تعريف المعلومة بشكل عام كما يلي: "المعلومة هي مجموعة حقائق منظمة لها قيمة مضافة تفوق قيمة الحقائق الفردية المنفصلة"<sup>1</sup>.

هناك كلمات قريبة من المعلومة مثل البيانات والمعرفة ولكنها ليست مرادفة لها لذا من المفيد استعراضها هنا. تعتبر البيانات مادة خام تعبر عن حقائق مثل عدد العمال، عدد الطلبات أو عدد ساعات العمل. يمكن التعبير عن الحقائق بأشكال مختلفة من البيانات (أبجدية رقمية، أشكال، صورة، صوت أو فيديو). عند تصنيف المعلومات بطريقة ذات مغزى فإنها تتحول إلى معلومة.

يمكن تشبيه العلاقة بين البيانات أو الحقائق الفردية والمعلومة بالقطع الحديدية التي تشكل خط السكة الحديدية، فكل قطعة من خط السكة لها قيمة جد محدودة بمفردها. أما عندما نحدد العلاقة بين تلك القطع المكونة لخط السكة الحديدية فإنها تكتسب قيمة أكبر. إن تحويل البيانات إلى معلومات يعتبر عملية معالجة (process) أي مهام مترابطة منطقيا يتم أداؤها لتحقيق هدف محدد. إن عملية تحديد العلاقات بين البيانات لخلق معلومات مفيدة يتطلب معرفة. "المعرفة هي إدراك وفهم مجموعة من

<sup>1</sup>. Ralph M. Stair, George Walter Reynolds. Principles of Information Systems\_ a Managerial Approach Boston USA: Cengage South-Western, 2010.p.5

المعلومات وطرق استخدام تلك المعلومات لجعلها في خدمة مهمة محددة أو للوصول إلى قرار<sup>1</sup>. إن اختيار أو استبعاد حقائق معينة حسب درجة ملاءمتها للمهمة المحددة تعتمد بالدرجة الأولى على المعرفة المستخدمة في عملية تحويل البيانات إلى معلومات. ولهذا لا بد أن يكون الأفراد الذين يكلفون بمهام إنتاج واستخدام ونشر المعارف من الذين يتمتعون بتكوين في مجالات العلوم، الهندسة، الاقتصاد والأعمال، ومجالات أخرى عديدة.

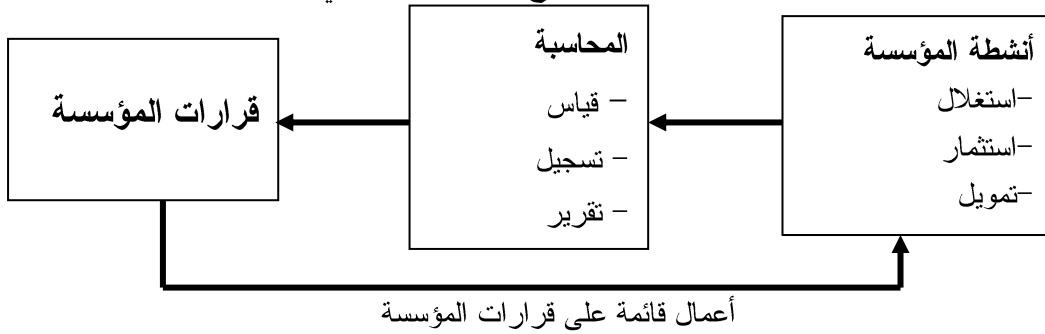
## 2.1. المحاسبة وإنتاج المعلومة المحاسبية

تهدف المحاسبة في الأساس إلى توصيل معلومات مناسبة وموثوقة إلى متخذي القرارات تكون مفيدة في إدارة الموارد الاقتصادية. توجد أربعة قوائم مالية رئيسية إضافة إلى ملحق تقوم كل مؤسسة بإعدادها على الأقل مرة واحدة في كل سنة وهي:

- الميزانية أو الوضعية المالية،
- حساب النتائج،
- جدول التدفقات النقدية،
- جدول تغيرات الأموال الخاصة.

يعتمد تحليل أنشطة المؤسسة على المحاسبة ومعلومات أخرى لفهم طبيعة أداء المؤسسة وتحديد الأنشطة المستقبلية. يوضح الشكل 2-4 دور المحاسبة في المؤسسات الاقتصادية. تقوم المحاسبة بقياس وتسجيل أنشطة المؤسسة. تحول البيانات حول أنشطة المؤسسة إلى معلومات مفيدة تحول إلى أصحاب القرار. يتم تحليل المعلومات لتقييم أداء المؤسسة، ثم تتخذ القرارات التي تؤثر في الأنشطة المستقبلية للمؤسسة. إن المهمة الأساسية للمحاسبة هي مساعدة الأشخاص على اتخاذ القرارات حول أنشطة المؤسسة بواسطة المعلومة المحاسبية التي تنتجها ويمكن اعتبار المحاسبة همزة وصل بين أنشطة المؤسسة وقراراتها.

شكل 2-4: نموذج المسار المحاسبي



Source: Libby, Robert; Libby, Patricia A; Short, Daniel G. *Financial Accounting* 7th ed ed.

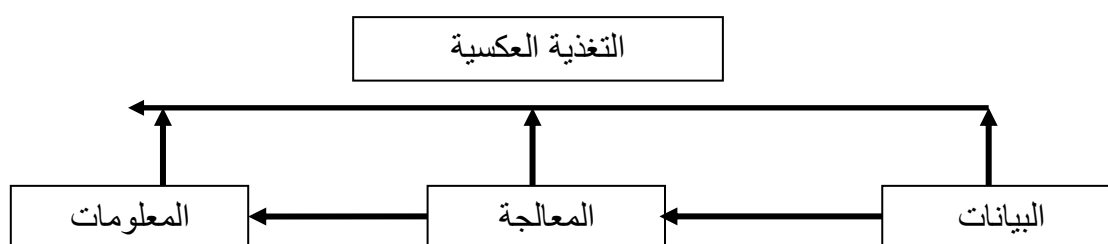
New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011.p.5(بتصرف من الباحث)

<sup>1</sup>. Ibid P.7

## 3.1. نظام المعلومات المحاسبي

قبل الحديث عن نظام المعلومات المحاسبي لابد من إلقاء لمحة سريعة على النظام بصفة عامة: النظام هو مجموعة عناصر تشتغل مع بعض لتحقيق هدف، قد تختلف الأنظمة من حيث المظهر والخصائص والعناصر والأهداف الأساسية، ولكنها تشترك في خاصيتين وهما: أنها تتشكل من أجزاء تتفاعل مع بعضها البعض ثم أنها تهدف لتحقيق هدف أو أكثر من هدف.<sup>1</sup> للنظام ثلاثة أنشطة: استقبال المدخلات، معالجة المدخلات وتوفير المخرجات ويكون النظام إما مفتوحا ويتفاعل مع المحيط وقد يكون مغلقا.

شكل 2-5: مكونات نظام المعلومات



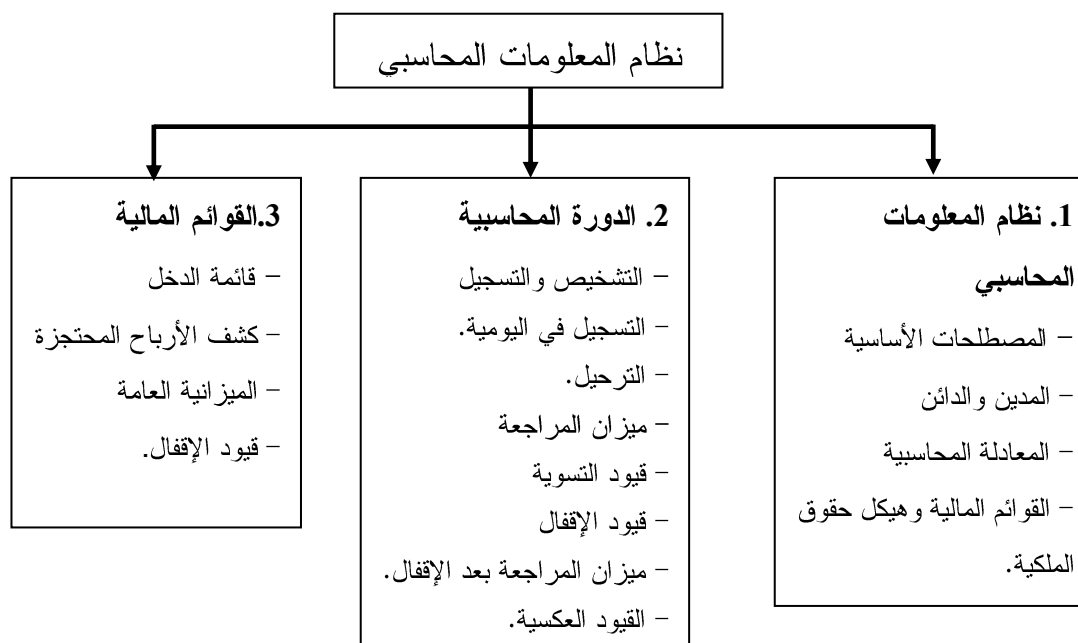
**Source:** Ralph M. Stair, George W. Reynolds. Fundamentals of Information Systems. Boston-USA: Cengage Learning 2016. P.9

إن نظام جيد للمعلومات المحاسبية هو ضرورة لجميع المؤسسات. يقوم نظام المعلومات المحاسبية بجمع ومعالجة بيانات التبادل وينشر المعلومات المالية للأطراف المعنية. من الناحية العملية يختلف هذا النظام من مؤسسة إلى أخرى حسب طبيعة النشاط والحجم.<sup>2</sup> يبين الشكل 2-5 مكونات نظام المعلومات بشكل عام والشكل 2-6 العناصر المكونة لنظام المعلومات المحاسبية الحديث بشكل خاص. إن نظام المعلومات المحاسبية هو الإطار العام لإنتاج المعلومة المالية، وإذا صح التعبير فجوهرتها من جودتها.

<sup>1</sup> Ralph M. Stair, George W. Reynolds. Fundamentals of Information Systems. Boston- USA: Cengage Learning 2016. P.9.

<sup>2</sup> Donald E. Kieso, Jerry J. Weygandt, Terry D. Warfield. Intermediate Accounting. 15ed ed. New Jersey USA: Wiley 2013. P.84.

## شكل 2-6: نظام المعلومات المحاسبي بمفهومه الحديث



**Source:** Donald E. Kieso, Jerry J. Weygant, Terry D. Warfield. Intermediate Accounting. 15<sup>ed</sup>. New Jersey USA: WILEY 2013.P.83

## 4.1. أهمية المعلومات المحاسبية لإتخاذ القرار ولأطراف المتعاقدة مع المؤسسة

تستخدم المعلومات لاتخاذ القرارات. تشمل المعلومات الحقائق، الأفكار، والمفاهيم التي تساعد على فهم العالم أي ما يجري حولنا. إن استعمال المعلومة بكيفية عقلانية يتطلب تفسيرها ومعرفة حدودها لأن المعلومات الرديئة أو الضعيفة أو الاستخدام غير المناسب للمعلومات تؤدي حتما إلى قرارات ضعيفة. يمكن تشبيه أهمية المعلومات في اتخاذ القرارات بحالة المسافر إلى مناطق مجهولة وبحاجة إلى خريطة يستعين بها أثناء تنقلاته لتحقيق أهداف، كلما كانت الخريطة حديثة ودقيقة، تكون مساعدتها ثمينة ومفيدة، تقيس المحاسبة نشاط المؤسسة بالوحدات النقدية.

إن قيمة المعلومة المحاسبية تتحدد بمدى ثلبيتها لاحتياجات مستخدميها<sup>1</sup>. تترجم المعلومات المحاسبية العواقب الاقتصادية لمسار التحويل (Transformation)، وتتسأ أثناء عملية التحويل علاقات بين الأطراف المختلفة ذات المصلحة في المؤسسة (stakeholders): المسيرين، المستثمرين الحاليين والكامنين، الموردين، المستخدمين، الزبائن والسلطات الحكومية. لهذا فان المعلومة المحاسبية مهمة لإبرام العقود وتقييمها بين الأطراف المختلفة ذات المصلحة كما يبينه الشكل 2-7.

<sup>1</sup>. Ingram R.W., Baldwin W.A., Albright T.L. *Financial Accounting: Information for Decisions*. South-Western College Pub, Mason, USA, 2007.p.16.

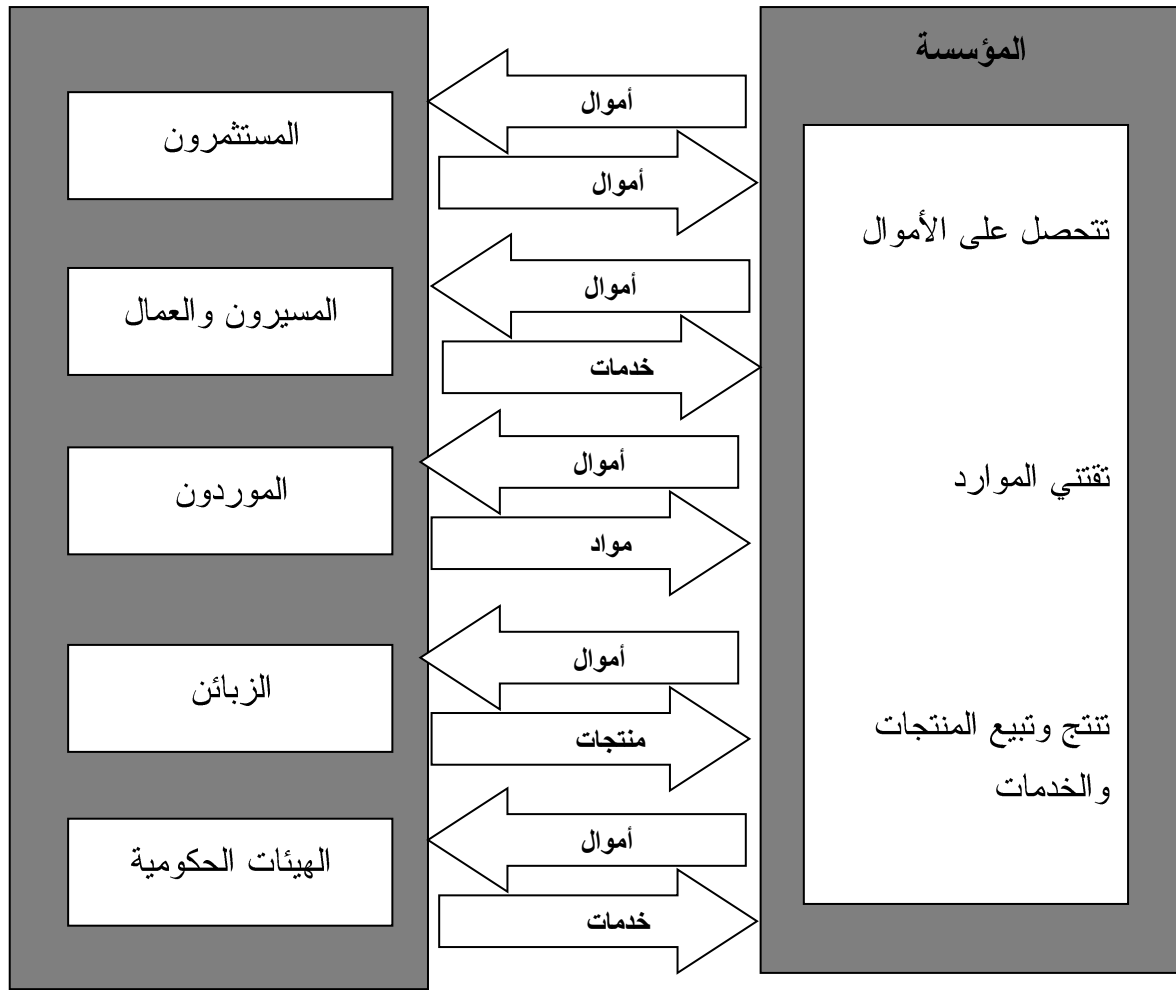
**1. المستثمرون والدائنون:** يتعاقد المستثمرون والدائنون مع المؤسسة حينما يوفر لها الموارد المالية مقابل منافع أو عوائد مستقبلية. أنهم بحاجة إلى معلومات قبل اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة ثم تحديد مبلغ الاستثمار. تساعد المعلومة المحاسبية المستثمرين لتقييم المخاطرة والعائد المتوقعين من استثمارهم وتساعدهم أيضا لتحديد مدى استيفاء مسيري المؤسسة شروط الالتزامات الواردة في العقود. إذا لم تحقق المؤسسة أرباحا كافية، قد لا تستطيع تسديد ديونها، مما قد يدفع هؤلاء إلى إجبار المؤسسة على التصفية وبيع كل الأصول غير النقدية وتسديد ديونها. أما إذا كانت أرباح المؤسسة مرتفعة فإن حملة الأسهم يحصلون على أرباح تفوق عوائد الدائنين. فكل من المستثمرين والدائنين يختارون ويفاضلون بين المخاطر والعائد.

**2. المسيريون:** عندما يتعلق الأمر بالمؤسسات الكبرى (شركات ذات أسهم) في الغالب لا يكون المالكون هم المسيريون. إنهم يستأجرون من له الكفاءة والخبرة لينوب عنهم ويوكلون لهم مهمة التسيير بواسطة عقود التسيير أي خدمات التسيير مقابل أجور وتعويضات أخرى.

يحتاج المساهمون إلى معلومات لمعرفة مستوى أداء المسيرين وتحديد مبلغ المكافآت المتفق عليها في حال تحقيق أرباح. يمكن اعتبار المعلومة المحاسبية وسيلة للمساهمين وللمسيرين لتحديد مبلغ التعويضات التي سيحصل عليها المسيرين، كما يقرر المسيريون حول الموارد التي يفتنونها، متى ستقتنى وكما سيدفعون في مقابلها. يتطلب كل استثمار قرارات حول المخاطرة والعائد المرتبطة به. إن المؤسسة في النهاية هي محصلة موارد منفصلة. تعتبر المعلومة المحاسبية مفيدة لمعرفة طبيعة ومكان موارد المؤسسة. من أهداف المحاسبة قياس التكاليف المرتبطة بتدفق الموارد أثناء عملية التحويل، كما تستخدم المعلومات عن نتائج عمليات المؤسسة في تقدير، مقارنة، وإدارة مخاطر وعوائد المؤسسة.

**3. العمال/المستخدمين:** للعمال بالغ الأثر على مخاطرة وعائد للمؤسسة، فالأجور وجودة العمل لها تأثير مباشر على كل من جودة المنتج، المبيعات، التكاليف، والأرباح. تقدر المؤسسات تكلفة وإنتاجية العمال وتقارن أداء العمال بتوقعات المسيرين، وتدرس التغيرات الزمنية والفروقات بين الفروع والأقسام. تساعد المعلومة المحاسبية الإدارة المسيرة في تقييم أداء العمال. أما من جهة المستخدمين فهم يفاوضون على الأجور، المزايا والتعويضات المختلفة وعلى مناصب العمل. تستخدم نقابات العمال المعلومة المحاسبية لدراسة قدرة المؤسسة على تعويض العمال، فإذا كانت نتائج المؤسسة حسنة فإن المستخدمين ينتظرون المكافئة، أما إذا كانت عكس ذلك فقد يواجهون التخفيض في اليد العاملة أو تراجعاً في الأجور والامتيازات أو التسريح. إن المعلومة المحاسبية تساعد المستخدمين لتقييم المخاطرة والعائد لعقود عملهم.

شكل 2-7: أمثلة من مبادلات بحاجة إلى معلومات



**Source:** Ingram R.W., Baldwin W.A., Albright T.L. Financial Accounting: Information for Decisions. South-Western College Pub, Mason, USA, 2007.

4. **الموردون:** تشتري المنظمة المواد، السلع، وموارد أخرى من الموردين. تشكل تكلفة الموارد عبئا كبيرا على المؤسسات، مما يتطلب حذرا عند التفاوض حول الأسعار، الائتمان، وآجال التسليم، بين المسيرين والموردين. إن عدم الحصول على المواد المناسبة عند الحاجة، قد يكبد خسائر كبيرة نتيجة تعطل الإنتاج، المبيعات الضائعة أو عدم رضا الزبائن. أما لو أفلس أحد الموردين أو عجز عن تلبية التزاماته فقد تجد المؤسسة صعوبة للحصول على الموارد المطلوبة. تساعد المعلومة المحاسبية المؤسسات في تقييم قدرات مورديها لتلبية احتياجاتها من الموارد. أحيانا يتم التعامل مع الموردين على الحساب، ويكونون في هذه الحالة مصدرا لا بأس به من مصادر التمويل. قد تجد المؤسسة نفسها في وضع مالي صعب ويجد الموردون صعوبة في تحصيل مستحققاتهم مما يفرض عليهم تقييم المخاطر

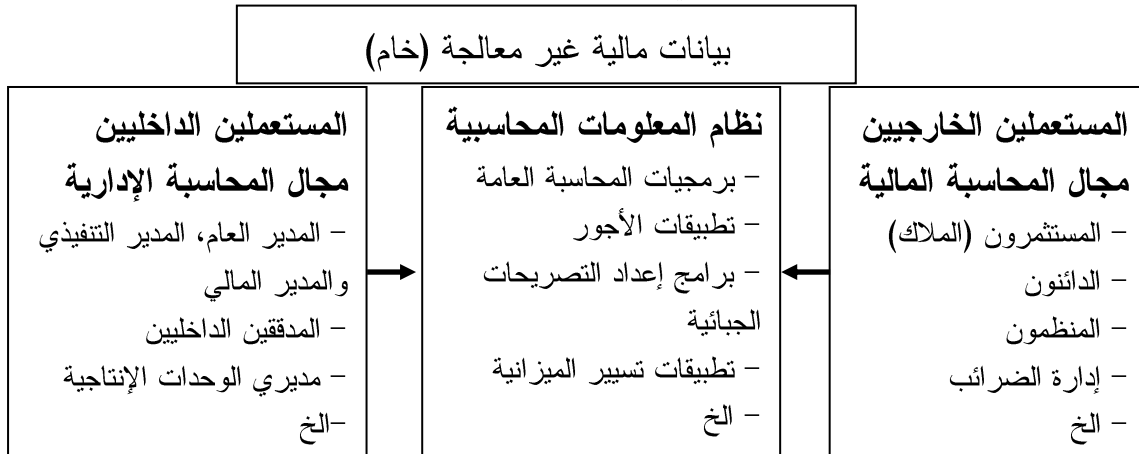
التي يتحملونها مقابل البيع على الحساب. إن الموردين بدورهم يستخدمون المعلومات المحاسبية حول زبائنهم لتقييم مخاطر المشتري غير القادر على تسديد السلع والخدمات التي يفتتها.

5. **الزبائن:** تعتبر المؤسسة بمثابة المورد لزبائنها. فتقيم زبائنها كما تقيم هي نفسها من قبل مورديها. تقرر الإدارة المسيرة حول شروط البيع من خلال تقييم المخاطرة والعائد المرتبطين بالبيع. تكون شروط البيع أكثر تشدداً مع الزبائن الأكثر مخاطرة والعكس صحيح. أما الزبون بدوره فيحاول التعامل مع المؤسسات الأكثر استقراراً والتي تقدم ضمانات أكبر بخصوص الصيانة، التصليح والاستبدال ولهذا تستخدم المعلومة المحاسبية لتقييم مخاطر الشراء لدى مؤسسات معينة أو البيع لزبائن معينين.

6. **الهيئات الحكومية:** تفرض قوانين مختلف البلدان على المؤسسات تقديم معلومات إلى الهيئات الحكومية. يتطلب ممارسة الأنشطة الاقتصادية رخصاً مسبقة كما تفرض رسوماً وضرائب مقابل الخدمات الحكومية. أحياناً تتحدد المبالغ المطلوبة بناءً على حجم المبيعات أو ربحية المؤسسة. من ناحية ثانية تجمع الحكومات معلومات إحصائية حول المؤشرات لتساعد في التخطيط للمستقبل على النطاقين الوطني والمحلي. يتم جمع المعلومات أيضاً للتأكد من المعاملة العادلة للمستخدمين والتجارة العادلة والإفصاح العادل لفائدة المستثمرين. كما تستخدم الهيئات الحكومية المعلومة المحاسبية لتحديد الضريبة واتخاذ القرارات التنظيمية.

من جهته قسم "بيتتر" مستخدمى القوائم المالية إلى مستخدمين داخليين ومستخدمين خارجيين في إطار نظام المعلومات المحاسبية<sup>1</sup> كما يبينه الشكل 2-8:

شكل 2-8: مستعملي المعلومات المالية الداخليين والخارجيين



Source: Bettner, Mark S 2015 p.3.

<sup>1</sup>. Bettner, Mark S. Using Accounting & Financial Information \_ Analyzing, Forecasting & Decision Making. New York: Business Expert Press, 2015. p.3.

إن التقارير المحاسبية الداخلية مصممة خصيصا لفائدة جماعات معينة. أما المعلومة المحاسبية الخارجية فتوزع في شكل قوائم مالية ذات أغراض عامة. تلعب الهيئات المحاسبية والمالية الرسمية الوطنية والدولية على الحفاظ على نزاهة ومصداقية القوائم المالية المصدرة للمستخدم الخارجي.

## 2. وظائف القوائم المالية

إن الحديث عن وظائف القوائم المالية لا ينفصل عن الحديث عن مستخدمي القوائم المالية لأن هذه الأخيرة هي الوعاء الرئيسي للمعلومة المالية الموجهة لمختلف مستخدميها.

تعد المؤسسات قوائمها المالية المتمثلة في حدها الأدنى في الميزانية، جدول النتائج، وجدول التدفقات النقدية، امتثالا للقوانين السائدة التي تسنها الحكومات وليس طوعية. تجبر الحكومات المؤسسات على الإفصاح المالي من خلال القوائم المالية لأسباب عديدة تم ربطها بوظائف القوائم المالية التي يوجد بشأنها اتفاق وإجماع مع وجود نقاش حول ما يلي<sup>1</sup>:

1. من هي الأطراف التي يمكن اعتبارها كأهم مستخدمي لهته المعلومة؟

2. ما هي الغايات التي من أجلها تستخدم المعلومة المالية؟

عموما يمكن تلخيص وظائف القوائم المالية فيما يلي:

- الحفاظ على رأس المال وتنظيم توزيع الأرباح،
- متابعة ورصد الإدارة المسيرة بمختلف مستوياتها،
- توفير المعلومة للمستثمرين،
- توفير المعلومة للدولة،
- توفير المعلومة للعمال،
- توفير المعلومة لعموم الجمهور،
- حساب الضريبة.

لقد تطرقنا إلى مستخدمي المعلومة المالية سابقا ونفادديا للتكرار سنكتفي بالحديث عن الوظائف

الثلاث الأولى فقط لأننا نرى أنها ذات صلة بتقييم المؤسسات سنناقشها باختصار فيما يلي:

### 1.2. الحفاظ على رأس المال وتنظيم توزيع الأرباح

في البداية كان التركيز منصبا على نشر ميزانية المؤسسة بأصولها وخصومها للتأكد من أن المؤسسة قد حافظت على رأسمالها الذي كان موجودا لديها في بداية الفترة المحاسبية. أن حاجة

<sup>1</sup>. Flower, John. European Financial Reporting: Adapting to a Changing World New York: PALGRAVE MACMILLAN, 2004. P.30.



المؤسسة (المسجلة في البورصة وكل مؤسسة ذات مسؤولية محدودة) نابع من الطبيعة القانونية للمسؤولية المحدودة للمساهمين. فليس لدائني الشركة ذات المسؤولية المحدودة متابعة الشركاء لتحصيل ديونهم المستحقة بل عليهم التوجه حصريا إلى الشركة أي أن موارد الشركة فقط هي من سيدد الديون المستحقة. من أجل حماية أكبر للدائنين منعت الشركات ذات المسؤولية المحدودة من تبديد الأصول من خلال توزيعات غير مبررة لفائدة المساهمين، فتوزع فقط الأرباح المحققة وفق التعريف القانوني لها والتي تعني أي زيادة تفوق صافي الأصول. إن الميزانية تبين هذه الوضعية وتفصل رأس المال عن الربح. إن ضياع رأس المال لا يتم فقط عبر توزيع أرباح غير حقيقية بل يحدث أيضا عند حدوث خسائر قد تقلص من رأس المال ولتفادي عواقب هذه الحالة فرض القانون التجاري على الشركات الإبلاغ القانوني (مهمة محافظ الحسابات) إذا حدث وان تجاوزت الخسائر نسبة معينة من رأس المال (وهي ثلاثة أرباع من رأس المال في الجزائر)، بغية حماية الدائنين وعدم الدخول في وضعية الإفلاس.

## 2.2. متابعة ورصد الإدارة المسيرة بمختلف مستوياتها

إن توسع حجم المؤسسات أدى إلى الفصل بين الملاك والإدارة وأضحت علاقة الوكيل بموكله موضوع دراسات عديدة. لهذا السبب فرضت التشريعات على الإدارة القيام بواجب الإعلام والإفصاح من أجل توضيح أوضاع المؤسسة للملاك والتأكيد على صيانة أصول مؤسستهم وبأنهم لم يستولوا على أموالهم ويتم هذا من خلال الميزانية السنوية مع اعتماد مبدأ التكلفة التاريخية. إن ما يهم الملاك ليس فقط نزاهة المسيرين بل فعاليتهم أيضا ومدى نجاحهم في التوظيف الحسن للأموال. لهذا برز جدول حسابات النتائج من أجل توضيح كفاءة المسيرين. وهنا يطرح السؤال التالي: ماذا سيفعل المساهمون لو اكتشفوا أن المسيرين غير نزهاء أو أنهم غير أكفاء، علما أنه لا يحق لهم التدخل في شؤون التسيير؟ كل ما يستطيع المساهمون عمله هو انتظار موعد الجمعية العامة للتصويت على توقيف المسيرين عن النشاط وتعويضهم بمن هو أفضل.

## 3.2. توفير المعلومة للمستثمرين

تكلمة لما سبق فإن للمساهمين بصفتهم مستثمرين وموكلين حقوق على المسيرين ويمارسون هذا الحق عند التصويت في الجمعية العامة. فإذا لم يكونوا راضين عن أداء المسيرين فلهم حق عزلهم وتعويضهم بمن يرونه أكثر كفاءة. إن هذا الحق يصعب ممارسته من قبل الفرد الواحد في الشركات الكبيرة جدا والتي يعد فيها المساهمين بالآلاف بل حتى بالملايين كما في شركة صناعة السيارات "جنرال موتورز" الأمريكية، إذ يصعب عليهم التواصل والتنسيق فيما بينهم. إن السبيل الوحيد أمام

المستثمر غير المقتنع بطريقة تسيير شركته هو بيع أسهمه في البورصة، وهذا ما يحدث في معظم الشركات الكبيرة. يرى "Flower" أن المساهم في مثل هذه الحالة لا يعتبر نفسه شريكا في ملكية المؤسسة ومسؤولا عن ضمان حسن تسييرها بل هو مجرد مستثمر يعتبر التسيير معطى لا يستطيع تغييره<sup>1</sup>. إن المستثمر عندما يكون في هذه الوضعية يستعين بالقوائم المالية لتساعده على اتخاذ قرار بيع أسهمه، شراء المزيد أو الاحتفاظ بما في حوزته وفي هذه الحالة تؤدي المعلومة المحاسبية وظيفة استثمارية.

نلاحظ الفرق بين الوظيفة السابقة المتمثلة في متابعة ورصد الإدارة المسيرة بمختلف مستوياتها والتي تهتم الملاك الذين يعتقدون إن باستطاعتهم التأثير على الإدارة المسيرة بناء على النتائج الماضية، أما في الوظيفة الاستثمارية فإن المستثمر يركز على الأداء المستقبلي لأن الأرباح المستقبلية تحدد قيمة أسهمه ولهذا تساعد القوائم المالية المستثمر على إعداد توقعاته المستقبلية. يدخل ضمن فئة المستثمر كل من يهيمه أمر الاستثمار مثل المستثمر الكامن أو المستقبلي أي من يدرس إمكانية شراء الأسهم، وكذا مستشاريهم والصحافة المالية وكذلك مجموع الدائنين من حملة السندات والبنوك والموردين.

### 3. المعلومات كمورد أساسي للمؤسسة

ينظر إلى المعلومات كمورد أساسي للمؤسسة مثلها مثل المواد، الأموال، المعارف والكفاءات. وفي بعض المؤسسات تصبح المعلومات المادة الأساسية للإنتاج. لهذا أصبح تسيير المعلومة بصرامة أحد أسباب النجاح وأصبحت جودة المعلومة هدفا دائما للمسيرين وإلا تعرضت المؤسسة لانتكاسات عديدة. توفر معظم شركات الخدمات المالية المعلومات المالية كمرافقة لخدماتها كما توجد مؤسسات متخصصة حصريا في تقديم المعلومة الاقتصادية والمالية. من أشهر مؤسسات المعلومات المالية نجد وكالات التتقيط أو التصنيف (rating) مثل: (Moody) و(Poor&Standard) بالنسبة للأوراق المالية و(Best) بالنسبة لشركات التأمين. ظهرت مهن جديدة وهي شركات تقدم تحليل للبيانات المالية المنشورة كما الحال مع شركات (Bloomberg) و(Reuters) أو توفر إحصائيات عن أداء صناديق توظيف الأموال مثل (Morningstar Lipper)<sup>2</sup>. لقد أضحت المعلومة في قلب حركة الأسواق، كما إن نظرية الكفاءة المعلوماتية للأسواق بدورها في صلب النظرية المالية وعمادها<sup>3</sup>. خضعت هذه

<sup>1</sup>. Op.Cite .p.35

<sup>2</sup>. Bodie, Zvi, and Robert Merton. OP cite. P.63.

<sup>3</sup>. Sagnier, G., and C. Parisot. Analyse Technique Et Analyse Fondamentale: Liens Et Divergences. Gualinoéditeur, 2013. P.81 (fimaktabati-at)

النظرية إلى اختبارات ميدانية في معظم الأسواق المالية في العالم. إن السوق المثالية من وجهة نظر الاقتصاديين هي التي تعكس فيها الأسعار بشكل آني آثار الأحداث الماضية وتوقعات الأحداث المستقبلية، وهو الوضع الذي يوفر للمتعاملين مؤشرات سليمة لاتخاذ قرارات الادخار أو الاستثمار. وعليه في السوق المثالية تتفاعل الأسعار بسرعة مع المستجدات الطارئة ايجابية أو سلبية. إن أسعار الأوراق المالية في المحصلة تدور حول قيمتها الذاتية (Valeur Intrinsèque). إن هذا يعني أن على أسعار الأصول أن تأخذ في الاعتبار كل المعلومات المتاحة بحيث تعكس القيمة الاقتصادية لتلك الأصول.

#### 4. جودة المحاسبة

تفترض نماذج التقييم مثلها مثل نماذج التنبؤ وأساليب التحليل المالي أن المؤسسات تفصح من خلال قوائمها المالية عن بيانات تعكس بدقة الآثار الاقتصادية لقراراتها. لخص "Wahlen" وزملاؤه مفهوم جودة المحاسبة من منظور التحليل والتقييم في قضيتين<sup>1</sup>:

- يجب على المعلومة المحاسبية إن تمثل بشكل تام وعادل كل من الأداء الاقتصادي، الوضعية المالية، والمخاطر المحدقة بالمؤسسة.
- يجب على المعلومة المحاسبية إن توفر المعلومة الملائمة التي تسمح بالتنبؤ بأرباح المؤسسة وتدفقاتها النقدية.

يرتبط مفهوم جودة المحاسبة وإدارة النتائج (أو التلاعب بالنتيجة) ببعضهما البعض. إن إدارة النتائج أصبح موضوع تدريس في الجامعات من أجل كشف أساليب التلاعب بالنتيجة من قبل مسيري المؤسسات ولأغراض متعددة.

#### 1.4 الخصائص النوعية للمعلومة القيمة

تتطلب القرارات الجيدة معلومات ذات جودة عالية. كما ينظر إلى مفهوم جودة المعلومة (information quality) على أنها المطابقة مع الغرض أي إنها تلائم الهدف المنشود من إنتاجها. أورد BRIEN' O مسحا قام به "Lillrank"<sup>2</sup> لتعريف جودة المعلومة بصفة أكثر تفصيل وذكر أربعة أصناف من متطلبات جودة المعلومة:

1. التطابق مع المتطلبات،

<sup>1</sup> James M. Wahlen, Stephen P. Baginski, Mark Bradshaw. Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation. 8ed ed. Boston-USA: Cengage Learning, 2015. P.416

<sup>2</sup> O'Brien , James A., Marakas, George M., Introduction to Information Systems 15 ed. New York. USA.: McGraw-Hill\_Irwin 2010. P.350

2. تلبية توقعات المستخدم أو حتى تجاوزها،

3. تكلفة الجودة،

4. القيمة المجزية مقابل المال المنفق (value for money).

إن المعلومة الجيدة قد تكون متاحة داخل المؤسسة فإذا لم تستغل فذلك دليل على عدم الفعالية. تم ربط جودة المعلومة بعدة خصائص هي: البساطة، الملاءمة، الدقة، التكلفة الاقتصادية (غير مكلفة)، القابلية للتأكد، التوقيت، الأمان، الشمولية، الموثوقية، سهولة الوصول إليها، والمرونة. يبين الجدول 2-1 أبعاد جودة المعلومات التي تؤثر في جودة القرارات، فإذا لم تستجب نظم المعلومات لهذه الأبعاد أو المواصفات فإن عملية اتخاذ القرار ستعاني<sup>1</sup>.

#### الجدول 2-01: خصائص المعلومة القيمة مع تعريف كل خاصية

التعريف	الخصائص	
البيانات تعكس الواقع وان المعلومات خالية من الأخطاء	Accurate	1. دقيقة
أن كل المعلومات الضرورية والهامة متوفرة	Complete	2. شاملة
أن لا تكلف إنتاجها الكثير وان يكون توافق بين قيمتها وتكلفتها	Economic	3. اقتصادية (غير مكلفة)
المعلومة المرنة يمكن أن يستغلها العديد من الأطراف	Flexible	4. مرنة
يمكن الاعتماد عليها بسبب مصدرها أو طريقة جمعها عكس الإشاعة	Reliable	5. موثوقة
أنها تخدم صاحب القرار في قراره	Relevant	6. ملاءمة
غير معقدة وغير مبالغ في تفصيلها أو كميتها	Simple	7. بسيطة
أن المعلومة تكون متاحة وقت الحاجة لها	Timely	8. التوقيت
يمكن التأكد من صحتها من عدة مصادر	Verifiable	9. قابلة للتأكد
يمكن الوصول إلى المعلومة، فهمها واستخدامها	Accessible	10. سهولة الوصول إليها
يجب تأمين المعلومة حتى لا يستغلها أي كان	Secure	11. مؤمنة

Source :Ralph M. Stair, George W. Reynolds. Fundamentals of Information Systems. Boston- USA: Cengage Learning 2016. P.18

#### 2.4. الخصائص الأساسية والثانوية للمعلومة المحاسبية

أما "كيزو" فقد صنف الخصائص النوعية للمعلومة المحاسبية كما في الشكل 2-9. نلاحظ وجود تطابق كبير مع الخصائص التي ذكرت في الجدول 2-1 لـ (Stair & Reynolds). تم تقسيم

<sup>1</sup>. Ralph M. Stair, George W. Reynolds. Fundamentals of Information Systems. Boston- USA: Cengage Learning 2016. P.18

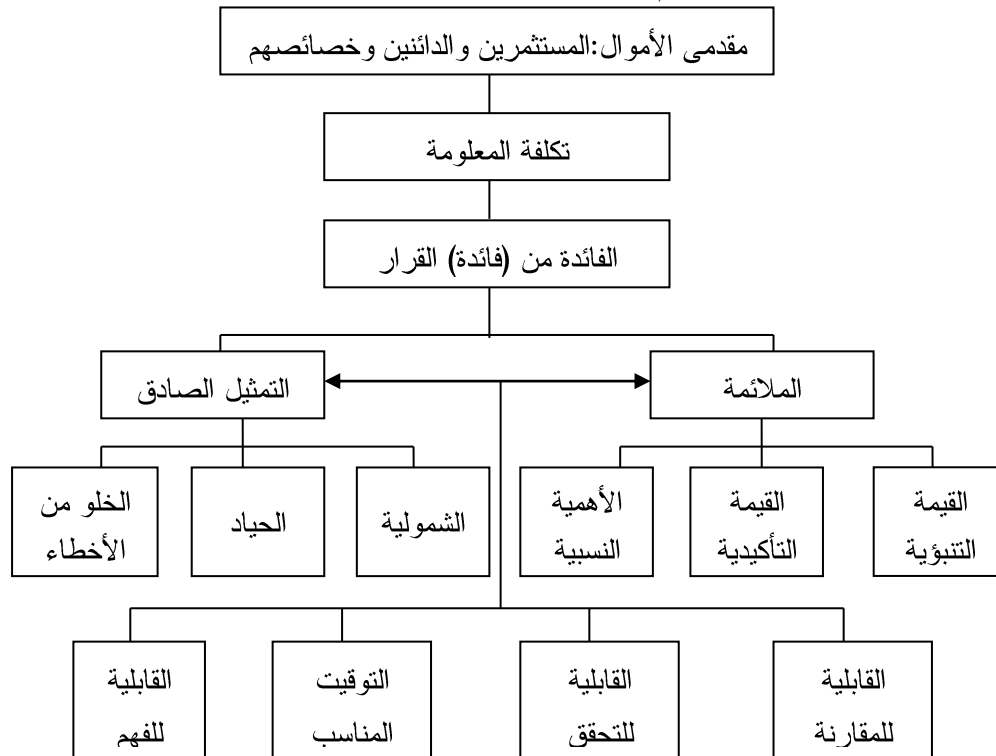
الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية إلى قسمين وهي الخصائص الأساسية ومكوناتها والخصائص الثانوية<sup>1</sup> وتتمثل في:

1. الملاءمة (relevance) أي أن تكون مؤثرة في عملية اتخاذ القرار وهذا يعني أن لها:

- القدرة على التنبؤ بالمستقبل أي يستعملها المستثمرون في تحليلهم لتكوين توقعاتهم حول المستقبل.
- القدرة على التأكيد أي تثبيت أو تصحيح توقعات سابقة.
- الأهمية النسبية وهي من جزئ من الملاءمة، وتعني أن المعلومة مهمة إذا كان نسيانها أو تحريفها سيؤثر حتما على القرار الذي يتخذه المستخدم بناء على المعلومات المالية المفصح عنها.

2. الموثوقية أي التمثيل الصادق (Faithful Representation) هي الخاصية الثانية التي تجعل المعلومة المحاسبية صالحة أو مفيدة لعملية اتخاذ القرار. إن التمثيل الصادق يعني أن الأرقام والتوصيفات الواردة تطابق ما وجد أو ما حدث حقيقة. ليكون هناك تمثيلا صادقا لا بد للمعلومة أن تكون كاملة، محايدة، وخالية من الأخطاء المادية.

شكل 2-9: هرم الخصائص النوعية للمعلومة المحاسبية



Source: Kieso & Weygandt, 2014, P 46.

<sup>1</sup>. Donald E. Kieso, Jerry J. Weygandt, Terry D. Warfield. Intermediate Accounting. 15ed ed. New Jersey USA: Wiley 2013. P.46.

## 5. المعلومة غير المالية: تعريفها وخصائصها

### 1.5. ماهية المعلومة غير المالية

"تشمل المعلومة غير المالية مجموع المعلومات الكمية أو النوعية المقترحة خارج إطار القوائم المالية، التي ليست من مخرجات نظام المعلومات المحاسبية والمالية، وليس لها علاقة مباشرة قابلة للقياس مع الأداء المالي"<sup>1</sup>.

تحتوي التقارير الإدارية على أصناف مختلفة من المعلومات المالية وغير المالية. إن المعلومات المحاسبية هي معلومات تصف حسابات المؤسسة. فهي معالجة لمبادلات مالية قامت بها المؤسسة وتنتشر لأغراض الإفصاح المالي الخارجي لصالح المساهمين، المستثمرين، الدائنين، والمصالح الحكومية. أما المعلومات غير المحاسبية فهي معلومات لا يمكن قياسها نقداً من أجل اتخاذ قرارات استثمارية من طرف المستثمرين وهي غير مستخرجة من القوائم المالية<sup>2</sup>.

ظهر الاهتمام بالمعلومة غير المالية في الأدبيات الأكاديمية لمواجهة تراجع الثقة في المعلومة المحاسبية التقليدية والأزمات المالية المتتالية. للتأكد من مصداقية المعلومة غير المالية توسعت عمليات التدقيق والمراجعة للمعلومة غير المالية تماماً كما هو الحال مع المعلومة المحاسبية.

من أهم المواضيع ذات الصلة بالمعلومة غير المالية على الإطلاق موضوع المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة؛ ينظر إلى المعلومة غير المالية بأنها مكملة للقوائم المالية لأنها تسمح بفهم أفضل للعوامل المساهمة في خلق القيمة. فما هو سبب الاهتمام بالمعلومة غير المالية؟

يعيب العديد من الأكاديميين والمنظمين التباعد المتزايد بين القيم المحاسبية والقيم السوقية، وتم إرجاع السبب إلى نوعية المعلومة المالية المنشورة. إن عدم ملاءمة هذه المعلومة ناتج عن عوامل عديدة منها اشتداد المنافسة، العولمة، التطورات التكنولوجية، الوزن المتزايد للأصول غير الملموسة في خلق القيمة والتأثير المتعاظم للأطراف ذات الصلة.

### 2.5. خصائص المعلومة غير المالية

قام عدد من الدارسين بحصر مفهوم المعلومة غير المالية وتعريفها وتحديد خصائصها من خلال دراسة 318 منشور بين 1980 و2012 تشير في عنوانها أو ملخصها إلى مفهوم المعلومة غير

<sup>1</sup>. Ibid. p45

<sup>2</sup>. B., Vijitha P. and Nimalathasan. "Value Relevance of Accounting Information and Share Price: A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka." Merit Research Journal of Business and Management Vol. 2, no. 1 (2014): pp. 001-06.

المالية وبعد دراسة المحتوى لكل من 14 تعريفا صريحا و56 ملخصا لمقال، برزت إلى السطح مجموعة من الخصائص التي قد تسمح بتأسيس تعريف لهذا المفهوم، وما لوحظ هو ما يلي<sup>1</sup>:

- أولا إن هذه المعلومات لا تنتمي إلى القوائم المالية الأساسية (الميزانية، حساب النتائج، جدول التدفقات والبيانات في الملحق)، وليس لها انعكاس مباشر عليها.
- المعلومة غير المالية تتعلق ببيانات ذات طبيعة مكملة لما نشر حول المردودية المالية خارج إطار القوائم المالية أي ليست من مخرجات النظم المالية والمحاسبية فهي معلومات سردية (informations narratives) مع إمكانية قياسها مثل قياس رضا المستهلك أو درجة وفائه.

المعلومة غير المالية قد توجد في التقارير السنوية للمؤسسات، وتشمل المعلومات غير الواردة في القوائم المالية بما فيها الملاحق المرفقة. تشمل المعلومة غير المالية حسب "McBride" فئتين: الإلزامية والطوعية. المعلومة غير المالية الإلزامية هي موضوع تشريع أو تنظيم قانوني أما المعلومة غير المالية الطوعية فتشمل كل المعلومات التي تنشرها المؤسسة بشكل طوعي في تقريرها السنوي مثل المؤشرات المفتاحية الخاصة بالأداء وتعليق المدير العام واستعراض الأنشطة<sup>2</sup>.

### 3.5. أهمية المعلومة غير المالية

يرى "Kaplan and Norton" أن المقاييس غير المالية الحالية تعبر بكيفية أفضل عن الأداء المالي المستقبلي مقارنة بالمقاييس المالية الحالية. يعتقد "Bankers, Potter, and Srinivasan" أن المقاييس غير المالية الحالية تساعد على التنبؤ بالأداء المالي طويل المدى بشكل أفضل من القياسات المالية الحالية. وأخيرا يقول "Nagari and Rajan" أن منتقدي نظم المعلومة المحاسبية يقترحون تدعيم المعلومات المالية بمعلومات غير مالية معللين ذلك بأن المقاييس غير المالية هي مؤشر جيد عن جودة العلاقة مع الزبائن<sup>3</sup>. كما أن المقاييس غير المالية تولي اهتماما أكبر للأسباب عوض الآثار، وهي أكثر استقرارا في المدى الطويل كما أن المقاييس غير المالية تشتمل على محتوى معلوماتي أكبر من المقاييس المالية للتنبؤ بالأداء المالي المستقبلي.

<sup>1</sup>. Protin, Philippe, Nathalie Gonthier-Besacier, Charlotte Disle, Frédéric Bertrand, and Stéphane Périer. "L'information Non Financière. Clarification D'un Concept En Vogue." *Revue française de gestion* 05, no. 242 (2014): p.45

<sup>2</sup>. Op.Cit p45

<sup>3</sup>. Wiersma, Eelke. "An Exploratory Study of Relative and Incremental Information Content of Two Non-Financial Performance Measures: Field Study Evidence on Absence Frequency and on-Time Delivery." *Accounting, Organizations and Society* 33, no. 2-3 (2008): p.250.

## 4.5. المؤشرات المفتاحية للأداء غير المالي (KPIs)

لخصت الباحثة Arvidsson مجموعة مؤشرات مفتاحية للأداء غير المالي والذي يرمز له (Non-financial KPIs) في إطار دراستها حول الإفصاح غير المالي من قبل المؤسسات ضمن تقاريرها السنوية والتي صرح مسؤولوا العلاقات مع المستثمرين أنهم قدموها في التقارير المالية كما يلخصه الجدول 2-2. لم يبين مسؤولوا العلاقات مع المستثمرين العلاقة السببية المقنعة بين العوامل غير المالية المذكورة في الجدول ومسألة خلق القيمة، وتم ربطها بدرجة كبيرة بإستراتيجية المؤسسة، بحكم أن الإستراتيجية تفسر الإجراءات المتخذة من طرف المؤسسة وبالتالي أثرها غير المباشر على عملية خلق القيمة.

## جدول 2-2: المؤشرات المفتاحية للأداء (KPIs) غير المالي

صنف المعلومة غير المالية	KPI غير المالي المصرح به من الديرين
المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة (CSR)	إجراءات الاستدامة عدد الحوادث إجراءات بيئية استخدام ثاني أكسيد الكربون (CO2) الحوادث البيئية شهادات بيئية، صحية وسلامة السياسات الأخلاقية
البعد البشري (Human)	مؤشر رأس المال البشري إجراءات ذات صلة بالموارد البشرية عناصر الجذب لدى المستخدم رضا العاملين دوران اليد العاملة متوسط الأجور السنوية عدد أيام العطل المرضية
البعد التنظيمي	الكفاءة التنظيمية الوقت الضائع بسبب الحوادث أداء المنتج في أهم الأسواق
البحث والتطوير (R&D)	عدد مشاريع البحث في مرحلة متقدمة من التطوير نسبة المشاريع الجديدة
البعد العلاقتي	رضا الزبون نسب الاحتفاظ بالزبون

Source: Arvidsson, Susanne. "Disclosure of Non-Financial Information in the Annual Report." Journal of Intellectual Capital 12, no. 2 (2011): 277-300



## 6. أهمية المعلومة المالية الداخلية مقارنة بالمعلومة المالية الخارجية

إن المعلومة المالية الداخلية تسهل مهمة البحث عن القيمة الضمنية مقارنة بالبيانات المنشورة بمفردها حتى ولو كانت موثوقة. درس ريتشارد بايك<sup>1</sup> "Pike" وزملاؤه مصدر وطبيعة المعلومات ومقاربات التقييم المستخدمة من طرف محلي الاستثمار (Investment Analysts) في بريطانيا عند تقييمهم للأسهم العادية من أجل توجيه المستثمرين إلى اتخاذ قرار البيع، الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم. حدد مصادر معلومات المحللين كما يلي:

1. النقاش مع مستخدمي المؤسسة،
2. اللقاءات الدورية التي تنظمها المؤسسة للمحللين،
3. التقرير السنوي ونصف السنوي (ويشمل القوائم المالية وكلمة المدير العام)،
4. الإعلانات التمهيدية - الأولية،
5. الجرائد واليوميات،
6. محللين آخرين،
7. الجمعيات العامة.

ما لوحظ هو تفوق النقاش مع مستخدمي المؤسسة واللقاءات الدورية التي تنظمها المؤسسة للمحللين لأنه بالتفاعل وجها لوجه مع الفاعلين الرئيسيين في المؤسسة وعدم الاعتماد على المصادر غير المباشرة. أما طبيعة المعلومات الجديدة التي يستخدمها المحللون الماليون لتقييم الأسهم العادية فقد تم تصنيفها إلى معلومات مالية وغير مالية وتم التركيز في هذه الدراسة على 18 عشر عنصرا لمعلومات غير مالية لا نجدها في التقارير السنوية. وجاء في المركز الأول من حيث الأهمية المستجدات بشأن الإدارة العليا ثم المستجدات بشأن كل ما يتعلق بالمنتجات. وتلتها سمعة المؤسسة وبرامج البحث والتطوير.

## مصادر المعلومات

عرضت الباحثة "Margaret Horne" من خلال دراسة حالة بعض مصادر المعلومات الضرورية لكل مرحلة من مراحل التقييم مثل المنشورات المهنية أو التجارية، قواعد البيانات التجارية،

<sup>1</sup>. Richard Pike, Johannes Meerjanssen & Leslie Chadwick (1993) The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany, Accounting and Business Research, 23:92, 489-499,p.7

مصادر مفتوحة أخرى يمكن استخدامها لجمع البيانات في شكل جداول أو أشكال تساعد على تحديد موقع المؤسسة مقارنة بمنافسيها<sup>1</sup>.

### 7. أهمية توحيد كيفية إعداد وعرض المعلومات المحاسبية

يرغب المستثمرون على مستوى العالم في تنويع أنشطتهم الاستثمارية والتواجد في جميع أنحاء العالم أينما وجدت الفرص والظروف الملائمة لتحقيق أهدافهم من تعظيم للثروة وخفض للمخاطر. إن السوق الجزائرية لا تشذ عن القاعدة فإذا ما توفرت الشروط اللازمة للقيام بالأعمال والأنشطة الاستثمارية أصبحت منطقة جذب لرؤوس الأموال الوطنية والأجنبية. من هنا تبرز أهمية تأسيس نظام محاسبي متناغم مع المعايير الدولية للإفصاح المالي والمعايير الدولية للمراجعة. إن وجود نظام محاسبي من هذا الطراز يمكن أن يساهم في تقليص الحواجز المعيقة للاستثمار.

### 8. كفاءة المحللين الماليين

يرى "Merton&Bodie" أن معظم المحللين الماليين المحترفين العاملين في قطاع الخدمات المالية يتصفون بكفاءة عالية وهذا لعدة أسباب:

- المكافآت الضخمة التي تعرض على الذين يستطيعون تحقيق أرباح تفوق المتوسط تجذب عدد كبير من المترشحين ذوي الذكاء الفائق والذين لديهم استعداد للعمل الشاق.
- بما أن الدخول إلى هذه المهنة أو القطاع ليس صعبا فإن المنافسة فيما بين المحللين الماليين يحتم عليهم البحث عن معلومات ذات جودة أعلى، وكذلك على التحليل الأفضل للمعلومات المتاحة، كل هذا من أجل البقاء في السوق.
- إن معظم الأسواق المالية موجودة منذ فترة طويلة مما سمح ببروز قوى تنافسية كافية<sup>2</sup>.

### المبحث الثالث: دور المعلومة المالية وغير المالية في التقييم

#### 1. أهمية المعلومة المالية وغير المالية في التقييم

اهتم الباحثون في مجال المحاسبة بالكيفية التي تساعد بها المعلومة المحاسبية التي تفصح عنها المؤسسات بصفة دورية في توليد القيمة. يعنى بهذا النوع من البحوث المشاركون في السوق المالية لأنهم يعتمدون على بيانات الإفصاح المالي لتقدير قيمة المؤسسة.

<sup>1</sup>. Horne, Margaret. "Competitive Intelligence in the Business Valuation Profession: A Case Study." Competitive Intelligence Review 10, no. 3 (1999).

<sup>2</sup>. Bodie, Zvi, and Robert Merton .OP.Cite P.237.

تحتاج جميع مقاربات التقييم إلى معطيات محاسبية من جميع القوائم المالية كمدخلات. من بين هذه المدخلات نذكر ما يلي:

- القيمة الدفترية/المحاسبية.
- التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة أو للأموال الخاصة (FCFE،FCFF).
- الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT).
- الأصول التشغيلية.
- أصول التوظيف.
- الأصول غير التشغيلية أي خارج الاستغلال.
- الأعباء غير النقدية/الأعباء المحسوبة مثل مخصصات الاهتلاك وبعض المؤونات.
- الديون بتصنيفاتها المالية والتشغيلية.

فمن المعروف أن الأرباح التي يتم الإفصاح عنها لها ارتباط بأسعار الأسهم في البورصة وقد درس "Bushman (2001)" نظريا وميدانيا الصلة التي قد توجد بين الأرباح المحاسبية وتشكيل أسعار الأسهم. تستغل أسعار أسهم المؤسسة بشكل تام انعكاسات الأرباح المفصح عنها على القيمة، وبما أن الأرباح تعتمد على أعمال الإدارة فإن أسعار السوق قد تعكس مدى تقدير السوق لجهود المسيرين<sup>1</sup>. يرى "Guochang Zhang" أن الباحثين في مجال المحاسبة كانوا في حيرة ولفترة طويلة بسبب العلاقة بين البيانات المحاسبية التي تلخص بصفة دورية نشاط المؤسسة وقيمة المؤسسة، وهو ما يسعى المستثمرون أيضا لاكتشافه. إن هذه العلاقة تربط الجانبين الحقيقي والمالي للاقتصاد وهي كذلك موضوع اهتمام العديد من اللاعبين الاقتصاديين كالمسيرين، والهيئات المشرفة على وضع معايير الإفصاح المالي<sup>2</sup>. ركز الباحثون في المحاسبة على البيانات المحاسبية المنشورة بشكل دوري وكيف تساهم في تحديد القيمة.

درس "L. Hail" موضوع الإفصاح المالي وتقييم المؤسسات وأكد أن المعلومة المحاسبية تلعب دورا هاما في تقييم الصفقات الاقتصادية وتستخدم في تقييم المشاريع الفردية، أو أجزاء من المؤسسة أو المؤسسة بأكملها وكذلك الأسهم أو الديون، وهذا هو السبب وراء ما تقوم به الشركات المسجلة في

<sup>1</sup>. Bushmana, Robert M, and Abbie J. Smith. "Financial Accounting Information and Corporate Governance." Journal of Accounting and Economics 32 (2001) p.35.

<sup>2</sup>. Zhang, Guochang. Accounting Information and Equity Valuation Theory, Evidence, and Applications. Springer New York, 2014.p.vii.

أسواق الأوراق المالية من نشر لقوائم مالية ضخمة تحتوي على مئات الأرقام وإفصاحات أخرى من أجل المساعدة على التقييم. من أهم المستخدمين للمعلومة المحاسبية نجد المؤسسات المالية بأنواعها ووسطاء البورصة الذين يستأجرون خبراء في التحليل المالي للمساعدة على اتخاذ القرارات واختيار المحافظ المالية المثلى. أما هيئات إعداد معايير الإفصاح على المستوى الدولي فتعتبر أن توفير المعلومات المفيدة للمستثمرين الحاليين والمحتملين والمقرضين والدائنين الآخرين لتقدير قيمة المؤسسة المفصلة هو الهدف الأساس من الإفصاح المالي (IASB2010). كانت العلاقة بين الأسواق المالية والقوائم المالية ولا زالت موضوع دراسات معمقة من قبل الأكاديميين في المحاسبة والمالية بداية من "Ball and Brown" في سنة 1968<sup>1</sup>، مما خلق كما هائلا من البحوث حول صلة الأرقام المحاسبية بالقيمة، تقييم الأموال الخاصة (الأسهم) والتحليل الأساسي.

إن هذا الاهتمام لم يمنع ظهور انتقادات بسبب نقائص وضعف القوائم المالية:

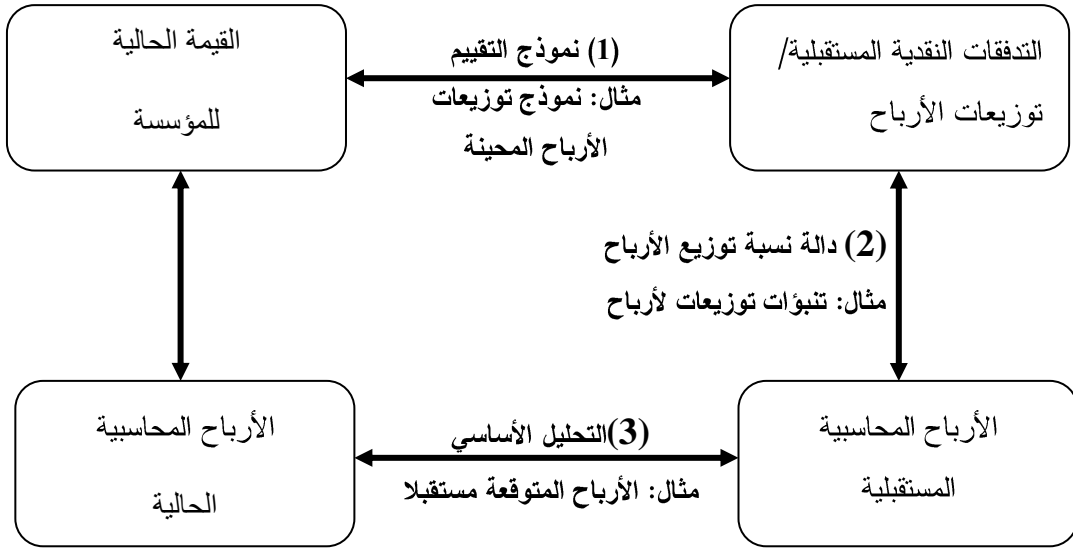
- أولاً بسبب محتواها فهي لا تستقطب سوى جزئ قليل من المعلومات ذات الصلة أو أنها لا تقيسها بشكل مقنع.
  - ثانياً يشككي المنتقدون من توقيت الإفصاح المالي، لأن المعلومات التي يفصح عنها يتجاوزها الزمن بمجرد الإعلان عنها،
  - ثالثاً مخاطر التلاعب بالأرقام من طرف المسيرين خدمة لمصالحهم الذاتية.
- إلا أن هناك اعتقاد من أن تبني المعايير الدولية للإفصاح المالي يسهم في زيادة الشفافية والقابلية للمقارنة بين القوائم المالية من بلدان أو قطاعات مختلفة، خاصة مع زيادة الاعتماد على قياسات القيمة العادلة.

يوضح الشكل 2-10 العلاقة غير المباشرة الأرقام المحاسبية الحالية مرتبطة بقيمة المؤسسة من خلال كل من الأرباح المتوقعة مستقبلاً، توزيعات الأرباح والتدفقات النقدية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Luzi Hail, Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? Accounting and Business Research, 43:4, 2013 .p.3.

<sup>2</sup> LuziHail , Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained?, Accounting and Business Research, 43:4, (2013),P.332.

شكل 2-10: الرابط التصوري بين القياسات السوقية والقياسات المحاسبية



Source: Hail, Luzi. "Financial Reporting and Firm Valuation: Relevance Lost or Relevance Regained?". Accounting and Business Research 43, no. 4 (2013): P.332

## 2. حدود المعلومة التاريخية للقوائم المالية واهمية النظرة المستقبلية

تركز عملية تقييم المؤسسات على المستقبل عكس القوائم المالية ذات التوجه نحو التاريخي. من المشروع طرح السؤال التالي: هل توجد أية قيمة تذكر في استعمال القوائم المالية عند تقييم المؤسسات؟ تشترط العديد من التشريعات على المؤسسات تقديم تقارير مالية تشمل حسابات النتائج، جداول التدفقات النقدية والميزانيات لآخر سنتين أو ثلاث سنوات. إن هذه المعلومات ذات صلة بالماضي إلا أن هذا لا ينفي كون الغرض الرئيسي للقوائم المالية هو عكس ذلك تماما.

حدد مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) هدف الإفصاح المحاسبي في إطار مفهوم الخصائص النوعية للمعلومة المحاسبية كما يلي: على الإفصاح المالي توفير معلومة تساعد المستثمرين، الدائنين وآخرين على تقدير حجم، توقيت ودرجة عدم التأكد لصافي التدفقات النقدية المنتظرة مستقبلا للمؤسسة المعنية. نستنتج من هذا الهدف التشديد على المستقبل بدل الماضي رغم أن القوائم المالية تركز على الماضي القريب. لتبديد هذا التعارض أوضح مجلس معايير المحاسبة المالية ما يلي: أحيانا يستخدم المستثمرون والدائنون معلومات عن الماضي للمساعدة على تقدير أو تقييم آفاق المؤسسة. ولهذا فرغم أن قرارات الاستثمار والائتمان تعكس توقعات المستثمرين والدائنين بخصوص المستقبل إلا أن تلك التوقعات تقوم أساسا وبصفة جزئية على الأقل على تقييم الأداء الماضي

للمؤسسة<sup>1</sup>. تم التأكيد على فكرة اعتماد الماضي كدليل نحو المستقبل مع توضيح أن التقارير المالية لا تنحصر بشكل ضيق في القوائم المالية بل تشمل نطاق واسع من المعلومات الواردة في ملاحق تلك القوائم المالية.

تعتمد نوعية المعلومة المحاسبية الفعلية أو التقديرية، على درجة كفاءة وفعالية نظام المعلومات المحاسبين، كما ترتبط بكفاءة وخبرة الخبير المالي أو المحلل الذي قام بتقدير تلك المعلومات المالية. تشكل المعلومة المحاسبية أحد المدخلات الرئيسية لعملية التقييم، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الفعلية الماضية أو بالمعلومات التقديرية المستقبلية.

ينظر إلى محتوى القوائم المالية كجزء مفصلي للمعلومة المستخدمة لتقييم أسهم الشركات. إضافة إلى هذا يحاول الباحثون استكشاف مدى تأثير خصوصيات أي بلد ذات مثل الاقتصاد، الأسواق المالية، النظم القانونية/السياسية والمحاسبية لتفسير الاختلافات في محتوى وتوقيت القوائم المالية وفي استخدامها في تقييم الأسهم. خلصت تلك الأبحاث إلى أن للمتغيرات ذات الصلة بالبلد أهمية في تفسير اختلافات أو فروقات التقييم بين البلدان إضافة إلى العوامل الخاصة بالمؤسسة نفسها<sup>2</sup>.

إن جودة عملية التقييم ودرجة مصداقية نتيجته مرهونة بنوعية المعلومة المحاسبية والمالية بشقيها الفعلي والتقديري المستقبلي. إن القيام بالتحليل الإستراتيجية والمالية المحاسبية والاستشرافية يعتمد جزئياً على المعلومات المحاسبية. لهذا لا بد من إجراء مراجعة تقييمية لكل من نظام المراقبة الداخلية ونظام المعلومات المحاسبية وألا تطلب الأمر القيام بإجراء خبرة لمراجعة مجموع الحسابات والتصديق عليها.

### ضرورة عدم الاعتماد على معلومة واحدة فقط

من الخطأ الاعتماد على معلومة واحدة فقط لتقييم المؤسسة، كالاتتماد على ربح السهم، نسبة السعر على ربح السهم أو الربح قبل الفوائد والضرائب، أو غيرها من المعلومات المنفردة. إن المعلومة المنفردة يمكن تشبيهها بالخيط المستخدمة في صناعة السجاد، إنها لا تعطي الصورة الكاملة، بل لا بد من خيوط عديدة لصناعة سجادة كاملة.

<sup>1</sup>. Kent Baker.H, Greg Filbeck, ed. *Investment Risk Management*. Oxford. UK: Oxford University Press 2015.PP.61.

<sup>2</sup>. Foster, George, Ron Kasznik, and Baljit K. Sidhu. "International Equity Valuation: The Relative Importance of Country and Industry Factors Versus Company-Specific Financial Reporting Information." *Accounting & Finance* 52, no. 3 (2012): 767-814.

### 3. دور المعلومة غير المالية في تحديد قيمة المؤسسات

#### 3.1. تزايد أهمية المعلومة غير المالية ودوافع الإفصاح عنها

يعتبر المستثمرين المؤسسيين مثل مسيري المحافظ إن قراراتهم الاستثمارية تتحكم فيها المعلومة غير المالية بنسبة 35 بالمائة ولهذا يطالب عدد منهم بجعل الإفصاح عن المعلومة غير المالية إجبارياً. تشير الباحثة "Arvidsson"<sup>1</sup> إلى توجه جديد لدى الفرق المسيرة من خلال تطوير مؤشرات الأداء للمعلومة غير المالية (non-financial KPIs)، إلا أن مصداقية مثل هذه المؤشرات ما زالت موضوع تساؤل. إن موثوقية (The reliability) مؤشرات الأداء غير المالي أصبحت موضوع الباحثين تماماً مثل مسألة القابلية للمقارنة (comparability) وهو يدفع تجاه ضرورة تطوير معايير متفق عليها لتوفير مؤشرات الأداء غير المالي المناسبة لمصلحة الناشطين في السوق المالية.

من خلال إجابات مسؤولي العلاقات مع المستثمرين (the investor relation managers (irms)) عن أسباب الإفصاح عن المعلومات غير المالية في التقرير السنوي تبين وجود شبه إجماع، وكانت الأسباب الرئيسية الثلاث المقدمة هي:

1. زيادة فهم المؤسسة (Enhance understanding of the company).

2. القيام بإفصاح كامل وعادل (Convey a full and fair disclosure)،

3. وصف القيم الأقل مادية (Describe the less tangible values).

أما الدوافع التي قدمها مستخدمو المعلومة غير المالية فكانت كالتالي:

1. تقدير أكثر موثوقية لقيمة المؤسسة،

2. فهم أكبر لدور الأصول غير الملموسة في خلق القيمة وتقييم المؤسسة،

3. زيادة التنبؤات المالية. يلاحظ أن دوافع المستخدمين تهدف إلى تحسين عملية تقييم

المؤسسة.

#### 3.2. حجم المعلومة غير المالية:

قدرت الباحثة Arvidsson أن التقارير السنوية للشركات المسجلة في السوق المالية لسنوكهولم بالسويد تمثل 35.7 بالمائة من مجموع محتوى التقرير السنوي. من بين أسباب زيادة كمية المعلومات غير المالية يذكر المسؤولون القوانين الجديدة التي تحتم القيام بالمزيد من التركيز على المعلومة غير المالية مثل معايير الإفصاح المالي الولية (IFRS) ومتطلباً حوكمة المؤسسات (corporate-)

<sup>1</sup>. Arvidsson, Op. cite p.286.

(governance). السبب الثاني هو الاهتمام المتزايد والطلب من طرف المجموعة المالية ( Financial community) وأصحاب المصلحة بصفة عامة بالمعلومات حول الأصول غير الملموسة.

### 3.3. المعلومات غير المالية التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية

صنفت الباحثة المعلومة المالية إلى خمسة أصناف هي: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة (CSR) العنصر البشري، العنصر التنظيمي، البحث والتطوير والبعد العلاقتي (relational). أما ترتيب هذه الأصناف الخمسة حسب أهميتها ومحتوى كل صنف فكان كما يلي:

- المعلومات الخاصة بالبعد التنظيمي (مثل الطرائق، أداء الجودة، فعالية الإنتاج والتكنولوجيا وثقافة المؤسسة) تأتي في المقام الأول من التركيز في التقارير السنوية.
- المعلومات ذات الصلة بالقضايا البشرية (human issues) (مثل مجلس الإدارة/فريق التسيير/المستخدمين، برامج تطوير الكفاءات، برامج التحفيز).
- القضايا العلاقتية (relational issues) (مثل مجموعات الزبائن، شبكات المومنين/الموزعين، التحالفات الإستراتيجية، اتفاقيات التعاون).
- المعلومات المتعلقة بالبحث والتطوير (مثل أنشطة البحث والتطوير، محفظة المنتجات، البراءات، الإبداع).
- المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة (مثل السياسة البيئية، شهادات إيزو (ISO)، سياسة أخلاقيات الأعمال (ethicpolicy)، السياسة الجوارية مع المجتمع).

### 4. أهمية المعلومة غير المالية مقارنة بالمعلومة المالية

لدراسة الصلة بين المعلومة غير المالية وتقييم المؤسسات مقارنة بدور المعلومة المالية قام "Soenke" وزملاؤه<sup>1</sup> بدراسة ميدانية في ألمانيا بخصوص 208 مؤسسة في إطار رأس "المال المخاطر" بين سنتي 1999 و2008. خلص الباحثون إلى ما يلي: في حالة الاعتماد على المعلومة المالية من القوائم المالية مع الأخذ في الاعتبار بعض خصائص كل شركة مثل عمر المؤسسة وبنكها وعدد التمويلات تبين أن المعلومة المالية تفسر تقريبا 51% من تغيرات القيمة وهي نفس النتيجة تقريبا في حالة الاعتماد على المعلومة غير المالية لوحدها. أما في حالة استخدامهما معا وبالتزامن فإنهما مجتمعتين تفسران 62% من تغيرات قيمة الشركات. أيضا تبين أن الاعتماد على نماذج تعتمد على

<sup>1</sup>. Soenke Sievers, Christopher F. Mokwa & Georg Keienburg. "The Relevance of Financial Versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms." European Accounting Review 22 no. 3 (2013): 467-511.



المعلومة المالية وغير المالية يعطي نتائج أكثر دقة مقارنة ببعض نماذج التقييم مثل نموذج مضاعفات السوق أو الأصول.

لدراسة موضوع المعلومة غير المالية استندنا أيضا إلى بحث طويل وحديث (نشر في نهاية سنة 2015) قام به ثلاثة باحثين أوروبيين<sup>1</sup>، فيما يلي تلخيص لأهم نتائجه:

أ. برهنت الأزمة المالية لسنة 2008 بطريقة عملية عن مخاطر المبالغة في الاعتماد على الأداء المالي قصير الأجل وأظهرت أن الجميع بحاجة إلى رؤية مختلفة تجاه أداء المؤسسة والتي تشمل تطور الاستقرار المالي، الأداء في المدى الطويل والصلة مع الاستدامة (sustainability).

ب. أثبتت العديد من المبادرات الدولية والوطنية أن الشركات الكبرى لها دور اجتماعي يضاف إلى وظيفتها التقليدية إلا وهي تعظيم ثروة المساهمين.

ج. من بين مبادرات الدور الاجتماعي للمؤسسة نسردها ما يلي: مبادرة الأمم المتحدة في سنة 2000 التي تهدف إلى ترقية 10 مبادئ نالت الإجماع في مجالات حقوق الإنسان، الشغل، البيئة ومكافحة الفساد والرشوة.

د. مبادرة أخرى هي معيار إيزو 26000 (ISO 26000) والخاص "بالمسؤولية الاجتماعية" الصادر في سنة 2010، والذي يوفر توجيهات عن كيفية سلوك المؤسسة بطريقة مسؤولة اجتماعيا.

هـ. على الأصعدة الوطنية فقد شرعت العديد من الدول في سن قوانين واليات حول المسؤولية الاجتماعية. تؤكد هذه القوانين والآليات على أهمية الإفصاح الطوعي لصالح الأطراف الخارجية عن أنشطة المؤسسة ذات الصلة بالأنشطة الاجتماعية، البيئية والأنشطة المتعلقة برأس المال غير الملموس والأداء.

و. إذا كانت المعلومة المالية قد حظيت بتنظيم وتقنين عبر قوانين راسخة مثل المعايير الدولية للمحاسبة (IFRS) ومتابعة هيئات تسيير البورصات فإن المعلومة غير المالية (NFI) كانت أقل حظا وعرضة لقواعد تنظيمية مؤسسة.

<sup>1</sup>. Michael Erkens et al., « Non-financial information: State of the art and research perspectives based on a bibliometric study », Comptabilité - Contrôle - Audit 2015/3 (Tome 21), p. 15-92

إن هذه الوضعية لم تدم بسبب ظهور مبادرات عديدة دولية ووطنية. تبين هذه المبادرات الأهمية المتعاظمة التي أعطيت للمعلومة غير المالية التي توفرها إدارة الشركات للأطراف الخارجية من أجل تواصل فعال فعالة في السوق.

### 5. مسار التقييم والبحث عن البيانات المقارنة عن المنافسة

تعرض "M.Horne" مسار عملية التقييم في إطار عملية جمع البيانات الهامة خاصة ما تعلق بالمنافسة داخل نفس القطاع. لحساب قيمة المؤسسة بدقة أكبر من المهم تحديد مكانة المؤسسة في قطاعها الصناعي وموقعها أمام منافسيها. إن المؤسسات الناجحة على دراية بما يقوم بها منافسوها. إن فهم وتحديد مسار التقييم والمراحل التي تشملها عملية أداء التقييم يصاحبها تحديد للمعلومات المهمة والضرورية عن القطاع والمنافسة خلال كل مرحلة. تؤكد المؤلفة إن من بين العوامل المفتاحية التي تميز المسيرين الناجحين عن الفاشلين هو **المعلومة**. إن الذين يعرفون أين يتحصلون عليها وكيف يستخدمونها يتمتعون في العادة بميزة كبيرة مقارنة بمنافسيهم لأنها تمكنهم من وضع إستراتيجية منطقية توجه مؤسساتهم. إن سر الإستراتيجية يكمن في المعلومة. إن البيانات عن المنافسة لا تستخدم فقط لإعداد الخطط والتكتيكات بل أيضا في مجالات متخصصة مثل تقييم المؤسسات.

تعتبر "M.Horne" إن تقييم المؤسسات عملية تحليل معقدة تشمل عدة خطوات منها البحث والتحليل وهو في حد ذاته تخصص قائم بذاته ابتداء من إيجاد مصادر المعلومة ثم تحليل البيانات المحصلة واستخدامها من أجل تقييم ناجح للمؤسسة<sup>1</sup>.

### خطوات البحث عن المعلومة

تعرض "M.Horne" إتباع الخطوات التالية عند البحث عن المعلومة بغرض التقييم وتشتترط ما

يلي:

#### 1. الحفاظ على الحياد:

- التأكد من موثوقية جميع المصادر.
- التركيز على الحقائق وتجنب الصفات المفرطة والمبالغة.

#### 2. عند استخدام قواعد البيانات لا بد من:

- معرفة مصدر البيانات.

<sup>1</sup>. Horne, Margaret. " Competitive Intelligence in the Buisness Valuation Profession: A Case Study." *Competitive Intelligence Review* 10, no. 3 (1999).

- معرفة حدوده أو قصوره.

### 3. تلخيص حصيلة البحث بكيفية مقتضبة ومباشرة:

- التحلي بالنقد الذاتي للعمل المنجز.
- إن نطلب دائما من شخص ثاني إعادة قراءة العمل المنجز والاستماع لتعليقاته.

### جدول 2-3: الخطوات النموذجية المتبعة لأداء تقييم المؤسسة والمعلومات التنافسية المطلوبة

الخطوة/المرحلة	المطلوب من منظور المعلومة التنافسية (IC)
تحديد الظروف الاقتصادية	البحث والتحليل في الظروف الاقتصادية: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ وطنيا</li> <li>▪ جهويا</li> <li>▪ محليا</li> </ul>
تحديد الظروف القطاعية (الصناعة)	البحث والتحليل في الظروف القطاعية (الصناعة): <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ تحديد رمز النشاط الصناعي (SIC)</li> <li>▪ البحث عبر موارد الانترنت عن معلومات مالية للمؤسسة</li> <li>▪ البحث في قواعد البيانات للمؤسسات غير المدرجة في البورصات</li> <li>▪ الاتصال بالجمعيات المهنية التي تنتمي إليها المؤسسة ومراجعة منشوراتها</li> <li>▪ مراجعة وتحليل البيانات المترجمة</li> </ul>
التحليل المالي	جمع البيانات المحاسبية وتحضير صفحات اكسيل مع مقارنة المعلومات
القيام بتحليل WOTS للمؤسسة المقيمة	مراجعة المعلومات تأتي وفترة إدارة المؤسسة أو تم الحصول عليها من البحث وإعداد تحليل تاريخي، أهم المسؤولين، توضيح تقنيات البيع والتسويق وأخيرا المنافسة.
تحديد الهيكل الإداري للمؤسسة	بحث أو دراسة شركات مماثلة وتشخيص تقنيات التسيير المشتركة
تحديد محددات المخاطر ومحددات القيمة للمؤسسة	جمع وتحليل البيانات المتعلقة بقطاع نشاط المؤسسة. إن هذا له تأثير على المضاعفات ومعدلات الخصم المستخدمة في طرق التقييم
تحديد طريقة التقييم	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ البحث عن مراجع توجيهية كيفية تقييم المؤسسات الخاصة والعامة</li> <li>▪ تحديد إمكانية وجود طرق تقييم أكثر ملاءمة لذلك النشاط</li> </ul>
إجراء التقييم	الأخذ في الاعتبار كل البحوث والتحليل
تحديد العلاوات والخصومات إن وجدت	الأخذ في الاعتبار كل البحوث والتحليل
تحديد القيمة	الاعتماد على الخبرة للقيام بالتوفيقات والترجيحات اللازمة

**Source:** Horne, Margaret. " Competitive Intelligence in the Buisness Valuation Profession: A Case Study." *Competitive Intelligence Review*10, no. 3 (1999).p.35

يبين الجدول 2-3 الخطوات النموذجية لمسار عملية تقييم المؤسسات والمعلومات اللازمة ذات الصلة بالبيانات التنافسية عند كل خطوة. للعلم فإن عمليات التقييم ليست نمطية وكل حالة يمكن اعتبارها فريدة ولهذا قد تظهر الحاجة لإضافة خطوات أخرى ضرورية للوضع الخاص.

من خلال دراسة خطوات ومحتويات الجدول 2-3 نلاحظ، أولاً، أنها متعلقة ببيئة أمريكية بسبب الرجوع بصفة دائمة إلى قواعد البيانات الأمريكية التي تجمع بيانات متنوعة عن الشركات المحلية. يمكن أن نستخلص بان الخطوات العامة صالحة مهما كان البلد ولكن تطبيقها قد يحتاج إلى تكيف ومطابقة مع الواقع المحلي خاصة في حالة البلدان النامية. من جهة ثانية يمكن القول انه مع تطور وسائل الإعلام والاتصال ووجود قدرة على الدفع يمكن الاستفادة من العديد من قواعد البيانات عن بعد بواسطة الاثترانك فيها. إن سر تفوق شركات المحاسبة الكبرى في العالم أو ما اصطلح على تسميته بالأربعة الكبار هو عمل كل واحدة منهم في إطار شبكة عالمية تستفيد من المعلومات الخاصة الداخلية غير المتداولة في السوق.

### خلاصة الفصل

حاولنا الإمام بمحورين أساسيين هما الأسواق المالية والمعلومة بشقيها المالي وغير المالي ودورهما في اكتشاف أو تقدير القيمة الأساسية للأصول المالية وللمؤسسة. لاحظنا أنه ولكي تكون الأسواق المالية فعالة لا بد أن تتمتع بالكفاءة التخصيصية، العملياتية والمعلوماتية وان هذه الأخيرة مرتبطة بالإفصاح المالي القانوني والطوعي. كما المعلومات غير المالية تعتبر في نفس درجة أهمية المعلومة المالية فهي تسمح بتأكيد الأداء الذي يكشفه نظام المعلومات المحاسبية.

**الفصل الثالث:**  
**المقاربات الرئيسية لتقييم**  
**المؤسسات**

## مقدمة

إن من يلج إلى عالم مالية المؤسسة مطالب بفهم ميكانيزمات تقييم المؤسسة بحكم أهمية التقييم في حالات الاستحواذ والاندماج ومعرفة مصادر خلق القيمة الاقتصادية. أضحى عالم الأعمال في العصر الحديث متوجها بالدرجة الأولى نحو المستقبل والذي يحوي في طياته عناصر التفاؤل والمخاطرة في آن واحد كما يفقد الماضي من أهميته. توجد طرق تقييم تركز على ما يمكن تحصيله من تدفقات مالية في المستقبل عكس ما كان عليه الحال في السابق حيث كان الاهتمام إن كانت المؤسسة ترباح في الحاضر وهل ربحت في الماضي (Valeur de rendement). كما يهتم أي مستثمر بتكلفة دخوله كمساهم في الماضي (Valeur patrimoniale). مما سبق نستنتج انه يوجد تداخل بين قيمة المردودية وقيمة الممتلكات. حيث يركز المشتري على القيمتين أي ماذا كلفه شراء المؤسسة وماذا ستعطي له مستقبلا. إن قيمة المردودية أصبحت في الوقت الحالي محور تقييم المؤسسات<sup>1</sup>.

## المبحث الأول: عموميات حول طرق التقييم

## 1. فرضيات التقييم: التوقف عن النشاط أو الاستمرار

إن طبيعة القيمة تتغير حسب الافتراضات المنطلق منها، وأمام المقيم افتراضين: فرضية استمرار النشاط أو فرضية التوقف عن النشاط أي التصفية. إن قيمة استمرار النشاط تعتمد على التدفقات النقدية من العمليات المستقبلية للمؤسسة. أما قيمة التصفية فهي عكس ذلك تساوي صافي المبلغ الممكن تحصيله لو توقف نشاط المؤسسة وبيعت أصولها. إن التصفية قد تكون طوعية منتظمة أو قسرية. إن التصفية القسرية تعني محاولة بيع الأصول في أقصر مدة زمنية ممكنة عكس التصفية المنتظمة أين تأخذ عملية التصفية الوقت الكافي من أجل تعظيم حصيلة البيع. تعتمد اغلب طرق التقييم على فرضية الاستمرارية في النشاط.

## 2. تصنيف مقاربات ونماذج التقييم

توجد في النظرية المالية العديد من النماذج والطرق لتقييم الشركات يمكن إيجازها بصفة عامة في أربع فئات أو مقاربات رئيسية وضمن كل مقاربة نجد أكثر من طريقة. إن كل مقاربة تركز على واحد من الأبعاد التالية: الأصول، الأرباح، الشركات الشبيهة والخيارات المتاحة حول كيفية استغلال

<sup>1</sup>. R, Jean-Baptiste TOU RN I E, and Jean-Claude TOU RN I E R. *Evaluation D'entreprise \_ Que Vaut Une Entreprise* Quatrième édition ed. Paris: Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, 2007. P.127.

الأصول الحقيقية. بصفة عامة يمكن دمج هذه المقاربات ضمن أربع فئات رئيسية يوضحها (شكل 3-1) وهذه المقاربات هي<sup>1</sup>:

1. التقييم على أساس الأصول ويهتم بقيمة البيع أو الاستبدال للأصول العينية والمالية (المقاربة المحاسبية). هذه المقاربة لا تركز على المؤسسة ككل بل تنظر إلى الأجزاء المكونة للمؤسسة مادية، مالية أو معنوية بما فيها قيمة الشهرة (Goodwill).
2. التقييم على أساس المداخل أو التدفقات النقدية المحينة (تسمى أيضا المقاربة الاقتصادية بفرضية مواصلة النشاط). لحساب القيمة الحالية يطبق معدل خصم على التدفقات المستقبلية المتوقعة.
3. التقييم على أساس المقارنات أو التقييم النسبي أو المقاربة السوقية والذي يقيس القيمة كمضاعف لمؤشرات محاسبية أو معطيات أخرى لشركات قريبة وشبيهة (مضاعفات القيمة الدفترية أو الإيرادات أو الأرباح).
4. التقييم على أساس الخيارات الحقيقية وتعتبر مقارنة حديثة في النظرية المالية وهي مشتقة من الخيارات المالية. تستخدم مقارنة الخيارات الحقيقية لتقييم حالات خاصة من المؤسسات مثل المؤسسات حديثة النشأة (Start up) أو مؤسسات التكنولوجيات الحديثة. تركز هذه المقاربة على خيارات التوسع أو التراجع عن الاستثمار أو تأخير الاستثمار.

<sup>1</sup>. Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2010.p.0.

شكل 3-1: المقاربات الرئيسية لتقييم المؤسسات



المصدر: من تلخيص الباحث

أما "بابلو فيرنانديز" فنصف طرق تقييم المؤسسات على أساس طبيعة المدخلات الرئيسية فيها، وقسمها إلى ستة مجموعات هي<sup>1</sup>: طرق الميزانية أي التي تأخذ مدخلاتها من الميزانية، حساب النتائج، مزيج بين الميزانية وحساب النتائج، جدول التدفقات النقدية، خلق القيمة الاقتصادية المضافة، وطرق الخيارات الحقيقية الجدول 3-1.

<sup>1</sup>. Fernandez, Pablo. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* USA: ACADEMIC PRESS., 2002. P.21



## جدول 3-1: أهم طرق التقييم وفق تصنيف (Pablo Fernandez)

الميزانية	حساب النتائج	مزيج (Goodwill)	خصم التدفقات النقدية DCF	خلق القيمة	الخيارات
القيمة الدفترية ANC	المضاعفات	كلاسيكي	التدفقات النقدية الحرة (FCFF)	EVA	BLACK & SCHOLES
صافي الأصول المصححة ANR	مضاعف PER	خبراء المحاسبة للاتحاد الأوروبي	تدفقات نقدية للمساهمين (FCFE)	الربح الاقتصادي	خيارات الاستثمار
قيمة التصفية L.V	المبيعات	الدخل المختصر	الأرباح الموزعة (DDM)	القيمة النقدية المضافة (AV)	توسيع المشروع
قيمة الاستبدال أو الإنشاء RV	P/EBITA	طرق أخرى	تدفقات نقدية على الأموال المستعملة		تأجيل المشروع
	مضاعفات أخرى		APV	CFROI	الاستخدامات البديلة

Source: Fernandez, Pablo. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation USA*: ACADEMIC PRESS. , 2002. P21

## تصنيف مقاربات التقييم وفق توصيات صندوق النقد الدولي

قسم "M. KUMAH" وزملاؤه مجموع نماذج التقييم إلى مجموعتين: نماذج التقييم المطلقة ونماذج التقييم النسبية. بالنسبة لنماذج التقييم المطلقة (Absolute valuation models) تتحدد قيمة السهم أو الأموال الخاصة بناء على الخصائص الذاتية للمؤسسة المعنية. إن هذه القيمة قد تختلف عن سعر السوق حسب كيفية تقدير الأرباح المستقبلية والمخاطر المتوقعة. تعتمد معظم نماذج التقييم المطلقة على مبدأ القيمة الحالية أي على مقارنة خصم التدفقات النقدية (DCF)<sup>1</sup>.

أما نماذج التقييم النسبية (Relative valuation models) فتقيم مؤسسة معينة بنفس سعر مؤسسات أخرى لها خصائص مشابهة أو مطابقة بحكم أن عوامل التحكيم في الأسواق تجعل الأصول المتشابهة لها أسعار متشابهة.

سنركز في عرض مقاربات التقييم على المقاربات الثلاث وهي مقاربات الأصول (التكلفة/الاستبدال)، المداخل والمقارنات أو السوق. عند تقييم مؤسسة صناعية قائمة من الطبيعي التركيز أولاً على قدرة المؤسسة الصناعية على توليد معدل عائد معقول ولهذا تأتي مقارنة الدخل في المقام الأول،

<sup>1</sup>. Emmanuel Kumah, Jannick Damgaard, and and Thomas Elkjaer. "Valuation of Unlisted Direct Investment Equity " In *IMF WORKING PAPER*: Statistics Department International Monetary Fund, 2009. P.5.

تليها مقارنة السوق. أما مقارنة الأصول فهي تمثل نقطة انطلاق لأخذ فكرة عن أدنى قيمة ممكنة تكون مرجعا للمقارنة.

## المبحث الثاني: المقاربة على أساس الأصول

### 1. أسس المقاربة

ترتكز مقارنة التقييم على أساس الأصول على المبدأ الاقتصادي للإحلال (substitution). يعني هذا المبدأ أن المستثمر لن يدفع مقابل أصل ما (مؤسسة أو حصص في مؤسسة) أكثر مما يكلفه شراء أو بناء أو صنع أصل آخر يساويه ويعادله. في هذه المقاربة يتم تحليل وتقييم جميع الأصول والخصوم بصفة منفصلة، وهذا يعني جميع فئات الأصول مثل<sup>1</sup>:

- حسابات الأصول المالية.
- العقارات المبنية وغير المبنية.
- الأصول العينية الأخرى (آلات ومعدات).
- الأصول غير الملموسة مثل الرخص (كرخص الاستغلال المنجمي)، البراءات، العلامات، البرمجيات، الأسرار التجارية، العلاقات مع الزبائن، الشهرة (Goodwill) الخ.
- حسابات الخصوم الجارية: موردون، ضرائب مستحقة، أجور مستحقة، الخ..
- حسابات الخصوم (الالتزامات) طويلة الأجل خاصة تلك المتعلقة تنتظر الفصل لدى المحاكم.
- الالتزامات الخاصة كتلك المرتبطة بحركة العمال من تقاعد، تسريح أو تمويل لصناديق ذات صلة.

تعتبر مقارنة التقييم على أساس الأصول بسيطة التطبيق ظاهريا ويتم استعمالها عادة للاستدلال بها كونها تعطي قيمة منخفضة للمؤسسة. إن التقييم على أساس الأصول هو مقارنة ساكنة، تشمل تعديلات لقيم الأصول الميزانية قبل أن تخصم منها الديون القائمة للحصول على قيمة صافي الأصول المعدلة (ANR).

يهدف حساب قيمة الأصول أو الموجودات إلى مقارنة هذه الأخيرة بقيمة التدفقات النقدية المستقبلية المحيئة أو قيمة الربحية للتأكد من مدى مصداقيتها وتحسب قيمة الممتلكات بإعادة تقييم صافي الأصول المحاسبية. يفترض أن تكون قيمة الممتلكات قيمة قاعدية، فلا يعقل أن تكون هذه القيمة

<sup>1</sup>. 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.352

أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية إلا نادرا. عندما تكون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية المحينة أكبر من قيمة الممتلكات فإن الفرق الموجب يدعى فرق الاقتناء أو شهرة المحل "Goodwill" ويعبر هذا الفرق عن ربحية إضافية للأموال المستثمرة وسببها وجود أصول وعناصر معنوية غير ملموسة ليس من السهل تقييمها بشكل منفرد كما هو الحال مع السمعة الحسنة ورأس المال البشري والتنظيم الجيد الخ...

أما عندما تكون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية المحينة أقل من قيمة الممتلكات وهذا نادرا ما يحدث، فإن الفرق السالب يدعى فرق الاقتناء السلبي "Goodwill négatif" ويعبر هذا الفرق عن عجز أو نقص في الربحية والذي قد يكون من أسبابه وجود عمالة فائضة أو طاقة إنتاجية فائضة لا يمكن استغلالها مقارنة باحتياجات السوق. في مثل هذه الحالات وإذا افترضنا ديمومة المؤسسة وعدم تصفيتها، تعتبر قيمة الربحية هي القيمة الحقيقية للمؤسسة، أما من وجهة نظر النظرية المالية يجب توقيف نشاط مثل هذه المؤسسات لأن قيمة التصفية ستكون أكبر من قيمة مواصلة النشاط. (Decision de désinvestissement) وتواجه مثل هذه الحالات عند تنازل الدولة عن مؤسسات تعاني من العجز الهيكلي المزمن.

## 2. طريقة صافي الأصول المحاسبية

تسمح لطريقة صافي الأصول المحاسبية "ANC"<sup>1</sup> بتوفير معلومات عن القيمة المحاسبية للأموال المستثمرة بصفة مباشرة وغير مباشرة من قبل المساهمين. صافي الأصول المحاسبية =  $\Sigma$  الأصول القابلة للتحقيق - الديون قصيرة وطويلة الأجل (تجاه الغير) يمكن الاعتماد على آخر ميزانية متاحة ويتم ضبط وتسوية المؤونات المخصصة للمخاطر والمصاريف حيث يمكن إدراج جزء منها ضمن الاحتياطات.

تعتمد هذه الطريقة المحاسبية الصرفة على تقييم مختلف عناصر الميزانية وفق مبدأ الحذر بتبني أقل قيمة بين القيمة الأصلية التاريخية والقيمة السوقية. إن هذه الطريقة قليلة المصدقية خاصة في حالات التضخم الشديد وعليه فهي قليلة الاستعمال.

## 3. طريقة صافي الأصول المعدل أو المصحح

تختلف صافي الأصول المعدل أو المصحح (ANR/ANCC)<sup>2</sup> عن الطريقة السابقة "ANC" في إن الأصول العينية يعاد تقييمها، أي تم تصحيح القيم المحاسبية وتعويضها إن أمكن بالقيم السوقية وينتج عن هذا التصحيح فوائض أو نواقص القيمة تضاف أو تطرح من الأموال الخاصة (شكل 3-2).

<sup>1</sup>. ANC = ACTIF NET COMPTABLE

<sup>2</sup>. ANR= ACTIF NET REEVALUE - ANCC = ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE

## 1.3. محاذير خاصة عند تقييم بنود الميزانية

## الأصول الثابتة العينية

تختلف أهمية الأصول الثابتة العينية حسب قطاع النشاط (صناعة ثقيلة، خفيفة، خدمات) وكانت تسجل حسب قيمتها الأصلية أي التاريخية وتشمل: الأراضي (لا تهتك) والمباني، الآلات، المعدات، والمطلوب هنا هو البحث عن القيمة السوقية لتلك الأصول (Valeur de marche) أو قيمتها العادلة. تنقسم الأصول الثابتة العينية إلى قسمين:

▪ أصول ثابتة عينية خارج الاستغلال وتقوم حسب أسعار السوق إن وجدت.

▪ أصول ثابتة عينية مرتبطة بالاستغلال وتقوم حسب السوق أو حسب قيمتها النفعية.

يتم إدراج تخفيضات على القيم بسبب: القدم، الضجيج، الحجم. ويمكن أيضا الاعتماد على قيمة التعويض أو قيمة الجديد ناقص تخفيض ناتج عن القدم، الضجيج، الحجم الكبير، ... الخ<sup>1</sup>.

## تقييم الأصول الأخرى:

يتعلق الأمر أساسا بـ:

▪ الأصول المالية: وتتكون من أسهم تمثل استثمارات مستقرة في شركات أخرى ومن سلفات طويلة أو متوسطة الأجل تكون قد قدمتها المؤسسة لفائدة جهات أخرى. يجب التأكد من نوعية السلف وتخصيص مؤونات للمخاطر في حال وجود مخاوف حقيقية. بالنسبة للمساهمات (أسهم، حصص) تقوم بقيمتها السوقية.

▪ الأصول المتداولة (الجارية): محاسبيا يتم تقويم العملاء، المخزونات وباقي حسابات الاستغلال بأدنى قيمة تاريخية أو سوقية، إما لأغراض التقييم فتؤخذ في كل الحالات قيم السوق.

## الخصوم:

لدراسة الخصوم يتم التركيز على أربعة عناصر تستحق الدراسة:

▪ شبه الأموال الخاصة.

▪ مؤونات المخاطر والأعباء.

▪ الديون المالية.

<sup>1</sup>. Vizzavona, Patrice. *Pratique De Gestion - Evaluation Des Entreprises Tome 3*. Alger: Berti Editions, 1991.P.7.

▪ الحالة الجبائية للمؤسسة.

شبه الأموال الخاصة: هي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى رأسمال حسب الاتفاق مع أصحابها (سندات قابلة للتحويل، سندات اكتتاب في الأسهم، الخ). إن وجود هذا الصنف من الأوراق المالية يمثل عامل عدم تأكد تذبذب بخصوص عدد الأسهم وقيمتها هذه الوضعية قد تؤثر في سعر الصفقة.

مؤونات المخاطر والأعباء: تصنف المؤونات إلى مبررة وغير مبررة :

▪ غير المبررة تحول إلى الاحتياطات بعد طرح الضرائب على الربح.

▪ المبررة تحول إلى ديون.

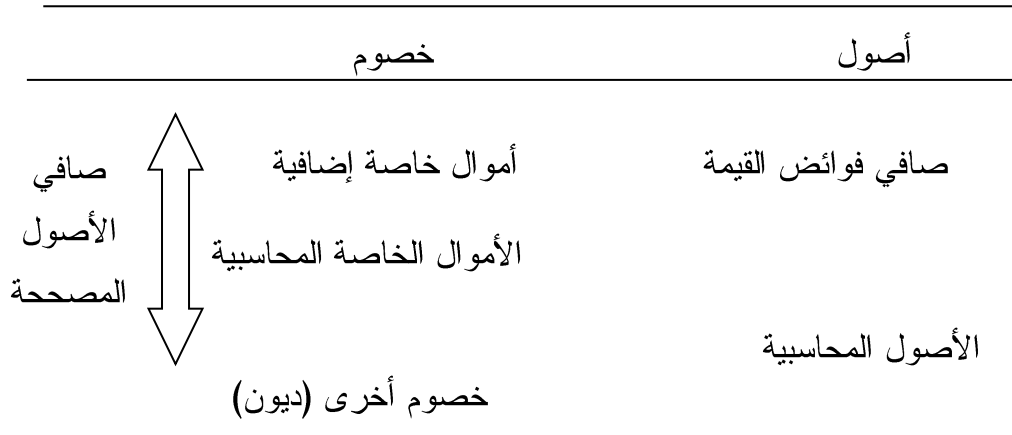
### الديون المالية

▪ الديون المالية البنكية والسندية يفترض أنها لا تطرح إشكالا ويمكن تحديد مبلغها بدقة.

▪ الديون قصيرة الأجل: يفترض بدورها ان لا تطرح إشكالا لكن ما يركز عليه هو عدم

إغفال الديون غير المسجلة أو الالتزامات خارج الميزانية مثل الضمانات والكفالات الممنوحة.

شكل 3-2: الميزانية بعد تعديل ومعالجة جميع البنود



المصدر: إعداد الباحث

### الوضعية الجبائية للمؤسسة

▪ لا يجب إغفال الديون تجاه إدارة الضرائب.

▪ قد تستفيد المؤسسة من مزايا جبائية ولا بد من التأكد من إمكانية الاستفادة منها.

### المعالجة الجبائية لفوائض (نواقص) القيمة المتوقعة

بعد تحديد فوائض القيمة المحتملة التي تحتويها عناصر الميزانية لا بد من معالجتها

الافتراضية من الجانب الجبائي للحصول على الأصول المصححة. عند وضع فرضية مواصلة النشاط،

يمكن التمييز بين أصول الاستغلال وأصول خارج الاستغلال مثل البناءات غير الإنتاجية التي يمكن جدا التنازل عنها.

### 2.3. مزايا وعيوب طريقة (ANR)

#### ▪ المزايا:

- بسيطة في مقاربتها.
- مدخل لتحديد قيمة مرجعية أولية.
- ملائمة للحالات التالية: الشركات العقارية، الشركات المسيرة للمحافظ الصناعية والمالية، الشركات القابضة.

#### ▪ العيوب طريقة:

- تتجاهل ما لا يظهر في الميزانية: قيم معنوية غير ملموسة.
- غير ملائمة للشركات حديثة النشأة التي تعرف نموا سريعا حيث لا تعكس الميزانية الإمكانات الحقيقية للمؤسسة والأفاق المستقبلية.

### 4. التقييم بطريقة الشهرة/فرق الاقتناء (Goodwill)

#### 1.4. قيمة الأصول المعنوية مفهومها وقياسها

إن قيمة الممتلكات وفق الميزانية المحاسبية لا تغطي كل مكونات المؤسسة فهناك قسم هام جله غير ملموس مثل شهرة المحل، حصص السوق، الخبرة، السمعة، التنظيم، رأس المال البشري، لا يظهر في الميزانية. إن هذه القيم المعنوية غير الملموسة تتجاهلها طريقة الصافي المحاسبي للأصول وتشكل هذه العناصر المعنوية ما يسمى بـ"Goodwill" أو فرق الاقتناء (Ecart d'acquisition)، وتساهم في زيادة المنافع الاقتصادية المنتظرة وفي نمو المؤسسة.

#### 1.1.4. تعريف فرق الاقتناء

- من وجهة نظر المحاسبة: تمثل شهرة المحل الفرق بين الثمن الذي يدفعه المشتري عند اقتناء مؤسسة والصافي المحاسبي للأصول المصححة (أي بعد إعادة تقييم الموجودات)، ويظهر في الحسابات الموحدة للمجموعة أي المؤسسة المستحوذة + المؤسسة المستحوذ عليها (Groupe)، في جانب التثبيات المعنوية (شهرة المحل).

- من وجهة نظر التقييم: ينظر إلى فرق الاقتناء وفق المنطق التالي: إضافة إلى القيم السوقية للأصول الملموسة والمعنوية (المستقلة عن المؤسسة) والخصوم، يمكن أن توجد قيمة إضافية غير ملموسة وغير مستقلة عن المؤسسة، تدعى شهرة المحل (Goodwill) ويرتبط وجودها بالاستخدام

الفعال للأصول من قبل المؤسسة، فإذا تم استخدام واستغلال الأصول بصفة جيدة فستولد ربحية أعلى تفوق توقعات السوق مقارنة بالمشاريع المماثلة ولهذا يظهر ما يسمى بشهرة المحل الذي يمكن قياسه، دون أن ننسى إن هذا الفرق في الاستخدام الأمثل للأصول ناتج عن مزايا تنافسية غير مضمونة الدوام بسبب ردود أفعال بقية المؤسسات الأخرى الفاعلة في السوق<sup>1</sup>.

أما إذا استخدمت الأصول استخداما سيئا فستؤدي إلى نتائج أقل من توقعات السوق وعليه سنتحدث عن "Badwill" أي شهرة سالبة أو قيمة معنوية سالبة.

#### 2.1.4. أنواع الأصول المعنوية

تنقسم العناصر المعنوية (غير الملموسة) إلى مجموعتين<sup>2</sup>:

- العناصر المعنوية التي له قيمة خاصة مستقلة عن كيان المؤسسة (براءات، رخص).
- العناصر المعنوية المرتبطة بالقيمة الاستغلالية للمؤسسة أو Goodwill.

إن الشهرة هي محصلة لمجموع العناصر الداخلية أو الخارجية الملائمة والمساعدة على تعظيم الأرباح المحققة في الماضي والحاضر والمستقبل من قبل المؤسسة وعليه تكون شهرة المحل موجبة (أو سالبة) إذا مكنت (أم لا) جميع عناصر القوة من تحقيق ربحا يفوق (أو يقل عن) المردود العادي المطلوب من الأموال المستعملة أو الضرورية للسير الحسن للمؤسسة. انطلاقا من هذا تصبح قيمة المؤسسة تساوي مجموع الأصول المحاسبية المصححة زائد قيمة الأصول المعنوية المرتبطة بالمؤسسة (الشهرة).

قيمة المؤسسة (أموال خاصة) = صافي الأصول المحاسبية المصححة (ANR) + الشهرة (GW)

$$V_{CP} = ANR + GW$$

#### 2.4. قياس قيمة شهرة المحل (GW)

ينتج عن شهرة المحل أن وجدت ربحا إضافيا أو استثنائيا أو غير عادي، وهو ناتج عن مجموع العناصر المعنوية التي تشكلها.

يمثل هذا الربح الإضافي الفرق بين:

- الربحية المحققة فعليا من قبل المؤسسة.
- والربحية العادية التي يفترض أن تحققها من الأموال التي بحوزتها.

<sup>1</sup> .Vizzavona, Patrice. *Pratique De Gestion - Evaluation Des Entreprises Tome 3*. Alger: Berti Editions, 1991.p.12

<sup>2</sup> .Ibid P.11.

الربحية العادية هي التي تتوافق مع توقعات أو اشتراطات السوق من مثل تلك المؤسسات وبعد الأخذ في الحسبان المخاطرة الخاصة التي تتصف بها تلك المؤسسة.

$$\text{الربح الإضافي (الغير العادي) من شهرة} = [\text{الربحية الفعلية} - \text{معدل الربحية العادية} \times \text{الأموال المستثمرة}]$$

تم اقتراح العديد من الطرق لقياس قيمة الشهرة، من بينها:

1. الطريقة الانجلوساكسونية "Méthode des anglo saxons".

2. طريقة الأموال الدائمة المطلوبة للاستغلال "Capitaux permanents nécessaires a l'exploitation" (CPNE).

$$V_{CP} = ANR + GW$$

حيث:

$$\text{ANR} = \text{صافي الأصول المعدلة.}$$

$$\text{GW} = \text{شهرة المحل.}$$

$$V_{CP} = \text{قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة.}$$

نستطيع القول بان طريقتي التقييم القائمة على اساس الشهرة تختلفان فيما يلي:

- الطريقة الانجلوساكسونية تحسب الربح الإضافي على الفرق بين النتيجة الصافية للاستغلال والعائد الضروري المفترض على صافي الأصول المعاد تقييمها أي "ANR" (أموال خاصة فقط) وهي كما يلي:

$$\begin{aligned} SP &= RNC - ANR \times E(K_{CP}) \\ E(K_{CP}) &= K_0 + B(k_m - k_0) \\ GW &= \sum_{t=1}^{T=n} \times \frac{RNC_t - ANR_t \times K_{CP}}{(1 + K_{CP})^t} \\ V &= ANR + GW \end{aligned}$$

حيث:

$$RNC = \text{النتيجة الجارية الصافية}$$

$$ANR = \text{صافي الاصول المعدلة}$$

$$K_0 = \text{معدل العائد المضمون (أو الخالي من المخاطرة)}$$

$$SP = \text{الربح غير العادي (أو الربح الاستثنائي)}$$

$$RE = \text{نتيجة الاستغلال (قبل الفوائد المالية)}$$

$$T = \text{معدل الضريبة على الربح}$$

$$K_{CMPC} = \text{متوسط التكلفة المرجحة للأموال}$$



$$K_{CMPC} = \text{CPNE} \text{ الاموال الدائمة اللازمة للاستغلال}$$

$$\text{GW} = \text{الشهرة}$$

$$\text{KCP} = \text{تكلفة الاموال الخاصة}$$

$$\text{KD} = \text{تكلفة الديون}$$

### طريقة الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال CNPE

إن هذه الطريقة تحسب الربح الإضافي غير العادي (SP) اعتماداً على الفرق بين نتيجة الاستغلال الصافية من الضريبة والعائد الضروري المفترض والمشتراط على جميع الأموال اللازمة للاستغلال (CNPE) كما يلي:

$$\begin{aligned} SP &= RE(1-T) - K_{CMPC} \cdot \text{CPNE} \\ K_{CMPC} &= KCP * \%CP + KD(1-T) * \%D \\ GW &= \sum_{T=1}^{T=N} \frac{RE_t(1-T) - K_{CMPC} \cdot \text{CPNE}}{(1 + K_{CMPC})^t} \\ V &= \text{ANR} + \text{GW} \end{aligned}$$

قدر بعض الخبراء أن الربح الاستثنائي لا يمكن أن يبقى إلى ما لا نهاية، وأن مدة بقائه وحجمه يخضع لعوامل عديدة أهمها شدة المنافسة. من يستفيد من الشهرة:

يمثل تقاسم الربح الإضافي المتوقع بين كل من البائع والمشتري مشكلة يمكن حلها عبر التفاوض إذ من غير المعقول أن يستحوذ البائع على كل الأرباح الإضافية المتوقعة في حالة كان سعر البيع للمؤسسة يساوي:

$$P = V = \text{ANCR} + \text{GW}$$

إن هذا يعني أن المشتري لن يحقق أي ربح آخر يذكر انطلاقاً من الفرضيات القائمة عند إبرام الصفقة.

### المبحث الثالث: مقارنة الدخل لتقييم المؤسسة

ساهمت الأدبيات المالية بعدة مقاربات لتقييم الأموال الخاصة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، تركز على مؤشرات للقيمة مثل الأرباح الموزعة، التدفقات النقدية الحرة، وفرص الاستثمار. إن هذه المقاربات هي بدائل لبعضها البعض وهي من الناحية النظرية طرق متكافئة لتوصيف قيمة المؤسسة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. Zhang, Guochang. *Accounting Information and Equity Valuation Theory, Evidence, and Applications*. Springer New York, 2014 p.2.

## 1. عرض اساسيات مقارب الدخل

تعتبر طرق التقييم على أساس الأصول ساكنة لا تأخذ بعين الاعتبار أفاق المستقبل، وكأنها طرق لحساب قيمة التعويض أو التصفية. إن هذه الطرق كانت كثيرة الاستعمال في الماضي عكس ما هو عليه الحال الآن، ولسد عيوب هذه الطرق تم اللجوء إلى طريقة شهرة المحل (Goodwill)، تأخذ في الحسبان الآفاق المستقبلية للمؤسسة. إن الطرف الذي يشتري مؤسسة قائمة أو جزءاً منها يعتبر مستثمر ولا بد أن ينظر بالأساس إلى المستقبل ووفق النظرية المالية فإن المردودية المنتظرة تحدد القيمة الحالية لاستثماره. إن التقييم الديناميكي على أساس التدفقات يقيم أصول المؤسسة بواسطة القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية التي تولدها تلك الأصول.

تطرح النظرية المالية مفهوم الاستثمار في الأسهم وبشكل دائم لا متناهي رغم أن الممارسة تظهر تباع الاستثمارات في حركة دائمة وكل مشتري يقيم قيمة استثماره حسب القيمة الحالية للمداخل التي يتوقع تلقيها سنة بعد سنة إلى ما لا نهاية.

إن اقتناء مؤسسة ليس سوى استثمار للأموال ويجب معاملته بنفس منطق اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية ويمكن تصور حالات خاصة لا تستجيب فقط للمعايير الاقتصادية مثل شراء مؤسسة عائلية لإبقائها داخل نطاق العائلة أو حماية مناصب العمل في حالة شراء المؤسسة من قبل عمالها.

تصنف مقاربة التقييم على أساس الدخل مع الطرق الذاتية أي أن تقييم المؤسسة يتم بناء على الخصائص الذاتية للمؤسسة باستخدام معطياتها الأساسية المستخلصة من قوائمها المالية السابقة والتقديرية وبمعزل عن الأسواق إلا إذا استثنينا معامل مخاطرة السوق. من بين وظائف القيمة الذاتية إنها تساعد المستثمر أو المشتري على عدم دفع ثمن يفوق قيمة الأصل بكثير.

هناك العديد من المفاهيم والمصطلحات المهمة ذات الصلة بالتدفقات منها: صافي الربح، النتيجة الجارية بعد الضريبة، التدفقات النقدية المتاحة بعد تمويل الاستثمارات والنمو، التدفقات النقدية الحرة - الأرباح الموزعة، الهامش الإجمالي للاستغلال، الخ... . إن ما يعنينا بالدرجة الأولى في هذا البحث هو الربح الموزع، التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة وللمساهمين والربح المتبقي.

إن المعيار الأكثر قبولاً وشيوعاً هو معيار التدفقات النقدية الحرة "FCF" المتوقعة مستقبلاً والتي يتم تقديرها اعتماداً على النتائج الماضية وكذلك على التوقعات كما تبينها الخطط الإستراتيجية للمؤسسة. يتم تحديد معدل خصم لحساب قيمتها الحالية وفقاً لفترة زمنية معقولة، علماً أن القيمة الحالية للنقود تتناقص بسرعة كبيرة كلما كانت المدة طويلة.

سنكتفي بالتطرق إلى ثلاث طرق للتقييم على أساس الدخل وهي

1. نموذج الأرباح الموزعة.
  2. نموذج التدفقات النقدية الحرة.
  3. نموذج الأرباح المتبقية أو الأرباح غير العادية.
2. التقييم على أساس الأرباح الموزعة

### 1.2. النموذج العام الأصلي: نموذج Irving & Fisher

نتحصل على قيمة المؤسسة  $V$  وفق لهذا النموذج اعتمادا على العلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

حيث أن:

$$D_t = \text{الأرباح الموزعة خلال حياة المؤسسة.}$$

$i$  = معدل الخصم الملائم لتكلفة الأموال الخاصة ونتحصل عليه وفق العلاقة التالية:

$$i = k_{cp} = k_0 + \beta(k_m - k_0)$$

إن تكلفة الأموال الخاصة تعتمد على العائد الخالي من المخاطر  $k_0$  وعائد محفظة السوق  $k_m$

ومؤشر مخاطرة المؤسسة  $\beta$ . إذا كانت الأرباح الموزعة ثابتة  $D_t$  فيمكن للقانون السابق أن يساوي:

$$V = \frac{D}{i}$$

### 2.2. نموذج "Gordon & Shapiro"

للد من عيوب طريقة "Irving & Fisher" الذي يفترض ثبات الأرباح الموزعة، أضيف

عامل جديد وهو نمو الأرباح بسبب عمليات الاستثمار وإعادة الاستثمار لتصبح المعادلة الجديدة للقيمة

كالتالي<sup>1</sup>:

$$V = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+i)^2} + \dots$$

$$V = D_1 \left[ \frac{1}{(1+i)} + \frac{(1+g)}{(1+i)^2} + \dots \right]$$

لنتحصل في الأخير على النموذج المبسط لقاعدة "Gordon & Shapiro".

$$V_0 = \frac{D_1}{(i-g)}$$

<sup>1</sup>. DE LA CHAPELLE Philippe, L'Evaluation des Entreprises, ECONOMICA, Paris, 2002, 2ed.P.78.

ومنها نستنتج معدل العائد على السهم أي:

$$i - g = \frac{D_1}{V_0} = r$$

حيث:

$r$  = معدل العائد على السهم (المحقق - الفعلي)

$i$  = معدل الخصم الملائم لتكلفة الأموال الخاصة (الفرصة البديلة)

$g$  = معدل النمو (الأرباح الموزعة)

### ملاحظة عن قانون Gordon & Shapiro

$$V_0 = \frac{D_1}{(i-g)}$$

إن تحديد المقام يعتبر شديد الحساسية وبعيد عن الموضوعية التامة لأن أي تغير في إحدى القيمتين ( $i$  أو  $g$ ) يؤدي إلى تغير كبير في قيمة السهم. إن هذه الطريقة قد تلائم البائع أو المشتري الذي يرغب في تبرير وتعليل السعر المعروض وبكل الوسائل بما فيها التلاعب بالأرقام.

### 3.2. النموذج المطور لقاعدة "Gordon & Shapiro"

إن معدل نمو الأرباح الموزعة لا يمكن أن يكون ثابتاً إلى ما لا نهاية وللاقترب أكثر من الواقع المعاش تم تقسيم المستقبل إلى أكثر من فترة. ستقتصر دراستنا على تقسيم المستقبل إلى فترتين: الفترة الأولى سيكون معدل نمو الأرباح في تزايد والفترة الثانية أي المتبقية سيكون معدل نمو الأرباح مستقر.

الفترة الأولى تدوم عدة سنوات وتكون فيها التقديرات أكثر دقة والفترة الثانية التي تلي الفترة الأولى نقوم فيها بالاستنباط انطلاقاً من المعطيات السابقة.

نتحصل على قيمة المؤسسة  $V_0$  وفق لهذا النموذج المطور اعتماداً على العلاقة التالية :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{D_n(1+g)/(i-g)}{(1+i)^n}$$

في النهاية قيمة المؤسسة تساوي: الأرباح المقبوضة إلى غاية التنازل + حصيلة التنازل عن المؤسسة أو السهم.

### 4.2. نموذج "Bates"

يقترح "Bates" عدداً إضافياً من القيود بغرض الاقتراب أكثر من الواقع المعاش ومن ممارسات وسلوك المستثمر خاصة المستثمر المالي.

قام "Bates" بتعميق نموذج "Gordon & Shapiro" وأدخل الإضافات التالية:

- تقسيم المدة إلى مرحلتين على الأقل وقد تتكون المرحلة الأولى من فترة أو من عدة فترات نستطيع توقع معطياتها وتدوم عدة سنوات. أما المرحلة الثانية نفترض فيها أن تطور المؤسسة سوف يعكس أو يتأثر بتطور القطاع الذي تنتمي إليه. ولكل فترة معدل نمو ثابت.
- يقترح قيمة ختامية أو متبقية تحدد الأفق الزمني يسمح بإعادة بيع الاستثمار في السوق بدل الاحتفاظ به إلى ما لا نهاية.
- يقترح تقييم المؤسسة بالعلاقة مع تقييم السوق المالية ومع تقييم القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة.
- استعمل المؤشرات التالية: مضاعف السعر Per، نسبة توزيع الأرباح d. ومعدل العائد المطلوب من السوق  $K_{CP}^1$ .

### خلاصة عن نموذج الأرباح الموزعة والمحينة "DDM"

إن النماذج السابقة هي تطوير لبعضها البعض. وهي أساس النماذج اللاحقة للتدفقات النقدية المحينة كما سنرى.

- **النقاط الإيجابية:** البساطة النسبية، قوة منطقتها النظري، صالحة للتطبيق على المؤسسات المستقرة الناضجة والتي توزع حصة عالية من أرباحها.
- **النقاط السلبية ظاهريا:** إن النموذج لا يصلح للمؤسسات التي لا توزع أرباحها خاصة تلك التي ما زالت في بداية مشوارها لضمان النمو السريع. يمكن مجابهة هذا التحدي بواسطة النماذج ذات المراحل الثلاث.

إلا أن النماذج المعقدة (النماذج ذات المراحل الثلاث) تتطلب عدد مرتفع من التقديرات مثل معدلات النمو، معدلات توزيع متغيرة، تكلفة الأموال الخاصة، كل هذا يزيد من احتمالات الخطأ ويقلل من أهمية النتائج.

### 5.2. سياس توزيع الأرباح والتقييم

تقاس نسبة توزيع الأرباح "d" كما يلي:

$$\text{نسبة توزيع الأرباح} = \frac{\text{الربح الموزع}}{\text{الربح المحقق}}$$

إن نسبة أقل من 1 أي من 100 % تعني أن المؤسسة توزع نقدا أقل مما تستطيعه ويظهر الفرق كزيادة في حساب النقدية. أما إذا كانت النسبة أكثر من 1 أي من 100 % فهذا يعني أنها توزع

<sup>1</sup> DE LA CHAPELLE Philippe, OP.Cite P.80.

أكثر من قدرتها الحقيقية (ربما بواسطة الديون أو بإصدار جديد أو توزيع من الاحتياطات). فإذا تم تقييم المؤسسة بواسطة النقد الموزع أقل من النقد المتاح دون الأخذ بعين الاعتبار ما تبقى من نقدية متراكمة غير موزعة فهذا سيؤدي إلى التقليل من قيمة المؤسسة، أما إذا تم التقييم على أساس النقد الموزع بمعدل يتجاوز ما هو متاح لدى المؤسسة فسيؤدي إلى تضخيم قيمة المؤسسة أكثر من قيمتها الحقيقية.

والسؤال الذي يطرح هو: لماذا توزع المؤسسات أقل من النقد المتاح؟

يمكن حصر الأسباب التي تدعو المؤسسات لأن توزع أقل من النقد المتاح فيما يلي:

- الرغبة في الاستقرار: إن توزيع أرباح عالية في فترة ما ثم يليها انخفاض في الفترات اللاحقة يؤدي إلى اضطراب في سمعة المؤسسة نظرا لتعود المساهمين على معدل ما. ولهذا يفضل زيادة الأرباح الموزعة على تخفيضها.
- توقع احتياجات استثمارية في المستقبل واستخدام تلك النقدية نظرا لارتفاع تكلفة إصدار جديد للأوراق المالية.
- عوامل جبائية (ضريبية): إذا كانت الأرباح الموزعة تخضع لمعدل ضريبة أعلى من فوائض القيمة.
- وسيلة لإرسال شارات عن المستقبل: في حالة توقع أيام مشرقة في المستقبل تقوم إدارة المؤسسة بإرسال إشارة عن ذلك بواسطة توزيع مبالغ معتبرة.
- نزعة الإدارة المميزة إلى العظمة والتوسع: ويتم ذلك عبر عدم توزيع حصة كبيرة من الأرباح بغرض بناء إمبراطوريات تجارية وصناعية كبيرة أو لمواجهة أيام عصيبة متوقعة.

### 3. نموذج التقييم بالتدفقات النقدية الحرة

يعود التقييم على أساس التدفقات النقدية الحرة إلى بداية الستينات على الأقل مع أعمال "ميلر وموديليانى" (1961).

#### 1.3. دوافع تقييم المؤسسات على أساس التدفقات النقدية

إن نموذج التقييم الأصلي هو نموذج توزيعات الربح المحينة إلا أن خبراء المالية من ممارسين، محللين ماليين بنوك أعمال وأخصائي الاستحواذ والاندماج يميلون نحو تقييم الأصول بناء على النقد الذي يمكن توليده بدلا من الأرباح التي توزع. إن السبب وراء هذا التفضيل هو أن التدفقات النقدية توفر القدرة على انجاز أشياء كالاستثمار في منتجات جديدة، دخول أسواق جديدة، توظيف أحسن المهندسين والمسيرين. أما السبب الثاني فهو أن القليل جدا من المؤسسات الناشئة أو في طور النمو توزع الأرباح المحققة بل تحتفظ بها وتعيد استثمارها مجددا.

إن التدفقات النقدية التي يعتد بها هي النقد الناتج عن العمليات الاستغلالية وليس المتحصلات من بيع الأصول، ويقصد بها الربح قبل الفوائد، الضرائب، الاهتلاكات وخسائر القيمة. ويرمز له اختصاراً بـ "EBITDA". يستخدم الربح قبل الفوائد لأن هذه الأخيرة مرتبطة بكيفية تمويل المؤسسة وليس بمدى فعالية الإدارة<sup>1</sup>.

إن الاعتماد على صافي الربح بعد الضريبة قد يؤدي إلى استنتاجات خاطئة بسبب اجتهاد المؤسسات من أجل خفض الضرائب بشتى الطرق في حالة تحقيق ربح. لهذا السبب لا يمكن مقارنة المؤسسات على أساس صافي الربح فالمؤسسات الاقتصادية لا تتصرف بنفس الكيفية في مواجهة الضرائب.

إن المطلوب من أي نموذج تقييم على أساس التدفقات النقدية الحرة تصحيح اختلالات نموذج الأرباح الموزعة (DDM). تهدف طريقة التدفقات النقدية الحرة إلى قياس قيمة المؤسسة كاستثمار من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تحققها المؤسسة والعبرة هنا أن ما يوزع من أرباح أي ما يقبضه المساهم من أرباح لا يمثل مجمل التدفقات النقدية المتاحة له فالتدفقات النقدية المقصودة هنا هي المبالغ الصافية، سواء كانت موزعة وغير موزعة، المتبقية بعد تسديد كل الالتزامات المالية ومنها تسديد الديون وتغطية احتياجات الاستثمار واحتياجات رأس المال العامل "BFR" وتسمى بالتدفقات النقدية الحرة للمؤسسة (Free Cash Flows أو FCF). بعبارة أخرى بدل قياس قيمة المؤسسة اعتماداً على الأرباح الموزعة فعلاً ننقل إلى قياس قيمة المؤسسة على أساس ما يمكنها أو باستطاعتها توزيعه سواء وزع أم لا.

تعتبر التدفقات النقدية للمؤسسة احد القياسات المالية الهامة التي يجب على المستثمر فهمها لأن التدفقات النقدية تساعد على تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية والمحافظة على مستوى توزيع الأرباح والسياسة الاستثمارية الحالية دون الاعتماد على التمويل الخارجي. والسبب الآخر لأهمية التدفقات النقدية هو إن المبدأ الأساسي للتقييم هو أن قيمة المؤسسة اليوم تساوي القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المتوقعة مستقبلاً.

### 2.3. أنواع التدفقات النقدية الحرة (المتاحة)

هناك التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمؤسسة ككل (FCFF) والتدفقات النقدية الحرة المتاحة للمساهمين فقط (FCFE). إن التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمؤسسة تسمح بقياس قيمة المؤسسة ككل ويتم اعتماد متوسط التكلفة المرجحة للأموال ( $K_{cmpc}$ ) كمعدل خصم ثم تضاف الأصول خارج

<sup>1</sup>. VANCE, DAVID E. *Financial Analysis and Decision Making* New York: McGraw-Hill, 2003.p.137

الاستغلال وتطرح الديون المالية الصافية للحصول على قيمة الأموال الخاصة. أما التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمساهمين فقط FCFE فتسمح بقياس قيمة الأموال الخاصة مباشرة ويتم اعتماد تكلفة الأموال الخاصة ( $K_{cp}$ ) كمعدل خصم<sup>1</sup> (جدول 3-2).

جدول 3-2: القيمة والتدفقات النقدية الحرة

القيمة	نوع التدفق الذي يحين	معدل الخصم
القيمة الاستغلالية للمؤسسة VGE	التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة FCFE	$K_{cmpe}$
قيمة الأموال الخاصة $V_{cp}$	التدفقات النقدية الحرة للمساهمين FCFE	$K_{cp}$

المصدر: تلخيص الباحث بناء على Thauvron

أما قيمة المؤسسة ككل بما فيها أصول خارج الاستغلال فتحسب انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية كما في الجدول 3-3.

جدول 3-3: ميزانية اقتصادية مختصرة

الأصول	الخصوم
القيمة الإجمالية للمؤسسة "VGE" (أصول الاستغلال) +	الأموال الخاصة $V_{cp}$
أصول خارج الاستغلال	صافي الديون المالية $V_d$

المصدر: تلخيص الباحث بناء على Thauvron

### 3.3. قياس التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة (Free Cash Flows to the Firm)

إن القياس الأكثر واقعية يأخذ بعين الاعتبار صافي المبالغ المستثمرة لنصل في النهاية إلى التدفقات النقدية الحرة وهي كما يلي:

بالنسبة للتدفقات النقدية الحرة للمؤسسة ككل أي التدفقات التي سيستفيد منها المالكين والدائنين:

$$\begin{aligned}
 & \text{التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة FFCF} = \\
 & \text{نتيجة الاستغلال (النتيجة التشغيلية) EBIT} \\
 & - \text{الضريبة النظرية على الربح} \\
 & + \text{الاهتلاكات والمؤونات} \\
 & - \text{استرجاع اهتلاكات ومؤونات} \\
 & - \text{استثمارات جديدة} \\
 & - \text{تغير احتياجات رأس المال العامل BFR} \\
 & + \text{التنازل عن أصول سابقة}
 \end{aligned}$$

<sup>1</sup> THAUVRON, Arnaud. *Evaluation D'entreprise*. 3e ed. Paris: Economica, 2010. P107.



أما التدفقات النقدية الحرة للمساهمين فقط FCFE فتحسب كما يلي:  
الطريقة الأولى: انطلاقاً من النتيجة الصافية

وفق هذه الطريقة تحسب التدفقات النقدية الحرة وفق العلاقة التالية:

#### التدفقات النقدية الحرة للمساهمين EFCF

= النتيجة الصافية

+ الاهتلاك والمؤونات - الاسترجاعات  
- استثمارات جديدة + التنازل عن الأصول  
- تغير احتياجات رأس المال العامل  
+ أو - النتيجة الاستثنائية

الطريقة الثانية: انطلاقاً من الفائض الإجمالي للاستغلال EBE

وفق هذه الطريقة تحسب التدفقات النقدية الحرة وفق العلاقة التالية:

#### التدفقات النقدية الحرة للمساهمين FCFE =

الفائض الإجمالي للاستغلال EBE

- تغير احتياجات رأس المال العامل  
- استثمارات جديدة  
+ التنازل عن الأصول  
-/+ النتيجة المالية  
- الضرائب على الربح

### 4.3. حساب قيمة المؤسسة بنموذج التدفقات النقدية الحرة

تهدف طرق التقييم على أساس التدفقات النقدية المحينة إلى تحديد قيمة المؤسسة عبر تقدير التدفقات النقدية المتوقعة منها مستقبلاً ثم تحيينها بمعدل خصم يتلاءم ودرجة مخاطرة تلك التدفقات. إن التقييم بالتدفقات النقدية الحرة لا يختلف في كثير من نماذج التقييم بالأرباح الموزعة، ويمكن اعتبار التقييم بواسطة التدفقات النقدية الحرة أكثر شمولاً حيث يأخذ في الحساب القيمة الحالية للأرباح الممكن توزيعها بدل الأرباح التي توزع فعلاً ولهذا فإن نموذج التقييم بالتدفقات الحرة ما هو إلا صيغة معدلة لنموذج الأرباح الموزعة وبالتالي تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة "FCF" على النحو التالي:

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

حيث أن:

$$FCF_t = \text{التدفقات النقدية الحرة للسنة } t.$$

$i$  = معدل الخصم للأموال الخاصة أي  $K_{cp}$  في حال حساب قيمة الأموال الخاصة أو

$K_{cmpc}$  في حال حساب قيمة أصول الاستغلال للمؤسسة.

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

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

أما نموذج التدفقات النقدية الحرة بمرحلتين فهو كالتالي:

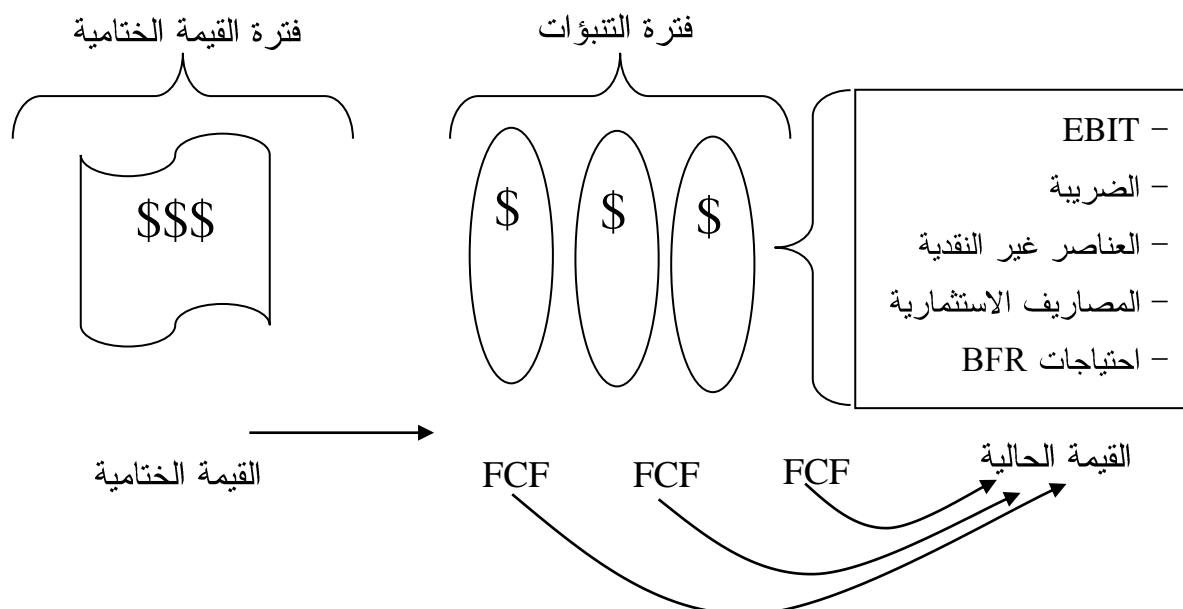
مرحلة أولى محددة زمنياً تتراوح مثلاً من ثلاث سنوات إلى فترة قد تصل إلى عشرين سنة،

تليها مرحلة ثانية قد تمتد إلى ما لا نهاية شكل (3-3).

تجمع القيم الحالية للمرحلتين لنحصل على القيمة الإجمالية للأموال الخاصة والأصول الاستغلال للمؤسسة.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{FCF_n(1+g)/(i-g)}{(1+i)^n}$$

شكل 3-3: طريقة التدفقات النقدية والأفق الزمني<sup>1</sup>



Source: Allman, Keith A. *Corporate Valuation Modelling\_ a Step-by-Step Guide* (Wiley Finance) New Jersey, USA: John Wiley 2010.

<sup>1</sup>. Allman, Keith A. *Corporate Valuation Modeling\_ a Step-by-Step Guide* (Wiley Finance) New Jersey, USA: John Wiley 2010.P.188.

لابد من الإشارة إلى مشكلة الانتقال من مرحلة إلى أخرى سواء تعلق الأمر بـ "g" أو "i" وتزداد الصعوبة في حالة نموذج المراحل الثلاث.

### 1.4.3. تقييم المؤسسة بنموذج المرحلتين:

$$V_G = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+k_{cmpc})^t} + \frac{FCFF_n(1+g)/(k_{cmpc}-g)}{(1+k_{cmpc})^n}$$

نستنتج قيمة الأموال الخاصة بعد إضافة الأصول خارج الاستغلال وطرح الديون المالية من القيمة الإجمالية للمؤسسة أي:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+k_{cmpc})^t} + \frac{FCFF_n(1+g)/(k_{cmpc}-g)}{(1+k_{cmpc})^n} + AHEX - DetttesFinancieres Nettes$$

$$V_{cp} = V_G - D_F$$

نستطيع الحصول على قيمة الأموال الخاصة مباشرة من خلال التدفقات النقدية الحرة للمساهمين FCFE مخصومة بتكلفة الأموال الخاصة  $k_{cp}$  أي:

$$V_{CP} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_{cp})^t} + \frac{FCFE_n(1+g)/(k_{cp}-g)}{(1+k_{cp})^n}$$


### 2.4.3. تقييم المؤسسة بنموذج المراحل الثلاث:

ينطبق هذا النموذج على المؤسسات التي يتوقع أن تمر بمراحل ثلاث:


- مرحلة النمو السريع.
- مرحلة انتقالية: معدل نمو متناقص.
- مرحلة الاستقرار: نمو مستقر/ثابت.

و بالتالي تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة FCF على النحو التالي:


$$V_0 = \sum_{t=1}^{n1} \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=(n1+1)}^{n2} \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{FCF_{n2}(1+g)/(i-g)}{(1+i)^{n2}}$$



نمر سريع



نمر متناقص



نمر مستقر

حيث أن:

$V_0$  = قيمة أصول الاستغلال للمؤسسة أو قيمة الأموال الخاصة.

$FCF_t$  = التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة أو للمساهمين للسنة t.

$i =$  متوسط التكلفة المرجحة للأموال في حالة FF وتكلفة الأموال الخاصة في حالة

$n_1 =$ FCFE نهاية المرحلة الأولى سريعة النمو.

$n_2 =$  نهاية المرحلة الانتقالية.

$n_3 =$  المرحلة الثالثة إلى ما لا نهاية.

#### 4. نموذج التقييم بالأرباح المتبقية أو الأرباح غير العادي (Rim)

عرف هذا النموذج باسم نموذج EBO نسبة إلى الأساتذة (Bell & Ohlson, Edwards) وسمي أيضا بنموذج "RIM" (Residual Income Model) وينتمي لنماذج التقييم على أساس المحاسبة لأنه يعتمد في مدخلاته على معطيات من القوائم المالية.

يرتبط نموذج التقييم بالأرباح غير العادية بمفهوم الربح الاقتصادي كمقياس لأداء المؤسسة يأخذ في الحسبان جميع التكاليف بما فيه تكلفة الأموال جميعها سواء الأموال المقترضة أو الأموال الخاصة. الأرباح غير العادية أو الأرباح المتبقية هي التي تزيد في قيمة المؤسسة وتضاف إلى الأموال الموجودة عند بداية السنة، ولهذا يتم الحديث عن مفهوم خلق القيمة أو القيمة الاقتصادية المضافة. غير أن ما يعنينا في هذا البحث هو قياس قيمة المؤسسة ككل وليس مقدار خلق القيمة.

يعبر هذا النموذج عن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة كحاصل جمع القيمة المحاسبية للأموال الخاصة عند بداية المدة والقيمة الحالية للأرباح غير العادية المتوقعة. يوجد رابط قوي بين نموذج التقييم بالأرباح غير العادية ونماذج التقييم الأخرى القائمة على أساس الدخل فمن الناحية النظرية يفترض أن يعطوا نفس النتيجة.

#### 1.4 مفهوم النتيجة المتبقية وكيفية حسابها

ما هي النتيجة المتبقية أو الربح المتبقي؟ (Residual Income/RI) (Resultat Residuel):

النتيجة المتبقية هي النتيجة الصافية للمؤسسة بعد خصم المكافأة التي يتوقعها المساهمون. فإذا كان الدائنون يتلقون الفوائد المالية مقابل تقديمهم للقروض المالية فإن المساهمين يستحقون بدورهم مكافأة مقابل أموالهم الخاصة. تعتبر شركة "GM" (General Motors) أول من طبق هذه الطريقة في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، ثم أعيد إحياؤها في سنوات 90 من قبل مكاتب الاستشارات تحت مسميات مختلفة مثل "EVA" والربح الاقتصادي. أما في المجال الأكاديمي فهي

معروفة تحت اسم نموذج "EBO" نسبة لثلاث علماء (Edwards, Bell, Ohlson) أو تسمية نموذج "RIM" وهي اختصار لـ (Residual Income Model) أي نموذج الأرباح المتبقية<sup>1</sup>.  
الافتراضات:

يفترض هذا النموذج بأن النتيجة الصافية للفترة (أي النتيجة المحاسبية) ليست مقياسا مثاليا للأداء لأنها تتجاهل تكلفة جزء من مصادر تمويل المؤسسة، فالنتيجة الصافية تم خفضها بتكلفة المديونية من خلال مصاريف الفوائد المالية بينما لا تظهر في حساب النتائج المكافأة التي ينتظرها المساهمون ولهذا لا يمكن اعتبار أن كل شركة تحقق أرباحا بأنها مربحة من وجهة نظر المساهمين، إذا كان الربح المحقق اقل من المتوقع والمنتظر وحسب مستوى المخاطر التي تحملوها عندما قاموا بالاستثمار في تلك الشركة (جدول 3-4).

#### 2.4. حساب النتيجة المتبقية "RI" (Residual Income)

يتم حساب النتيجة المتبقية بخصم المكافأة التي ينتظرها الشركاء من النتيجة المحاسبية الصافية. نعبر عن هذه المكافأة بالرجوع إلى مفهوم تكلفة الفرصة البديلة التي تم تحملها عند الاستثمار في الشركة.

يمكن حساب الربح المتبقي بكيفيتين:

##### ■ انطلاقا من النتيجة الصافية

$$(1) \quad \text{النتيجة المتبقية (RI)} = \text{النتيجة الصافية (RN}_t\text{)} - \text{مكافأة المساهمين}$$

حيث أن:

$$\text{مكافأة المساهمين} = \text{الأموال الخاصة} \times \text{تكلفة الأموال الخاصة (K}_{cp}\text{)}$$

##### ■ أو انطلاقا من نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أي:

$$(2) \quad \text{النتيجة المتبقية (RI)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} - \text{مكافأة كل الأموال (شركاء + دائنين)}$$

حيث أن:

$$\text{مكافأة أصحاب الأموال} = \text{الأصول الاقتصادية} \times \text{التكلفة المرجحة للأموال (K}_{cm\text{pc}}\text{)}$$

إن المقاربة الأخيرة تشكل صلب طريقة "EVA" (القيمة الاقتصادية المضافة) لمكتب الاستشارات الأمريكي الشهير (Stern & Stewart).

<sup>1</sup>. THAUVRON, Arnaud. *Evaluation D'entreprise*. 3<sup>e</sup> ed. Paris: Economica, 2010.

**جدول 3-4: جدول تلخيصي للمردودية المنتظرة والمردودية المحققة**

الربحية المحققة	الربحية المنتظرة	
الربحية المالية = $r_{cp} = \frac{RN}{CP}$	تكلفة الأموال الخاصة فقط = $k_{cp} = k_0 + \beta(k_m - K_0)$	المساهمين
الربحية الاقتصادية = $r_{cp+d} = \frac{EBIT(1-t)}{CP+D}$	تكلفة جميع الأموال = $k_{cmpc} =$ $k_{cp} \times \frac{CP}{CP+D} + k_d \times \frac{D}{CP+D}$	جميع مقدمي الأموال

إن نتيجة الاستغلال قبل الفوائد وبعد الضريبة على الأرباح هي نفسها نتيجة العمليات بعد تسديد الضريبة النظرية على الدخل وتساوي:  $(NOPAT) = EBIT * (1-t)$ .

**3.4. تقدير قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة بنموذج الأرباح المتبقية (RIM)**

تحسب قيمة الأموال الخاصة بنموذج الأرباح المتبقية بطريقتين

- بناء على النتائج المتوقعة (طريقة فرق النتيجة).
- انطلاقاً من المردودية المتوقعة (طريقة فرق النسبتين).

**1.3.4. تقدير قيمة الأموال الخاصة للمؤسس بناء على النتائج المتوقعة (طريقة فرق النتيجة)**

تقسم نماذج التقييم القائمة على النتائج المتبقية القيمة السوقية للأموال الخاصة إلى عنصرين:

- القيمة المحاسبية للأموال الخاصة  $CP_0$  (القيمة الدفترية)
- القيمة الحالية للنتائج المستقبلية المتبقية أو غير العادية  $(R.I_t)$

بحيث قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة تساوي:

$$V_0 = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+k_{cp})^t} = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RN_t - k_{CP} \cdot CP_{t-1}}{(1+k_{cp})^t}$$

حيث:

$RN =$  النتيجة الصافية.

$RI =$  النتيجة المتبقية.

$CP =$  الأموال الخاصة

$k_{cp} =$  تكلفة الأموال الخاصة.

مقارنة لحجم القيمة المستقبلية في القيمة الإجمالية للمؤسسة بين نموذج الأرباح الموزع

"DDM" ونموذج "RIM":

نقوم بتوضيح الفرق بين النموذجين بمثال بسيط مأخوذ من مرجع "THAUVRON, A"<sup>1</sup>.

معطيات المثال:

▪ الربح المتوقع إلى مالا نهاية 2 دج للسهم موزعة سنويا بالكامل (D).

▪ الأموال الخاصة للسهم الواحد  $(V_0) = 15$ .

▪ تكلفة الأموال الخاصة  $(k_{cp}) = 10\%$ .

قيمة السهم في نموذج الأرباح الموزعة المحينة DDM تساوي:

$$V_0 = D/k_{cp} = 2/0.10 = 20$$

وقيمة السهم في نموذج الأرباح المتبقية RIM فتساوي:

$$V_0 = CP_0 + [(RN_1 - k_{cp}XCP_0)/k_{cp}]$$

$$= 15 + (2 - 10\% * 15)/0.10 = 20$$

نلاحظ أن النتيجتين متساويتين أي 20 دج وهذا دليل على تكافؤ النموذجين.

الفرق الأساسي بينهما يتمثل في وزن وحصة التقديرات المستقبلية في القيمة الإجمالية. لنأخذ

فترة تمثل تنبؤات 5 سنوات فقط في القيمة الإجمالية:

▪ نموذج DDM قيمة السهم لمدة 5 سنوات:  $V_0 = 2 X \frac{1-(1.1)^{-5}}{0.1} = 7.58$

▪ نموذج RIM قيمة السهم لمدة 5 سنوات:  $V_0 = 15 + 0.5 X \frac{1-(1.1)^{-5}}{0.1} = 16.89$

حصة التوقعات لخمس سنوات في القيمة الإجمالية إلى ما لا نهاية:

▪ نموذج DDM:  $37.9\% = 20/7.58$

▪ نموذج RIM:  $84.45\% = 20/16.89$

نلاحظ الفرق بين المقاربتين والتأثير الكبير للتنبؤات لما بعد الخمس سنوات. في الحالة الأولى

تمثل حوالي 62% بينما في نموذج "RIM" تمثل 15.5% فقط. وهذا ما يجعل نموذج "RIM" أقل

عرضة وتأثرا بأخطاء التنبؤات والتقديرات.

#### 2.3.4. تقدير القيمة انطلاقا من المردودية المتوقعة (الطريقة الثانية: فرق النسبتين)

يمكن قياس قيمة المؤسسة بنموذج الربح المتبقي انطلاقا من المردودية المتوقعة للأموال

الخاصة. تحسب مردودية الأموال الخاصة بقسمة النتيجة الصافية للفترة  $(RN_t)$  على الأموال الخاصة

في بداية الفترة  $(CP_{t-1})$ .

<sup>1</sup>. THAUVRON, Arnaud. *Evaluation D'entreprise*. 3e ed. Paris: Economica, 2010. P.147.

$$r_{cp} = RN_t / CP_{t-1}$$

ومن هذه العلاقة نستنتج ما يلي:

$$RN_t = R_{cp, t} \times CP_{t-1}$$

وعليه تصبح معادلة نموذج التقييم كالتالي:

$$V_0 = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(r_{cp,t} - k_{cp}) * CP_{t-1}}{(1 + k_{cp})^t}$$

#### 4.4. نموذج RIM والنمو طويل المدى (نموذج أكثر من مرحلة واحدة)

يلعب مستوى النمو المتوقع في المستقبل دورا كبيرا في قيمة المنشودة للمؤسسة.

▪ حالة معدل نمو ثابت (واحد) ودائم.

▪ حالة معدل نمو متغير لعدد من السنين.

حالة معدل نمو ثابت ودائم وفي هذه الحالة النتيجة المتبقية ستتمو إلى ما لا نهاية بمعدل  $g$ ، ويكون

نموذج الأرباح المتبقية كالتالي:

$$V_0 = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1 + k_{cp})^{-t}} = CP_0 + \frac{RI_1}{k_{cp} - g} = CP_0 + \frac{r_{cp} * CP_0 - k_{cp} * CP_0}{k_{cp} - g}$$

أي:

$$V_0 = CP_0 + \frac{(r_{cp} - k_{cp})}{k_{cp} - g} * CP_0$$

#### 5.4. الصعوبات التطبيقية لنموذج الأرباح المتبقية

▪ ضرورة الأخذ في الاعتبار حقوق الأقلية إذ أن الأموال الخاصة يجب أن لا تشمل حقوق

مصالح الأقلية وعليه يجب أيضا استبعاد حصتهم من الربح.

▪ ضرورة تحديد القيمة المحاسبية للأموال الخاصة بدقة أي عدم إغفال بعض الالتزامات

خاصة إذا كانت خارج الميزانية.

▪ ضرورة التأكد أن حساب النتائج يعكس فعلا كل الربح المحقق ولهذا لا بد من مراجعة

جدول تغيرات الأموال الخاصة لتأكيد ذلك<sup>1</sup>.

#### المبحث الرابع: المقاربة السوقية أو طرق التقييم بالمقارنات أو بالمضاعفات

يقصد بالمقاربة السوقية عملية تقييم المؤسسات على أساس المقارنة بمؤسسات شبيهة في

البورصة أو خارجها في إطار صفقات تبادل. إن الطرق التي تنتمي إلى هذه المقاربة تحمل عدة

<sup>1</sup>. THAUVRON, Arnaud. *Evaluation D'entreprise*. 3e ed. Paris: Economica, 2010. P.152



تسميات منها: الطرق التناظرية أو طرق المقارنة أو المقاربة بالمضاعفات ( Evaluation par les multiples /par analogies/par les comparables).

### 1. أسس المقاربة السوقية

إضافة إلى طرق التقييم بالتدفقات النقدية الحرة يقوم المحللون الماليون باستخدام طرق التقييم بالمقارنة كوسيلة لاختبار النتائج المتوصل إليها ولتحديد مجال القيمة بهدف ضبط ومراقبة عيوب ونفائض كل طريقة. تسمح المقاربة بالمقارنة بفهم واقع المؤسسة موضوع التقييم من خلال قطاع نشاطها ومنافسيها. تعتمد طرق التقييم بالمقارنة وبالمضاعفات على مبدأ أن الأشياء المتشابهة لها قيم شبيهة ومتقاربة (Des biens semblables ont des valeurs semblables). كما تعتمد على قانون السعر الوحيد (The law of one price - LooP) التي اشتهر به ورافع عنه الاقتصادي المعروف "روبيرت ميرتون" (Robert Merton) صاحب جائزة نوبل في الاقتصاد لسنة 1997. ينص القانون على أنه "في أي سوق فعال يجب أن يكون هناك سعر واحد لجميع السلع المتطابقة بغض النظر عن المكان أو البلد الذي يتم تداولها فيه، وذلك عند معاملة الأسعار بنفس العملة". وطبعاً فإن هذا المبدأ ينطبق أيضاً على المؤسسات الاقتصادية والأسهم والسندات باعتبارها محل تبادل ولها أسواق خاصة بها<sup>1</sup>.

تسمح هذه الطرق بتقييم المؤسسة من خلال مقارنتها بشركات أخرى. إن هذه المقاربة أصبحت اليوم جد منتشرة ومستعملة بشكل منتظم من قبل المقيمين والمحللين الماليين. ولهذه الطرق عدة مزايا، فهي تمكن من تقييم شركة ما بكيفية سهلة نسبياً، سريعة وموضوعية، خاصة في الدول المتقدمة في ظل تطور وانتشار قواعد البيانات المحاسبية والسوقية (البورصات) مما ساهم في ازدهار هذه المقاربة والاستفادة من الحسابات الآلية بواسطة الحواسيب<sup>2</sup>.

من المزايا الأخرى لهذه الطرق أنها لا تستدعي استعمال معدل الخصم الذي يصعب تحديد قيمة موضوعية له. رغم هذه السهولة الظاهرية فإن تطبيقها عملياً يتطلب الاختيار الحازم لمؤشرات القيمة ولعينة المؤسسات.

### 2. عرض لطريقة التقييم بالمقارنة: حالة المؤسسات المدرجة/المسجلة في البورصة

يتم تقييم المؤسسة بالعلاقة مع عينة مؤسسات مشابهة لها والتي نعرف قيمتها من قبل. قد تكون هذه المؤسسات مدرجة في البورصة أو أنها كانت محل صفقات تبادلية حديثة العهد.

<sup>1</sup> Bodie, Zvi, and Robert Merton. *Finance*. Paris: Pearson Education France, 2007. P 225

<sup>2</sup>. Thauvron Arnaud, OP.Cite .P.155

فمثلا إذا وجدت مؤسسات متشابهة أو متقاربة من جانب النشاط أو الأداء وأفاق النمو ومستوى المخاطرة فانه من الطبيعي أن تكون لها مضاعفات متقاربة.

### خطوات الطريقة:

1. نختار وحدة قياس للأداء أو القيمة (الربح، المبيعات، التدفقات النقدية، القيمة المحاسبية للأصول، القيمة المحاسبية للأموال الخاصة) كأساس لحسابات المضاعف.

2. نشكل عينة مؤسسات شبيهة بالمؤسسة التي يجب تقييمها وتكون ذات طبيعة متقاربة وفق الأسس التالية:

أ. ان تنتمي إلى نفس قطاع النشاط المهني.

ب. إذا تعذر ذلك نبحت عن شركات ذات حجم شبيهه (Taille comparable).

ج. يفضل أن تكون من نفس البلد بسبب تقارب الظروف والمحيط وإلا فيمكن تشكيل عينة دولية.

د. يجب أن يكون هناك تقارب في معدلات النمو المتوقعة وفي مستويات المخاطرة.

3. نحسب مضاعفات لكل شركات العينة. يمثل هذا المضاعف نسبة أو علاقة بين القيمة الإجمالية أو الرسملة السوقية للمؤسسة من جهة واحد مقاييس الأداء أو القيمة من جهة ثانية.

4. نحسب متوسط المضاعف الخاص بالعينة مجتمعة ثم نطبقه على مؤشر القيمة للشركة موضوع التقييم بهدف تقدير قيمتها. إن المضاعف المرجعي الذي يتم حسابه أو اشتقاقه من شركات العينة هو نسبة تتشكل من بسط ومقام. لتطبيق هذه الطريقة لا بد من احترام شروط التجانس أي شرط التوافق بين البسط والمقام كان نقارن بين سعر السهم مع الربح الصافي للسهم على سبيل المثال:

$$\text{Multiple} = \frac{V_{cpouVGE}}{\text{Inducteur de valeur}}$$

$$\text{المضاعف} = \frac{\text{قيمة الأموال الخاصة أو قيمة المؤسسة كلها}}{\text{مؤشر القيمة}}$$

أهم مؤشرات الأداء المستخدمة لتقدير المضاعفات:

▪ نسبة سعر السهم على الربح الصافي للسهم أي "PER" الشهير في البورصات العالمية.

- النتيجة الصافية.
  - نتيجة الاستغلال (REX) (EBIT)<sup>1</sup>.
  - الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE) (EBITDA)<sup>2</sup>.
  - رقم الأعمال/المبيعات.
  - التدفقات النقدية الحرة FCF.
  - صافي الأصول المحاسبية المعدلة ANR.
- يلخص الجدول 3-5 أهم مؤشرات القيمة<sup>3</sup>:

جدول 3-5: ملخص لأهم مؤشرات القيمة

قيمة الأموال الخاصة $V_{CP}$	القيمة الإجمالية للمؤسسة VGE (أصول الاستغلال)
- النتيجة الصافية	- رقم الأعمال "CA"
- النتيجة الجارية	- معطيات حقيقية
	- الفائض الإجمالي للاستغلال (EBITDA)
	- التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة
	- نتيجة الاستغلال (EBIT)

Source: THAUVRON, Arnaud. *Evaluation D'entreprise*. 3<sup>e</sup> ed. Paris: Economica, 2010.P.158

### 3. عرض لاهم المضاعفات

#### 1.3. المضاعفات المحاسبية

مع مرور السنوات اكتسب خبراء التقييم مهارات سمحت لهم بتحديد أسعار البيع للمؤسسات حسب نشاطها ونسب مالية لكل مجموعة.تسمح هذه المضاعفات بتحديد القيمة الحالية للمؤسسة. من النسب المالية المستخدمة في تقدير القيمة على أساس السوق نذكر على سبيل المثال وليس الحصر ما يلي<sup>4</sup>:

- قيمة المؤسسة (EV) على الإيراد الإجمالي أو صافي المبيعات.

<sup>1</sup> Earnings Before Interest and Taxes

<sup>2</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

<sup>3</sup> Thauvron Arnaud, OP.Cite .P.157

<sup>4</sup> Pereiro, Luis E. *Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach* New York: Wiley 2002.P.253.

- قيمة المؤسسة (EV) على صافي الربح.
- قيمة المؤسسة (EV) على EBIT و EBITDA (الربح قبل الفوائد، الضرائب، الاهتلاك، وخسائر القيمة).
- قيمة المؤسسة (EV) على التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة أي تحت تصرفها.
- قيمة المؤسسة (EV) على أصول المؤسسة.
- قيمة المؤسسة (EV) على الأموال الخاصة.

يمكن استخدام توليفات مختلفة من هذه النسب المالية لحساب القيمة التقديرية وحسب طبيعة النشاط الاقتصادي. هناك نسب ملائمة لقطاع معين أو لمرحلة معينة من حياة المؤسسة. فمثلا في المؤسسات حديثة النشأة وفي صناعات جديدة تستخدم نسبة قيمة المؤسسة (EV) على الإيراد الإجمالي أو صافي المبيعات. أما قيمة المؤسسة (EV) على (EBITDA) الربح قبل الفوائد، الضرائب، الاهتلاك، وخسائر القيمة) فتصلح للعديد من المؤسسات الصناعية وليس للمؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين.

دأب الأستاذ "داموداران" من جامعة نيويورك الأمريكية على إعداد مضاعفات القطاعات الاقتصادية وعلى تحيينها كل سنة. فمثلا بالنسبة لقطاع مواد البناء وانطلاقا من عينة تتكون من 37 شركة من جميع أنحاء العالم اقترح المضاعفات التالية<sup>1</sup>:

اسم القطاع	عدد الشركات	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT (1-t)
Building materials	37	14.47	19.68	27.37

### 2.3. النسب السوقية

#### 1. مضاعف سعر السهم على ربح السهم ( PER )

يعتبر الـ "PER" النسبة الأكثر استعمالا وبحسب كما يلي:  $PER = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{الربح الصافي للسهم}}$

كلما كان المضاعف PER منخفضا كلما كان سعر المؤسسة متدنيا والعكس صحيح. تمثل هذه النسبة أيضا فترة الاسترداد المبلغ المستثمر أي عدد سنوات الأرباح حتى استرجاع الاستثمار الأولي.

#### 2. مضاعف السعر على القيمة المحاسبية PBR:

$$PBR = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{ANC صافي الأصول للسهم المحاسبية}}$$

<sup>1</sup>. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/2016/10/20>

إذا كانت هذه النسبة اقل من 1 وهو من الحالات النادرة فان سعر المؤسسة اقل من قيمتها الحقيقية

### 3. مضاعف/نسبة السعر على رقم الأعمال CA

$$\frac{V}{CA} = \frac{\text{سعر السهم} \times \text{عدد الأسهم}}{\text{رقم الأعمال CA}}$$

تمثل هذه النسبة القيمة السوقية على رقم الأعمال ويسمح بقياس العلاقة بين قيمة المؤسسة والمبيعات بالقيمة. إن معطى أو مؤشر رقم الأعمال أكثر موثوقية مقارنة بالنتيجة والتي تستطيع الإدارة التأثير فيها والتلاعب بها. من جهة ثانية يجب اخذ الحيطة والحذر وعدم الوقوع في تناقض، كان نعتقد مثلا إن مؤسستين متقاربتين في النشاط وفي المبيعات يمكن إن تكون لهما نفس القيمة وهذا غير صحيح بالضرورة. للتقليل من مخاطر هذا اللبس يلجأ المحللون إلى إضافة صافي المديونية المالية إلى القيمة السوقية قبل قسمة المجموع على رقم الأعمال والغرض من هذا هو الحصول على مضاعف يضع في الحسبان إثر المديونية على القيمة.

### 4. نسب أخرى: توجد نسب أخرى تستعمل في إطار التقييم بالمقارنة مثل:

- نسبة القيمة السوقية على التدفقات النقدية V/CF.
- نسبة القيمة السوقية على الفائض الإجمالي للاستغلال: V/EBE. أي V/EBITDA.

- نسبة القيمة السوقية على نتيجة الاستغلال  $\frac{V}{REX}$  أي  $\frac{V}{EBIT}$ .
- نسبة المضاعف PER على معدل النمو g:  $PER = \frac{PER}{g}$  حيث تحسب قيمة المؤسسة بضرب ربح سهمها في معدل نموها وفي PEG الخاص بالقطاع أو بالعينة.

### 3.3 مقارنة بين مضاعفي (EV/EBITDA) و (EV/EBIT) و (PER)

ما هو الفرق بين مضاعفات قيمة المؤسسة على الربح قبل الفوائد والضرائب (EV/EBIT)، قيمة المؤسسة على الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات (EV/EBITDA)، والسعر على الأرباح (P/E) ومتى يطبق كل منها؟

يستخدم مضاعف EV/EBITDA لتقييم المؤسسات وتحديد قيمتها السوقية العادلة، ويمثل هذا المضاعف مقياسا يعكس مكانة المؤسسة في قطاعها. يحسب هذا المضاعف كما يلي:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{الديون المالية} + \text{الرسملة السوقية}}{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب، الاهتلاك، خسائر القيمة}}$$

يكون المضاعف EV جذابا عندما يكون مرتفعا وهو ضمانة جيدة ضد مخاطر الديون.

يمكن حساب مضاعف قيمة المؤسسة EV / EBITDA بالموازاة مع نسبة أخرى هي مضاعف سعر السهم على ربح السهم (P/E).

هذه النسبة الأخيرة لا تعكس اثر الاستدانة المالية.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربح السهم (EPS)}}$$

تمثل نسبة (P/E) مقارنة للسعر الحالي للسهم مع ربح السهم. عندما تكون هذه النسبة مرتفعة فهي إشارة من السوق على توقع نمو مرتفع في المرحلة القادمة عكس إشارة النسبة المنخفضة.

**مضاعف قيمة المؤسسة (EV) على الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)**

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{الديون المالية} + \text{الرسملة السوقية} - \text{النقدية}}{\text{الربح قبل والفوائد والضرائب}}$$

يسمح مضاعف قيمة المؤسسة (EV) على الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) بقياس إن كان سعر سهم المؤسسة رخيصا أم غاليا مقارنة بمؤسسات منافسة أو حتى بالسوق ككل. إن هذه النسبة تعتبر تعديل لنسبة (P/E) وبالتالي تتفادى ضعفها لأنها تأخذ في الحسبان مجموع قيمة المؤسسة بما فيها الديون لتقارن بالربح قبل بالضرائب والفوائد.

إن المضاعفات الثلاث هي مقياس لمكانة المؤسسة في السوق من جانب الربح. تعتبر نسبة سعر السهم على ربح السهم أسرع وربما أسهل النسب لمعرفة القيمة النسبية للمؤسسة وكذلك عدد السنوات اللازمة للاسترجاع الاستثمار. يستخدم مضاعف قيمة المؤسسة (EV) على الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) ومضاعف EBITDA/EV لتقييم المؤسسات بغض النظر عن هيكلها المالي ولهذا فهي محبذة وواسعة الاستعمال.

#### 4. المقارنة مع مؤسسات من خارج البورصة

إن منهجية التقييم بهذه الطريقة تبقى كما هي وتعوض المعطيات المشتقة من البورصة بمعطيات قيم التنازل عن مؤسسات شبيهة. تعتمد المقاربة بالصفقات المرجعية على تقريب معطيات المؤسسة محل التقييم بنسب ومضاعفات مؤسسات شبيهة كانت موضوع صفقة تبادل قريبة العهد. بعد

الحصول على قيمة أولية للمؤسسة تطبق عليها أما خصما أو زيادة من أجل دمج خصوصيات تلك المؤسسة في القيمة أما بسبب المديونية أو بسبب المخاطر أو بسبب حجم الطلبات المستقبلية المؤكدة<sup>1</sup>. أما المقاربة القطاعية فتتطلب بدورها حذرا شديدا عند استعمال متوسط مضاعفات القطاع وإسقاطه على معطيات المؤسسة دون تقدير لخصوصيات ومكانة المؤسسة المستهدفة ودون اعتبار لمعدلات النمو المتوقعة والمستويات المخاطرة.

### 5. مزايا وعيوب المقاربة بالمقارنات

إن عدم وجود سوق متطورة للأوراق المالية في الجزائر لا يسمح بالاستخدام الفعال للمقاربة السوقية. إن هذه الوضعية تدفع المقيم إلى الالتفات نحو أسواق مالية خارجية لبلدان قريبة جغرافيا مثل دول المغرب العربي أو بلدانا نامية أو صاعدة لاستنتاج بعض المدخلات الضرورية لنماذج التقييم المختلفة. إن الاعتماد على مضاعفات خارجية ينطوي عليه العديد من التساؤلات ولكن وفي غياب حلول صريحة فإنه يبقى حلا مقبولا، خاصة وأن استعمال مؤشرات العينات الدولية يدخل ضمن ممارسات خبراء التقييم وبنوك الأعمال.

إن تقييم المؤسسة بواسطة طريقة المضاعف يجب أن يتم بحذر كبير خاصة عندما تكون المؤسسات المرجعية تنشط خارج الجزائر، ذلك أن تحديد مؤشرات أو نقاط تشابه بين مؤسستين أو عدة مؤسسات لا يعني بالضرورة بان تلك المؤسسات متشابهة أو متطابقة أو أن هناك علاقة تناسب بين أحجامها (مرتين، ثلاث مرات، الخ...) فوجود بعض نقاط التشابه لا يعني بالضرورة إمكانية استنتاج قيمة هذه الشركة من قيمة الشركة الشبيهة ظاهريا فقط.

ما يكن توجيهه من ملاحظات وانتقادات يمكن تلخيصه في اعتراضات أنصار مدرسة المالية السلوكية (Behavioral finance) الذين يقرون أن أسعار السوق يمكن أن تتحرف وتبتعد كثيرا عن القيمة العادلة وقد يدوم هذا الانحراف لفترة طويلة. من بين التفسيرات المقدمة: السلوكيات غير العقلانية لبعض المستثمرين الخواص (private investors) نظرا لضعف خبراتهم ومعارفهم أو أن يكونوا تحت تأثير خصوصياتهم النفسية فتراهم يتخذون قرارات عشوائية تركز على العاطفة لا على العقل بيعا أو شراء. تلعب طرق المقارنة دورا إيجابيا لأنها تسمح بمقارنتها مع القيم الذاتية والخروج باستنتاجات. (جدول 3-6).

<sup>1</sup>. Pereiro, Luis E. Op.Cite.P289.

إن المطلوب هنا هو محاولة تفسير وتبرير الفارق الذي قد يظهر بين القيمتين والذي قد تبرره خصوصيات الشركة المقومة مقارنة بالعينة، وتعتبر هذه الطرق أيضا حلا بديلا في حال تعذر حساب القيم الذاتية لسبب أو لآخر، فتصبح قيم المقارنة الملاذ الوحيد لتقييم المؤسسة. إن هذا الحل البديل قد تتحكم فيه عدة عوامل مثل:

- سهولة إيجاد عينة من المؤسسات الشبيهة والقابلة للمقارنة خاصة وفق عوامل الحجم، السوق، معدل النمو، طرق التمويل، الخ...
- ضرورة القيام بتعديلات على القوائم المالية لمؤسسات العينة بسبب الاختلافات الممكنة في الطرق المحاسبية ومعدلات الضريبة.

### جدول 3-6: مزايا وعيوب المقاربة بالمقارنات

المزايا	العيوب
استخدام سهل خاصة بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة	حساسية مفرطة حسب ظروف السوق اليوم قيمة وغدا قيمة أخرى
تستخدم بشكل واسع بسبب رد فعلها اتجاه تغيرات السوق	صعوبة البحث عن استخدام معايير متجانسة لتشكيل عينة المقارنة.
تعكس سعر السوق أكثر مما تعكس القيمة المحاسبية	ضرورة استخدام عدد كبير من النسب والمؤشرات تقاديا للاعتماد على معطى واحد
مدخلاتها ليست جامدة بل تعكس تغيرات السوق	صعوبة إيجاد عينة موثوق بها.

المصدر: تلخيص الباحث

### خلاصة الفصل

في حال استخدام مقاربة الدخل، يدرس المستثمر أو المشتري المحتمل المبلغ الذي باستطاعته دفعه مقابل الحصول على أصل (مالي أو غير مالي)، مع الأخذ في عين الاعتبار عددا من المعطيات منها: طبيعة الأصل، الاستخدام المتوقع، مدة الاستغلال المتوقعة ومعدل العائد المنتظر من الاستثمار. لهذا السبب قد يختلف السعر المقترح من مستثمر أو مشتري إلى آخر لأن قيمة الأصل (المؤسسة) من وجهة نظر المشتري تساوي القيمة الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية التي يتوقعها. إن المشتري الحذر لا يكتفي بهذا المستوى بل يلتفت إلى السوق بحثا عن أسعار الأصول المشابهة للمقارنة والاستدلال ثم إمكانية الحصول على نفس الأصل مقابل سعر اقل وهذه هي القارب السوقية. يمكن أيضا للمشتري الفطن التأكد من إمكانية صنع أو إنشاء نفس الأصل بتكلفة اقل من السعر المطلوب أو



من سعر السوق. فيقوم أولاً بحساب تكلفة صنع أو بناء الأصل الجديد ثم يجري التعديلات اللازمة ليأخذ في الاعتبار حالة الأصل المستهدف على أنه ليس جديداً وتعرض لأشكال من الاهتلاك وخسارة القيمة، وهذه هي مقارنة الأصول.

من المنطقي أن تكون هذه المقاربات الثلاث متكاملة وتستخدم كلها قدر المستطاع عند كل عملية تقييم مع الأخذ في الاعتبار طبيعة الأصل وخصائصه. إن مقاربات التكلفة والسوق تلائم بصفة خاصة الأصول الثابتة أو الملموسة (العينية)، بينما المقاربة السوقية والمقاربة بالدخل تلائم أكثر حالات تقييم المؤسسات والأصول المعنوية. إن هذا التعميم لا يمكن أن يكون مطلقاً بسبب وجود العديد من الاستثناءات.

تتصف عملية تقدير قيمة المؤسسات غير المسجلة في البورصة بكثير من الصعوبة والتعقيد، نتيجة لارتفاع درجة عدم التأكد، الأمر الذي يجعل عملية التقييم تستند إلى معلومات أو مؤشرات مؤكدة ضرورة ملحة وأساساً سليماً يجعل نتائج التقييم أكثر عقلانية.

تم استعراض مقاربات التقييم الواردة في جميع المراجع المعروفة في الميدان. تبين أن مقارنة التدفقات النقدية هي المقاربة الرئيسية لما تحضى به من خلفية نظرية صلبة. كما أن المقاربة على أساس المقارنات أو السوق منتشرة بسبب سهولتها وهي سهولة ظاهرية. ذلك أن جميع المقاربات تطرح مشاكل تطبيقية جمة تتمثل في طبيعة وجودة مدخلاتها. كما تطرح مسألة التضارب في نتائج الطرق المختلفة وهل يجب اعتماد قيمة مركبة تتشكل من نتائج طرق عديدة، وفي هذه الحالة لا بد من تبرير المزيج المعتمد من خلال معاملات الترجيح المعطاة لكل طريقة.

## الفصل الرابع:

مسار عملية التقييم ومشاكلها

## مقدمة الفصل

إن تقييم المؤسسات لا يعتبر علما دقيقا بل هو علم وفن، ثم إنه لا يوجد إطار قانوني يملئ الكيفية التي تتم بها عملية التقييم وبالتالي لا توجد منهجية واحدة يجب التقيد بها لتقدير قيمة المؤسسة. من جانب آخر توجد كمية هائلة من الأدبيات في مجال تقييم المؤسسات يمكن أن تساعد في تسهيل مسار التقييم وتقليل مخاطر الفشل. لهذا من الضروري ومن الواجب دراسة ومراجعة منهجية ومسار تقييم المؤسسات نظريا وعمليا لتحديد المسلك الأمثل والمناسب لكل حالة مستقلة.

## المبحث الأول: المتدخلون في عملية تقييم المؤسسات

## 1. الاطراف المعنية بعملية التقييم

- البائع أو البائع المحتمل.
- المشتري أو المشتري المحتمل.
- صناديق الاستثمار يكونون في حالة بيع وشراء في أن واحد.
- المستشارون في مجال التقييم كهيئات أو كأفراد مثل بنوك الاستثمار والمحليلين الماليين.
- إدارة الضرائب.
- المحاكم.
- مسيري المؤسسات.

يهتم مسيري المؤسسات بالتقييم لاختيار طريقة النمواما عبر الاندماج والاستحواذ أو عن طريق النمو العضوي والاهتمام بالقيمة السوقية لمؤسستهم أو حين يقومون بشراء مؤسستهم (MBO) أو حين التخلص من بعض شركات الفرعية أو بعض الأنشطة الصناعية أو التجارية ذات المردودية المنخفضة أو الرديئة. إن مسيري المؤسسات لا بد أن يهتموا بقيمة مؤسساتهم ككيانات متواصلة من اجل تقييم البدائل الإستراتيجية المتاحة ومن اجل تقويم مستوى أدائهم في الماضي ومن اجل المفاضلة بين التوسع الداخلي أو الخارجي أو التركيز على أنشطة من خلال غلق بعض الوحدات العاملة.

ويمكن تصنيف الأطراف المعنية إلى مجموعتين على الأقل وهما: الأطراف الأساسية

والأطراف المساعدة:

## 1.1. الأطراف الأساسية (البائع والمشتري)

البائع قد يكون:

- شخص طبيعي، مالك مباشر لكل أو بعض أجزاء من المؤسسة وقد يكون مؤسس المؤسسة وبالتالي يتميز بجوانب عاطفية.

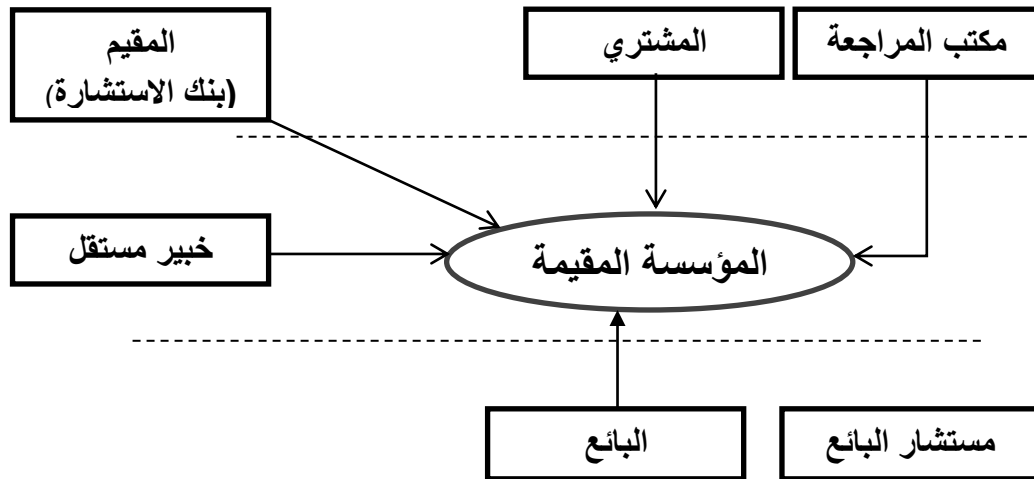
▪ شخص معنوي أي مؤسسة.

المشتري: قد يكون شخص طبيعي أو معنوي.

2.1. الأطراف المساعدة (acteurs auxiliaires)

حسب أهمية الصفقة قد يتم اللجوء إلى أطراف مساعدة سواء من جهة البائع أو من المشتري، مثل بنوك الأعمال، مكاتب التقييم، المحامون، مكاتب مراجعة الحسابات، المحاكم الخ.. (الشكل 1-4).

شكل 1-4: الأطراف المشاركة في عملية التقييم



Source: R, Jean-Baptiste TOURNIER, and Jean-Claude TOURNIER. *Evaluation D'entreprise \_ Que Vaut Une Entreprise* 4 édition. Paris: Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, 2007. P.17.

2. موازين القوة بين البائع والمشتري

تتغير موازين القوة بين البائع والمشتري حسب:

- عدد البائعين وعدد المشتريين في الصفقة الواحدة:
- حالات الطلب في السوق<sup>1</sup> وتتوقف على ظروف السوق وقد نلاقي عدة حالات تتراوح بين التوازن بين البائع والمشتري أو الاختلال لصالح أحد الطرفين من هذه الحالات ما يلي:

- وجود بائع وعدم وجود مشتري.
- وجود المشتري ولكن البائع بسعر عادل غير موجود ليصبح الشراء صعبا.
- وجود مشتري ووجود بائع أساسي وهذه حالة عادية وتتم الصفقة عن طريق التفاوض.

<sup>1</sup> . د/ بلوج بولعيد، تقييم المؤسسات المسجلة في البورصة ملقى عنابة؟

- وجود بائع وبعض المشترين وقد يستغل البائع الفرصة ليطالب سعرا أعلى.
- وجود مشتري أمام عدة بائعين فيكون له فرصة اختيار الأفضل.
- عدة بائعين مقابل عدة مشترين كما هو الحال في البورصة.

في الحالات المذكورة تميل الكفة لصالح هذا الطرف أو ذاك للحصول على سعر مناسب وشروط أخرى وذلك حسب ميزان القوة والقدرة التفاوضية لكلا الطرفين، أنظر الشكل 4-2.

شكل 4-2: موازين القوة بين البائع والمشتري

المشتري			
مجموعة	فرد واحد	غير موجود	
هذه الحالة تظهر في البورصة خاصة	جذب التقييم نحو الأسفل	مشكلة	مجموعة
جذب التقييم نحو الأعلى	حسب أهمية المصالح الشخصية في التقييم ومدى جدية البائع	مشكلة	فرد واحد

Source: R, Jean-Baptiste TOU RN I E, and Jean-Claude Tournier. *valuation D'entreprise - Que Vaut Une Entreprise* 4 édition. Paris: Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, 2007. P.16.

### 3. صلاحيات المقيم ودوره

#### 3.1. من هو المقيم؟ من يمارس التقييم المالي المؤسسات؟

عرف ذبيح الله المقيم أو المثلث (appraiser) بأنه شخص أو شركة لها الخبرة لتقديم خدمات التقييم بناء على معلومات ملائمة وموثوقة، معايير، منهجية، معرفة، نزاهة، وموضوعية<sup>1</sup>. يصف الباحث المقيمين: بأنهم أولئك الخبراء ذوي التدريب التعليمي المناسب، الخبرة، الأهلية، والمعرفة حول مفاهيم التقييم، المعايير، والتقنيات، وكذلك متطلبات الإفصاح والتوثيق. يتحتم على المقيم أن يكون ملما بالضرائب، المحاسبة، الجوانب النظرية المختلفة، وطرق التقييم. في الدول الصناعية يشترط على من يقدم خدمات التقييم أن يكون عضواً في إحدى المنظمات المهنية للمقيمين كالجمعية الأمريكية للمقيمين (ASA)، معهد تقييم المؤسسات (IBA)، المعهد الأمريكي للمحاسبين العموميين المعتمدين (AICPA)، والجمعية الوطنية لمحلي التقييم المعتمدين (NACVA).

<sup>1</sup>. Rezaee, Zabihollah. *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions the Fair Value*. 2<sup>nd</sup> ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2001.p.38.

يمكن إدراج الأطراف التالية بشرط ان تتمتع بالتكوين والخبرة والحيادية، ضمن الجهات التي

يحق لها تقديم خدمات تقييم المؤسسات:

- كل خبير محاسب استفاد من تكوين معمق ويحمل شهادة معترف بها يستطيع تقديم خدمة التقييم،
- الشركات الدولية للمحاسبة.
- بنوك الاستثمار تقدم خدمة التقييم في إطار الإشراف على صفقات التبادل.
- المحللين والمقيمين العاملين في مكاتب الاستشارات.
- المالكين والإطارات المالية للمؤسسات الذين يساهمون في تقييم مؤسساتهم أو أجزاء وفروع من مؤسساتهم.

### 2.3. دور المحلل المالي أو خبير التقييم وحيادتيه

يلعب المحللون الماليون والاستثماريون دورا محوريا في جمع وتنظيم وتحليل ونشر وتوصيل معلومات المؤسسات كما يقومون بدور هام في توجيه وتوصية القرارات الاستثمارية المناسبة على أساس تحاليلهم، وبقياهم بهذا الدور فهم يساعدون الزبائن لتحقيق أهدافهم الاستثمارية كما يساهمون في التشغيل الفعال للأسواق المالية. يساهم المحللون أيضا في مساعدة حاملي الأسهم من خلال متابعة أفعال إدارة المؤسسة.

للقيام بوظيفة التقييم على أحسن وجه يحتاج المحللون إلى إلزام أنفسهم بالمساءلة والمسؤولية تجاه كل من معايير الكفاءة ومعايير السلوك - (standards of competence and standards of conduct)، وهنا تطرح مسألة استقلالية هؤلاء تجاه الشركات والبنوك التي توظفهم.

### 3.3. المقيم كمسهل لإبرام الصفقات

عند إبرام أية صفقة يمكن وصفها بالصفقة العادلة لا بد أن يكون كل طرف في الصفقة رابح أي وضعية الجميع مستفيد (Win Win Situation). يلعب الخبراء المستشارون دورا هاما للوصول إلى هذه النتيجة المرضية للجميع من خلال التركيز على تحديد مفهوم قيمة المؤسسة ومصادر القيمة وقياسها وطرق الحفاظ عليها. بهذا الدور يساهم خبراء التقييم في تسريع عملية التفاوض وخفض تكاليفها وتوفير الشروط اللازمة لإبرام الصفقة. قد يحدث للبائع أن يبيع تحت وقع ضغوط الظروف القاهرة أو أن يقبل بسعر متدني بسبب سوء الإعداد والتحضير أو بسبب انعدام المعرفة الكافية. وقد يحدث للمشتري أيضا التعرض لمخاطر شراء المؤسسة غير المناسبة أو أن يدفع أكثر من اللازم.

## 4. دور مجلس المعايير الدولية للتقييم في تسهيل ممارسة التقييم

تلعب معايير التقييم الدولية والوطنية دورا كبيرا في تذليل صعوبات التقييم تمثل معايير مجلس المعايير الدولية للتقييم "IVSC" أحد أهم هذه المعايير وتغطي كامل طيف التقييم من تقييم الأصول لأغراض الإفصاح إلى العقارات والمؤسسات كما تضم أخلاقيات هذه المهنة. يضم هذا المجلس معظم المنظمات المهنية للتقييم على مستوى العالم.

**أخلاقيات مهنة التقييم:** تبنت الجمعية السعودية للتقييم لأئحة أخلاقيات مهنة التقييم أسمته "ميثاق آداب وسلوك مهنة التقييم، مستوحاة من لجنة المعايير الدولية للتقييم (IVSC) وتتكون من سبعة بنود هي<sup>1</sup>:

1. **المعلومات المضللة:** يحظر على المقيم إدعاء تمتعه بمؤهلات أو خبرات لا يملكها.
2. **قبول الأعمال:** يجب على المقيم التقييد بحدود خبرته ومؤهلاته في قبول عمليات التقييم، وعدم إجراء عمليات تقييم تفوق قدراته.
3. **الحياد:** يجب على المقيم ممارسة عمله بنزاهة وشفافية وحياد واستقلال، وأن يلتزم بالإفصاح لذوي العلاقة قبل بدء عمله، عما قد يمس حياده واستقلاله.
4. **تضارب المصالح:** يجب على المقيم أن يرفض التكليف بالتقييم في الحالات التي له أية مصلحة مباشرة أو غير مباشرة وعلى الأخص ما يلي:
  - الشركات والمؤسسات التي يكون المقيم المعتمد شريكا أو قريبا إلى الدرجة الثالثة بدخول الغاية لأحد المؤسسين أو أحد أعضاء مجلس الإدارة.
  - الشركات والمؤسسات التي يساهم في تأسيسها أو التي يكون عضوا في مجلس إدارتها أو التي يقدم لها خدمات استشارية أو إدارية.
  - الشركات المساهمة التي يمتلك المقيم فيها أسهما ذات شأن خلال فترة تقييمه، وإذا قبل التقييم فعليه قبل البدء في التقييم التصرف في هذه الأسهم.
  - الشركات والمؤسسات التي يكون المقيم شريكا لأحد موظفيها أو لأحد كبار الشركاء فيها أو شريكا للشركة نفسها.
  - الشركات والمؤسسات التي يكون المقيم ناظرا لوقف أو وصيا على تركة لها حصة في تلك الشركات والمؤسسات.

<sup>1</sup>. <http://taqeem.gov.sa/about/pages/ethic.aspx> - (visité le 07/04/2015)

▪ الشركات التي تماثل أنشطتها التجارية أنشطة الشركات التي يكون عضواً في مجلس إدارتها.

5. **حظر الشراء:** يحظر على المقيم شراء أو تأجير أي أصل منقول أو غير منقول قام بتقييمه أو القيام بأعمال الوساطة لبيعه أو تأجيره.

6. **التحقق من صحة المعلومات:** لا يجوز للمقيم الاستفادة من أية معلومات حصل عليها من ذي المصلحة في التقييم إلا بعد التحقق من مصداقيتها بصورة مستقلة، وتوثيقها في تقرير التقييم، ويجب أن يبين هذا التقرير مدى تأثير هذه المعلومات في النتيجة التي ينتهي إليها.

7. **السرية:** على المقيم العمل دائماً بسرية تامة، ويمتنع المقيم من الإفصاح عن أية معلومات خاصة عن أي عميل إلا لأسباب قانونية (بأمر من المحكمة أو من الهيئة).

وبما أنه لا توجد مهنة منظمة ومستقلة للتقييم في الجزائر فإن مهمة التقييم تتوزع بين عدة أطراف أجنبية ومحلية. الأطراف المحلية تتمثل في الخبراء العقاريين بالنسبة لجميع أنواع العقارات، والخبراء الصناعيين بالنسبة للألات والتجهيزات والمركبات والخبراء المحاسبين بالنسبة للمؤسسات شريطة أن يتشكلوا في إطار شخص معنوي. إن أخلاقيات المهن بشكل عام وأخلاقيات المهن المحاسبية ومهنة التقييم تشترك في معظم البنود حيث أنها بديهيات تخص جميع المهن لأنها قيم أخلاقية مطلقة مثل الحيادية والاستقلالية والسرية وعدم انتحال الشخصية وعدم التضليل.

#### محددات جودة التقييم

- خصائص التقييم الجيد: الموضوعية، الموثوقية والشمولية.
- شروط جودة التقييم:
  - كفاءة ونزاهة وحيادية فريق خبراء التقييم.
  - التحكم في تفاصيل وحيثيات جميع طرق ونماذج التقييم.
  - التحكم والإلمام بتقنيات وأساليب التحليل الاستراتيجي والمالي.
  - جودة المعلومات المالية وغير المالية.
  - التفاعل الإيجابي مع مسؤولي المؤسسة.



## 5. صلاحية تقييم الشركات في الجزائر

توصيات مجلس مساهمات الدولة (CPE) بخصوص تقييم المؤسسات العمومية

يوضح مجلس مساهمات الدولة في توصيته رقم 07 بتاريخ 02 أوت 2004 الإطار المنهجي العام وشروط وإجراءات تقييم المؤسسات التي تدخل ضمن نطاق عمليات الخوصصة أو الشراكة. ترجح التوصية استعمال مقارنة أو طريقة الممتلكات على أساس صافي الأصول المحاسبية المصححة في المقام الأول دون إقصاء الطرق الأخرى مثل طريقة التدفقات النقدية الحرة (free cash-flows). إن هذه المرجعية التشريعية والتنظيمية تم إثراؤها في بعدها التقني بالمنهجيات، طرق التقييم، والأدوات واسعة الاستخدام، على مستوى العالم في عمليات الخوصصة<sup>1</sup>.

المقيمون الذين تعترف بهم لجنة مراقبة عمليات البورصة في الجزائر

لكي يكون تقييم المؤسسة المرشحة لدخول البورصة أو لإتمام أي عملية مالية في إطار بورصة الجزائر يشترط أن تتم عملية التقييم من قبل خبير يستجيب للشروط التالية:

1. أن يكون شخصا معنويا

2. أن تكون شهادته في الميدان معترف بها طرف اللجنة

3. أن يقدم مراجع مهنية أي أن يكون قد أتم عمليات تقييم المؤسسات من قبل.

وبناء على ما سبق نشرت اللجنة الشركات التي تعترف بها بصفتها مقيم للشركات التي تطلب

تسجيل أسهمها في البورصة ويوضحها الجدول 4-1:

**جدول 4-1: مكاتب تقييم معترف بها لدى لجنة مراقبة عمليات البورصة- الجزائر**

العنوان	المقيم	
الجزائر	Humilis Finance	1
الجزائر	Ernst&Young Advisory Algérie	2
بومرداس	Centre des techniques de l'information et de la communication (CETIC)	3
الجزائر	KPMG Algérie SPA	4
الجزائر	Grant Thornton Algérie SPA	5
الجزائر	Centre d'ingénierie et d'expertise financière (CIEF)	6

المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة الأوراق المالية - الجزائر

<sup>1</sup>. www.cosob.org

### المبحث الثاني: المراحل الرئيسية لعملية تقييم المؤسسة

قبل الشروع في تطبيق طرق التقييم من الضروري جمع المعلومات عن المؤسسة ومحيطها. ان هذه المرحلة تاخذ الكثير من الوقت وهي حساسة لما يترتب عنها من افتراضات واستنتاجات، فالصعوبة الفعلية لا تكمن في تطبيق طرق التقييم ولكن في جمع المعلومات الملائم وكيفية استغلالها ولا يمكن تقييم المؤسسة انطلاقا من قوائمها المالية فقط<sup>1</sup>. ان مرحلة التحضير لفهم المؤسسة وجمع المعلومات المناسبة تكون أطول واكثر تعقيدا عندما يكون حجم المؤسسة اكبر ويكون الخبير المقيم اجنبيا عن المؤسسة.

يتكون مسار عملية التقييم من أربعة (4) مراحل رئيسية ويمكن ان تضاف اليها مرحلة خامسة خاصة بالمفاوضات وتحديد السعر (جدول 4-2):

1. مرحلة التحضير للتقييم أو تشخيص وفهم المؤسسة.
2. مرحلة التقييم: التنبؤ بأداء المؤسسة (الاستشراف) - اختيار نماذج التقييم الملائمة - تحويل التنبؤات إلى تقييم/قيم.
3. مرحلة التعديلات وتحديد القيمة النهائية المبررة.
4. مرحلة كتابة التقرير والتوصيات من اجل اتخاذ القرار المناسب.
5. المفاوضات وتحديد السعر حسب خلفية التقييم.

#### 1. تحضير عملية التقييم

تشمل مرحلة تحضير عملية التقييم عدة مهام منها التعرف على المؤسسة، التحليل الاستراتيجي، التحليل المحاسبي واخيرا التحليل المالي.

##### 1.1. التعرف على المؤسسة من خلال إجراءات التحقق "Due diligence":

تعتبر إجراءات التحقق جزءا هاما من عملية التقييم ويمكن اعتماد مصطلح "Due diligence" كترجمة لها وتدخل ضمن مرحلة التحضير. إن إجراءات التحقق أو اتخاذ المحاذير اللازمة هي النقيض للتصرف العاطفي واستعمال القلب بدلا من الرأس لشراء أصل ما. إن طرح السؤال المناسب في الوقت المناسب يسمح بتوفير مبالغ مالية كما يساعد على تفادي ارتكاب اخطاء جسيمة. توجد العديد من المراجع التي تعرض بشكل مفصل الخطوات التي يجب إتباعها لتشخيص مؤسسة بغرض شرائها

<sup>1</sup>. THAUVRON, Arnaud. *Evaluation D'entreprise*. 3e ed. Paris: Economica, 2010. P17.

أو الاستثمار فيها<sup>1</sup>. مثلا يعرض كتاب بينغ (Gordon Bing) التقنيات التي تستعمل، الأسئلة التي لا بد من طرحها، الوثائق الواجب الاطلاع عليها، والقضايا الواجب استكشافها من اجل الوصول إلى الاستنتاجات الصحيحة حول القرار المطلوب الفصل فيه. تغطي إجراءات التحقق جميع جوانب المؤسسة مثل من يملكها، من يسيرها، الإنتاج، التسويق، المالية والمحاسبة، قضايا البيئة، والثقافة السائدة داخل المؤسسة.

#### جدول 4-2: مراحل عملية التقييم

التحضير للتقييم	<ul style="list-style-type: none"> <li>- التشخيص الأولي زيارة المؤسسة ودراسة معطياتها: الماضي، الحاضر، الأشخاص الدوافع الخ. ( التعرف على المؤسسة)</li> <li>- التحليل الاستراتيجي: تشخيص، قياس المناخ الاقتصادي</li> <li>- التحليل المالي والمحاسبي: تعديل وترتيب المعطيات الداخلية</li> <li>- التحليل الاستشراقي/التنبؤ: قياس المؤشرات المهمة للتقييم/مخطط الاعمال</li> </ul>
التقييم	<ul style="list-style-type: none"> <li>التقييم اعتمادا على أكثر من مقارنة وطريقة:اختيار طرق التقييم المناسبة</li> <li>- وفق الأصول والممتلكات - وفق النتائج - وفق المقارنات</li> <li>- وفق الحالات الخاصة.</li> </ul>
تحديد القيمة المركبة، لا توجد قيمة مطلقة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- اعتماد عدة طرق</li> <li>- التوفيق بين الطرق - ادخال تعديلات السيولة والسيطرة</li> <li>- استنتاج القيمة النهائية أو مجال للقيمة</li> </ul>
كتابة التقرير	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تقرير التقييم</li> </ul>
المفاوضات وتحديد السعر	<ul style="list-style-type: none"> <li>- اعتمادا على نطاق القيمة وحسب العرض والطلب وموازن القوة</li> </ul>

المصدر: تلخيص الباحث اعتمادا على عدة مراجع منها:

(Thauvron.A, Tournier.J.B, Palepu )

#### 2.1. التحليل الاستراتيجي للمؤسسة ودراسة المحيط

يعنى التحليل الاستراتيجي بدراسة البيئة الداخلية (تشخيص داخلي) لاكتشاف نقاط القوة ونقاط الضعف للمؤسسة ودراسة البيئة الخارجية (تشخيص خارجي) لتحديد الفرص والتهديدات. يشمل تحليل

<sup>1</sup> - Bing, G. *Due Diligence: Planning, Questions, Issues*. Praeger, 2008

- Rosenbloom, A.H. *Due Diligence for Global Deal Making: The Definitive Guide to Cross-Border Mergers and Acquisitions, Joint Ventures, Financings, and Strategic Alliances*. Wiley, 2010.

البيئة الخارجية دراسة الحالة الاقتصادية العامة السائدة مع التركيز على مؤشرات خاصة مثل معدلات النمو، أسعار الفائدة ونسب التضخم. تتحدد قيمة المؤسسة بمدى قدرتها على تحقيق معدل عائد يفوق تكلفة أموالها. إن ما يتحكم في تكلفة الأموال هو السوق المالية أما الربح فتتحكم فيه الخيارات الاستراتيجية للمؤسسة مثل:

1. اختيار القطاع أو القطاعات،
  2. الكيفية التي تنوي المؤسسة التنافس بها مع مؤسسات أخرى في نفس القطاع،
  3. الكيفية التي تتوقع بها المؤسسة ان تحقق التكامل فيما بين الأنشطة المختلفة التي تقوم بها.
- ولهذا يشمل التحليل الاستراتيجي حسب "Palepu" وزملاؤه الأعمال التالية<sup>1</sup>:
- تحليل القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة (حجم السوق، هيكل السوق والشركات المهيمنة، أسس المنافسة السعر، الجودة، الخدمة، دالة التكلفة) باعتماد نماذج متبعة مثل نموذج بورتر للقوى الخمس.
  - تحليل الخيارات الاستراتيجية للمؤسسة للتوقع داخل القطاع.
  - التحليل التكامل الاستراتيجي بين الأنشطة بالنسبة للشركات المتعددة الأنشطة أو المتواجدة في أكثر من قطاع.

### 1.2.1. تحليل القطاع

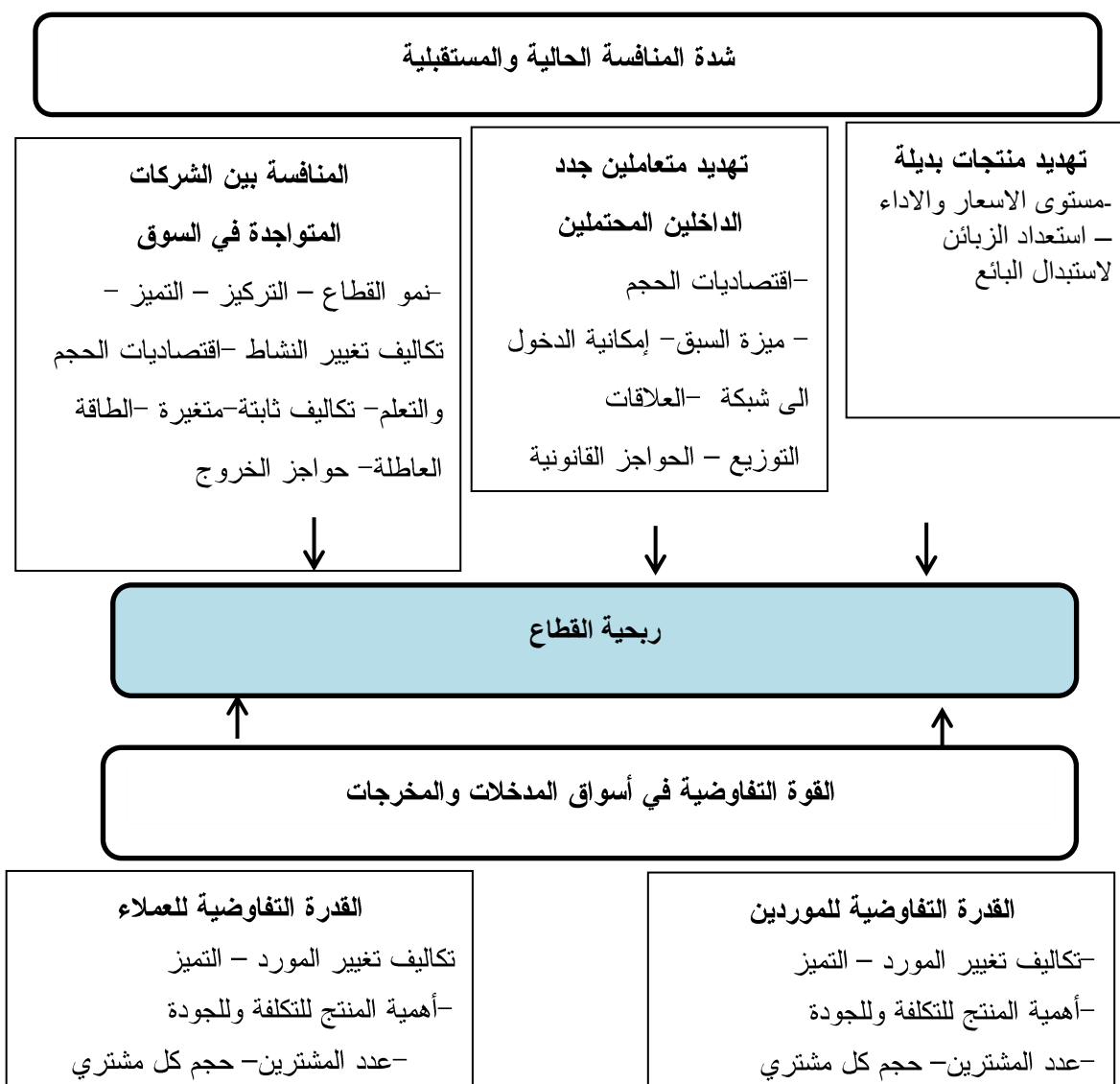
إن نفس العوامل الاقتصادية والتكنولوجية تؤثر على جميع مؤسسات العاملة في نفس القطاع الاقتصادي، وبما أن المؤسسات تتنافس مع بعضها من أجل المبيعات، فإن معرفة القطاع وتحليل التنافسية تساعد المحللين على فهم اقتصاديات المؤسسة ومحيطها. إن ربحية المؤسسة مرتبطة في الغالب بربحية القطاع وتتأثر بهيكل القطاع. لخص مايكل بورتر (Porter) خمسة عوامل تؤثر في ربحية القطاع كما يوضحها الشكل 3-4. وفق هذا الإطار فإن حدة التنافس هي التي تحدد إمكانية تحقيق أرباح غير عادية. أما عن إمكانية الاحتفاظ بتلك الأرباح غير العادية فتتحكم فيه القدرة التفاوضية النسبية للمؤسسات في القطاع مع زبائنها ومورديها. فيما يلي القوى الخمس المحددة لربحية القطاع<sup>2</sup> (شكل 3-4):

<sup>1</sup>. Palepu.Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik.Peek. *Business Analysis and Valuation—Ifrs Edition*. London: thomson, 2007.P 43.

<sup>2</sup>. Whittington, Gerry Johnson\_ Kevan Scholes\_ Richard. *Exploring Corporate Strategy \_ Text and Cases*. 8 ed. London: FT Prentice Hall, 2008.P59.

1. حدة المنافسة فيما بين الشركات المتواجدة في السوق: تتأثر المنافسة بعدد من العوامل منها نمو القطاع، درجة التركيز، التميز، تكاليف تغيير النشاط، اقتصاديات الحجم هيكل التكاليف، نسبة الطاقة الإنتاجية الفائضة والحواجز القانونية مثل الرخص.
2. تهديد دخول متعاملين جدد الى القطاع: إن إمكانية تحقيق أرباح غير عادية تجذب متعاملين جدد. إن حواجز الدخول المرتفعة تردع المتدخلين الجدد ومن هذه الحواجز ما يلي: اقتصاديات الحجم والخبرة، ميزة الداخل أولاً (سبق الدخول)، إمكانية استخدام شبكة التوزيع والاستفادة من العلاقات، رد الفعل القوي من الشركات المتواجدة، الحواجز القانونية وأخيراً إمكانية التميز في بعض المنتجات مثل السيارات.
3. تهديد منتجات بديلة: إن المنتج الذي يشكل تهديداً هو ذلك الذي يقوم بنفس الوظيفة ولو كان شكله مختلفاً كما في المنافسة بين الطائرة والقطار السريع.
4. القوة التفاوضية للعملاء: يعتبر العملاء ضرورة من أجل بقاء أي مؤسسة. لكن الزبون الذي هو المشتري يمكن أن يتمتع بقدرته تفاوضية قوية لا تدع للبائع أي مجال للمناورة بحيث يتم تقليص الأرباح الى أدنى حد. يكون للزبون قوة تفاوضية في حالة وجود حساسية للسعر خاصة بالنسبة للمنتجات المتجانسة غير المميزة مثل الاسمنت والحديد. كما يكون السعر حساساً عندما يشكل المنتج نسبة مرتفعة في تكلفة المشتري. إذا كان الزبون جد حساس تجاه السعر هذا لا يعني أن بإمكانه الاستفادة من أسعار منخفضة إلا إذا كان في وضعية تفاوضية قوية. وبالتالي سيزن كل طرف تكاليف عدم التعامل مع بعضهم. من العوامل المؤثرة نجد عدد الموردين وعدد العملاء، عدد المنتجات البديلة، إمكانية الصنع بدل الشراء وتكاليف التحول الى منتج آخر (مثال مايكروسوفت وصانعي الكمبيوتر).
5. قوة وضغط الموردين وقدرتهم التفاوضية: إن الموردين يوفرون للمؤسسة ما تحتاجه من في نشاطها الإنتاجي من مدخلات متعددة مثل الوقود، المواد الأولية، الآلات والمعدات، اليد العاملة والتمويل. إن العوامل التي تضع المورد في موقع تفاوضي قوي هي عكس عوامل الزبون القوي. من عوامل القوة للموردين التركيز أو وجود عدد قليل من الموردين، تكاليف مرتفعة للتحول الى مورد آخر، وتهديد المورد بالاندماج العمودي الامامي أو التهديد بالتخلص من الوسطاء (مثال شركات الطيران ووكالات السياحة).

شكل 4-3: نموذج "PORTER" القوى الخمس وربحية السوق (Les cinq forces)



Source: Palepu, Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik. Peek. *Business Analysis and Valuation—Ifrs Edition*. London: Thomson, 2007.P.70

### 2.2.1. تحليل الاستراتيجية التنافسية

اقترح "Porter" ثلاث استراتيجيات تنافسية يمكن ان تتبعها الشركات لتحقيق ميزة تنافسية مستدامة: (1) الريادة بالتكلفة و(2) التميز و(3) التركيز (Focus).

تتطلب استراتيجية الريادة بالتكلفة ان يكون الشركة اقل المنتجين تكلفة في قطاعها. أما استراتيجية التميز فيقدم للسوق شيئاً فريداً متميزاً ما يبرر سعراً مرتعاً وهذا ما يسمح بتحقيق ربحية فوق المتوسط اذا كانت تكاليفه ضمن متوسط القطاع. أما استراتيجية التركيز فتتطلب من المؤسسة اتباع إما الريادة بالتكلفة أو التميز ولكن في جزئ ضيق أو محدود من السوق لاكتساب ميزة امام

منافسين كبار ينشطون على نطاق أوسع. يرى الخبراء أن الشركات التي لا تتبع هذه الاستراتيجيات أو تحاول القفز بينها تعرض نفسها الى الفشل<sup>1</sup>،

ويرى "Porter" أن اتباع أي الاستراتيجيات الثلاث بنجاح سيوفر حماية ضد القوى التنافسية الخمسة.

تتبنى المؤسسة استراتيجية الريادة بالتكلفة بهدف توفير نفس المنتج أو الخدمة بتكلفة اقل من خلال عدة سياسات منها:

- اقتصاديات الحجم والنطاق والتعلم
- كفاءة في عمليات الإنتاج
- تصميم بسيط للمنتجات
- تكاليف منخفضة للمدخلات
- تكاليف توزيع منخفضة
- مصاريف متدنية في البحث والتطوير
- نظام صارم لمراقبة التكاليف.

أما استراتيجية التميز فتهدف الى التركيز على خلق قيمة من خلال النوعية وبالتالي تبرير علاوة إضافية في السعر أي توفير منتج فريد أو خدمة بتكلفة اقل من السعر الإضافي الذي يقبل به الزبون. من أساليب هذه الاستراتيجية ما يلي:

- منتج ذو جودة عالية
- تنوع متفوق في المنتج
- خدمة متفوقة للزبون
- اجال تسليم مرنة
- الاستثمار في الدعاية من اجل تحسين الصورة.

#### فرص التكامل بين القطاعات

يمكن أن تتاح للمؤسسات التي تنشط في اكثر من سوق أو قطاع أن تجد نقاط تكامل فيما بينها تسمح لها بتحقيق خفض للتكاليف وبالتالي التفوق على منافسيها في أكثر من قطاع كمثل نورد شركة دانون (Danone) التي تصنع منتجات لبنية إلى جانب أنواع من البسكويت. تشترك المنتجات اللبنة

<sup>1</sup>. Cliff Bowman, David Asch. *Managing Strategy*. UK: Macmillan Education 1996.P34.

والبسكويت في أغلب المواد الأولية مثل الحليب والسكر والخمائر والمعطرات والمنكهات مما يتيح للشركة الاستفادة من تخفيض في تكاليف المدخلات بسبب شراء كميات كبيرة مقارنة بمنافسيها في القطاعين.

### 3.2.1. تحليل المخاطر

يشمل تحليل المخاطر في إطار الاستثمار ثلاثة أقسام تم تلخيصها بـ "Three Ms" وهي<sup>1</sup>:

- نمذجة المخاطر (Modeling risk) وتغطي معرفة المخاطرة وهي حالات من عدم التأكد الاقتصادي الذي له عواقب خطيرة.
- قياس المخاطر (Measuring risk) ويعني التقدير الكمي لحجم المخاطر.
- إدارة المخاطر (Managing risk) وتعني كل الإجراءات الضرورية لتحديد المخاطرة أو للتقليل من أثارها السلبية.

### 4.2.1. تصنيف المخاطر

للمخاطر مصادر عديدة لا يخلو منها أي نشاط تجاري أو صناعي تتمثل في نتائج نهائية غير مؤكدة. إن التوقعات التي بني عليها القرار قد لا تتحقق بسبب إما الخطأ في تقدير مقومات ومؤشرات المؤسسة، أو عندما لا تتحقق الفرضيات المعتمدة عن بيئة المؤسسة مثل وضع اقتصادي أسوأ مما تم توقعه أو تكنولوجيا غير ناجعة. يمكن تصنيف المخاطر حسب طبيعة تأثيراتها إلى:

1. مخاطر طويلة الأمد أي مخاطر هيكلية.

2. مخاطر قصيرة الأمد أي مخاطر ظرفية.

إن المخاطر المرتبطة باستغلال المؤسسة هي تلك التي تؤثر على الربحية وتشمل سبعة أصناف هي<sup>2</sup>:

1. مخاطر تكنولوجية: تكنولوجيا حديثة وأداؤها قد لا يكون مؤكداً أو أن تكلفتها جد مرتفعة.
2. مخاطر السوق أو المخاطر التجارية (تصريف الإنتاج): سوء تقدير الاحتياجات، تدهور ظروف السوق، سياسات تجارية غير ملائمة.
3. مخاطر الوصول إلى المدخلات (ندرة، حواجز مختلفة): تقلب أسعار المواد الأولية.
4. مخاطر الإدارة (أخطاء، عدم الكفاءة أو العجز عن التأقلم، تغيير المالك).

<sup>1</sup>. Kent Baker. H, Greg Filbeck, ed. *Investment Risk Management*. Oxford. UK: Oxford University Press 2015.PP.18.

<sup>2</sup>. Taverdet-Popiolek, N. *Guide Du Choix D'investissement: Préparer Le Choix - Sélectionner L'investissement - Financer Le Projet*. Eyrolles, 2006. P64.



5. مخاطر اقتصادية - سياسية - وإدارية: أي مخاطر المحيط الخارجي.

6. مخاطر مالية: تذبذب أسعار الصرف والفائدة.

7. مخاطر مناخية: تتأثر العديد من القطاعات بالتغيرات المناخية كما في قطاعات الطاقة،

السياحة، الزراعة، الصناعات الغذائية.

للتحكم في العديد من المخاطر يتم الاستعانة بنماذج الاحتمالات وهي مفتاح الإدارة الحديثة

للمخاطر (تقدير المخاطر بواسطة تقييم توزيعات الربح والخسارة واحتمالاتها)، كما تستخدم طرق

أخرى لتوصيف وتحديد طبيعة المخاطر منها:

- المقاربات على أساس السيناريوهات أي توصيف السيناريوهات الممكن حدوثها وقياس

المخاطر المحتملة بطريقة التحليل "ماذا لو".

- حساسية العوامل ونقيس التغير في قيمة وضعية ما أو محفظة بناء على التغير الحاصل

في كل عامل من عوامل المخاطرة على حدى.

### 3.1. التحليل المحاسبي

إن الهدف من التحليل المحاسبي هو تقييم الى أي مدى تعكس حسابات الشركة حقيقة نشاطها.

من خلال اكتشاف الحسابات التي تمنح مرونة معتبرة للمسيرين والسياسات المحاسبية المتبعة

وتقديرات اشركة يمكن للمحلل المالي تقدير درجة التحريف في ارقام القوائم المالية للمؤسسة. يستطيع

المحلل المالي ايضا اعادة تشكيل القوائم المالية اعتمادا على معطيات التدفقات النقدية والملاحظات

المرفقة بالملحق<sup>1</sup>.

يتم البحث عن أي خلل في كل من الأصول، الخصوم والأموال الخاصة. من أساليب تضخيم

الأصول عدم اجراء اختبارات خسارة القيمة أو تأجيلها. الإسراع في الاعتراف ببعض الإيرادات بغية

تضخيم حساب العملاء وأيضا تمديد مدة الاهتلاك للمعدات.

اما من حيث الالتزامات فيجب التأكد من انها تظهر في القوائم المالية بدون استثناء خاصة في

حال وجود استثمارات في إطار القرض الايجاري. تعتبر مخصصات المؤونات بما فيها مخصصات

نهاية الخدة للعمال، مجالا خصبا للسلطة التقديرية للإدارة اذ باستطاعتها المبالغة فيها عبر تضخيم

<sup>1</sup> Palepu.Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik.Peek. OP.Cite. P87.

المخاطر أو العكس تهوينها والتقليل من اثارها في حالة الرغبة في تقليص الأعباء وبالتالي زيادة الربح أو تقليص الخسارة.

من جهة أخرى لا بد التأكيد من مبدأ الفائض النظيف (Clean Surplus) أي أن كل المكاسب والخسائر مرت عبر حساب النتائج وليس عبر الميزانية من خلال الأموال الخاصة. في هذه الحالة يجب إعادة تشكيل حساب نتائج شامل يعكس النتيجة الحقيقية للفترة.

#### 4.1. التحليل المالي

ان الغرض من التحليل المالي هو تقييم أداء المؤسسة في ظل أهدافها واستراتيجيتها. للقيام بالتحليل المالي يتم استخدام اداتين: التحليل بالنسب وتحليل التدفقات النقدية. تدرس النسب المالية العلاقة بين مختلف بنود القوائم المالية. اما تحليل التدفقات النقدية فيسمح بفحص سيولة المؤسسة وبطريقة إدارة التدفقات النقدية من الدورات الثلاث: الاستغلال، الاستثمار، والتمويل.

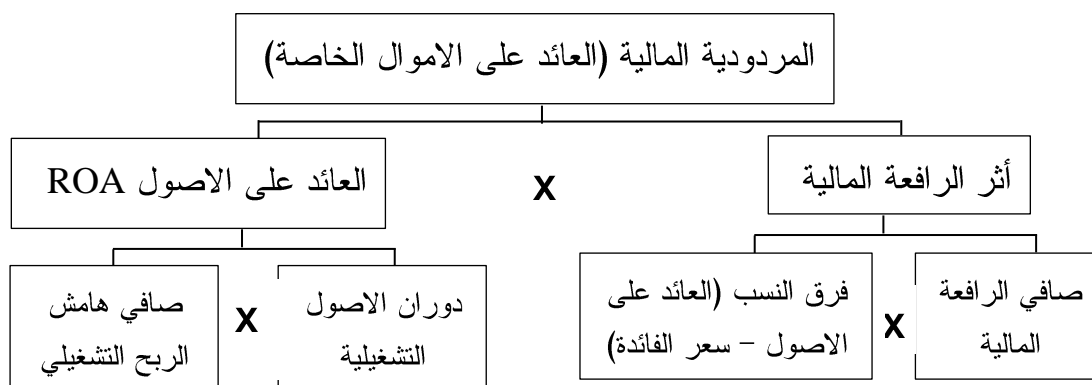
##### 1.4.1. التحليل بالنسب

فيما يلي بعض النسب المهمة للتحليل

- نسب الربحية: المردودية المالية، المردودية الاقتصادية أو العائد على الأصول، الربحية التجارية.
- نسب الدوران: دوران الأصول، دوران المخزونات، دوران الأصول الثابت، دوران العملاء والموردين.
- نسب المديونية والاستقلالية المالية: نسبة الديون الى الأصول، الرافعة المالية، نسبة تغطية الفوائد.
- نسب السيولة: نسبة الأصول الجارية على الخصوم الجارية.

يلخص نموذج "Dupont" العلاقة بين اهم النسب المالية الى غاية الوصول الى المردودية المالية.

شكل 3-4: مكرر بعض النسب المالية المهمة حسب نموذج "Dupont"



Source: Pilverdier-Latreyte, J. *Finance D'entreprise: Avec Études De Cas Et Corrigés Détaillés*. Economica, 2002 P.129.

### 2.4.1. التحليل بالتدفقات النقدية

يركز التحليل بالنسب على حساب النتائج (الهامش الربحي) والميزانية (دوران الأصول والرافعة المالية).

أما التحليل بالتدفقات النقدية فيهتم بالسيولة وبمصادر النقد واستخداماته من خلال دراسة الدورات الثلاث لأنشطة المؤسسة ممثلة في الاستغلال والاستثمار والتمويل. يسمح هذا التحليل بالتعرف على السياسات المختلفة للمؤسسة من خلال حركة النقد، كما يوضح جودة المعلومات الواردة في حساب النتائج وفي الميزانية. يمكن أن تجيب هذه التحاليل عن التساؤلات التالية<sup>1</sup>:

- ما هي أهمية التدفقات النقدية الداخلية؟ هل التدفق النقدي من العمليات موجب ام سالب ولماذا؟
- هل باستطاعة المؤسسة الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل، مثل تسديدات الفوائد، بالتدفقات النقدية من العمليات؟
- ما هو مبلغ الاستثمارات التي تهدف الى تحقيق النمو؟ وهل هذه الاستثمارات تتماشى مع الاستراتيجية المعلنة؟ لتمويل النمو هل اعتمدت المؤسسة على مواردها الداخلية أم لا؟
- هل قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح من تدفقاتها النقدية الداخلية ام استعانت بموارد خارجية؟
- ما هي طبيعة التمويل الخارجي الذي تعتمد عليه المؤسسة؟ هل سياسة التمويل المتبعة تتماشى مع طبيعة مخاطر المؤسسة؟
- هل تحقق المؤسسة فائض نقدي بعد تغطية الاستثمارات الإضافية؟ وما هي خطط المؤسسة بخصوص هذا الفائض إن وجد؟

### 5.1. الاستشراف أو التنبؤ

ان القوائم المالية تحتوي على بيانات عن الماضي، بينما تعتمد القيمة الحالية للمؤسسة على التدفقات النقدية المستقبلية. يحتاج المسيرين للتنبؤات بهدف اعداد الخطط وتحديد الاهداف، والمحليلين الماليين لاجل توصيل توقعاتهم الى المستثمرين. كما يحتاج الدائنين وضع تنبؤات لتقييم حظوظ استرجاع قروضهم كاملة وفي الاجال المتفق عليها. كما يحتاج المقيم الى القوائم المالية التقديرية والى مخطط الاعمال من اجل تقدير قيمة المؤسسة.

<sup>1</sup> Palepu.Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik.Peek. *OP.Cite. P219*

يعتبر التنبؤ بالمبيعات المستقبلية وبهامش الربح احد اهم الخطوات ومنها يتم اعداد القوائم المالية التقديرية المتكاملة بناء على افتراضات واقعية.

## 2. التقييم

في هذه المرحلة يتم تطبيق طرق التقييم المتعارف عليها مع عدم التركيز على طريقة واحدة لاستغلال الأبعاد المختلفة مثل: الأرباح، الأصول، والمقارنات، فهناك:

- القيمة بناء على الأرباح المستقبلية المتوقعة.
- القيمة المحاسبية على أساس عناصر الميزانية.
- القيمة المماثلة انطلاقاً من ملاحظات ومشاهدات في السوق، داخل البورصة أو خارجها.

## 3. التعديلات والفصل في القيمة النهائية أو في مجال القيمة

يقصد بالتعديلات تغيير القيمة التي أفرزتها نماذج التقييم من خلال رفعها أو تخفيضها في ضوء خصوصيات المؤسسة أو الصنف، والتي لم يكن ممكناً دمجها في مدخلات النماذج. تتأثر عملية التقييم بـ:

- علاوات السيطرة أي علاوة الحصول على حصة الأغلبية تسمح بالتحكم والسيطرة على المؤسسة.
- خصم التسويق أي الخصومات أو الحسومات الناتجة عن انعدام سوق عامة لمثل تلك الأصول أو الأسهم.
- خصم السيولة وهو تخفيض يعكس انعدام سوق سائلة لأسهم و/أو أصول الشركة.

## 1.3. ضرورة اعتماد أكثر من طريقة لحساب القيمة البسيطة ثم القيمة المركبة

برأي الأخصائيين يفضل، عندما يكون ذلك ممكناً، المزج بين طرق عديدة ويكون هذا المزج انتقائياً أي انه يمكن انتقاء أو تفضيل بعض الطرق على حساب طرق أخرى حسب الحالة المعالجة. حدد "Brilman &Gautier" المحاور الثلاث لتقييم المؤسسات أدرجها ضمن ما يسمي بنظرية مثلث القيم

الثلاثة (La théories du triangle des trois valeurs) أي مردوديتها، أصولها ورقم أعمالها أي<sup>1</sup>:

- القيمة وفق صافي الأصول مضافاً لها الشهرة انطلاقاً من الربح غير العادي (A).

<sup>1</sup>. Brillman Jean, Maire Claude, *Manuel D'évaluation Des Entreprises*. Paris: les éditions d'organisation, 1990.p.183.

▪ القيمة القائمة على رسملة الربح وتساوي  $V_R = k * B$  حيث  $B$  يساوي الربح الصافي و  $k$  يمثل معدل الخصم.

▪ القيمة انطلاقاً من رقم الأعمال أو الكميات المنتجة:  $V = Z\% * CA$

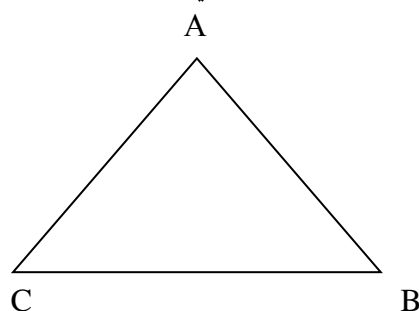
بإدماج القيم الثلاث للحصول على قيمة واحدة تأخذ شكل المعادلة التالية:

$$V = a * A + b * V_R + c * z\%CA$$

حيث تأخذ المعاملات  $a$ ،  $b$  و  $c$  قيماً معدومة أو تتراوح بين 0 و 1،  $CA$ : يمثل رقم الأعمال،  $z$ : مضاعف لرقم الأعمال،  $V_R$ : قيمة المردودية،  $A$ : صافي الأصول. يمكن ترجيح المؤشرات الثلاث حسابياً بحيث يكون  $a+b+c=1$ . تختلف أساليب حساب

**شكل 4-4: الأوزان النسبية للمكونات الأساسية للتقييم**

القيمة وفق صافي الأصول المعدلة



رسملة الأرباح ( $V = k * B$ )

رقم الأعمال ( $V = Z\% * CA$ )

**Source:** Brilman Jean, Maire Claude, *Manuel D'évaluation Des Entreprises*. Paris: Les éditions D'organisation, 1990. p.184.

القيمة المركبة في الوزن المخصص للمؤشرات الثلاث أي مرد وديتها  $V_R$ ، أصولها الصافية  $A$  ورقم أعمالها  $z\%CA$  (الشكل 4-4).

يقر "Brilman & Gautier" أن النقاشات حول قيمة المؤسسة بهدف إيجاد طريقة شاملة تنتهي في الغالب بالاعتراف بالعجز لأسباب عديدة<sup>1</sup>:

▪ "تشكل كل مؤسسة حالة خاصة لا يمكن إخضاعها بدون تمييز لتوجيهات عامة أي أن كل مؤسسة تمثل حالة فريدة في صنفها.

▪ "إن الوضعية الخاصة للمؤسسة هي التي تحدد إجراءات التقييم الخصوصي".

وحسب "Brilman & Gautier" يعود سبب العجز النظري إلى الرغبة لتقليد الرياضيات، وكأننا في مجال ذو بعد واحد وهو وصف غير واقعي.

<sup>1</sup>. OP. CITE.184.

بينما يصر البعض بان قيمة المؤسسة تساوي ما تساويه صافي أصولها المصححة (قيمة الأصول)، يعتمد آخرون على نظرية الاستثمار (Irving FISHER) ليلمسكوا بأن قيمة كل رأسمال تساوي القيمة الحالية لمداخيلها المستقبلية"، كما يمكن أيضا قياس قيمة المؤسسة على أساس "قيمة رقم الأعمال" كون رقم الأعمال من عناصر إستراتيجية النمو وزيادة حصة السوق. كما لا يمكن تجاهل بعد قيمة الأفراد أو الجماعات عندما يتعلق الأمر بمؤسسة قائمة على المعرفة والذكاء شرط ضمان بقاء الأفراد المعنيين داخل المؤسسة في حال تم بيعها وإلا فان المشتري سوف يشتري الفراغ. للأسباب السالفة من الطبيعي التمسك بثلاثة محاور فقط وهي:

- محور الربح، الذي يوفر مقياسا تقريبا لأغلب المعايير.
  - محور قيمة الممتلكات وتوفر مقياسا تقريبا لحجم تراكم النتائج الماضية وضمانات الاستثمار المزمع القيام به أي عملية الشراء وحقيقته الملموسة.
  - محور رقم الأعمال (أو الكميات المنتجة) ويوفر مقياسا تقريبا لمجموعة عناصر مثل أهمية قاعدة الزبائن، حصة السوق، الخ.
- تتشارك المحاور الثلاث في خاصية القابلية للقياس والوحدات النقدية. إن ما يميز الطرق عن بعضها البعض يكمن في اختيار الأبعاد والوزن المعطى لكل بعد.

### 2.3. تحليل الحساسية كأداة لتقييم مدى واقعية التنبؤات

لتفادي الوقوع في خطأ القيم غير الواقعية أو غير المنطقية لا بد أن يشمل تقرير التقييم قسما خاصا بتحليل الحساسية (Analyse de sensibilité) أين تدرس حساسية قيمة المؤسسة لأي تغير سواء في البيانات أو في الفرضيات مثل رقم الأعمال، معدل الهامش، تكلفة الأموال، الخ.

يحتاج المحلل التأكد من أن النتائج المتوصل إليها تعكس فعلا الخلفية من وراء الاقتناء أو التنازل ولهذا يوصي Dodel بالتأكد من النقاط<sup>1</sup> التالية:

1. هل تعكس القيمة خصائص السيولة؟
  2. ما هو مبلغ التخفيض الذي يمكن تطبيقه وبأي مبرر؟
- بعد تطبيق التخفيض المناسب يعاد تحديد القيمة الأساسية (مبلغ وحيد أو مجال من القيم) من مجموع نتائج كل مقارنة. قد تمثل القيمة أو القيم المختارة متوسط القيم أي حلا وسطا.

<sup>1</sup>. Dodel, Kerstin. *Private Firm Valuation and M&A\_ Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment*. United Kingdom: Wiley, 2014.P,105,

### 3.3. استخدام طرق التقييم الأكثر ملاءمة لواقع الحال أي حسب طبيعة قطاع النشاط

نظرا لاختلاف القطاعات الاقتصادية عن بعضها البعض من الضروري اختيار الطرق المناسبة لطبيعة النشاطات التي تتوزع على قطاع الزراعة والمعادن (الاستخراج)، القطاع الصناعي أو التحويلي وقطاع الخدمات.

### 4. مرحلة التلخيص وكتابة التقرير النهائي للتقييم.

تتوج مهمة التقييم بتقرير نهائي، يجب أن يحتوي أو يشمل التقرير الجيد ما يلي:

- معلومات حديثة.
  - لغته واضحة ودقيقة.
  - أن يكون محايدا، موضوعيا وعميق البحث.
  - يحتوي على التنبؤات والتقييم والتوصيات المنسجمة والمتناغمة.
  - يعرض المعلومات الكافية التي تسمح للقارئ بنقد التقييم.
  - يصرح أو يشير إلى عوامل المخاطرة من الاستثمار في المؤسسة، ويفصح ويكشف أي تعارض محتمل للمصالح قد يكون واجه المحلل.
- من واجب المحلل تقديم محتوى ثري له مدلول في العديد من الدول يلزم المحلل بالانخراط في منظمة مهنية متخصصة تشرف على المهنة.

### محتوى تقرير التقييم حسب دليل بورصة ايطاليا

وفق توجيهات دليل بورصة ايطاليا للأوراق المالية التي تتبع لمجموعة "قايننشال تايمس" البريطانية، لا بد من ادراج التفاصيل تقرير التالية في تقرير التقييم<sup>1</sup>:

#### 1. الملخص التنفيذي (Executive summary): تخصص هذه الفقرة لتوضيح الافتراضات

(premise) والأهداف.

#### 2. ملاحظات أولية (Preliminary remarks): أهم المبادئ الموجهة للتقييم، تاريخ التقييم،

جميع مصادر المعلومات المستعملة (القوائم المالية الماضية، مخطط الأعمال، تقديرات

الإدارة، المعلومات المتاحة للجمهور، الخ..).

<sup>1</sup> <http://www.borsaitaliana.it/azioni/come-quotarsi/guide/guide-alla-quotazione.en.htm> -2015/04/101

3. **السوق المرجعية:** يستحسن تخصيص فقرة للسوق المرجعية التي تنتمي إليها المؤسسة. يقدم ملخص لأهم خصائص القطاع من أجل تبرير توقعات النمو والربحية للمؤسسة لتوفير ملخص لأهم الخصائص.
4. نبذة تاريخية عن الأسهم: أي زيادة في رأسمال او اعادة تجزئة رأس المال.
5. إن تاريخ المؤسسة يجب أن لا يتناقض والقيمة المقترحة لأن المستثمرين يشتقون استنتاجاتهم الأولى من ماضي الشركة.
6. اظهار فرضية أساسية ألا وهي أن تقييم المؤسسة يتم على ما هي عليه أي قبل ضخ أية أموال إضافية جديدة (pre - money).
7. إذا كانت الإدارة المسيرة متفائلة فلا بد من تبرير سعر العرض أمام المستثمرين.
8. عرض طرق التقييم المتبعة - اعتبارات التقييم.
9. تحليل الحساسية.
10. الخلاصة.

### المبحث الثالث: أهم المشاكل التطبيقية لعملية التقييم

يتساءل المستثمرون والمسيريون عن قيمة مؤسساتهم كما يتساءلون عن قيمة مؤسسات أخرى ناجحة بنية الاستثمار فيها. تمثل زيادة قيمة المؤسسة وثروة المساهمين الهدف الأساسي لأية إدارة تعمل على تحقيق مصالح موكلها وهو ما يتطلب منهم استيعاب مجمل العوامل والمحددات التي لها تأثير مباشر على قيمة المؤسسة وعلى سعر السهم في السوق المالية إن كانت المؤسسات مدرجة في البورصة أو خارجها إن لم تكن مدرجة. إن التقييم وسيلة وليست غاية وعملية التقييم ليست سوى حلقة ضمن سلسلة مهام وأنشطة أخرى عديدة ومتنوعة في إطار القرارات المالية المتنوعة.

إن الإلمام بمقاربات التقييم يتبعه حتما الإلمام بصعوبات تطبيقها من أجل تفادي الوقوع في الأخطاء الفادحة. تشير كل من النظرية والممارسة أن التقييم مسار معقد لسببين على الأقل:

- **أولاً:** تقييم المؤسسات معقد نظراً للطبيعة المتنوعة للمؤسسات من حيث النشاط وبيئتها الداخلية والخارجية.
- **ثانياً:** إن تقييم المؤسسات يأخذ من علوم الاقتصاد، المالية، الإدارة وبشكل غير مباشر من علوم اجتماعية أخرى. إن هذا النطاق المعرفي الواسع يصعب الرؤية الصحيحة ويولد العديد من المشاكل التطبيقية.

يمكن تصنيف الصعوبات كما يلي:



- الصعوبات المرتبطة بطرق التقييم.
- الصعوبات المرتبطة بدورة حياة المؤسسة.
- الصعوبات المرتبطة بطبيعة نشاط المؤسسة.

### 1. الصعوبات المرتبطة بطرق التقييم

إن مصداقية نماذج التقييم رهينة مدخلاتها، فإذا كانت مدخلاتها جيدة فهذا يؤدي إلى مخرجات جيدة.

إن حيادية نماذج التقييم عامل أساسي ولا يتسنى هذا إلا إذا كانت تدعمها خلفية نظرية صلبة.

#### 1.1. بالنسبة لطرق التقييم على أساس الأصول

إن استعمال مقارنة التقييم على أساس الأصول يتطلب تعديل قيم بنود الأصول والخصوم وتحويلها إلى قيمة حسب المعيار المعتمد مثل القيمة السوقية العادلة أو القيمة العادلة أو القيمة الأساسية أو القيمة الاستثمارية. بعد هذا نحسب الفرق أي القيمة المعدلة للأصول ناقص القيمة المعدلة للخصوم فنحصل على القيمة المعدلة للأموال الخاصة والتي تختلف عن الصافي المحاسبي للأصول. إن تقييم المؤسسة على أساس الأصول ليس له سند نظري قوي يؤكد أن قيمة المؤسسة مهما كان معيار القيمة، تساوي القيمة المحاسبية للأصول<sup>1</sup>. إن صعوبة تطبيق هذه الطريقة تكمن في طبيعة التعديلات التي يجب إدخالها على الميزانية. من الناحية التطبيقية يرى الخبراء أن هذه الطريقة معقدة لأنها تتطلب تحليلاً تقنياً مفصلاً لكل فئة من الأصول والخصوم. كما قد تضاف بعض الأصول غير الملموسة وبعض الالتزامات التي لم تكن تظهر في الميزانية. إن هذه التعقيدات تتطلب مدة أطول للتنفيذ وبالتالي مصاريف أكبر لتسديد أتعاب المتخصصين في كل فئة من الأصول<sup>2</sup>. كما تتطلب سهولة الوصول إلى إدارة المؤسسة وهياكلها وبياناتها.

#### 2.1. بالنسبة لطرق التقييم على أساس الدخل

من المبادئ الأساسية في عملية تقييم المؤسسات هناك مبدأ الاعتماد على الأرباح والتدفقات المستقبلية. إن المعلومات المتعلقة بالماضي أو المعلومة التاريخية تعتبر غير ملائمة وقليلة الأهمية وسبب ذلك أن ما حدث في الماضي لن يتكرر بالضرورة في المستقبل. فعلى سبيل المثال في حال تم

<sup>1</sup>. 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.352.

<sup>2</sup>. Pereiro, Luis E. *Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach* New York: Wiley 2002.p.52.

استبدال الفريق المسير السابق بفريق جديد أو تم تغيير طبيعة النشاط أو أن يتم كلاهما فإن ذلك من شأنه التقليل من أهمية وملاءمة محددات التدفقات النقدية الماضية. لهذا يجب استكشاف معطيات بديلة تكون أكثر مصداقية.

من أهم الصعوبات التي تواجه عملية التقييم على أساس الدخل نذكر ما يلي:

- تقدير التدفقات المستقبلية، تنبؤات التدفقات النقدية بصيغها المختلفة: التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة أو للمالكين (FCFE/FCFF). مشكلة التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية لأنه ضرورة، ولا بد من اللجوء إلى تقنيات التنبؤ والإلمام بحدودها وبمحدودية قدراتها، بحيث تتدخل عناصر المخاطرة وعدم التأكد. ولهذا يمكن التساؤل عن تقنيات وأدوات التنبؤ المتاحة للمقيم وللمحلل المالي لاستعمالها في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية مثل المحاكاة وطريقة ماذا لو؟
- مشكلة تحديد معدل الخصم من خلال تقدير تكلفة مصادر التمويل ومتوسط تكلفة الأموال (CMPC). واستخدام طرق بديلة لتقدير العائد المطلوب أو الفرصة البديلة (CAPM- APV).
- تقدير معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- تقدير المخاطر النظامية وغير النظامية باستعمال بيتا السوقية أو المحاسبية.
- تحديد الأفق الزمني المستقبلي للدراسة وكيفية تقسيمه إلى مراحل فرعية. ما هو العدد الأمثل للمراحل؟
- تحديد القيمة الختامية أي القيمة المتبقية لمرحلة ما بعد التنبؤات الصريحة (المرحلة الضمنية).

لايجاد حلول لكل المشكلات السابقة لا بد من الرجوع الى المراجع المتخصصة.

### 3.1. بالنسبة لطرق التقييم على أساس المقارنة

يرى الأستاذ "دموداران" الخبير الدولي<sup>1</sup> في التقييم أن مقارنة السوق تبدو سهلة لأول وهلة عندما نواجه عقبات التقديرات والتنبؤات الخاصة بمقارنة التقييم على أساس المحاسبة، لكن في الحقيقة فإن نفس المشاكل التي تواجه في المقارنة الأخيرة تبقى نفسها تلك التي تواجه في المقارنة الأولى.

<sup>1</sup>. Damodaran, Aswath. "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges." USA: Stern School of Business, New York University, 2009. P.13.

من الصعوبات العملية للمقارنة على أساس المقارنة ما يلي:

- مشكلة اختيار المضاعفات المناسبة لنشاط المؤسسة أو لوضعيتها وخصوصيتها: صافي الربح، رقم الأعمال، القيمة المحاسبية للأصول، صافي التدفق النقدي.
- مشكلة إيجاد العينة المرجعية للشركات الشبيهة التي على أساسها نقيم المؤسسة المستهدفة.
- مشكلة الحصول على معطيات تفصيلية خاصة بصفقات تبادل خاصة تحيط بها السرية.
- الصعوبة المرتبطة بالاستعانة بمعطيات من أسواق وبلدان أجنبية واستخدامها حتى بعد إدخال التعديلات التي قد تكون ضرورية.
- تحديد نوع وحجم التخفيضات (الخصومات) والزيادات (العلاوات) التي قد تطبق على نتيجة التقييم الأولية للحصول على النتيجة النهائية. مثل خصم نقص السيولة وانعدام التسويق وعلاوة السيطرة أو ما يسمى بالحصاة المهيمنة.

#### 4.1. الظروف المناسبة لتطبيق طريق التقييم

إن تقييم المؤسسات، مهما كانت الطريقة المستخدمة، هو مجهود فكري يسعى إلى استيعاب القيمة والمخاطرة. فعندما نحاول تصور أو نمذجة مستقبل المؤسسة فإننا في الوقت نفسه نسعى لفهم حقيقة المؤسسة. في مثل هذه الظروف فقط، يمكننا خلال المفاوضات الوصول إلى سعر مرضي. من الناحية النظرية تركز مقاربات التقييم على أسس نظرية تحضى بتوافق كبير، إلا أن هذا التوافق لا يلغي المشاكل التطبيقية لان نماذج التقييم تبقى دائما رهينة مدخلاتها أي أن مدخلات جيدة تساوي مخرجات جيدة.

يلخص الجدول 3-4 الحالات التي يتم فيها استخدام كل طريقة. إذا رغب المشتري في اكتساب السيطرة على المؤسسة فلا بد من إضافة علاوة السيطرة إلى القيمة التقديرية للمؤسسة باستثناء طريقة المقارنات والتي تتضمن هذه العلاوة من البداية<sup>1</sup>.

تعتبر طرق المقارنات والأصول بدائل لطريقة التدفقات النقدية المحينة، وبما انه لا توجد طريقة تقييم واحدة تضمن الدقة التامة يلجأ المحللون إلى استخدام العديد من الطرق وتخصيص أوزان أو معاملات لكل طريقة. أما مقارنة الخيارات الحقيقية التي تنطبق على الاستثمارات التي فيها مرونة فتشير إلى مدى قدرة الإدارة على مراجعة القرارات الاستثمارية التي اتخذت في الماضي مثل الإلغاء، التأجيل، إتباع المراحل، أو التوسع (جدول 3-4).

<sup>1</sup>. DePamphilis, Donald. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* 7<sup>th</sup> ed. San Diego USA: Elsevier Inc, 2014.

## جدول 4-3: حالات استخدام مختلف طرق التقييم

الطريقة	متى تستخدم هذه الطريقة
التدفقات النقدية المحينة (DCF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- المؤسسة مسجلة في البورصة أم لا ولها تدفقات نقدية واضحة</li> <li>- مؤسسة ناشئة لها سجل سهل توقع التدفقات النقدية</li> <li>- المحلل مع أفق زمني بعيد</li> <li>- المحلل واثق من قدرته على التنبؤ بالتدفقات النقدية للمؤسسة</li> <li>- التدفقات النقدية أو الأرباح الحالية سالبة وينتظر تحولها إلى موجبة في المستقبل</li> <li>- توقع استدامة الميزة التنافسية للمؤسسة</li> <li>- تذبذب شديد في نطاق وتوقيت التدفقات النقدية</li> </ul>
المؤسسات الشبيهة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجد مؤسسات كثيرة مشابهة من حيث خصائص النمو، العائد والمخاطر</li> <li>- الأفق الزمني الذي يتبناه المحلل قصير</li> <li>- الأرباح السابقة، الحالية أو في الآجال القريبة تكون موجبة</li> <li>- عموما يثق المحلل في مصداقية الأسواق</li> <li>- يوجد نقص في المعلومات لا يسمح بالتنبؤ بالتدفقات النقدية</li> <li>- نشاط المؤسسات يخضع للدورات ويعتمد مضاعف P/E</li> <li>- على الأرباح المنتظمة أي متوسط الربح خلال الدورة</li> <li>- توجد فروقات واسعة فيما بين معدل النمو لهذا يستخدم نسبة PEG</li> </ul>
صفقات تبادل مشابهة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجد صفقات حديثة لشركات مشابهة</li> <li>- الأفق الزمني الذي يتبناه المحلل قصير</li> <li>- عموما يثق المحلل في مصداقية الأسواق</li> <li>- يوجد نقص في المعلومات لا يسمح بالتنبؤ بالتدفقات النقدية</li> </ul>
نفس النشاط أو ما يمكن مقارنته	<ul style="list-style-type: none"> <li>- هنالك شركات داخل القطاع أو في قطاع شبيهه قريبة من حيث الربحية، النمو أو المخاطر</li> <li>- عموما يثق المحلل في مصداقية الأسواق</li> <li>- يوجد نقص في المعلومات لا يسمح بالتنبؤ بالتدفقات النقدية</li> </ul>
مقاربة تكلفة الاستبدال	<ul style="list-style-type: none"> <li>- يرغب المحلل معرفة التكلفة الحالية لتقليد أصول المؤسسة</li> <li>- أصول المؤسسة قابلة للتعرف، ملموسة ومنفصلة</li> <li>- أرباح أو تدفقات المؤسسة سالبة</li> </ul>
القيمة الدفترية للأصول العينية	<ul style="list-style-type: none"> <li>- أصول المؤسسة عالية السيولة</li> <li>- تنشط المؤسسة في الخدمات المالية أو في توزيع المنتجات</li> <li>- أرباح أو تدفقات المؤسسة سالبة</li> </ul>
قيمة مجموع الأجزاء أو قيمة التجزئة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- يعتقد أن مجموع قيمة الأنشطة أو خطوط الإنتاج المشكلة للمؤسسة أكبر من قيمة المؤسسة مجتمعة.</li> </ul>
قيمة التصفية	<ul style="list-style-type: none"> <li>- يرغب المحلل معرفة قيمة أصول المؤسسة لو تم تصفيتها اليوم</li> <li>- أصول المؤسسة منفصلة، ملموسة وقابلة للتسويق</li> <li>- المؤسسات في حالة إفلاس أو مقبلة على وضعية مالية حرجة</li> <li>- إمكانية إفلاس مرتب سلفا</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>- يمكن تحقيق قيمة إضافية إذا كان أمام الإدارة خيارات جديّة للتوسع، التأجيل، أو التخلي عن الاستثمار</li> <li>- الأصول التي لا تولد تدفقات نقدية في الحاضر لها القابلية لذلك مستقبلا</li> <li>- الأسواق لم تقدر وتقيم مرونة اتخاذ القرار لدى الإدارة المرتبطة بالخيار</li> <li>- يوجد تشابه بين أصول المؤسسة والخيارات المالية</li> <li>- يتمتع مالك الأصل بدرجة من الانفراد (مثل حالة براءات الاختراع)</li> </ul>	الخيارات الحقيقية
---	-------------------

**Source:** DePamphilis, Donald. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* 7th ed. San Diego USA: Elsevier Inc, 2014. p. 289.

## 2. الصعوبات المرتبطة بدورة حياة المؤسسة

### 1.2. مؤسسات حديثة النشأة:

تعتمد معظم نماذج تقييم المؤسسات على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مما يتطلب تقديرات لتدفقات نقدية موجبة وبدرجة أخطاء معقولة. إن هذه الحالة قد لا تنطبق على المؤسسات الناشئة والتي تعرف نموا متسارعا وتولد تدفقات نقدية سالبة عند بداية مشوارها ولسنوات عديدة أحيانا قبل أن تنتقل إلى مرحلة الربحية (الشكل 4-5). إن استخدام نموذج التقييم على أساس التدفقات النقدية كما هي ودون مراعاة لحثيات أخرى قد ينتج عنه قيم سالبة للمؤسسة وهو ما يمكن أن يعاكس الحقيقة<sup>1</sup>. فهي تساهم ايجابيا في الاقتصاد من خلال مناصب الشغل التي تولدها، والإبداع والنمو الاقتصادي الذي يميزها<sup>2</sup>. إلا أن تقييم المؤسسات في مرحلتها المبكرة أمر صعب لأسباب عديدة منها انعدام ماضي تشغيلي واحتمالات الفشل العالية.

### دورة الحياة للمؤسسة الناشئة

يمكن تقسيم المراحل الأولى للمؤسسة الناشئة إلى ثلاثة أقسام:

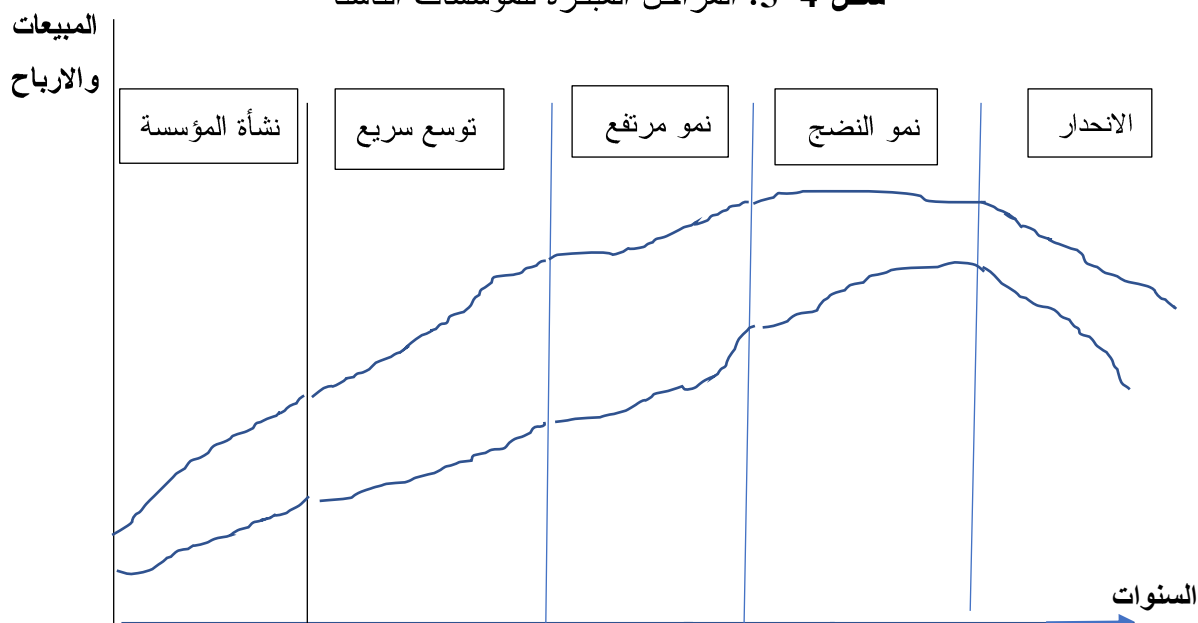
- **أولاً:** مرحلة الفكرة غير المجسدة تجاريا أين يرى صاحبها أن بإمكانه تلبية حاجيات المستهلكين بكيفية لم ينتبه لها غيره من قبل.
- **ثانياً:** بعض حاملي الأفكار يحول فكرته إلى منتج تجاري ولكن بحجم متواضع من حيث المبيعات أو الأرباح.

<sup>1</sup>. Rudolf, Markus. "Valuation of Growth Companies and Growth Optios." In *Modern Concepts of the Theory of the Firm*. 449-73: Springer, 2004.p.1.

<sup>2</sup>. Damodaran, Aswath « Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges», Working paper, Stern New York University, 2009, P.5.

- **ثالثاً:** يتمكن البعض الآخر من تحقيق قفزة نوعية من خلال خلق سوق لمنتجاتهم أو لخدماتهم مع مبيعات وآفاق ربحية واعدة. يلخص الشكل التالي المراحل الثلاث للمؤسسة الناشئة.

شكل 4-5: المراحل المبكرة للمؤسسات الناشئة



الايادات/ العمليات الحالية	الايادات ونتيجة العمليات في تراجع	تباطؤ نمو المبيعات، تواصل نمو نتيجة العمليات	نمو كبير في الايرادات، نتيجة العمليات في نمو	ايرادات في تزايد ارباح سالبة أو ضعيفة	غير موجود أو منخفض، نتيجة العمليات سالبة
تاريخ العمليات	تاريخ معتبر للعمليات	يمكن استخدام تاريخ العمليات في التقييم	بداية تاريخ العمليات	جد محدود	لا يوجد
مؤسسات شبيهة	تراجع المؤسسات الشبيهة واغلبها ناضج	عدد واسع من المؤسسات الشبيهة وفي جميع المراحل	مزيد من المؤسسات الشبيهة	القليل	لا يوجد
مصدر القيمة	كلها من الاصول الحالية	اغلب القيمة من الاصول الحالية والقليل من النمو	جزئ من الاصول الحالية، النمو ما زال يهيمن	اعتماد كبير على النمو المستقبلي	يعتمد كلية على النمو المستقبلي

Source: Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2002. P.639

## بعض خصائص المؤسسة الناشئة

تتقاسم المؤسسات الناشئة بعض الخصائص المشتركة خاصة من منظور مشاكل التقييم<sup>1</sup>:

- ليس لها ماضي تاريخي: غني عن التوضيح فإن المؤسسات الناشئة ليس لها ماضي طويل ومفصل. فالبيانات المتعلقة بسنة أو سنتين ليست ذات شأن كبير.
- إيرادات منخفضة أو معدومة: إضافة إلى الماضي المحدود فإن المبيعات قليلة أو معدومة، أما المصاريف فتشمل نسبة لا بأس بها من مصاريف التأسيس أي أنها غير مرتبطة بالتشغيل ولا تنفيذ في عملية التقييم.
- إن تمويل المؤسسة الناشئة يعتمد على الأموال الخاصة للشخص المؤسس ومع تزايد حظوظ النجاح يتنازل هذا الأخير عن جزئ من الملكية لفائدة رأس المال المخاطر (Venture Capitalists).
- نسبة فشل عالية والعديد منها يندثر: لا تبقى اغلب المؤسسات الناشئة على قيد الحياة وتفضل تجاريا وماليا. بينت دراسة في استراليا حول 5196 مؤسسة ناشئة انه وبعد 10 سنوات فشلت 64% منها. وفي الولايات المتحدة الأمريكية تم إجراء دراسة بالاعتماد على بيانات مسح شامل 8.9 مليون مؤسسة في القطاعين العام والخاص للفترة الممتدة من 1998 إلى 2005، قام به مكتب إحصائيات العمل وتبين أن 31% من المؤسسات عبرت بسلام فترة سبع سنوات<sup>2</sup>.
- استثمار المؤسسات الناشئة يعاني من انعدام السيولة: عكس الاستثمار في المؤسسات المسجلة في البورصة التي يسهل التداول فيها بيعا وشراء فإن الاستثمار في رأس مال المؤسسات الناشئة قليل السيولة ويصعب بيعها بسرعة وبسعر عادل مما يرجح قيمة المؤسسة إلى الأسفل.

## 2.2. مؤسسات في حالة عجز عابر أو مزمن

لقد تم وضع طرق التقييم لمواجهة مؤسسات مثالية تتمتع بأصول معتبرة، تسيير جيد أو بأفاق نمو حقيقية وواعدة. إن هذه المواصفات لا تنطبق على جميع المؤسسات، إذ توجد مؤسسات ذات ربحية محدودة أو معدومة كما قد تكون في وضعية قضائية.

<sup>1</sup>. Amiodaron, Aswath, Op. cite. P.6

<sup>2</sup>. مصدر مجهول

إذا كانت ربحية المؤسسة منخفضة بسبب أن الشركاء يمارسون حجزاً على الأرباح من خلال تضخيم بعض المصاريف أو تسديد أجور وتعويضات مضخمة، في هذه الحالة يمكن استخدام الطرق المتعارف عليها<sup>1</sup> بعد ادخال التعديلات، كما يمكن تطبيق تخفيض يسمى بـ "Badwill" على قيمة الممتلكات. أما في حالة مصادفة سنة صعبة واجهتها المؤسسة وتكبدت خلالها خسائر فيرى "Choinel" أنه يجب أولاً تقدير انعكاسات أو آثار تلك الخسائر على أصول المؤسسة وعلى مستقبلها في السنوات القليلة اللاحقة. فإذا تطلب الأمر تشخيصاً معمقاً فالطرق التقليدية تبقى صالحة. أما في حالة الصعوبات الهيكلية والخطيرة فقد ميز "Choinel" بين ثلاث حالات: المؤسسة غير القابلة للتقويم ولكن صافي أصولها موجب، المؤسسة القابلة للانقاذ والمؤسسة التي يمكن لسعرها أن يكون سالبا.

### 1.2.2. مؤسسة غير القابلة للتقويم ولكن صافي أصولها موجب

إنها المؤسسة التي بعد تصفيتها توفر مبالغ نقدية. يعتمد حجم النقدية المتاحة المتوقعة على صافي أصول التصفية والتي يخضم منها مبالغ تمثل ما يلي:

- استعجال التوقف عن الاستغلال؛
- تكلفة التصفية (تكلفة التسريح ومصاريف أخرى)؛
- الانعكاسات الجبائية (مصاريف التسجيل، فائض القيم)؛
- عدم توفر الأموال السائلة المتاحة للسنوات؛
- الهامش الذي يرغب المصفي أو المشتري تحقيقه.

### 2.2.2. مؤسسة قابلة للتقويم (لإنقاذ) (Entreprise-Redressable)

إن التقييم في مثل هذه الحالة يعتبر عادياً ولكن لا بد من اختيار افتراضات العمل بعناية:

- تحديد ما يجب تصفيته (مع التخفيض) وما يجب الاحتفاظ به وما يجب القيام به من استثمارات مكملة،
- تقدير حجم المبالغ الواجب ضخها فوق السعر المقدم للملاك البائعين،
- تقدير حجم مخاطر فشل عملية التقويم وعواقبها،
- حساب القيمة الحالية للقيمة المستقبلية للمؤسسة التي يجب أن تتعدى قيمة شراء مؤسسة تتمتع بصحة جيدة.

<sup>1</sup>. Alain Choinel, Introduction à l'ingénierie financière, Revue Banque, Paris, 2002, 4<sup>e</sup> éd. P.191



تلعب المفاوضات دورا هاما في ضمان نجاح عملية شراء مؤسسة تواجه صعوبات محددة. إنها تسمح للمشتري بتقليص المخاطر بنسبة عالية. من الناحية النظرية على المشتري:

- أن لا يتحمل مسؤولية الماضي،
- أن يشتري الأصول التي يراها مناسبة أو يكتفي بالاستئجار،
- يسعى للحصول على تمويلات مميزة مثل طلب إعانات الدعم من السلطات العمومية ومن كل من يهمله بقاء المؤسسة واقفة.

في كل الحالات تبقى المخاطر حقيقية ولا يمكن التخلص منها نهائيا لأسباب عديدة منها سوء التشخيص أو لضرورة الالتزام ببعض تعهدات المالك السابق مثل خدمات ما بعد البيع لبعض المنتجات التي توقف إنتاجها. ويحذر المؤلف من عديد الحيل المتبعة قبل الإعلان عن التنازل عن المؤسسة بغرض زيادة سعر بيعها مثل<sup>1</sup>:

- تضخيم بدون مبرر للإنتاج المخزن؛
- تغيير أسعار التحويل أو التنازل الداخلي؛
- تعديل نظم الفوترة؛
- تحويل بعض المصاريف السابق إلى الميزانية؛
- تغيير وتيرة الاهتلاكات؛
- التلاعب في مخصصات واسترجاع المؤونات؛
- تغيير محسوس في نطاق وأساليب التوحيد؛
- من جهة أخرى توجد مخاطر مالية لا تظهر في الميزانية مثل:
- قلق وضجر أو سوء النية لدى الزبائن،
- الضمانات خارج الميزانية والمقدمة للغير مثل خدمات ما بعد البيع ومصاريف الصيانة،
- تدهور المناخ الاجتماع للمؤسسة كالتهديد بالإضرابات.

### 3.2.2. المؤسسة التي يمكن لسعرها أن يكون سالبا

وفقا لـ "Choinel" توجد حالات يقبل فيها البائع بسعر سالب للأسباب التالية:

- لتفادي تحمل مسؤوليته بصفته مساهم؛
- لتأخير تفعيل ضمانات أو كفالات (cautions)؛

<sup>1</sup>. Alain Choinel, Introduction à l'ingénierie financière, Revue Banque, Paris, 2002, 4<sup>e</sup> éd. P.193

▪ للحفاظ على سمعة ما؛

▪ لوقف نزيف مالي أو استرجاع كل أو بعضا من الحسابات الجارية التي تم ضخها في الفترات الصعبة.

يمكن للبائع وفي إطار خطط إستراتيجية ما أن يعرض على المشتري المحتمل ضمانات للتمويل أو لرقم الأعمال وربما لعدة سنوات من أجل طمأنة المشتري. إن الأمر في هذه الحالات لا يتعلق فقط بتقييم المؤسسة بل يشمل أيضا موضوع تقييم العقود الصناعية أو التجارية<sup>1</sup>.

### 3. الصعوبات المرتبطة بطبيعة قطاع النشاط

نظرا لاختلاف القطاعات الاقتصادية عن بعضها البعض من الضروري اختيار الطرق المناسبة لطبيعة النشاطات التي تتوزع على قطاعات الزراعة والمعادن (الاستخراج)، القطاع الصناعي أو التحويلي وقطاع الخدمات. نستعرض فيما يلي وباختصار شديد بعض التطبيقات المناسبة لكل قطاع.

#### 1.3. المؤسسات الزراعية

يجب التمييز بين المؤسسات التي تمتلك العقار الفلاحي المتمثل أساسا في الأراضي والتي لا تمتلك. بالنسبة للمؤسسات الزراعية التي تمتلك العقار الفلاحي فإن وزنها المالي يكون معتبرا ولهذا تكون طريقة صافي الأصول المصححة حاضرة بقوة عند التقييم كما تحسب أيضا المردودية. من جانب آخر لا يجب إغفال تأثير التقلبات الجوية على ربحية المستثمرة الفلاحية مما يصعب عملية التنبؤ بالأرباح ولو على المدى القصي، ولهذا يتم تبني النتائج المحققة في السنوات الثلاثة أو الخمسة المنصرمة. أما تقييم المؤسسات الزراعية التي ليس لديها ملكية العقار الفلاحي أي أنها تعتمد على استئجار الأراضي الزراعية فيقوم على أساس النتائج الماضية أو المتوقعة وعلى أصول الاستغلال.

#### 2.3. المناجم (Mines)

تشكل المؤسسات المنجمية مشكلات خاصة لتحديد قيمة ممتلكاتها ومردوديتها المستقبلية. إن قيمة المنجم لا تكمن في نتائجها الماضية بل في تلك التي سيتم تحصيلها من الاحتياطي المتاح من ذلك المعدن. تتكون قيمة المؤسسة من القيمة الحالية لهذه الأرباح فقط، إذ بعد نفاذ الاحتياطات ستباع التجهيزات المهلكة بقيمة عالية ضعيفة. أما بالنسبة لمعدل الخصم فيجب تحديده بحذر شديد بسبب التقلبات الحادة لأسعار المواد الأولية المعروفة في الأسواق العالمية.

<sup>1</sup>. Alain Choinel, op. cites, p.193

### 3.3. الصناعة والإنتاج الحرفي

يعتبر القطاع الصناعي من أكثر مستعملي طرق التقييم على أساس المداخيل والتدفقات النقدية. والسبب هو وجود رابط قوي بين أصول الاستغلال (قد لا تكون لها قيمة في حد ذاتها) ومردودية استغلالها. يستعمل محلي التقييم طرق مختلفة تتمثل غالباً في مقاربات الدخل والسوق، لاستنتاج مجالاً من القيم. للوصول إلى القيمة المنشودة مثل القيمة السوقية العادلة (FMV)، القيمة الاستثمارية، أو أي معيار آخر للقيمة، يحتاج المحلل التأكد من أن النتائج المتوصل إليها تعكس فعلاً الخلفية من وراء الاقتناء أو التنازل.

#### 4. بعض أسباب سوء التقييم والمعيقات التي واجهها الممارسون

##### 1.4. دراسة Pereiro (2009)

يرجع "Pereiro" أسباب المبالغة في المبلغ المدفوع عند اقتناء المؤسسة في الأسواق الأمريكية إلى خلل في سلوك المشتري، وأورد دراسات (Duhamex & Schwenk, 1985) الذين أبرزوا فكرة وهم السيطرة (Illusion of control) والذي قد يكون سبباً في المبالغة في التفاؤل عند تقييم المؤسسة المستهدفة بالشراء ومن ثمة الاستعداد لدفع مبلغ مبالغ فيه. سمحت دراسة "Roll" (1986) ثم دراسة (Haywadd&Hambrick, 1997) التي تلتها ودراسة (Malmendier& Tate, 2003) لتقدم الدليل على العلاقة بين وهم السيطرة الناتج عن المبالغة في التفاؤل وسوء التقييم<sup>1</sup>. إضافة إلى المبالغة في التفاؤل أورد "Pereiro" أسباب أخرى لسوء التقييم في الاقتصاديات الصاعدة منها:

1. نقص المعلومات عن المردودية والمخاطر والاعتماد على بيانات ماضية قصيرة الأجل في وضع فرضيات طويلة الأجل.

2. ضيق الأفق وافتراس استقرار دائم للأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية واستبعاد حالات التآرجح بين الصعود والأفول التي قد تطول مدتها لعشرات السنين.

##### 2.4. دراسة Pereiro (2002)

يرى "Pereiro" أن المحلل المالي أو (خبير التقييم) المتمرس قد يجد صعوبات جدية عند استخدامه لتقنيات التقييم التقليدية لعدة أسباب منها: الاختلاف في الكفاءة المالية بين الأسواق، جودة

<sup>1</sup>. Pereiro, Luis E. "Valuing Acquisitions in Emerging Markets: An Extreme Scenario Framing Approach ". *Revista de Instituciones, Ideas y Mercados* no. Mayo N° 50 ( Mayo 2009 2009):p. 9

المعلومات، وتوفر المعلومة. حاول "Pereiro"<sup>1</sup> وضع إطار مفيد لتذليل بعض الصعوبات وذلك بمناقشة النماذج والمعطيات الضرورية لها من اجل مساعدة المستثمرين بمختلف مشاربهم على تحسس القيمة الحقيقية لأصول المؤسسات المسجلة أو غير المسجلة في البورصة. إن الصفقات خلال الظروف غير الطبيعية - كما في حالات الأزمات الاقتصادية الشديدة - تتميز بتحدياتها الخاصة وقد تؤدي إلى اتخاذ قرارات مغلوبة.

### 3.4. دراسة (Piotr)

شملت دراسة "بيوتر" مسح لـ 182 خبير في مجال تقييم المؤسسات موزعين على 12 بلدا. حاولت هذه الدراسة الإجابة على السؤالين التاليين<sup>2</sup>: ما هي المشاكل التي يواجهها الخبراء عند تقييمهم للشركات؟ وهل توجد اختلافات في الرؤى ذات صلة بالتقييم بين الخبراء العاملين في السوق الأمريكية التي تتمتع باستقرار في معايير التقييم والخبراء الآخرين من بلدان أخرى كبولندا ورومانيا والتي تعتبر حديثة العهد بمعايير التقييم؟ تشير نتائج المسح أن الخبراء تواجههم في الغالب نفس المشاكل عند تقييم المؤسسات. وتعتبر مسألة تقدير أو التنبؤ بالأحداث المستقبلية أهم ما يواجهه الخبراء، وتتلخص اهم المشاكل الصريحة فيما يلي:

1. وجود عدد قليل من المؤسسات القابلة للمقارنة وصعوبة الحصول على معلومات عن صفقات تبادل بين الخواص،
2. صعوبة الوصول إلى معلومات السوق (المعلومات الجيدة تحتكرها مكاتب الدراسات وقواد البيانات العالمية)،
3. صعوبة الوصول إلى بعض المعلومات عن المؤسسة أو عدم كفايتها خاصة بالنسبة للبلدان حديثة العهد باقتصاد السوق مثل دول أوروبا الشرقية،
4. مشكل موثوقية المؤشرات المستخدمة في تقييم المؤسسات،
5. مشكل تحديد تكلفة رأس المال مطروح في معظم البلدان النامية والمتطورة،
6. يختلف المستجوبون بخصوص مدى مساهمة النظرية في حل المشاكل التطبيقية حيث يعتقد المستجوبون في البلدان خارج الولايات المتحدة الأمريكية أن النظرية لا تقدم حولا

<sup>1</sup>. Pereiro, Luis E. *Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach* New York: Wiley 2002. P18.

<sup>2</sup>. Szymański, Piotr. "Problems in Business Valuation – Analysis of Survey Results." *The Romanian Economic Journal* 15, no. 44 (2012): 137-61.

للمشاكل التطبيقية عكس ما يراه خبراء أمريكا، وذكر الباحث ثلاثة تفسيرات لهذا الاختلاف في الإجابات بخصوص السوق الأمريكية وهي:

- أولاً: إن إدخال معايير التقييم في المهنة له تاريخ عريق،
- ثانياً: توجد منافسة بين المنظمات المهنية الناشطة،
- ثالثاً: إن الخبراء في الولايات المتحدة لديهم فرص أكبر للوصول إلى الدراسات العلمية.

7. طرح حوالي نصف المستجوبين مشكل ضغط الزبون.

8. تقاسمت الردود بخصوص تحديد الأصول غير التشغيلية والأصول الزائدة بين من يرى أنه مشكلة وبين من لا يعتقد ذلك.

### 5. عملية التقييم ليست علماً دقيقاً

يرى "داموداران" الشرط الأولي لاستثمار عقلائي هو أن لا يدفع المستثمر مقابل أصل ما (أو مؤسسة ما) أكثر مما يستحق. فالمستثمر لا يشتري اغلب الأصول بما فيها الأوراق المالية أو لمؤسسات لدوافع جمالية حسية أو عاطفية كما هو الحال مع اللوحات الفنية أو المنحوتات<sup>1</sup>. إن الاستثمارات المالية والعينية تشتري بسبب المنافع المنتظرة منها وإدراك القيمة يجب أن يدعم بالحقائق ويعني هذا أن السعر الذي يدفع مقابل أي أصل يجب أن يعكسه التدفقات النقدية التي يتوقع أن يدرها. يسرد "داموداران" ستة مسلمات يعتبرها غير صحيحة:

1. المسلمة الخاطئة الأولى ان التقييم ليس علماً دقيقاً، فإذا كانت نماذج التقييم المستخدمة ذات طابع كمي رياضي إلا أن مدخلاتها تترك حيزاً واسعاً للأحكام الذاتية ولهذا فان القيمة النهائية المحصلة نجدتها مصطبغة بالميول التي تم دمجها خلال مسار التقييم.
2. المسلمة الخاطئة الثانية: إن التقييم الذي جاء بعد بحث معمق تكون نتائجه صالحة لمدة طويلة وهذا غير صحيح لان القيمة التي نحصل عليها من أي نموذج تتأثر بمعطيات المؤسسات ومحيطها. لهذا فإن القيمة تتغير كلما ظهرت معلومات جديدة وبما أن المعلومات الواردة إلى السوق المالية تتدفق إليه باستمرار فان القيمة المتوصل إليها قد تصبح مع مرور الوقت غير صالحة.

<sup>1</sup>. Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2010. P.1

3. **المسلمة الخاطئة الثالثة:** إن التقييم الجيد يعطي تقدير أكثر دقة للقيمة، يعتبر "داموداران" هذه المسلمة أيضا خاطئة لأنه رغم الاحتياطات المتبعة والعمل الجيد والمفصل فإن أي عمل تقييمي لا يخلو أبدا من حالة عدم التأكد تجاه النتيجة أو الأرقام المحصل عليها، ذلك أن أي عمل يبقى متأثرا بالفرضيات والتصورات التي توضع حول مستقبل المؤسسة والاقتصاد ككل. يعتبر "داموداران" أنه من غير الواقعي أن نطالب أو أن ننتظر اليقين التام من عملية التقييم كون التدفقات النقدية ومعدلات الخصم ليست سوى تقديرات تتطوي على أخطاء.

4. **المسلمة الخاطئة الرابعة:** كلما كان النموذج كليا (أو رياضيا) كان التقييم أفضل. يعتبر "داموداران" هذه المسلمة بدورها غير صحيحة رغم ما يبدو من ظاهرها أي أنه كلما كان النموذج المستعمل معقدا وشاملا كانت نتيجة التقييم أفضل. ليس من الضروري أن تكون النماذج معقدة ورياضية، ويقول بأن النماذج المعقدة تتطلب مزيدا من المدخلات وما يرافقها مزيد من الأخطاء وينصح بما يلي:

- الاقتصاد في المعلومة أي أننا لا يجب أن نستخدم سوى المدخلات الضرورية لتقييم الأصل.

- التوفيق بين منافع ومكاسب الإسهاب في التفاصيل وتكاليف التقديرات والأخطاء المصاحبة للتفاصيل.

5. **المسلمة الخاطئة الخامسة:** لكي نحقق ثروة مالية من خلال التقييم لا بد أن نفترض أن الأسواق غير فعالة. إن الأسواق المالية قد تخطئ بحيث يمكن أن تكتشف أسهما سعرها أقل أو أعلى من قيمته ولكن من طبيعة السوق أن تعيد أسعار تلك القيم المالية إلى قيمتها العادلة بعد فترة زمنية قد لا تطول بسبب وجود ملايين المستثمرين. إن التقييم قد يخدم السوق من خلال البحث عن أسباب تغير أسعار السوق عبر الزمن ويختم "داموداران" بأن من شروط السوق الفعالة وجود عدد كبير من المستثمرين الذين يؤمنون بان السوق غير فعالة.

6. **المسلمة الخاطئة السادسة:** إن محصلة التقييم هو القيمة وهي الغاية أما المسار فهو غير مهم. وبعبارة أخرى أن النتيجة أهم من الطريقة. إن كلا من نتيجة التقييم (القيمة) وعملية التقييم له أهميته، فمسار التقييم يسمح للمقيم باكتشاف خبايا المؤسسة وحقائقها من خلال تشخيص محددات القيمة ومحاولة الإجابة على سلسلة من الأسئلة ذات الصلة بمستقبل المؤسسة وبأصولها غير الملموسة.

### خلاصة الفصل الرابع

من خلال دراستنا لمسار التقييم وصعوباته نستخلص أن مسار التقييم يمثل فرصة للمقيم وللمسيرين لاكتشاف مؤسستهم وإعادة النظر في الاستراتيجية المتبعة. إن الصعوبات المرتبطة بالتقييم لا يمكن أن تنتهي المحلل المالي المحترف عن محاولة إيجاد القيمة العادلة. عند الانتهاء من عملية التقييم تبدأ مرحلة التفاوض أو التشاور قبل اتخاذ القرار الفاصل. للمفاوضات بين أطراف الصفقة أهمية حيث يتم بها ترجيح الكفة لصالح أحد الأطراف. لهذا السبب تعتبر الكفاءة في التفاوض نقطة قوة ويتطلب تكليف أشخاص لهم الصفات المطلوبة.

القسم الثاني:  
الدراسة التطبيقية



**الفصل الخامس:**  
**طرق تقييم المؤسسات في**  
**الأسواق المغاربية عند**  
**التسجيل لأول مرة (IPO)**

## مقدمة الفصل

إن أية مؤسسة تقرر التسجيل في بورصة الأوراق المالية لأول مرة تكون بحاجة إلى تقييم أصولها وتحديد قيمة تقريبية لأسهمها كخطوة أولى قبل الكشف عن سعر أو المجال سعري للعرض الموجه إلى المستثمرين. يهدف هذا البحث أساسا إلى تحديد أسباب التسجيل في بورصة الأوراق المالية لأول مرة وما هي طرق التقييم المتبعة من قبل الخبراء وبنوك الأعمال في تحديد قيمة السهم وتوضيح علاقة هذه القيمة بسعر العرض الأولي في عدد من الأسواق المالية المغاربية. تركز الدراسة على حالات التسجيل في البورصة لأول مرة في ثلاثة أسواق مغاربية هي بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس. إن تدني مستوى النشاط في بورصة الجزائر يعد مبررا للبحث في الممارسات السائدة في بعض الأسواق العربية والأوربية للاستفادة منها في تذليل العقبات التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر. يمكن اعتبار كل من مسألة تقييم المؤسسات وكيفية تحديد سعر العرض من العوامل التي تسهم في خدمة جميع الأطراف المعنية بعملية الطرح الأولي.

**المبحث الأول: أهمية الأسواق المالية، دوافع التسجيل أو عدم التسجيل واستخدامات الأموال المحصلة**

## 1. دور بورصة الأوراق المالية

إن أحد أهم شروط نجاح المؤسسات الاقتصادية في تجسيد المشاريع الاستثمارية وتدعيم وتثبيت توازنها المالي هو وجود آليات وبدائل محكمة تضمن توفير الأموال اللازمة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة. من ضمن البدائل التمويلية هناك الأسواق المالية أي بورصة الأوراق المالية والنظام المصرفي ورأس المال الخاص ورأس المال الاستثماري أو المخاطر. تختلف أهمية سوق الأوراق المالية وتقاس بنسبة الرسملة السوقية للسوق على الناتج المحلي الخام من بلد إلى آخر ولا يعكس حجمها بالضرورة أهمية الاقتصاد الوطني. إن نجاح النشاط الاقتصادي مرهون بعدة عوامل منها كفاءة الوساطة المالية سواء المصرفية أو الأسواق المالية وفشلها في تجنيد الموارد المالية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية وإلى الأفراد يعني فشل الاقتصاد في ذلك البلد.

إن أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصة تتمثل في ما يلي<sup>1</sup>:

1. تضمن التمويل عن طريق انتقال الأموال من الأطراف التي لديها فوائض مالية إلى التي لها عجز مالي.

<sup>1</sup>. 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. تسمح بتقييم هذه الشركات عن طريق السوق أي يسمح بتحديد الأسعار وفق قانون العرض والطلب.
3. يساهم في توفير السيولة بسبب وجود مشترين وبائعين في أي وقت وهم على استعداد للمتاجرة.
4. تعمل على تخفيض مصاريف التبادل بين المتعاملين في السوق مثل مصاريف البحث عن المعلومة ومصاريف الإشهار.
5. تسمح بتخفيض المخاطر عبر تنوع محتوى المحافظ المالية وتوفير البدائل والاختيارات بواسطة الخيارات المالية والمشتقات.
6. تضمن شفافية أكبر في حركة رؤوس الأموال، وتضبط متطلبات الإفصاح المالي.
7. تسمح للمؤسسات العائلية وللقطاع العام، المنظمة في شركات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

يعتبر التسجيل في البورصة لأول مرة من خلال الطرح العمومي الأولي (IPO) حدثا استثنائيا في مسيرة المؤسسة لأنه يجعلها منفتحة على العديد من الأطراف المعنية كالمستثمرين المحترفين والأفراد والمحللين الماليين والبنوك الاستثمارية ومؤسسات التصنيف أو التقييم والصحافة المتخصصة والعامه ويلعب الطرح العمومي الأولي (IPO) للأسهم دورا هاما في تخصيص الموارد المالية حسب ما تقتضيه السوق. يتم التسجيل في البورصة عبر زيادة رأس المال أو من خلال التنازل عن أسهم مملوكة للمساهمين الأصليين أو عبر المزج بين الكيفيتين، لهذا الغرض وجب فهم آليات وتحديات هذه العملية.

إن التسجيل في البورصة (IPO) يعتبر نشاط دائم في الأسواق المالية بالرغم من التذبذب الذي يلاحظ من فترة إلى أخرى، سواء من حيث حجم القيم المالية أو من حيث عدد العمليات، متأثرا بالأوضاع المالية السائدة ولكن دون أن يتوقف أو يتراجع بصفة ملحوظة، الجدول 5-1.

**جدول 5-1: النشاط السنوي لعمليات التسجيل في البورصة لأول مرة على مستوى العالم 2005-**

2014 (الصفقات التي يفوق حجمها 100 مليون دولار فقط)

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

Source: www.renaissancecapital.com, (25/02/2015)

## 2. الأطراف ذات الصلة المباشرة بعملية التسجيل في البورصة

قسم "Sentis"<sup>1</sup> الأطراف المعنية بعملية التسجيل في البورصة بشكل مباشر وشخص سلوك كل طرف وطبيعة العلاقات المترابطة فيما بين الأطراف والتي من شأنها أن تعمل على توجه الاختيارات المتاحة لصيغة التسجيل. إن هذه الأطراف تتمثل في:

1. المؤسسة المصدرة في حد ذاتها وتعتبر حلقة وصل بين العديد من الأطراف التي لها

مصلحة بالمؤسسة وهم المساهمون، المسيرون، المستخدمون والدائنون وكلهم معنيون

بقرار تسجيل المؤسسة في البورصة إما بحثا عن التمويل أو لتدعيم شهرة المؤسسة أو

للاستفادة من سعر تنازل مرتفع وتقادي المفاوضات المضنية خارج السوق.

2. بنك أو بنوك الأعمال المرافقة وهو الوسيط الإلزامي خلال العملية.

3. المستثمرون (مؤسسات وأفراد) المطلوب منهم الاكتتاب في الحصص المعروضة للبيع.

يلاحظ أن الكاتب استبعد سلطة الرقابة المالية على عمليات البورصة والهيئة المشرفة على

تسيير البورصة ربما لكونهما حياديتين ولا تحاولان التأثير على التقييم الأولي أو على التسعير. إن

المعلومات المتوفرة لدى كل مجموعة قد تكون غير متماثلة وهذا قد يؤثر كثيرا على أداء السهم في

اليوم الأول للتداول، وقسم "Anderson"<sup>2</sup> وزملاؤه المستثمرين إلى قسمين: المشتريين الأوائل ثم عموم

المستثمرين في السوق الثانوي.

## 3. دوافع الدخول وعدم الدخول إلى البورصة

إن دوافع دخول المؤسسات إلى البورصة لأول مرة عديدة ويمكن أن تكون صريحة أو ضمنية

كما أنها يمكن أن تؤثر في قيمة المؤسسة، وتعد دراسة "Brau&Fawcett" من أبرز الدراسات

المرجعية<sup>3</sup> في هذا المجال. يبين الجدول 5-2 الأسباب التي ذكرها المديرون الماليون، مرتبة حسب

درجة الاتفاق أي الذين هم موافقون أو موافقون جدا على العبارات الواردة في الاستبيان. وإذا تمعنا

في الإجابات الثلاث الأولى نرى أن الدافع الأول يدل على أن عملية التسجيل الأولي ما هي سوى

خطوة في اتجاه توسع خارجي لتحقيق النمو من خلال عمليات الاستحواذ والاندماج. أما الدافع الثاني

فيعين ثقة المؤسسة في حكم السوق عليها من خلال تسعيرها. أما الدافع الثالث فقد تكون وراءه نية

<sup>1</sup>. SENTIS, Patrick. "Introduction En Bourse. Quelles Stratégies Pour L'entreprise Candidate." Revue française de gestion, no. 2005/5 - n°158 (2005): 225 à 44.

<sup>2</sup>. 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

<sup>3</sup>. BRAU, JAMES C., and STANLEY E. FAWCETT. "Initial Public Offerings- an Analysis of Theory and Practice ". THE JOURNAL OF FINANCE LXI, NO.1 (/022006).P 407

تسويقية إذ تستخدم بعض الشركات عملية التسجيل في البورصة لأول مرة كآلية تسويقية للترويج لنفسها ولتحسيس المستثمرين والجمهور عامة بوجود الشركة وبناء علامة تجارية وخلق حضور ملحوظ على مستوى الشبكة العنكبوتية. إن المؤسسات<sup>1</sup> التي تسعى لاستغلال عملية التسجيل في البورصة لأغراض تسويقية بالدرجة الأولى قد تضلل بعض المحللين الماليين، اعتقاداً منهم أن أية شركة تدخل إلى البورصة لأول مرة هي شركة ناجحة وبالتالي تستحق الاستثمار في أسهمها. إن استشفاف الدوافع الفعلية وراء عملية التسجيل الأولى تساعد على فهم حقيقة المؤسسة كما تساعد على حصر قيمتها الموضوعية. أما دراسة "Bancal & Mittoo" في 12 دولة أوربية<sup>2</sup>، فخلص فيها الباحثان إلى أن قرار الدخول لا يمكن تفسيره بنظرية واحدة لأن المؤسسات تسعى لتحقيق منافع متعددة، أما 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.

أما دوافع عدم التسجيل في البورصة والتحول إلى مؤسسة مفتوحة والتي ذكرها المديرون الماليون للمؤسسات التي لا ترغب في التسجيل في البورصة فهي على التوالي: الحفاظ على استقلالية القرار (55.6%)، عدم ملاءمة الأوضاع الاقتصادية العامة وفي قطاع النشاط (48.2%)، تفادي تراجع نسب الملكية (47%)، عدم الإفصاح عن المعلومات للمنافسة (33%)، الشروط المشددة لقوانين السوق المالية (32%)، عدم الحاجة لمزيد من الأموال (30%) وارتفاع تكاليف وأتعاب عملية الدخول (27%).<sup>3</sup>

#### 4. استخدامات الأموال المحصلة من عمليات (IPO)

تتشرط السلطات المالية على الشركات الراغبة في رفع الأموال عن طريق البورصة الإفصاح عن وجهة الأموال وكيفية صرفها، ويهدف هذا الشرط إلى تحقيق الشفافية والوضوح وتفاذي تعارض المصالح بين الملاك الأصليين والمستثمرين الجدد وتفاذي سوء الاختيار والأضرار المادية والمخاطر المعنوية.

<sup>1</sup> Pereiro, Luis E. Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach New York: Wiley 2002.P 333

<sup>2</sup> Bancal, Franck, and Usha R. Mittoo. "Why Do European Firms Go Public ". European Financial Management 15, no. 4 (2009):p 846

<sup>3</sup> 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

## جدول 5-2: دوافع التسجيل الأولي المصرح بها من المديرين الماليين

نسبة موافق أو موافق جدا	الدوافع المصرح بها من قبل المديرين الماليين
59,4	خلق أسهم متداولة لاستعمالها في عمليات الاستحواذ مستقبلا
51,2	إعطاء سعر/قيمة سوقية للمؤسسة
49,1	تدعيم سمعة المؤسسة
45,9	توسيع قاعدة المستثمرين
44,1	إعطاء الفرصة لكبار المساهمين لتنويع محافظتهم
42,5	خفض تكلفة الأموال
32,2	السماح لأصحاب رأس المال المخاطر من سحب رؤوس أموالهم بعد إتمام المدة المتفق عليها
29,8	لفت اهتمام المحللين الماليين
27,6	استنفاد إمكانية رفع الأموال من مصادر خاصة
14,3	الديون أصبحت تكلفتها عالية

**Source:** Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. "Initial Public Offerings- an Analysis of Theory and Practice". The journal of finance 61, No. 1 (02/2006).

بينت "Wyatt" أهمية معرفة كيف وأين ستصرف الأموال المحصل عليها عند التسجيل في البورصة لأول مرة<sup>1</sup>. إن هذه المعلومة تزيد في قناعة المستثمر في جدوى الاستثمار من عدمه. صنفت الدراسة استخدامات الأموال المعلن عنها في مذكرة أو نشرة الإعلام (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 الإنتاج: وتتمثل في اقتناء أصول ثابتة أو الاستحواذ على شركات أخرى. إن هذه الاستثمارات قد تنطوي على مخاطر ولكن ليس بنفس حدة استثمارات النمو.

<sup>1</sup>. Wyatt, Anne. "Is There Useful Information in the 'Use of Proceeds' Disclosures in Ipo Prospectuses?". Accounting & Finance 54, no. 2 (2014):P.,628

3. تمويل الصفقات متنوعة: تدعيم رأس المال العامل، تسديد ديون، تغطية انسحاب شريك

(هذا العنصر قد يفهم كإشارة سلبية للمستثمرين)، استثمارات مالية.

بينت "Wyatt" أنه كلما كانت استخدامات الموال المحصلة محفوفة بالمخاطر كلما زادت حدة ضعف التسعير (underpricing) وهذا الأخير يقاس بالفرق بين سعر العرض أو الافتتاح وسعر السوق عند الإقفال في أول يوم من التداول. تستخدم العلاقة التالية لحساب نسبة ضعف التسعير (underpricing):

$$\text{معدل العائد لأول يوم} = \frac{\text{سعر العرض في اليوم الأول} - \text{سعر الإغلاق في اليوم الأول}}{\text{سعر العرض في اليوم الأول}}$$

إن العائد المرتفع دليل على أن الفرق بين السعر الافتتاحي وسعر الإغلاق كبير وهو دليل على ضعف التسعير سواء كان مقصودا أم غير ذلك. حاولت "Wyatt"<sup>1</sup> استنتاج دلالات من استخدامات الأموال وما يمكن أن يمثله من إشارات ايجابية أو سلبية للمستثمر لها علاقة بالعوامل التالية: ضعف التسعير، التوقعات عن فرص البقاء، القيمة السوقية للسهم والأداء التشغيلي المستقبلي.

المبحث الثاني: النماذج النظرية لطرق تقييم المؤسسات وتسعير العرض الأولي وظاهرة ضعف التسعير

### 1. مقاربات تقييم المؤسسات

توجد أربعة مقاربات رئيسية لتقييم المؤسسات تختلف فيما بينها حسب طبيعة المدخلات المطلوبة ومستوى التفاصيل. إن الطريقة الأكثر انتشارا هي نموذج التدفقات النقدية الحرة المحينة والمشتقة من النموذج الأصلي أي نموذج الأرباح الموزعة المحينة وطريقة التقييم على أساس المضاعفات والتي تعتمد على التقييم النسبي اعتمادا على مؤشرات مؤسسات أخرى شبيهة بها، يستحسن أن تكون من نفس قطاع نشاطها.

#### 1.1. مقارنة قيمة الأصول

تعتمد مقارنة قيمة الأصول على مبدأ نظري قوامه ما يلي: إن المشتري لن يقبل أن يدفع أكثر مما يكلفه إنشاء كيان يتساوى في منفعته مع المؤسسة موضوع التقييم (مبدأ الإحلال)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. Wyatt, Anne .Op. Cit . p 628.

<sup>2</sup>. Pratt, Shannon P. Business Valuation Body of Knowledge , New Jersey: John Wiley 2003.p 88

تفترض مقارنة الأصول أن قيمة المؤسسة تساوي مجموع قيم أصولها التي تقوم بدورها من منظور مواصلة النشاط أو الصفية. فمن منظور مواصلة النشاط فإن قيمة المؤسسة تساوي مجموع الأصول التشغيلية بالقيمة السوقية العادلة زائد حاصل بيع جميع الأصول غير التشغيلية ناقص مجموع الديون. أما قيمة التصفية فهي مجموع قيم المبيعات مطروح منها الديون ومصاريف التصفية.<sup>1</sup> توجد طرق لإدماج قيمة الأصول المعنوية المرتبطة بوجود المؤسسة أو الشهرة (Goodwill) من خلال رسمة الفرق بين الأرباح المتوقعة والتكلفة المعقولة للأموال المستثمرة. تضاف قيمة هذه الشهرة إلى مجموع قيمة الأصول المادية أو العينية.<sup>2</sup>

### 2.1. مقارنة القيمة على أساس المقارنات (Relative Valuation/Market Valuation)

تعتبر هذه المقاربة أكثر المقارنات استعمالاً في الواقع من قبل الخبراء<sup>3</sup> رغم تركيز الأكاديميين على مقارنة التدفقات النقدية المحينة (DCF). بلغ استخدامها نسبة تقارب 73% في الصفقات المالية الدولية.<sup>4</sup>

إن أساس المقاربة السوقية يتمثل في أن قيمة الأصل تشتق من أسعار أصول مشابهة (comparable) بعد إيجاد متغير أو متغيرات مشتركة مثل الأرباح، الربح قبل الضرائب والفوائد والاهتلاك، التدفقات النقدية، القيمة الدفترية أو المبيعات. إن هذه المقاربة تفترض أولاً أن المؤسسات الأخرى في قطاع النشاط هي فعلاً قابلة للمقارنة للمؤسسة التي يتم تقييمها، وثانياً أن السوق على العموم تسعر المؤسسات الأخرى تسعيراً سليماً، أي أنه يتم افتراض كفاءة السوق وقانون السعر الواحد (the Law of one Price/Loop) ومفاده أن الأصول المتشابهة يفترض أن يكون لها نفس السعر وإلا فإن فرص التحكيم والمضاربة ستكون ممكنة.<sup>5</sup> هناك مضاعف آخر واسع الاستخدام وهو نسبة السعر على القيمة الدفترية أو نسبة Tobin's q، ويستخدم لمعرفة الشركات التي تكون قيمتها أقل من قيمتها العادلة.

### 3.1. مقارنة الدخل (Income approach)

تعتمد هذه المقاربة على إيجاد القيمة الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة مستقبلاً. تتم عملية الخصم (Discounting) للمنافع الاقتصادية المتوقعة مستقبلاً (صافي التدفقات النقدية أو أي مقياس آخر

<sup>1</sup> Damodaran, Aswath. Investment Valuation New York: WILEY, 2010.p 14

<sup>2</sup> Pratt, Shannon op cite p 163

<sup>3</sup> Damodaran, Aswath, Ibid. p., 9

<sup>4</sup> Kemper, Andreasop cite p 18

<sup>5</sup> Kemper, Andreasop cite p 18



للدخل)، بمعدل خصم يمثل تكلفة الأموال لتلك المؤسسة والذي يعكس القيمة الزمنية للنقود بالإضافة إلى المخاطرة. إن عملية الخصم قد تتطلب تقسيم الأفق الزمني المستقبلي إلى مرحلتين أو أكثر. لحساب القيمة الختامية (terminal value) يتم رسملة التدفق النقدي بمعدل يساوي معدل الخصم ناقص معدل النمو في الأمد الطويل لذلك لمتغير<sup>1</sup>. يرى "Pratt" أنه في غالب الحالات ليس من السهل تقدير المنافع المستقبلية المنتظرة من استغلال مؤسسة وتحديد قيمة كمية لها، ولهذا السبب يحتاج الخبير لفهم واسع لظروف كل من السوق، القطاع، السوق المالية، إدارة المؤسسة وحساباتها.<sup>2</sup> تسمح المقاربة بالتدفقات النقدية المحينة بتقدير القيمة الذاتية (the intrinsic value) للأصل بناء على ما يسمى بأساسياته (Fundamentals) ويشرح مفهوم القيمة الذاتية أو الضمنية بأنها القيمة التي يمنحها للمؤسسة الخبير العارف بالتدفقات النقدية وبمعدل الخصم المرتبط بها.

## 2. الممارسات السائدة في مجال تقييم المؤسسات

تعد دراسة "Bancel & Mittoo" من أحدث الدراسات في موضوع الممارسة في مجال تقييم المؤسسات لدى خبراء التقييم في أوروبا<sup>3</sup>، وشمل الاستقصاء 365 ممارس في المالية في ثمانية بلدان أوروبية وفي مواقع متنوعة ولهم تكوين مهني معترف به. ركز البحث على الأسئلة التالية: ما هي نماذج التقييم الأكثر شعبية لدى الخبراء؟ وكيف يقدر الممارسون المدخلات اللازمة لتلك النماذج؟ وما هي المدخلات السهل تحديدها؟ وما هي المدخلات الأكثر حساسية للتقييم؟

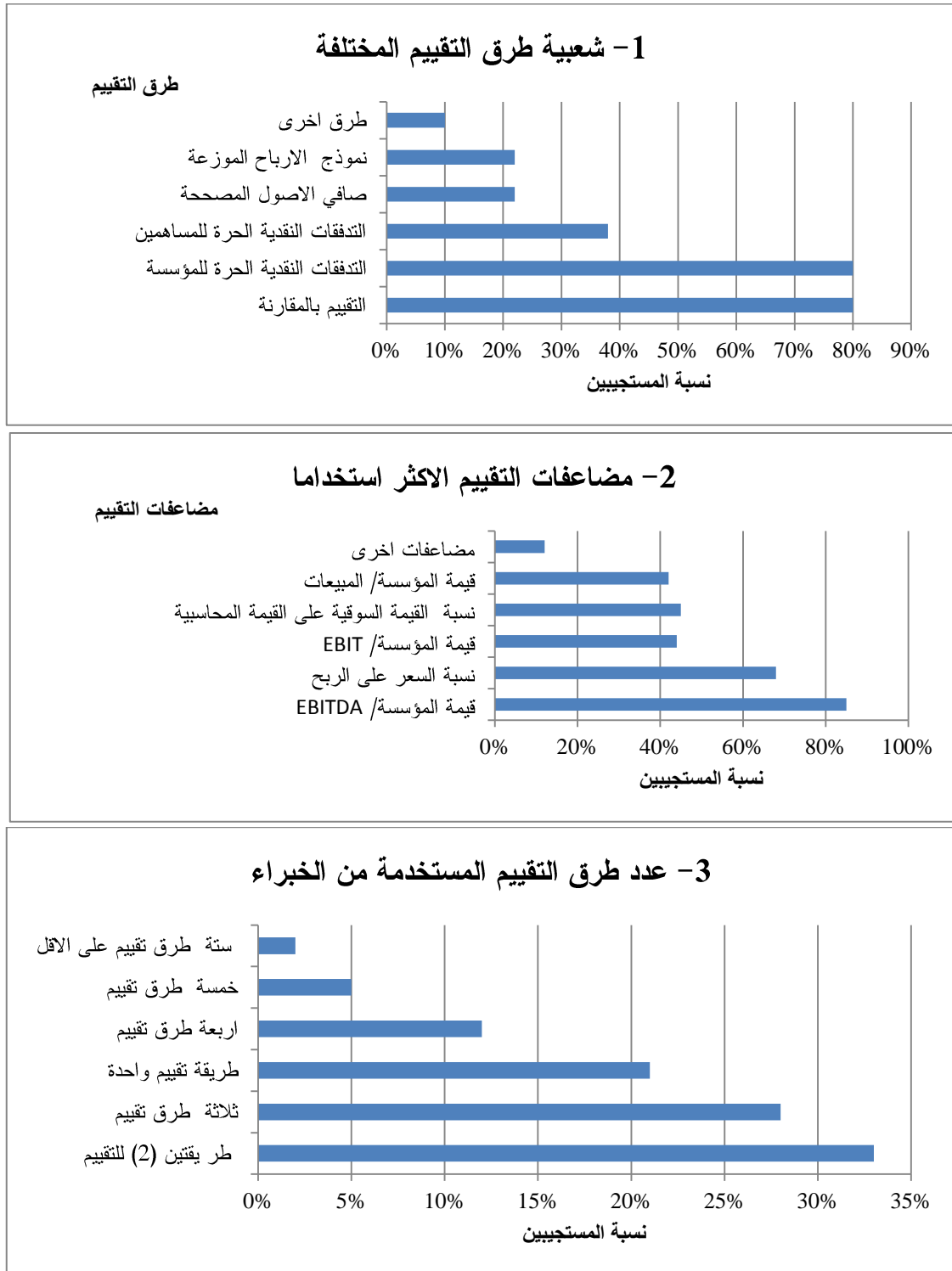
سنكتفي في هذا المقام بعرض نتائج المسح ذات الصلة بالسؤال الأول حيث عبر الممارسون عن طرق التقييم المفضلة وهي على التوالي: التقييم على أساس المضاعفات والمقارنات مع مرجعيات من السوق (نسبة الإجابة 80%)، طريقة التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة المحجنة "FFFC" (80%)، طريقة التدفقات النقدية الحرة لحملة الأموال الخاصة "FCFE" (38%)، صافي الأصول المصححة "ANR" (22%) ونموذج توزيعات الأرباح المستقبلية المحينة "DDM" (22%). وقد أكد 60% من المجيبين أنهم يستعملون طريقتين أو ثلاثة طرق بالتزامن. أما مضاعفات التقييم الأكثر شعبية فهي نسبة قيمة المؤسسة على الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك وخسائر القيمة (EBITDA) ويليها مضاعف السعر على الربح أو "PER" (الشكل 5-1).

<sup>1</sup>. Pratt, Shannon Op.cit., p 87

<sup>2</sup>. 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

<sup>3</sup>. 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.

شكل 5-1: طرق التقييم، عدد الطرق المستخدمة وطبيعة المضاعفات في أوريا



Source: Bancel, F; Mittoo, Usha R. "The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation,p108

أما عن المعوقات 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 الأعمال،
4. صعوبة حصر عينة الشركات الشبيهة عند استخدام مقارنة المقارنات،
5. صعوبة تقدير قيمة المديونية الصافية.

أما أهم مزايا طرق التقييم الحالية فذكر التالي:

1. أنها تسمح بإجراء مقارنات مفيدة مع مؤسسات أخرى،
2. أنها أصبحت نمطية،
3. سهولة التطبيق.

أوضح "Deloof" وزملاؤه أن البنوك المرافقة لعمليات التسجيل في البورصة تستخدم عدة مقاربات للتقييم في نفس الوقت منها طريقة التدفقات النقدية المحينة وهي الأكثر شعبية ثم تليها طريقة المضاعفات وخاصة مضاعف السعر على الربح (PER) والاعتماد على الأرباح والتدفقات النقدية المتوقعة<sup>1</sup>.

### 3. طرق تسعير الأسهم في عمليات "IPO"

يمثل سعر العرض أحد العناصر الهامة لنجاح عملية التسجيل في البورصة، فإذا كان السعر مرتفعا فإنه لا يشجع المستثمرين بل ينفروهم على المشاركة في العرض ويفشل العملية، أما إذا كان السعر منخفضا فسوف يؤثر على حجم المبالغ المحصلة وبالتالي قد لا تحقق الأهداف المرجوة وقد تفشل العملية برمتها ويسحب العرض.

إن طرق التسعير المستخدمة عند عرض الأسهم للبيع لأول مرة في السوق المالية هي:

#### 1.3. طريق السعر الثابت (Offre à Prix Ferme)

تحدد المؤسسة والبنك المرافق سعر العرض ويتم الإعلان عن السعر والكمية قبل بضعة أيام من التسجيل ويفترض أنها نهائية وعلى المستثمرين تحرير طلبات الشراء على أساس هذا السعر. مبدئيا لا تقبل إلا العروض المطابقة للسعر المحدد والذي سيعتمد كأول سعر عند أول حصة تداول.

<sup>1</sup>. 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

توزع الأسهم بالتناسب مع العروض المستلمة مع إمكانية ضمان حد أدنى لكل مكتب، خاصة في حال تجاوز الطلب للعرض.

### 2.3. طريقة السعر الافتتاحي أو المزايدة (Enchère/Offre à Prix Minimal)

وهو خاص بآلية البيع بالمزاد العلني والذي ينطلق مع الإعلان عن السعر القاعدي والكميات. بعد تلقي العروض يحدد البنك المرافق السعر التوازني أي سعر التعادل بين العرض والطلب وتوزع الكميات دون تمييز وبسعر واحد.

### 3.3. طريقة بناء الدفاتر (construction du livre d'order)

يلعب بنك الاستثمار المرافق دورا محوريا في هذه الطريقة. يتم التوجه في بداية العملية إلى هيئات المستثمرين (Institutional investors) ويتم الإعلان عن مجال سعري يتراوح بين حد أدنى وآخر أقصى. ثم يفتح دفتر الطلبات أين تسجل أوامر الطلب ومن هنا جاءت تسمية بناء الدفاتر. بعد غلق هذه المرحلة يحدد السعر النهائي وتوزع الأسهم على المستثمرين بطريقة تمييزية، حيث يحتفظ البنك المرافق بصلاحيّة توزيع الأسهم وتحديد سعر العرض النهائي. تعرف هذه الطريقة انتشارا واسعا في العالم وأضحت طريقة بناء الدفاتر الطريقة المهيمنة في العديد من الأسواق المالية<sup>1</sup>.

تتعايش الطرق الثلاثة في العديد من الأسواق المالية، حيث يسمح للمؤسسة والبنك المرافق باختيار الطريقة التي تلائمهم.

### 4. مناقشة ظاهرة ضعف التسعير

#### 1.4. الاستراتيجيات المتعمدة للسعر المنخفض (Under pricing/Under valuation)

أكد العديد من الباحثين اعتماد البنوك المرافقة لإستراتيجية السعر المنخفض عمد سعيا من أجل تحقيق هدف معين مثل مكافأة المستثمرين العارفين (Investisseurs informés) على مشاركتهم وعلى كشفهم عن المعلومات التي يمتلكونها خلال مرحلة المشاورات<sup>2</sup>. إن السعر المنخفض (أي أقل من القيمة الذاتية) يفيد أيضا المستثمرين غير العارفين (Investisseurs non informés) إذ أن مشاركتهم ضرورية لإنجاح عملية العرض والسعر المنخفض يجذبهم بغض النظر عن أي معلومة وعن عدم التماثل المعلوماتي (Asymétrie informationnelle). وهناك من يرى أن ضعف التسعير المتعمد هدفه جذب شريحة الأفراد من المستثمرين غير العارفين لضمان توفير سيولة كافية حين تداول السهم ولأن الأفراد لا يهدفون إلى الهيمنة على المؤسسة والتأثير عليها مقارنة بالمستثمرين

<sup>1</sup>. 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

<sup>2</sup>. SENTIS, Patrick. Op.cit., p 235.

المؤسستين.<sup>1</sup> إن طرق التقييم المستخدمة لتحديد سعر العرض تكون لها مصداقية أكبر إذا لم تعتمد على معطيات تاريخية من الماضي بل على تنبؤات مستقبلية دون أن تكون هذه الأخيرة شديدة التفاؤل.<sup>2</sup>

#### 2.4. استراتيجيات التسعير وتأثير البنك المرافق في سعر العرض:

لوحظ أن للبنك المرافق مصلحة خاصة في توجيه السعر فهو يسعى لإنجاح عملية الطرح الأولي من خلال تخفيض سعر العرض وتقليل نفقات التسويق والاهم هو سعيه للحفاظ على سمعته ومكانته المرموقة على الساحة المالية. لقد ركزت بعض الدراسات على عامل شهرة البنك المرافق في نجاح عملية التسجيل، فكلما كان الوسيط ذو مكانة مرموقة على مستوى الساحة المالية كلما قلت مخاطر ضعف التسعير.<sup>3</sup> للمكانة المرموقة لشركات المراجعة أيضا دورا في التأثير على تسعير الأسهم، فقد بين "Chang"<sup>4</sup> وزملاؤه أن الأتعاب التي تتقاضاها شركات المراجعة المعروفة والمرموقة أعلى مقارنة بتلك المدفوعة إلى شركات المراجعة العادية، ورغم هذه الحقيقة فإن الشركات التي تدخل البورصة لأول مرة والتي تتم مراجعة حساباتها من طرف مكاتب محاسبية مرموقة تعرف أسهمها ارتفاعا كبيرا في اليوم الأول من التداول وهو ما يعرف بضعف التقييم. تم تفسير هذا التناقض الظاهري بكون الشركات الجيدة تلجأ إلى مكاتب محاسبية مرموقة لترسل إشارات إلى المستثمرين حول قيمتها، ويكون إثر هذه الإشارة أكبر في حال وجود عدم تناظر شديد في المعلومات أو عندما يكون بنك الأعمال المرافق مغمورا.

#### 3.4. الإشارات الايجابية والسلبية التي تؤثر في تقييم وتسعير المؤسسة

يعلم المستثمرون الخارجيون القليل عن المؤسسة المرشحة للإدراج ورغم إصدار المؤسسة لنشرة إعلامية مفصلة إلا أنهم يراقبون إشارات ايجابية أو سلبية عن جودة المؤسسة من طرف المقربين من المؤسسة (company insiders)، الذين يمتلكون معلومات أكثر. إن الفكرة الأساسية هنا هي كما يلي: أن المؤسسات "الجيدة" تتخذ إجراءات مطمئنة لا تريد أو لا تستطيع المؤسسات الرديئة اتخاذها، ومن الإشارات الايجابية:

##### 1. إظهار أرباح تاريخية عالية،

<sup>1</sup>. Ibid, p 230.

<sup>2</sup>. Ibid, p 235

<sup>3</sup>. 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).P302

<sup>4</sup>. 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.

2. اللجوء إلى بنك مرافق جد مرموق،
3. التزام أو تعهد كبار المساهمين عدم بيع أيا من حصصهم في المؤسسة قبل نفاذ فترة زمنية معتبرة قد لا تقل عن ستة أشهر.
- أما ما يمكن اعتباره إشارات سلبية منفردة فهي:
  1. بيع المساهمين الحاليين لأسهمهم،
  2. بيع جزئ كبير من المؤسسة<sup>1</sup>.
5. عرض نماذج حديثة لعمليات دخول البورصة لأول مرة:

نستعرض تجربتين واحدة ناجحة من السوق المصرية والعملية الثانية غير ناجحة.

#### 1.5. شركة الاسمنت العربية المصرية

تمت عملية دخول الشركة إلى بورصة القاهرة في منتصف سنة 2014 واعتبرت عملية ناجحة كون الطلب تجاوز العرض بنسبة 18.5 مرة (تم تلبية 5.4% فقط من طلبيات العرض العمومي) خاصة بعد الأحداث العنيفة التي عرفتتها مصر منذ ثورة يناير 2011. تم جمع 110 مليون دولار مقابل 85.2 مليون سهم تم طرحها للبيع بسعر 9 جنيه مصري (\$1.28) من مجموع الأسهم الذي يبلغ حوالي 378.739.700 أي ما يقارب 22.5% من رأس المال. تم تحديد السعر بعد عملية أخرى سبقتها بتوظيف حصص لدى المستثمرين المؤسساتيين. تم تخصيص عائدات عملية البيع للمستثمرين الحاليين الذين باعوا أسهمهم. كان توزيع حصص الملكية في رأسمال الشركة إلى غاية نهاية سنة 2014 كما يلي: الشركة الإسبانية "Aridos Jativa" 60%، - عائلة البوريني 17.5%، - الجمهور 22.5%.

تبلغ الطاقة الإنتاجية لشركة الاسمنت العربية 5 مليون طن سنويا وتهيمن على حوالي 8 بالمائة من حصة السوق وتسيطر عليها الشركة الإسبانية "Cementos La Union" وهي التي تنازلت عن جزئ من حصتها كما أنها تشتغل بالفحم عوض الغاز مما يجعلها بعيدة عن تقلبات أسواق المحروقات.

إن نجاح عملية الطرح يعكسه أن يفوق الطلب العرض بأضعاف وهذا قد يكون له عدة دلالات

منها:

- النظرة الايجابية إلى الشركة،
- شفافية السوق المالية،

<sup>1</sup>. Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. OP cit.p 114

- الانفتاح على المستثمرين الأجانب،
- وفرة السيولة
- الاحترافية العالية لعملية الدخول إلى البورصة من حيث المرافقة من قبل بنوك الأعمال.

### 2.5. تجربة شركة عين الكبيرة لمحاولة الدخول إلى البورصة

عملية عرض شركة اسمنت عين الكبيرة للبيع الجزئي عبر البورصة. بين الجدول 3-5 البطاقة الفنية لعملية عرض اسم شركة عين الكبيرة للبيع في إطار عملية الدخول إلى البورصة لأول مرة.

نحاول التساؤل هل كانت طريقة دخول شركة اسمنت عين الكبيرة سليمة وليس عليها ملاحظات في الشكل وفي المضمون.

#### جدول 3-5: بطاقة فنية لعملية العرض الأولي لشركة اسمنت عين الكبيرة

اسم الشركة	شركة اسمنت عين الكبيرة
قطاع النشاط	إنتاج وتسويق أنواع الاسمنت العادي والاسمنت الخاص
المقر الاجتماعي	بلدية أولاد عدوان، عين الكبيرة ولاية سطيف
رأس المال الاجتماعي	2.200.000.000 دج
المساهم الرئيسي	مجموعة جيكا
أنواع الأسهم	أسهم عادية
القيمة الاسمية للسهم	100 دج
طبيعة العملية	زيادة رأس المال عبر الاكتتاب العمومي
عدد الأسهم المعروض للبيع	11.846.000 سهم أي 35 بالمائة من رأس المال سهم
سعر بيع السهم	1.600 دج
مدة العرض	من 15 ماي إلى 13 جوان 2016
المبلغ الإجمالي للعملية	18.953.600.000 دج
رقم تأشيرة لجنة مراقبة عمليات البورصة	2016/01/20 بتاريخ 2016/01/20
التاريخ المتوقع لأول دخول في البورصة	2016/06/27

المصدر: بورصة الجزائر للأوراق المالية جوان 2016

بلغت مصاريف عملية التقييم 475 مليون سنتيم أما مجموع مصاريف الدخول إلى البورصة فبلغت 231.22 مليون دينار موزعة كما يوضحها الجدول 4-5.

نلاحظ أن مجموع التكاليف تمثل نسبة 1.2% إذا ما أخذنا في الحسبان المبلغ المستهدف تحصيله. أما إذا ما قورن بالمبلغ المحصل فعليا قبل إلغاء عملية الدخول فتتمثل 23.6%.

**جدول 4-5: مصاريف عملية دخول شركة اسمنت عين الكبيرة إلى البورصة**

المبلغ (دج)	التعيين
5 000 000	حقوق تأشيرة لجنة مراقبة عمليات البورصة
4 100 000	عمولات شركة تسيير البورصة
200 000	أتعاب الشركة الجزائرية للمقاصة
9 300 000	مجموع الأتعاب التنظيمية
202 177 500	عمولات المنظمات الموزعة
10 000 000	تكاليف الاتصال والتسويق
4 750 200	تكلفة دراسة التقييم
5 000 000	مصاريف قانونية وإدارية
221 927 700	مجموع الأتعاب الأخرى
231 227 700	مجموع تكلفة الإصدار

المصدر: نشرة شركة اسمنت عين الكبيرة للدخول إلى بورصة الجزائر

تم تخصيص حصة للأشخاص المعنويين وأخرى للأشخاص الطبيعيين كما هو مبين في

الجدول 5-5:

**جدول 5-5: إصدار شركة اسمنت عين الكبيرة وتوزيع الأسهم الجديدة**

المجموع	أشخاص طبيعيين	أشخاص معنويين	
11 846 000	4 738 400	7 107 600	عدد الأسهم المخصصة
100,00%	40,00%	60,00%	النسبة
	5	100	الحد الأدنى للطلبية (سهم)
	1,69	1,69	الحد الأقصى للطلبية (مليون سهم)

المصدر: إعلان بورصة الجزائر رقم 37/16 بتاريخ 20/06/2016



أخفقت عملية جمع المبلغ المرغوب فيه وبالتالي لم تتم عملية الدخول. أصدرت بورصة الجزائر بيانا أوضحت فيه تفاصيل العملية وهي موضحة كما هو مبين في الجدول 5-6 أدناه:

**جدول 5-6: موجز عام لنتائج الاكتتاب لشركة اسمنت عين الكبيرة**

موجز عام لنتائج الاكتتاب	
978 368 000	المبلغ المكتتب (دج)
11 846 000	الأسهم المعروضة
611 480	الأسهم المطلوبة
662	عدد المكتتبين
37	عدد الولايات المكتتبه

موجز عام لنتائج الاكتتاب حسب نوع الأوامر	
الأوامر المخصصة للأشخاص الطبيعيين (القسم أ)	
210 572 800	المبلغ المكتتب (دج)
7 107 600	الأسهم المعروضة
131 608	الأسهم المطلوبة
36	عدد المكتتبين
الأوامر المخصصة للأشخاص الطبيعيين (القسم ب)	
767 795 200	المبلغ المكتتب (دج)
4 738 400	الأسهم المعروضة
479 872	الأسهم المطلوبة
626	عدد المكتتبين

التلخيص

النسبة	المبلغ المكتتب دج	الأسهم المطلوبة		المكتتبين	
		النسبة	العدد	النسبة	العدد
أوامر القسم أ					
51.52%	210 572 800	21,52%	131 608	5,44%	36
أوامر القسم ب					
78.48%	767 795 200	78,48%	479 872	94,56%	626
الإجمالي					
100%	978 368 000	100%	611 480	100%	662

المصدر: إعلان بورصة الجزائر رقم 37/16 بتاريخ 2016/06/20

تبرز العملية أن المبلغ الذي تم تحصيله بلغ 978 368 000 دج وهو مبلغ قليل بالمبلغ ولا يمثل سوى 5% من المبلغ المطلوب (18.9 مليار دينار) أو 2.7% من رأسمال الشركة. وكما أشار إليه بيان بورصة الجزائر فإن هذه النتيجة لا تسمح بقبول الشركة في السوق المالية كما هو مطور في المادة 43 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم. تم إعلان عدم جدوى العرض وألغيت جميع الأوامر المسجلة كما ألغيت عملية دخول شركة اسمنت عين الكبيرة في البورصة ويلتزم الوسطاء في عمليات البورصة بإعادة المبالغ المدفوعة إلى الزبائن المكتتبين.

### 3.5. الأسباب المحتملة وراء فشل تسويق أسهم شركة اسمنت عين الكبيرة

لم تنشر لحد الآن أية دراسة علمية مستقلة عن الأسباب المحتملة وراء فشل تسويق أسهم شركة اسمنت عين الكبيرة. ولأن موضوعنا هو البحث عن شروط التقييم الموضوعي الذي يخدم الهدف منه لا يسعنا نحن في بحثنا هذا سوى عرض بعض الأفكار الأولية عن أسباب هذا الإخفاق نوجزها فيما يلي:

1. تزامن عملية الطرح الأولي لأسهم شركة عين الكبيرة مع القرض السندي للدولة والذي جندت له كل الفاعلين كوسيلة لمواجهة الأزمة الاقتصادية الناجمة عن تراجع أسعار المحروقات.
2. إن البنوك الوسيطة المكلفة بالتوزيع تحت قيادة البنك الخارجي الجزائري لم تتعهد ولم تضمن النهاية الجيدة للعملية أي الالتزام بشراء الأسهم غير المسوقة. إن عدم الالتزام من هذا النوع هو في رأينا إشارة سلبية للمستثمرين المؤسسيين.
3. الغموض في الهدف من زيادة رأس المال. فلذا كان الرفع من رأس المال هدف إلى تمويل توسيع المصنع فإن عملية التوسعة تفررت قبل هذه العملية بكثير وتقرر تمويلها بواسطة اعتمادات مالية للدولة. وإذا كان الهدف من زيادة رأس المال هو تعويض أو تسديد الاعتمادات المقدمة من الدولة فإن هذا لم يوضح بشفافية في الحملات الإشهارية.
4. إن تقييم الشركة اخذ في الحساب نتائج التوسعة من خلال التدفقات النقدية على أساس الطاقة الإنتاجية الجديدة الموسعة والمقدرة بـ36.16 مليار دج. فإذا كان الهدف هو إدخال شركاء جدد يشكلون 35% من القيمة الجديدة للشركة أي بعد التوسعة فكيف نطلب منهم دفع 18.95 مليار دج وهو مبلغ يمثل 52.40% من قيمة المؤسسة بعد التوسعة. اعتقد أن هذه النقطة تتطلب دراسة معمقة لتوضيح الرؤية وفهم ما جرى بالضبط. أوضح

"Lantz" كيفية حساب حصص الشركاء المؤسسون والمستثمرون الجدد<sup>1</sup>. إذ يتم التقييم أولاً قبل دخول المستثمرين لتحديد حجم مساهمتهم في المشروع. في مثل هذه الحالات تلعب المحاكم دوراً محورياً لحماية حقوق كل مساهم من خلال تعيين محافظ المساهمات (commissaire aux apports) من أجل المصادقة على قيمة مساهمة كل طرف.

5. ضعف المرافقة من قبل من يفترض أن يكون بنك الأعمال.

### المبحث الثالث: طرق التقييم عند التسجيل في البورصة لأول مرة في البورصات المغربية

لمعرفة طرق التقييم التي تستخدمها المؤسسات وبنوك الأعمال المرافقة لها عند التحضير للدخول إلى البورصة والإجابة على الأسئلة التالية:

1. ما هي طرق التقييم المتبعة؟

2. هل تتبع أكثر من طريقة وكيف يتم حساب القيمة النهائية أو المركبة؟

3. في حال استخدام مقارنة المقارنات، ما هي المضاعفات المستعملة؟

للإجابة على الأسئلة اعتمدنا على منهجية دراسة المحتوى (Content Analysis) واستغلال المواقع الإلكترونية للبورصات وسلطات الأسواق المالية فيمن خلال فحص نشرات الإصدار للشركة التي دخلت البورصة في الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2014 في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس. يمكن الاطلاع على هذه النشرات في المواقع الإلكترونية للسلطة المشرفة على السوق المالية لكل بلد أو من خلال مواقع البورصة (جدول 5-7). لتبرير سعر العرض فإن معظم النشرات تضع في الفصل الخاص بالمعلومات حول العرض فقرة تحت عنوان عناصر لتعليل السعر (Éléments d'appréciation du prix) أو منهجية التقييم أو سعر العرض ومبرراته.

#### 1. عينة الدراسة

بلغ عدد الشركات التي دخلت البورصة للمرة الأولى في الأسواق المغربية الثلاث في الفترة من 2007 إلى 2014، 56 شركة منها شركتين (02) في الجزائر، 23 شركة في المغرب و31 شركة في تونس. ما يلاحظ أن سوق الأوراق المالية في الجزائر لم ينطلق بعد رغم الإمكانيات التي تزخر بها الجزائر.

لوحظ أن عمليات التسجيل في البورصة تعرف فترات انتعاش (Hot seasons) يرتفع فيها عدد الشركات التي تفتح رأسمالها وقد يكون مرد ذلك للتحفيزات التشريعية التي تقدمها الدول في إطار

<sup>1</sup>. Lantz, Jean-Sébastien. Valorisation Strategique Et Financiere, Paris: Maxima 2004.P.19

سياساتها الاقتصادية. إن سوء اختيار توقيت عملية الطرح قد يتسبب في عدم استقرار مستوى الأسعار بعد التداول<sup>1</sup>.

**جدول 5-7: الهيئات المشرفة على الأسواق 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	إدارة السوق المالية	
02 شركة	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها <a href="http://www.cosob.org">www.cosob.org</a>	شركة تسيير بورصة القيم <a href="http://www.sgbv.dz">www.sgbv.dz</a>	الجزائر
23 شركة	مجلس القيم المنقولة CDVM <a href="http://www.cdvm.gov.ma">www.cdvm.gov.ma</a>	بورصة الدار البيضاء ش م <a href="http://www.casablancabourse.com">www.casablancabourse.com</a>	المغرب
31 شركة	هيئة السوق المالية <a href="http://www.cmf.org.tn">www.cmf.org.tn</a>	بورصة تونس للقيم المنقولة <a href="http://www.bvmt.com.tn">www.bvmt.com.tn</a>	تونس

المصدر: إعداد الباحث بناءً على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة

## 2. ممارسات التقييم عند التسجيل في البورصة في الأسواق المغربية

إن طريقة العرض المهيمنة هي العرض بالسعر الثابت (OPF) بـ 85.72% ثم طريقة السعر المفتوح (OPO) بـ 14.28%. أن طريق العرض بالسعر المفتوح قريبة من طريقة بناء الدفاتر. إن عدم انتشار طريقة بناء الدفاتر بحاجة إلى بحث ميداني في الأوساط المالية.

### 1.2. أساليب تسعير العروض

تبين دراسة المحتوى لنشرات الإصدار استخدام جميع مقاربات التقييم (جدول 5-8). كما هو متوقع فإن طريقة التدفقات النقدية المحينة (DCF) تأتي في المقام الأول بنسبة 96.43% تليها طريقة المضاعفات بـ 76.79% ثم طريقة ريع الشهرة أو (GoodWill) بـ 37.50% وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة أو طريقة الأرباح غير العادية بـ 21.43% ثم طريقة "Bates" بـ 16.07% وطريقة توزيعات الأرباح بـ 14.29%.

<sup>1</sup> زرقون، محمد". العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر". مجلة الباحث عدد 12 2013. ص 108

أما لو وضعنا طريقة Bates وطريقة توزيعات الأرباح في مجموعة واحدة نظرا للتقارب الكبير بينهما فإن نسبة استعمالهما المشتركة تساوي 30.36% مما يجعلهما في المرتبة الرابعة قبل طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (جدول 5-9).

لوحظ قلة استخدام طرق صافي الأصول المحاسبية، باستثناء صافي الأصول المصححة التي تعتبر ضرورية لحساب قيمة ريع الشهرة أما بخصوص طبيعة المضاعفات المستخدمة في المقارنة بالمقارنات فهي على التوالي كما يلي: مضاعف السعر (PER)، يليه الربح قبل الفوائد والضرائب ثم الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات وخسائر القيمة ثم مضاعف القيمة الدفترية (Price/Book) وأخيرا مضاعف رقم الأعمال. في غياب سوق نشطة محليا يمكن الاستعانة بمضاعفات من الأسواق الخارجية القريبة من البلد.

جدول 5-8: طرق التقييم المستخدمة عند التسجيل في البورصة لأول مرة

عدد الطرق المستخدمة معها					التكرار	الرمز	الطريقة
4	3	2	1	0			
0	0	1	1	0	2	ANC	صافي الأصول المحاسبية
1	1	1	0	0	3	ANR	صافي الأصول المصححة
1	7	13	0	0	21	GW	ريع الشهرة
0	2	4	2	0	8	DDM	توزيعات الأرباح المحينة
0	1	8	0	0	9	BATES	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

المصدر: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة

## 2.2. عدد الطرق المستخدمة عند تقييم الشركة

إن استعمال أكثر من طريقة ومقارنة لحساب قيمة المؤسسة المركبة أو الهجينة يعني عدم وجود إيمان قاطع بمصداقية المقارنة الواحدة أما لخصوصيات المؤسسة محل التقييم أو لانعدام الثقة في جودة المدخلات التي يتطلبها ذلك النموذج مثل دقة وموثوقية التوقعات بخصوص الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية أو لصعوبة إيجاد المؤسسات الشبيهة في حال التقييم على أساس المقارنات أو المضاعفات أو لصعوبة تحديد الأفق الزمني المستقبلي وتقسيمه إلى فترات مرحلية متباينة.

لاحظنا في دراستنا أن استخدام ثلاث طرق يمثل الحالة الغالبة بمعدل 59.2% ويليه استعمال طريقتين بنسبة 22.37% ثم يأتي في المرتبة الثالثة استخدام أربعة طرق بنسبة 15.13%. وتشكل الحالات الثلاث مجتمعة ما يساوي 96.71% من مجموع الحالات الممكنة، وبلغ متوسط عدد الطرق المستخدمة 2.96 طريقة، (جدول 5-10).

جدول 5-9: الطرق الأكثر استخداما في الأسواق المالية المغربية

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

المراجع: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة

أن هذه النتيجة تتوافق وعدد الطرق المستخدمة من طرف بنوك الأعمال وخبراء التقييم في عدد من البلدان الأوروبية.

جدول 5-10: عدد الطرق المستخدمة في كل حالة تقييم

المجموع	عدد الطرق المستخدمة				
	5	4	3	2	1
151	4	22	90	34	1
100%	2,63	15,1	59,2	22,4	0,66
	2,96				
	متوسط عدد الطرق المستخدمة				

المصدر: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة

### 3.2. قيمة السهم وعلاقتها بسعر العرض الأولي

لوحظ أن سعر العرض الثابت والعرض بالسعر المفتوح اعتمد بصفة كلية على نتيجة التقييم أي على القيمة المركبة مع تطبيق تخفيض (Decote) لتعويض المستثمرين أصحاب الأقلية على ضعف سيطرتهم، وتراوح التخفيض من 0% إلى 30% مع متوسط تخفيض يبلغ 13.08% من نتيجة التقييم.

## الخلاصة

مهما كانت طريقة تسعير المؤسسات عند التسجيل في البورصة لأول مرة: السعر الثابت، السعر المفتوح أو طريقة بناء الدفاتر، فإن التقييم الأولي للمؤسسة والموجه لمالكي ومسيري المؤسسة أو لتبرير السعر تجاه المستثمرين، يعتبر عملية ضرورية. إن التركيز على مقارنة الدخل دليل على مستوى الاقتناع بمدى صلابتها النظرية والتطبيقية. بيد أن مشكلات التنبؤ وإعداد المدخلات يحد من قيمتها ككل ويجبر الممارسين على الاستعانة بطرق أخرى مثل المقارنات السوقية ومع الصفقات من أجل تقليص مخاطر الانحراف الشديد عن مجال القيم الموضوعية. إن للباحثين في مجالي المحاسبة والمالية فرصة للمساهمة في فهم وحل مشكلات تقييم المؤسسات سواء في إطار عمليات البورصة أو العمليات التي تجري خارج الأسواق المالية بين المؤسسات. لتطوير السوق المالية في الجزائر يجب العمل على بروز هيئة مهنية تهتم بكل نواحي التقييم مثل العقارات بأنواعها والمعدات والآلات والشركات كما هو موجود في الكثير من البلدان سواء المتقدمة أو الصاعدة. كما أن فتح المعلومات التي تنشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL) للجمهور من خلال الانترنت وزيادة حجم ونوعية تلك المعلومات سيساعد على اكتشاف الحقيقة الاقتصادية لتلك المؤسسات.

**الفصل السادس:**

**صناعة الاسمنت في العالم**

**والجزائر**



## مقدمة الفصل

ظهر الاسمنت في شكله الحالي عند بداية القرن التاسع عشر وأزداد الطلب عليه خلال القرن العشرين بسبب تطور الصناعة والتوسع العمراني خاصة بعد انتهاء الحروب وإعادة اعتماد ما خرب. تنتج هذه المادة في معظم الدول والمناطق ولها خصائص فيزيائية، كيميائية وميكانيكية مذهلة.

## المبحث الأول: عموميات حول الاسمنت

تعتمد صناعة الاسمنت كغيرها من مواد البناء الأخرى على المواد المتوفرة في الطبيعة، فالإسمنت يعتمد على الحجر الجيري والرمل والطين والحديد الخام. يشكل الاسمنت مادة أولية للعديد من مواد البناء الأخرى. إن توفر الاسمنت بكميات كافية يعتبر مطلباً استراتيجياً لكل دولة، نظراً لتأثيرها المباشر والفوري على المشاريع العمرانية المتنوعة.

يعتبر نشاط البناء والأشغال العمومية قطاعاً هاماً ونشطاً في الاقتصاد العالمي. فهو مسؤول عن خلق مناصب العمل وتحديث الهياكل القاعدية وتحسين الظروف المعيشية للأفراد. يرتبط هذا القطاع مباشرة بعدة مجالات أخرى كالتمويل، الطاقة، المناجم والنقل ويشكل الاسمنت أهم مكون للبناء ويلعب دوراً رئيسياً في العصر الحديث.

يعتبر الاسمنت من المواد واسعة الاستهلاك وتقاس الكمية التي يستهلكها الفرد الواحد في السنة وفي بلد معين بالكيلوغرامات (KG). يستعمل الاسمنت لبناء منازل أفضل (خاصة في البلدان والمناطق الفقيرة) وإنشاء الطرقات والجسور والمطارات والسدود ومحطات الطاقة النووية وقنوات الصرف الصحي، ولهذا لا يمكن تصور عالم بدون اسمنت أو خرسانة<sup>1</sup>.

## 1. استهلاك الاسمنت في عدد من البلدان

يرتبط استهلاك مادة الاسمنت بشكل وثيق بدرجة التطور الاقتصادي في أي بلد أو منطقة أيضاً بالدورة الاقتصادية. تشكل مادة الاسمنت مكوناً وركيزة لتطوير البنية التحتية لأي بلد ومادة أولية رئيسية لقطاع البناء.

يقاس مستوى استهلاك الاسمنت في أي بلد بمتوسط استهلاك الفرد الواحد خلال عام واحد. يختلف هذا المؤشر من بلد إلى آخر حسب تطور قطاع البناء الذي يتأثر بدوره بتحويلات الاقتصاد بصفة عامة. يعتبر متوسط استهلاك الفرد من مادة الاسمنت مؤشراً على درجة النمو العمراني خاصة.

<sup>1</sup>. Rodrigues, F. A., and I. Joekes. "Cement Industry: Sustainability, Challenges and Perspectives." *Environ Chem Lett* no. 9 (2011): 151–66. P.152

إن البلدان الصناعية العريقة انتهت من بناء هياكلها الرئيسية منذ عشرات السنين لهذا نجد أن استهلاكها من مادة الاسمنت منخفض بالمقارنة مع استهلاك الدول النامية وخاصة ذات الاقتصاديات الصاعدة (جدول 1-6 وشكل 1-6). أما بالنسبة للفرد الجزائري فيمكن حساب متوسط استهلاكه من الاسمنت بتقسيم الكمية المستهلكة (إنتاج + استيراد) على عدد سكان الجزائر والذي يقدر بالنسبة للجزائري بحوالي 600 كلغ اسمنت للفرد الواحد.

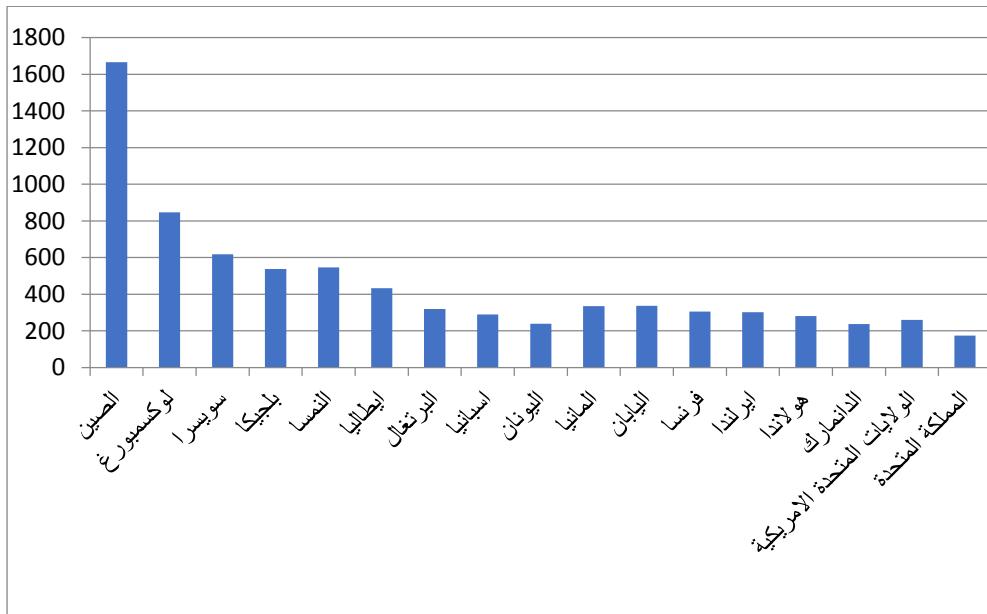
جدول 1-6: استهلاك الفرد من الاسمنت في العالم سنة 2012 (كلغ)

البلد	الصين	لوكسمبورغ	سويسرا	بلجيكا	النمسا	إيطاليا	البرتغال	إسبانيا	اليونان
استهلاك الفرد	1666	846	618	537	547	433	319	289	239

البلد	ألمانيا	اليابان	فرنسا	برندا	هولندا	الدانمارك	الولايات المتحدة
استهلاك الفرد	335	336	305	302	281	237	175

Source: <http://www.globalcement.com/magazine/articles/858-defining-thetrend-cement-consumption>

شكل 1-6: استهلاك الفرد من الاسمنت في العالم (كلغ) في سنة 2012



Source: Global Cément Report

## 2. صناعة الاسمنت

تعتبر صناعة الاسمنت بسيطة وغير معقدة والمنتوج متجانس رغم التغيرات الطفيفة. إن صناعة الاسمنت لم تتغير في جوهرها منذ زمن بعيد، وتتصف بالخصائص التالية:

- صناعة كثيفة رأس المال،
- صناعة مستهلكة للطاقة،
- صناعة غير كثيفة العمل،
- صناعة بمنتوج متجانس،
- منتجها ثقيل من حيث التحويل من مكان إلى آخر،
- منتجها عريق،
- صناعة ملوثة.

### 1.2. المواد الخام

لتحضير الاسمنت لابد من مصدر لمادتي الكالسيوم (Ca) ويوجد في الحجر الكلسي والسيليكا (Si) وتوجد في الرمل والصلصال، وتضاف مواد أخرى مثل الحديد والجبس.

إن المادة الأساسية لصناعة الاسمنت هي الحجر الكلسي الذي يتكون من نسبة عالية من كاربونات الكالسيوم. كلما كان الحجر الكلسي عال النقاء كلما كان الإنتاج أجود. يستخدم النوع عال النقاء في صناعة الاسمنت الأبيض. يشكل الحجر الكلسي/الجيري ما بين 70 إلى 80 بالمائة من المواد الخام الداخلة في تصنيع الاسمنت. أما المواد الخام الأخرى التي تستخدم في صناعة الاسمنت فتشمل الطين والرمل والجبس وخام الحديد والتي تشكل ما بين 20-30 بالمائة من المنتج النهائي. تتوفر جميع هذه المواد في الجزائر مما يؤهلها لأن تتحول إلى منتج هام على النطاق الإقليمي.

### 2.2. مراحل إنتاج الاسمنت

تنقسم عملية إنتاج الاسمنت إلى ثلاث مراحل<sup>1</sup> أساسية هي:

1. استخراج المواد الأولية وكسرها ثم تجنيسها.
2. الطحن ثم الطهي في درجة حرارة عالية (1400 درجة) لتكوين مادة الكلينكر وهي مرحلة الكلسنة.

<sup>1</sup>. OCDE (2008), « Exemples sectoriels », dans Perspectives de l'environnement de l'OCDE à l'horizon 2030, Éditions OCDE, p.05

3. طحن الكلينكر وخلطه بمواد أخرى حسب النوعية المطلوبة لتشكيل الاسمنت.

للحصول على مادة الكلينكر لا بد من وجود أكسيد الكالسيوم ويستخلص من المواد الكلسية مثل الحجر الكلسي والطين ويجب تجنيسها، كسرها ثم طحنها لغاية الوصول إلى النعومة المطلوبة. خلال عملية صنع الكلينكر تضاف مواد أخرى كأكسيد الحديد والألومين المتواجدة في معادن مختلفة مثل الرمل والصلصال ومعدن الحديد. كما يمكن استعمال بعض فضلات أو بقايا أنشطة صناعية أخرى مثل رماد المحطات الكهربائية وبقايا مصانع الحديد والصلب. إن تصنيع طن واحد من الكلينكر يتطلب حوالي طنين (2) من المواد الأولية و25 إلى 30 كيلوواط من الطاقة خاصة الكهربائية. إن تكليس كربونات الكالسيوم في حرارة مرتفعة أي حوالي 1400 درجة مئوية ينتج أكسيد الكالسيوم الضروري لمرحلة إنتاج الكلينكر. إن انبعاث غاز ثاني أكسيد الكربون مصدره احتراق الوقود المستعمل وكذلك من عملية الكلسنة ذاتها حيث إن ثلث المادة يندثر (شكل 6-2).

شكل 6-2: المراحل الرئيسية لإنتاج الاسمنت



Source: <http://www.cembureau.be/about-cement/cement-manufacturing-process> (31/01/2017)

### 3. خصائص قطاع صناعة الاسمنت

#### ■ صناعة الاسمنت مستهلكة للاستثمارات

تتطلب صناعة الاسمنت استثمارات ضخمة ومستهلكة للطاقة<sup>1</sup>، إن تكلفة بناء مصنع اسمنت تعادل تقريبا مبيعات سنتين من الإنتاج بالطاقة الكاملة<sup>2</sup>. تمثل تكلفة الاستثمار عاملا أساسيا في الصناعة العالمية للإسمنت وتقدر حاليا تكلفة انجاز مصنع اسمنت بطاقة إنتاج 1مليون طن سنويا حوالي 150 مليون أورو حسب مكتب الاسمنت الأوربي ومقره ببلجيكا. كما تعادل تكلفة مصنع اسمنت جديد رقم أعمال ثلاث سنوات مما يصنف صناعة الاسمنت ضمن الصناعات الأكثر كثافة من حيث رأس المال، ولهذا السبب لابد من فترات طويلة لاسترجاع الاستثمارات كما أن إدخال أية تعديلات على المصنع يتطلب دراسات طويلة الأجل. ولتحسين مردوديتها والحفاظ على تنافسيتها في سوق عالمية تنافسية فإن شركات الاسمنت مطالبة بالاستثمار في التكنولوجيات الجديدة وفي حماية المحيط.

يعتبر قطاع الاسمنت كثيف رأس المال تنطبق عليه اقتصاديات الحجم بشكل واضح، إذ كلما كان حجم وحدة الإنتاج كبيرا كانت تكلفة إنتاج طن من الاسمنت منخفضة.

#### ■ صناعة الاسمنت واستهلاك الطاقة

تعتبر صناعة الاسمنت من الصناعات الملتزمة لكميات كبيرة من الوقود والكهرباء من اجل طهي المواد الأولية التي تدخل في إنتاج الكلينكر وهو المادة الإسمنتية نصف المصنعة. فحسب مكتب الأوربي للإسمنت فإن إنتاج طن واحدة من الاسمنت يتطلب ما بين 60 و130 كلغ من الوقود أو ما يعادله وحوالي 110 كيلو واط ساعة من الكهرباء، وهذا حسب صنف الاسمنت المنتج وطريقة الإنتاج المتبعة. إن ارتفاع أسعار الطاقة (أو انخفاضها) له تأثير واضح على تكاليف إنتاج الاسمنت وعلى مردودية المتعامل.

تحتاج صناعة الاسمنت لحجم كبير من الطاقة قد تصل 33% من السعر خارج مصاريف النقل وتأتي في المرتبة الأولى للتكاليف تليها المواد الأولية بنسبة 29% ثم اليد العاملة بـ26%. إن سعر الطن قد يتضاعف لو انتقلنا من بلد بترولي مثل إيران إلى بلد مستورد للطاقة كاليابان.

#### ■ إنتاج الاسمنت والبيئة

إن إنتاج الاسمنت له تداعيات على البيئة ويتسبب في انبعاثات غاز الكربون. سوف يعرف إنتاج الاسمنت ارتفاعا محسوسا بحلول سنة 2030 وسوف ينتج عن هذه الزيادة ارتفاع في انبعاث

<sup>1</sup>. <http://affaires.ma/notre-dossier-le-marche-du-ciment-face-a-des-contraintes-majeures/2016/10/15>

<sup>2</sup>. Op-cit.

غاز ثاني أكسيد الكربون ولكن بمعدلات منخفضة نتيجة للاستعمال المكثف لبدائل اللوقود مثل النفايات والخشب والغاز ولتطوير تكنولوجيات عصرية أكثر اقتصادا للطاقة وتقنيات التصفية الحديثة (الفلاتر).

#### ■ صناعة الاسمنت واليد العاملة:

إن تطور التجهيزات الآلية الحديثة وعتاد المناولة المستمرة وتطور الأساليب الصناعية الحديثة والاعتماد على الآلية (automatisation) ساعد صناعة الاسمنت في العالم على الحد من استعمال العنصر البشري وأصبحت حاجة صناعة الاسمنت إلى العمالة الماهرة محدودة. إن عدد المستخدمين في الوحدات العصرية للإسمنت لا يتعدى 200 فردا للموقع. أما في الجزائر فإن العدد أكبر من ذلك بكثير، فمصنع عين التوتة الصغير نسبيا (1 مليون طن) يشغل ما لا يقل عن 445 شخص وهذا يشكل عبئا مالية كبيرا<sup>1</sup>.

#### ■ الاسمنت منتج متجانس يساعد على المنافسة

يعتبر منتج الاسمنت متجانسا إلى درجة كبيرة رغم التنوع الظاهري (أصناف الاسمنت حسب الاستخدام أو الوجهة) ورغم تنوع المواد الأولية المستخدمة لإنتاجه. يسمح هذا التجانس باستخدام اسمنت أكثر من شركة في نفس المشروع. لهذا السبب تتم المنافسة على أساس السعر وخدمات ما بعد البيع بالدرجة الأولى.

#### ■ نقل الاسمنت

يعاني قطاع الاسمنت من تكاليف النقل البري المرتفعة لنقل الاسمنت على مسافات طويلة. إن طبيعة الاسمنت تجعل مصاريف نقله مكلفة. إن مؤسسات الاسمنت التي تسوق منتوجها في المناطق الأكثر قربا من مصنعها تستفيد من ميزة تنافسية تضاف إلى عامل تكاليف الإنتاج.

ولكون مادة الاسمنت ثقيلة وتكاليف نقلها لمسافات بعيدة مرتفعة وتتطلب استثمارات كبيرة، تفضل الدول استهلاك الاسمنت المنتج محليا لأغراض البناء<sup>2</sup>.

إن تكاليف النقل البري لمادة الاسمنت معتبرة وتتناقص الجدوى الاقتصادية لنقله إذا تجوزت المسافة شعاع 200 إلى 300 كلم.

إن منتوج الاسمنت متجانس ولهذا يصبح سعر البيع والخدمات للزبون هي العوامل المحددة للتمييز والبيع، أما النقل بالسكة الحديدية أو النقل البحري فيبقى ممكنا اقتصاديا لمسافات أطول. إن

<sup>1</sup>. <http://www.cembureau.be/about-cement/cement-industry-main-characteristics14/04/2015>

<sup>2</sup>. OP.cit.

تكلفة النقل البحري فقد تضاعلت بظهور سفن شحن لا تقل حمولتها عن 35000 طن أي ما يعادل 1750 شاحنة سعة 20 طن. فمثلا تعتبر تكلفة نقل 1 طن من الاسمنت بحرا عبر المحيط الأطلسي أقل من نقله برا بالشاحنات على مسافة 300 كلم. أما في البلدان الكبيرة مساحة فإن السوق مقسمة إلى مناطق جهوية. إن اختيار موقع مصانع الاسمنت جد مهم للتوفيق بين حجم الإنتاج وحجم التوزيع ضمن الشعاع المحيط، وفي كل الأحوال سيبقى قطاع الاسمنت يعاني من تكاليف النقل البري المرتفعة.

### ■ قطاع الاسمنت وتكنولوجيا المعلومات

إن حفاظ المؤسسات الاقتصادية على تنافسيتها بما فيها مؤسسات إنتاج الاسمنت تتطلب من بين أشياء عديدة الاستفادة القصوى من الثورة المعلوماتية والذكاء المتمثلة في انتشار تكنولوجيا المعلومات وتكنولوجيا الاتصال المعلوماتي مثل الانترنت، الأنترانت الجوال، الكلاود كمبيوترتغ، وقواعد البيانات الكبيرة. تحتاج مؤسسات الاسمنت على غرار المؤسسات الأخرى للحاق بالتطورات العصرية من خلال التركيز على جوانب محورية مثل<sup>1</sup>:

1. طرائق التصنيع الذكية،

2. التسويق والإدارة الذكيين،

3. التطوير الذكي.

اقترح الباحثون مقياس سمي بدرجة الذكاء في عملية إنتاج الاسمنت (يرمز له بـSD) تمثله

المعادلة التالية:

$$SD = \frac{\text{الإنتاج السنوي مؤسسة الاسمنت}}{\text{العدد الكلي للمستخدمين}}$$

كلما ارتفع مؤشر "SD" كلما زاد الناتج المحلي الخام لمؤسسة الاسمنت. يعتمد هذا المؤشر على المحاور الثلاث المذكورة آنفا. إن حيوية صناعة الإسمنت تكمن في التحول والتطور الدائمين. من بين الاتجاهات الحتمية نجد البيئة، خفض انبعاثات غاز الكربون، الاندماج والتطور الذكي، وعليه فإن نجاح هذا التحول مرتبط بنسبة كبيرة بالعلم والإبداع التكنولوجي.

إن المنافسة بين منتجي الاسمنت سوف تزداد حدة بسبب وجود فائض مستقبلي في الطاقة الإنتاجية للإسمنت مما يستدعي مراجعة سلسلة القيمة للإسمنت، وهذا يتطلب مراقبة السوق عن كثب

<sup>1</sup>. Xu, Delong, Yuansheng Cui, Hui Li, Kang Yang, Wen Xu, and Yanxin Chen. "On the Future of Chinese Cement Industry." *Cement and Concrete Research* 78, Part A (2015): 2-13.

وإدماج نشاط إنتاج الإسمنت مع أنشطة أخرى متصلة مثل نشاط إنتاج البيطون (Béton) وإنتاج الحصى.

#### 4. المنافسة في قطاع الاسمنت

تختلف طبيعة المنافسة حسب القطاع. تتم المنافسة على أساس السعر، جودة المنتج، قدرات التوزيع، السمعة أو الصورة (image)، تميز المنتج، الخدمة، أو عوامل أخرى. المنافسة قد تكون وطنية أم عالمية أم جهوية كما في حالة الاسمنت. يمكن اعتبار المنافسة في قطاع الاسمنت منافسة احتكار القلة نظرا للعدد القليل من الشركات، إلا أن فتح باب الاستيراد ودخول المستوردين الخواص إلى السوق يدفع إلى إعادة لنظر في هذه الفرضية. إن المنافسة السعرية قد لا تكون في صالح جميع المتعاملين بل يمكن أن تكون مدمرة مما قد يحفز المنتجين على التفاهم الضمني على سعر محدد أو على تقسيم السوق إلى مناطق ولو على حساب المستهلك. من الضروري أن تتدخل الدولة لتنظيم السوق من خلال قوانين المنافسة ومنع الاحتكار وأن تشجع إقامة المزيد من مصانع الاسمنت لزيادة العرض. إن تقليص الهوة الحالية بين العرض والطلب ستكون له انعكاسات اقتصادية ايجابية منها سعي المنتجين تحت ضغط المنافسة إلى تقليص التكاليف والبحث عن مكاسب في الإنتاجية.

يجدر بنا في هذا المقام الإشارة إلى التجربة التونسية في قطاع الاسمنت. لقد قامت الدولة التونسية بخصوصية جميع مؤسسات الاسمنت واحتفظت بوحدة بهدف الحصول على معلومات لمراقبة السوق لحساسية لمادة الاسمنت. تم بيع المؤسسات الرئيسية الثلاث بأسعار اعتبرها البعض مرتفعة لفائدة مجموعات برتغالية واسبانية مع تقديم وعود من الحكومة التونسية إلى تلك المجموعات بتحرير أسعار الاسمنت. ندم المشترون الأجانب على تلك الاستثمارات بسبب عدم احترام الحكومة التونسية لوعدها واستمرار تحكم الإدارة فيها. بقيت أسعار الاسمنت متدنية من وجهة نظر المنتجين وهم ليسوا أحرار في تسريح العمال<sup>1</sup>.

#### موقع إنتاج وحيد والاعتماد على منتج واحد:

إن الاعتماد على موقع إنتاجي واحد يمكن اعتباره نقطة ضعف لأن أي عطل أو شلل يصيب تلك الوحدة لسبب أو لآخر تكون عواقبه سيئة. أيضا يعتبر الاعتماد منتج واحد عامل ضعف ولو كان ذلك المنتج يعرف رواجاً باهراً في السوق.

<sup>1</sup>. Béatrice Hibou, « Le libéralisme réformiste, ou comment perpétuer l'étatisme tunisien », L'Économie politique 2006/4 (no 32), p. 9-28.



## تقديرات العرض:

من السهل إعداد توقعات العرض من مادة الاسمنت عندما يتشكل القطاع من عدد قليل من المتنافسين إنتاجهم معلوم ومما قد يساعد أيضا في هذا المسعى لو أن عمليات الاستيراد تكون مكلفة وبالتالي يمكن تجاهل العرض الأجنبي. يبدو أن الشرط الأخير أصبح متوفرا في سوق الاسمنت الجزائرية بسبب القيود على الاستيراد.

## أهم المراجع للإحصائيات في قطاع الاسمنت على المستوى العالمي

- CEMBUREAU.
- ICR.
- USG.
- GLOBAL RESEARCH.

## المبحث الثاني: إنتاج الاسمنت في العالم

## 1. كبار منتجي الاسمنت في العالم

بلغ الإنتاج العالمي من مادة الاسمنت في سنة 2015 حوالي 4.6 مليار طن مقابل 4.3 بليون طن في سنة 2014 بزيادة قدرها 6.7% مقارنة بإنتاج 4.0 بليون طن لسنة 2013 و3.6 بليون طن في سنة 2012. يمثل إنتاج الصين بمفردها 56.5% من الإنتاج العالمي لسنة 2014 مقارنة بنسبة 58.3% لسنة 2013 قدر معدل النمو السنوي بـ6.9% مقارنة بمستوى إنتاج سنة 2010 (3.3 مليار طن). يرجع هذا النمو الكبير إلى التطور الايجابي لأبرز الاقتصاديات الصاعدة. خلال خمسة عشر سنة تضاعف الاستهلاك العالمي من الاسمنت بينما بلغ متوسط نمو الإنتاج نسبة 5% سنويا بين 1992 و2012. تركز معظم الاستهلاك في البلدان الصاعدة وخاصة في الصين، الهند والبرازيل. تعتبر الصين أول منتج ومستهلك للإسمنت وتستهلك الأسواق الصاعدة حوالي 57% من إنتاج الاسمنت. يستهلك الفرد الصيني أكثر من ثلاثة أضعاف ما يستهلكه الجزائري<sup>1</sup> (1810 كلف سنويا مقابل 556 كلف في سنة 2014). يوعز هذا التحول في الكميات المستهلكة إلى تحول مركز الجاذبية للسوق العالمية بعيدا عن المناطق المتطورة كأمريكا الشمالية وأوروبا الغربية، وهذا ما دفع بشركات الاسمنت الكبرى إلى شراء المصانع في البلدان النامية والى عمليات الاندماج والاستحواذ (لافارج وهولسيم) وكمثال عن هذه التحولات يذكر "ميشال فوليه" (M. Folliet) أن الولايات المتحدة الأمريكية وإسبانيا كانتا في سنوات 2006 و2007 أول المستوردين في العالم بأكثر من 45 مليون طن بينهما. في سنوات 2009 و2010 تراجعت وارداتهما إلى حوالي 8 مليون طن.

<sup>1</sup>. [http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/04/07/ciment-un-marche-en-croissance-et-tres-concentre\\_4397119\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/04/07/ciment-un-marche-en-croissance-et-tres-concentre_4397119_3234.html) 15/10/2016

تعتبر الشركات الصينية "CNBM" و"ONCHANHUIC" من أكبر شركات إنتاج الاسمنت في العالم إلا أن تواجدها خارج الصين ضعيف بالمقارنة مع الشركات الغربية متعددة الجنسيات. تهيمن خمس شركات كبيرة على نصف الإنتاج العالمي يبين الجدول 6-2 الشركات المهيمنة على قطاع الاسمنت وبلدانها الأصلية.

حسب ترتيب الدليل العالمي للإسمنت (Global Cement Directory) لسنة 2013 الذي يحصي 75 أكبر مجموعات إنتاج الاسمنت حسب الطاقة الإنتاجية فان المتعاملين الخمسة الأوائل مجتمعين ينتجون ما يعادل إنتاج بقية الـ70 متعامل مجتمعين. وينتج مجمع "Lafarge Holcim" لوحده عشر الإنتاج العالمي.

يتجه قطاع الاسمنت على مستوى العالم إلى مزيد من التركيز. فبعد إتمام اندماج مجمع "لافارج" الفرنسي مع مجمع "هولسيم" السويسري، بدأت إجراءات استحواذ عملاق الاسمنت الألماني "هايدلبارغ" (Heidelberg Cement) على متعامل الاسمنت الإيطالي "إيطالسيمانت" (Italcementi) ليصبح التجمع الجديد الألماني الإيطالي أول منتج عالمي للحصى والثاني للإسمنت.

يعرف إنتاج الاقتصاديات الصاعدة في السنوات الأخيرة نموا هاما (+13.7%) يفوق نمو الاقتصاديات الناضجة (+2.1%). وعرفت كل من روسيا والهند أعلى معدلات النمو بينما تراجع الإنتاج في جنوب إفريقيا والأرجنتين.

#### جدول 6-2: أهم عشر شركات اسمنت في العالم حسب الطاقة الإنتاجية

الترتيب	الشركة أو المجمع	البلد	الطاقة 1	الطاقة 2	عدد المصانع
1	Lafarge Holcim	سويسرا	286,66	386,5	164
2	Anhui Conch	الصين	217,2	285	32
3	CNBM (Sinoma)	الصين	176,22	400	94
4	Heidelberg Cement	ألمانيا	121,11	129,1	79
5	Cemex	المكسيك	87,09	94	56
6	Italcementi	إيطاليا	76,62		60
7	China Resources	الصين	71,02	78,3	19
8	Taiwan Cement	تايوان	63,72	69	6
9	Eurocement	روسيا	45,18		17
10	Votorantim	البرازيل	45,02		41

الطاقة 2: حسب موقع الشركة

الطاقة 1: حسب المتخصصين

Source: <http://www.globalcement.com/magazine/articles/964-preview-the-top-100-global-cement-companies-trends> (date de visite 14/12/2016)

يبين الجدول 3-6 إنتاج مجموعة العشرين والتي تشكل أكثر من 80% من الإنتاج العالمي للإسمنت. تصدر الصين منتجي العالم وتنتج حوالي 56.5% من حجم الإنتاج العالمي أي أكثر من نصف الإنتاج في العالم وهذا يعكس النمو الهائل للاقتصاد الصيني والتغيرات الكبيرة الجارية في هذا البلد مثل توسع المدن وارتفاع عدد سكانها. تأتي الهند في المرتبة الثانية بـ300 م/ط/س أي حوالي 12.5% من الإنتاج الصيني. وبلغ إنتاج مناطق أمريكا الجنوبية، إفريقيا، الاتحاد الأوروبي وآسيا على التوالي 4.4%، 4.8%، 3.7% و80.4% من إنتاج الاسمنت في العالم<sup>1</sup>.

جدول 3-6: الإنتاج العالمي والطاقة الإنتاجية للإسمنت والكلينكر 1000 طن

طاقة الكلينكر		إنتاج الاسمنت		
2015	2014	2015	2014	
2 000 000	2 000 000	2 350 000	2 480 000	الصين
280 000	280 000	270 000	260 000	الهند
106 000	105 600	83 400	83 200	و م أمريكية
69 000	69 000	77 000	75 000	تركيا
60 000	60 000	72 000	72 000	البرازيل
80 000	80 000	69 000	68 400	روسيا
59 000	59 000	65 000	65 000	اندونيسيا
79 000	78 600	65 000	65 000	إيران
50 000	50 000	63 000	63 200	جمهورية كوريا
80 000	80 000	61 000	60 500	فيتنام
46 000	46 000	55 000	50 000	مصر
55 000	55 000	55 000	53 800	اليابان
55 000	55 000	55 000	55 000	العربية السعودية
42 000	42 000	35 000	35 000	المكسيك
50 000	50 000	35 000	35 000	تايلاندا
31 000	31 000	32 000	32 000	ألمانيا
44 000	44 000	32 000	32 000	باكستان
46 000	46 000	23 000	22 000	إيطاليا
368 000	369 000	603 000	573 000	باقي الدول
<b>3 600 000</b>	<b>3 600 200</b>	<b>4 100 400</b>	<b>4 180 100</b>	<b>المجموع العالمي</b>

Source: <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/cement/mcs-2016-cemen.pdf>

<sup>1</sup>. <http://www.cembureau.be/about-cement/key-facts-figures-& Activity Report 2014& 2015>

تجدر الملاحظة أن إحصائيات إنتاج الاسمنت التي تنشرها العديد من المواقع لا تتطابق ونجد أحيانا فوارق كبيرة. على سبيل المثال قدر مكتب الاسمنت الأوربي في تقريره السنوي لعام 2015 بـ 4.6 بليون طن بينما بلغت تقديرات الوكالة الأمريكية للمعادن إنتاج الاسمنت في العالم بـ 4.18 بليون طن لسنة 2015.

## 2. إنتاج الاسمنت في العالم العربي

تعتبر كل من المملكة العربية السعودية ومصر أهم منتجين للإسمنت في المنطقة العربية. تبلغ الطاقة الإنتاجية للسعودية 55 مليون طن تنتجها 16 شركة اسمنت. أما مصر فبلغت طاقتها الإنتاجية السنوية في عام 2015؛ 55 مليون طن.

### المبحث الثالث: إنتاج الاسمنت في الجزائر

يعود إنشاء أول مصنع للإسمنت في الجزائر إلى سنة 1900 أي خلال الحقبة الاستعمارية. تبلغ الطاقة التصميمية لإنتاج الاسمنت حوالي 20 مليون طن في سنة 2013 ما بين القطاع العام والقطاع الخاص وهي مرشحة للارتفاع في المستقبل القريب بمساهمة القطاعين العم والخاص. أما الإنتاج المحقق فبلغ 18.5 مليون طن سنة 2013، وتطمح الجزائر إلى الدخول إلى نادي كبار منتجي الاسمنت في العالم وتحقيق فائض في الإنتاج يوجه نحو التصدير من خلال إقامة مصانع جديدة للإسمنت.

ازداد الطلب في الجزائر سواء من قبل المؤسسات العمومية أو الخاصة بسبب العجز الكبير في مجالات السكن والطرق والسدود. إن هذا العجز من الاسمنت كان نتيجة ضعف الاستثمارات في قطاع إنتاج الاسمنت مما دفع إلى الاعتماد على الواردات لسد النقص.

### 1. لمحة تاريخية عن إنتاج الاسمنت في القطاع العمومي

انتقل إنتاج القطاع العمومي للإسمنت في الجزائر منذ الاستقلال إلى يومنا هذا من 1.5 مليون طن في السنة إلى 11.5 مليون طن في سنة 2015 يضاف إليها ما يقرب 11 مليون طن أخرى ينتجها القطاع الخاص متمثلا أساسا في الشركة الفرنسية "لافارج". عند الاستقلال لم يكن في الجزائر سوى ثلاث مصانع للإسمنت وهي مصنع مفتاح (البلدية)، راييس حميدو (العاصمة) وزهانا (معسكر) جميعها كانت ملكا لشركة الاسمنت الفرنسية "لافارج" والتي أمت سنة 1967 وأنشأت على أنقاضها الشركة الوطنية لمواد البناء (SNMC) التي اشتمل نشاطها على. بعد الاستقلال أقيمت تسع مصانع جديدة للإسمنت موزعة على ربوع الوطن الجزائري. في عام 1983 أعيد هيكلة الشركة الوطنية لمواد البناء (SNMC) كغيرها من الشركات الوطنية وهذا حسب قطاع النشاط وقسمت إلى أربع مؤسسات جهوية في الغرب، الوسط، الشرق وفي الشلف. من ذلك الحين عرف قطاع الاسمنت عدة عمليات لإعادة

الهيكلية. انتقلت محفظة الاسمنت من صندوق المساهمة إلى الشركة القابضة للبناء ومواد البناء ثم إلى شركة تسيير مساهمات الدولة (SGP-GICA) وأخيرا إلى مجمع الصناعي لإسمنت الجزائر الذي أنشأ عام 2009<sup>1</sup>.

حاليا تهيمن على السوق الجزائرية للإسمنت شركتين الأولى مملوكة للدولة وهي مجمع "جيكا" والثانية خاصة وأجنبية هي شركة "لافارج" الفرنسية التي تملك مصانع في ولايات مسيلة ومعسكر إضافة إلى حصص في مصانع المجمع الحكومي للإسمنت.

تسعى الجزائر إلى تشجيع الإنتاج الوطني لمواد البناء من أجل تقليص الواردات وتجسيد المشاريع الهيكلية العديدة كالسدود، الطرق، البناء والسكن بأنواعه. أدى هذا المسعى إلى زيادة الطلب على العرض خاصة في مادة الإسمنت. تتوقع الأوساط المتخصصة في مجال الاستغلال المنجمي<sup>2</sup> أن يصل إنتاج الجزائر من مادة الإسمنت في غضون 10 سنوات أي في سنة 2025 إلى ما بين 42 و44 مليون في السنة موزعة بين القطاع العام والقطاع الخاص الوطني والأجنبي. إن هذا الإنتاج سيتجاوز الاحتياجات المحلية المقدرة بـ30 مليون ط/س مما سيسمح حسب مسؤولي الصناعة في الجزائر من تحقيق فائض جاهز للتصدير في حدود 10 مليون ط/س.

## 2. إنتاج الإسمنت في القطاعين العام والخاص 2014

قدرت الطاقة الإنتاجية للجزائر في مادة الإسمنت في سنة 2014 بـ21 مليون طن وقدر العجز في هذه المادة بحوالي 5 مليون طن يتم تغطيته بالواردات. حسب الأرقام التي تنشرها الجمارك الجزائرية فقد بلغت فاتورة واردات الإسمنت في سنة 2014؛ 513.7 مليون دولار مقابل 400.08 مليون دولار في سنة 2013. إن هذه الوضعية لم تدم طويلا بسبب أزمة تراجع أسعار النفط ودخول مصانع جديدة لإنتاج الإسمنت في الخدمة، وتعتبر هذه الوضعية السبب الرئيس في رغبة الحكومة الجزائرية في رفع الإنتاج الوطني لهذه المادة وصولا إلى هدف نسبة تغطية كاملة للاحتياجات الوطنية من هذه المادة مقابل 65% حاليا.

### 1.2. الشركات الناشطة في قطاع إنتاج الإسمنت في الجزائر

تساهم عدة شركات في إنتاج الإسمنت في الجزائر من القطاع العام والخاص الوطني والأجنبي. ويتوزع هذا النشاط الإنتاجي بين الجهات الشرقية، الوسطى، والغربية. كما يتوقع أن يدخل هذا النشاط إلى الجهة الجنوبية بدءا ببيشار (أنظر الجدول 6-4).

<sup>1</sup>. <http://gica.dz/historique-de-la-production-du-secteur-public-de-ciment/2016/10/30>

<sup>2</sup>. <http://www.algerie-dz.com/forums/archive/index.php/t-297649.html30/04/2015>.

يعتبر مجمع "جيكا" الوريث لجميع مصانع الاسمنت التابعة للدولة بصفة كاملة أو جزئية. وقد جاء المجمع لتعويض شركة تسيير مساهمات الدولة لصناعة الاسمنت ( SGP Industrie des ciments). يشكل مجمع الاسمنت للجزائر أو "جيكا" رأس الحربة لصناعة الاسمنت في الجزائر وهو أداة رئيسية لتنفيذ إستراتيجية الحكومة الجزائرية في مجال الاسمنت والحصى.

يقوم مجمع "جيكا" للإسمنت بدور أساسي في برامج البناء والأشغال العمومية للبلاد مثل برامج السكن ومنها برنامج عدل وأشغال الطريق السيار شرق-غرب ومطار الجزائر العاصمة والعديد من السدود، ويعتبر ذراعا لتنفيذ سياسة الحكومة في مجال البناء والأشغال العمومية.

إن مجمع الاسمنت (GICA) هو شركة أسهم رأسماله 25.358.000.000 دج مملوك بالكامل من الدولة (شكل 6-3) ويتكون من 23 شركة فرعية منها 12 مصنعا لإنتاج الاسمنت مقسمة بدورها إلى مجموعتين. المجموعة الأولى من 7 شركات يملك مجمع "جيكا" 100% من رأسمالها وهي مصانع عين الكبيرة ولاية سطيف (SCAEEK)، تبسة (SCT)، عين التوتة (SCIMAT)، حامة بوزيان (SCHB)، ريس حميدو (SCAL)، سعيدة (SCIS) ومصنع الشلف بواد سلي (ECDE). أما المجموعة الثانية المشكلة من 5 مصانع فعرفت عملية انفتاح على الشراكة الأجنبية ويمتلك مجمع "جيكا" 65% من رأسمال كل واحدة منها<sup>1</sup>:

هدفت عمليات الشراكة مع الأجانب إلى زيادة الإنتاج من مادة الاسمنت، تأهيل مصانع الاسمنت والى إطلاق استثمارات جديدة. في هذا السياق تم فتح رأسمال عدد من شركات الاسمنت العمومية في حدود 35% لشركاء أجانب في الفترة من 2005 إلى 2008. دخلت الشركة الايطالية "BUZZI-UNICEM" في رأسمال مصنعي حجار السود وسور الغزلان. أما وحدة بني صاف فدخلت في شراكة مع الشركة السعودية "فرعون" بينما عقدت وحدة زهانا (معسكر) اتفاقا مع المجموعة المصرية ASEC في نهاية عام 2007. أما مصنع مفتاح فكان محور شراكة في جوان 2008 مع الرائد العالمي في مواد البناء وهو الفرنسي "لافارج" (تم إغلاق مصنع الاسمنت القديم في مفتاح في سنة 1972 وعوض بمصنع آخر بنفس المدينة).

يمتلك المجمعات ثلاثة شركات جهوية لإنتاج للحصى والرمل والخرسانة الجاهزة للاستعمال (BPE). لدى المجمع ثلاث شركات توزيع وتسويق مواد البناء. يمتلك المجمع مركز للدراسات والخدمات التقنية لصناعة مواد البناء (Cetim) مجهز بمخبر يمارس باستمرار مراقبة جودة منتجات المجمع. كما يمتلك المجمع فرع للصيانة الصناعية والأفران (Smif) يتدخل في مجال الهندسة والاستشارة في مجال الصيانة، صناعة قطع الغيار، وصيانة التجهيزات الميكانيكية. أخيرا لدى المجمع مركز للتكوين المهني لصناعة الاسمنت (CFIC).

<sup>1</sup>. MIPMEPI, Bulletin de veille du secteur public marchand industrielle, N°10 du 15/07/2013

## جدول 6-4: توزيع مصانع الاسمنت على التراب الجزائري حسب المناطق والطاقة الإنتاجية

1. منطقة الشرق:			
الطاقة القصوي بعد الانجاز أو التوسعة(م.ط )	الطاقة الإنتاجية الحالية (م.ط )	الشركة	
900000	900000	SC.HDJAR SOUD %GICA 65 -%35 BUZZI	سكيكدة: حجار السود
2500000	1000000	GICA - SC.AIN-KEBIRA %100	سطيف: عين الكبيرة
1000000	1000000	GICA -SC.AIN-TOUTA %100	باتنة: عين التوتة
525000	525000	SC.TEBESSA	تبسة: الماء الابيض
1000000	1000000	SC.HAMMA-BOUZIANE - %100 GICA	قسنطينة: حامة بوزيان
2200000	0	GICA + كوسيدار	ام البواقي: سيقوس
2700000	0	سواكري ولفارج	بسكرة: جمورة
1000000	0	الاخوة عموري	بسكرة: جمورة
5000000	5000000	%ACC- LAFARGE 100	مسيلة: حمام الضلعة
<b>16825000</b>	<b>9425000</b>	<b>المجموع</b>	
2. منطقة الوسط:			
الطاقة القصوي بعد الانجاز أو التوسعة(م.ط )	الطاقة الإنتاجية الحالية (م.ط )	الشركة	
1000000	1000000	SC.SOUR EL GHOZLAN %GICA 65 -%35 BUZZI	البويرة: سور الغزلان
800000	800000	SC.MITIDJA %GICA 65 -%LAFARGE35	البليدة: مفتاح
368000	368000	SC.ALGER %35 LAFARGE % 65 GICA	الجزائر: الرايس حميدو
4000000	2000000	%GICA 100-ECD.CHELIF	الشلف: واد سلي
-	00	شركة ASEC	الجلفة
<b>6168000</b>	<b>4168000</b>	<b>المجموع</b>	

3. منطقة الغرب:				
الشركة	الطاقة الإنتاجية الحالية (م.ط)	الطاقة القصوى بعد الانجاز أو التوسعة (م.ط)		
SC.ZAHANA ASEC %GICA 65 -%35	1200000	2700000	معسكر: زهانا	
الاسمنت الأبيض الجزائر - LAFARGE 100%	2500000	2500000	معسكر: اوقاز	
الاسمنت الأبيض الجزائر - LAFARGE 100%	550000	550000	معسكر: اوقاز اسمنت ابيض	
SC.BENI-SAF -% PHARAOUNGRP 10 %GICA90	1000000	1000000	عين تموشنت: بني صاف	
%SC.SAIDAGICA 100	500000	500000	سعيدة - حساسنة	
GICA	0	2000000	غليزان	
<b>المجموع</b>	<b>5750000</b>	<b>7750000</b>		
4. منطقة الجنوب				
الشركة	الطاقة الإنتاجية الحالية (م.ط)	الطاقة القصوى بعد الانجاز أو التوسعة (م.ط)		
Société Saoura Ciment (SSC)	0	1000000	بشار	
	0	500000	تمنراست: عين صالح	
	0	250000	اليزي (مشروع طحن)	
	0	1750000	المجموع	
5. خلاصة المناطق الأربعة				
المنطقة	الطاقة الإنتاجية الحالية (م.ط)	الطاقة القصوى بعد الانجاز أو التوسعة (م.ط)	النسبة %	
الشرق	9 425 000	16 825 000	51%	
الوسط	4 168 000	6 168 000	19%	
الغرب	5 750 000	7 750 000	24%	
الجنوب	-	1 750 000	5%	
<b>المجموع</b>	<b>19 343 000</b>	<b>32 493 000</b>	<b>100%</b>	

المصدر: إعداد الباحث بناء على نشریات وكالة الأنباء الجزائرية (APS)



## 2.2. مشاريع القطاع العام لزيادة انتاج الاسمنت

وضعت الدولة الجزائرية خطة جد طموحة لرفع الطاقة الإنتاجية الإجمالية للقطاع العام في مرحلة أولى إلى مستوى 25.7 مليون ط/س<sup>1</sup> بحلول عام 2017 وإلى 29 مليون ط/س في سنة 2020. سيستثمر مجمع الصناعي لإسمنت الجزائر مبلغ 154 مليار دينار (1.6 مليار دولار) من أجل زيادة الطاقة الإنتاجية. تتم عملية التوسيع عبر محورين، المحور الأول يشمل إنشاء 4 مصانع اسمنت جديدة بطاقة إجمالية تفوق 5 مليون طن وتوزع على غليزان: 2.000.000 ط/س، بني زيرق (بشار): 1.000.000 ط/س، وتديرها شركة اسمنت الساورة والمصنع الآخر في سيقوس (أم البواقي): 2.200.000 ط/س وعين صالح (ولاية تمنراست): 500.000 ط/س. ستكون وحدة بني زيرق ببشار وسيقوس بأم البواقي أول ما سيتم الشروع في انجازه. تشجيعا للشراكة فيما بين شركات القطاع العمومي (عمومي-عمومي) فإن مصنع الاسمنت بأم البواقي سينجز بشراكة بين مجمع "جيك" ومجمع "كوسيدار" (COSIDER) أو هكذا تم الإعلان في البداية. سيدخل هذا المصنع في الإنتاج بحلول شهر فبراير 2019، وتم توقيع عقد مع شركة Polysius SAS France وهي أحد فروع شركة "Thyssen Krupp" الألمانية للتعيين بتكلفة قدرها 310 مليون أورو (337.33 مليون دولار)<sup>2</sup>. أما التكلفة الكلية للمشروع فقدرت بحوالي 51 مليار دينار أي

أما المحور الثاني فيشمل زيادة الطاقة الإنتاجية لستة مصانع قائمة وهي:

- مصنع عين الكبيرة زيادة الإنتاج بـ1.8 م ط/س ليصل إلى 3 مليون طن.
- مصنع الشلف بواد سلي زيادة الإنتاج بـ2 م ط س ليصل إلى 4 مليون طن.
- مصنع مفتاح ولاية البليدة: زيادة الإنتاج بـ1.8 م ط/س ليصل 3 مليون طن.
- مصنع زهانا ولاية معسكر: زيادة الإنتاج بـ1.5 م ط/س ليصل إلى 2.25 مليون طن.
- مصنع الماء الأبيض ولاية تبسة.
- مصنع بني صاف ولاية عين تموشنت.

تخطط مجموعة "جيك" أيضا لعصرنة الوحدات الأخرى وتنويع منتجاتها كالإسمنت المتخصص، الحصى والخرسانة الجاهزة (جدول 6-5 وشكل 6-3).

<sup>1</sup>. MEED: Middle East Economic Digest. 6/27/2014 Supplement Industry Report, p6-7. 2p

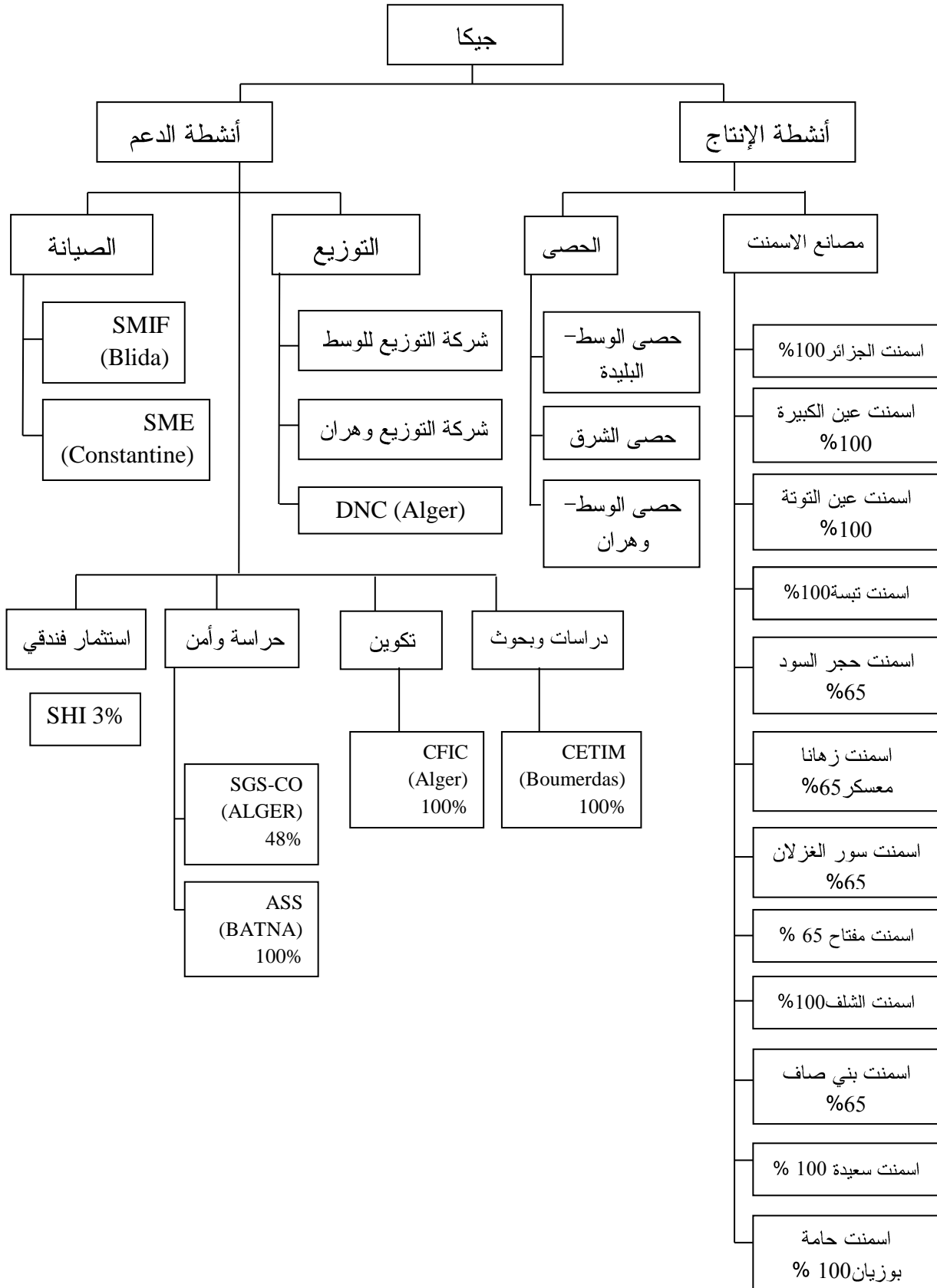
<sup>2</sup>. <http://www.globalcement.com/news/item/5089>. 10/11/2016.

## جدول 5-6: البطاقة الفنية لمصانع الاسمنت التابعة للمجمع الصناعي لاسمنت الجزائر (جيكا)(طن)

الشركة الفرعية	الشركة	تاريخ بداية الاستغلال	رأس المال مليار دج	إنتاج سنة 2014 (م.ط)	الطاقة الإنتاجية التصميمية (م.ط)	الطاقة القصوى بعد الانجاز أو التوسعة (م.ط)
سكيكدة- حجار السود	SC.HDJAR SOUD BUZZI 35%- GICA 65%	1973	1,55	1 070 000	950 000	950000
سطيف- عين الكبيرة	SC.AIN-KEBIRA - GICA 100%	1978	2,2	1 310 000	1 000 000	2500000
باتنة – عين التوتة	SC.AIN-TOUTA - GICA 100%	1986	2,25	107 000	1 000 000	1000000
تبسة – الماء الابيض	SC.TEBESSA	1995	2,7	368 815	500 000	500000
قسنطينة- حامة بوزيان	SC.HAMMA-BOUZIANE – GICA 100%	1982	2,2	1 010 000	1 000 000	1000000
البويرة- سور الغزلان	SC.SOUR EL GHOZLAN BUZZI 35%- GICA 65%	1983	1,9	1 010 000	1 000 000	1000000
البليدة- مفتاح	SC.MITIDJA LAFARGE35%- GICA 65%	1975	1,4	1 060 000	1 000 000	1000000
الجزائر- الرايس حميدو	SC.ALGER LAFARGE 35%- GICA 65%	1914 1958		152 834	450 000	450000
الشلف- واد سلي	ECD.CHELIF- GICA 100%	1978	6,24	2 030 000	2 000 000	4000000
معسكر- زهانا	SC.ZAHANA 35%- GICA 65%ASEC	1976	1,92	710 558	1 200 000	2700000
عين تموشنت- بني صاف	SC.BENI-SAF PHARAOUN GRP 10 %- GICA90%	1978	1,8	1 170 000	1 200 000	1200000
سعيدة- حساسنة	SC.SAIDA GICA 100%	1979	1,05	564 000	500 000	500000
			المجموع	10 563 207	11 800 000	16800000

المصدر: الموقع الالكتروني لمجمع "جيكا" الجزائر

شكل 6-3: الهيكل التنظيمي لمجمع "جিকা"



المصدر: الموقع الإلكتروني لمجمع جিকা - <http://gica.dz> 2016/09/03

## 3. واردات وصادرات الجزائر من الاسمنت وتوزيعها:

بلغت واردات الجزائر من مادة الاسمنت بأنواعها المختلفة في سنة 2014؛ 513 مليون دولار بمعدل زيادة قدره 28% مقارنة بسنة 2013 (400 مليون دولار). وشكلت 3% من مجموع الواردات الجزائرية لتلك السنة<sup>1</sup>. تستورد الجزائر مادة الاسمنت من دول عديدة منها تونس، المغرب، اسبانيا واليونان. اعتمادا على الإحصائيات التي ينشرها مركز الإعلام التابع لمديرية الجمارك الجزائرية تتوزع واردات الجزائر من الاسمنت على عدة دول تتواجد حول البحر الأبيض المتوسط. أثرت الأزمة الناتجة عن تراجع أسعار المحروقات إلى تحديد الكميات المستوردة لتقلص إلى 1.6 مليون طن ثم منع استيراد هذه المادة ابتداء من سنة 2017.

تصدر الجزائر كميات قليلة من الاسمنت الأبيض ومن المرتقب أن تحقق الجزائر في سنة 2017 فائضا في إنتاج الاسمنت يقدر بـ 2 مليون طن عند دخول الوحدات الإنتاجية الجديدة في مرحلة الاستغلال<sup>2</sup>. فحسب موقع "Maghrebemergent" الذي استند إلى مداخلة مدير التسويق والتطوير في شركة "لافارج" الجزائر فإنه بإمكان الجزائر مع نهاية سنة 2016 تغطية احتياجاتها من مادة الاسمنت رغم الاضطرابات التي عرفها السوق بعيد إدخال نظام رخص الاستيراد لمواد البناء. إن إنتاج الاسمنت سيرتفع بمقدار 7 مليون طن وهي كمية كافية لتغطية الخمسة ملايين طن التي تم استيرادها في عام 2015 (مقابل حوالي 473 مليون دولار) وتحقيق فائض بـ 2 مليون طن. يقارب الطلب الوطني السنوي على مادة الاسمنت 24 مليون طن بينما قدر الإنتاج الوطني في سنة 2015 بتسعة عشر مليون طن حيث ينتج منها المجمع العمومي "جيكا" 12.14 مليون طن والباقي ينتجه المجمع الفرنسي "لافارج" والمنتجين الخواص الآخرين. لأول مرة في تاريخ البلد ستنتقل الجزائر من حالة العجز إلى حالة الفائض. إن وجود فائض في الطاقة الإنتاجية سوف يتيح للجزائر إمكانية تصدير هذه المادة الأساسية إلى الأسواق الخارجية أو استغلاله في إنشاء الطرق سواء في الطبقات الخارجية أو الداخلية وفق أساليب جديدة لم تستخدم من قبل مما سيزيد في متانة الطرق الجزائرية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. MC-DGROA-DEPIE-SDSIE: Rapport de conjoncture du secteur du commerce de l'année 2014 .P.11

<sup>2</sup>. <http://www.maghrebemergent.com/economie/algerie/57819-ciment/> 3 Août 2016

<sup>3</sup>. Op.Cit.

#### 4. المشاريع المستقبلية الهامة لإنتاج الاسمنت المنتظر انجازها من طرف القطاع الخاص الوطني والأجنبي:

لقد عانى قطاع الاسمنت في الجزائر ولسنوات من ضعف في استغلال الطاقة التصميمية لمصانع الاسمنت وكان بحاجة شديدة لاستثمارات جديدة لعصرنة أداة الإنتاج، وكان هذا هو السبب الرئيس في موجة الخوصصة الجزئية لخمسة مصانع للإسمنت. أما العائق الأكبر الذي كان ينفرد المستثمرين الأجانب فيتمثل في العدد المرتفع للعمال وضعف الممارسة في مجال التسيير ( MEED 4 :03:7).

تراهن السلطات الجزائرية بدرجة أولى على الوفرة الكبيرة وفي مختلف مناطق الجزائر لأهم المواد الأولية التي يصنع منها الاسمنت مثل الحجر الكلسي، الصلصال، الرمل، معادن الحديد والغاز الطبيعي.

من بين المشاريع المسجلة للإنجاز في الجزائر من طرف متعاملين خواص جزائريون وأجانب نذكر ما يلي:

##### ▪ مشروع شركة اسمنت الجلفة

قررت شركة أسيك للإسمنت (شركة فرعية تابعة للشركة القابضة القلعة- مصر) إقامة مصنعا لإنتاج الاسمنت ببلدية عين الإبل في ولاية الجلفة بطاقة إنتاجية تساوي 3 مليون طن سنويا. تعثر مشروع اسمنت الجلفة وبقي في وضعية غامضة لفترة طويلة. فبعد فشل الشريك المصري في إيجاد التمويل من مصادر محلية في الجزائر فشل أيضا في إيجاد شريك يقسم معه تكاليف الاستثمار. بقي الوضع على حاله لعدة سنوات إلى أن قررت الشركة الام ل"اسيك" التنازل عن 100 % من أسهم شركة "اسيك" اسمنت الجلفة- الجزائر إلى تحالف من المستثمرين الجزائريين (علي حداد ورضا كونيناف) مقابل 60 مليون دولار<sup>1,2,3</sup>، في إطار إعادة تموقع استراتيجي (تخارج) لشركة القلعة المصرية وهي الشركة الأم لـ"اسيك".

##### ▪ مصنع الاسمنت للشركة المختلطة لافارج وسواكري - ولاية بسكرة

تقدر الطاقة الإنتاجية لمصنع الاسمنت بولاية بسكرة بـ 2.7 م/ط في السنة وهو حصيلة شراكة بين الشركة الفرنسية "لافارج" ورجل الأعمال الجزائري عبد الكريم سواكري. سميت هذه المؤسسة

1. <http://www.globalcement.com/news/item/5437-algerian-investors-to-buy-asec-algeria-for-us-60m> 10/11/2016

2. <http://asecement.com/FinacialReports>. 2013

3. <http://www.atlas-developpement.com/actualite.php?id=6022015/05/02>

الجديدة "CILAS Biskra" وبلغت تكلفة انجازها 270 مليون أورو (294 مليون دولار) وتبلغ مدة انجازها 21 شهرا. سينتج أول كيس من الاسمنت في شهر أوت 2015 حسب تصريح السيد "اريك موريو" مدير شركة "لافارج" الجزائر وسيطلق الإنتاج بشكل تام في شهر جويلية من سنة 2016<sup>1</sup>.

#### ▪ شركة اسمنت الحضنة بمقرة ولاية المسيلة<sup>2</sup>

ويمثل شراكة بين مجموعة من رجال الأعمال الخواص وشركة اسمنت من جنوب إفريقيا (PPC) "Petroria Portland Cement Company Limited" وفق قاعدة 49/51 بالإضافة إلى عقد التسيير الذي تتولاه شركة "PPC"، لإقامة مصنع اسمنت بطاقة 2 مليون ط/س في مقرة بولاية المسيلة كلفت بإنجازه شركة "SINOMA" الصينية بتكلفة تبلغ 28 مليار دينار وطاقته الإنتاجية حددت بـ 2.2 مليون طن سنويا ويشغل 400 عامل. يتم التمويل المشروع بـ 80% قروض من بنوك محلية و 20% تمويل خاص، ولم يكشف بعد عن المبلغ الذي دفعته شركة "PPC" للحصول على 49% من رأسمال الشركة الجديدة. مع العلم أن الشركة الجنوب افريقية تعاني من تراجع نشاطها في موطنها الأصلي وتسعى لتعويض ذلك بالانتشار في بلدان افريقية أخرى مثل جمهورية الكونغو الديمقراطية، رواندا، إثيوبيا، الجزائر، زيمبابوي وموزمبيق. من الأسباب التي تجذب شركات الاسمنت الأجنبية للجزائر البرامج الحكومية للسكن (2 مليون وحدة سكنية) ومشروع المدينة الجديدة بحاسي مسعود ومشاريع الأشغال العمومية (الطريق السيار للهضاب العليا) ومشاريع الري (السدود).

#### ▪ مجموعة سيفيتال (Cevital)

من بين الاستثمارات الخاصة الأخرى التي صادق عليها مجلس الاستثمارات في مجال إنتاج الاسمنت نذكر استثمار مجموعة سيفيتال (Cevital) لرجل الأعمال الجزائري "اسعد ربراب" الذي قرر اقتحام السوق ببناء خمسة خطوط إنتاج موزعة على مصنعين الأول في الخروب قرب قسنطينة والثاني بالبويرة. تبلغ الطاقة الإنتاجية للوحدتين 10 مليون طن سنوي نصفها سيوجه نحو التصدير.

#### ▪ مصنع أدرار لإنتاج الاسمنت العادي والموجه للاستعمال في آبار البترول

شرع في انجاز مصنع كبير لإنتاج الاسمنت العادي والاسمنت المخصص لأبار البترول بشراكة جزائرية صينية بين المستثمر الخاص "الهامل سيدي موسى" بأدرار والشركة الصينية

<sup>1</sup> . <http://www.cemnet.com/News/story/156839/algeria-lafarge-souakri-plant-operational-in-august.html> .

2015/06/20

<http://www.globalcement.com/news.10/11/2016>

<sup>2</sup> . <http://www.globalcement.com/news/itemlist/tag/Hodna%20Cement2015/04/30>

"CTIEC" في منطقة "تيمقطن" بأدرار بطاقة إنتاجية قدرت بـ1.5 مليون طن في المرحلة الأولى قبل الانتقال إلى 3 مليون طن في المرحلة الثانية وهي كافية لتغطية الاحتياجات الوطنية ووقف استيراد الاسمنت البترولي بصفة نهائية والتصدير إلى البلدان المجاورة. قدرت التكلفة الأولية لإنجاز المصنع بـ21 مليار دينار.

### خلاصة الفصل

إن الإلمام بقطاع النشاط الذي تنتمي إليه الشركة موضوع التقييم ضروري من أجل تحديد موقع الشركة ومكانتها من حيث الأهمية والربحية. لقد خطت الجزائر في السنوات الأربع الماضية خطوات هامة لسد العجز في العرض أولاً ثم للتصدير لاحقاً. إن الدول التي تطمح لأن تصنف مع القوى الصاعدة لابد أن يكون لديها قطاع هام لإنتاج مواد البناء وفي مقدمتها مادة الاسمنت وهو ما تسعى إليه الجزائر.

## الفصل السابع:

تحليل الوضعية الإستراتيجية

والمالية لشركة اسمنت عين

التوتة



## مقدمة الفصل

قبل الدخول في تحليل الوضعية الإستراتيجية والمالية لآبد من إلقاء نظرة سريعة عن الوضعية الحالية الاقتصادية والمالية في الجزائر لأن لها تأثير مباشر على المؤسسات الاقتصادية وفي جميع القطاعات.

## المبحث الأول: تقديم لشركة اسمنت عين التوتة

قبل تقديم شركة اسمنت عين التوتة نستعرض الوضع الاقتصادي والمالي للجزائر حتى بداية سنة 2016.

## 1. لمحة عن الوضع الاقتصادي والمالي في الجزائر

حسب نشرية البنك العالمي بتاريخ 2016/03/31 حول آفاق الاقتصاد الجزائري<sup>1</sup> فإن الحكومة الجزائرية حافظت على الاستقرار من خلال مزيج من بعض الإصلاحات السياسية وإنفاق القطاع العام.

على الصعيد الاقتصادي، تدهورت العوامل الأساسية للاقتصاد الجزائري بشكل مطرد منذ منتصف عام 2014 بالتزامن مع انخفاض أسعار النفط العالمية، لكن الموافقة مؤخراً على الموازنة العامة تمثل نقطة تحول. ففي عام 2015، تراجع النمو إلى 2.9 في المائة من 3.8 في المائة عام 2014، متأثراً في ذلك بهبوط متوسط أسعار النفط من 100 دولار للبرميل عام 2014 إلى 59 دولاراً عام 2015. وبسبب التوقعات المبدئية بأن انخفاض أسعار النفط لن يستمر طويلاً، تضاعف عجز الموازنة إلى 15.9 في المائة من إجمالي الناتج المحلي عام 2015. كما قفز العجز في حساب المعاملات الجارية ثلاثة أمثاله إلى 15.2 في المائة من إجمالي الناتج المحلي عام 2015.

وتمثل صادرات المحروقات 95 في المائة من مجموع الصادرات، وتدر نحو ثلثي العائدات الحكومية. وتراجعت صادرات المحروقات من ذروتها البالغة 36 في المائة من إجمالي الناتج المحلي في عام 2011 إلى 19 في المائة من الإجمالي في 2015.

بسبب عمليات السحب الكبيرة، انخفض حجم صندوق ضبط الإيرادات النفطية من 25.6 في المائة من إجمالي الناتج المحلي في 2014 إلى 16.2 في المائة من الإجمالي. ولا تزال احتياطات النقد الأجنبي عند مستويات مرتفعة، إذ تعادل تكاليف 28 شهراً من الواردات، لكنها تتناقص بسرعة.

<sup>1</sup> <http://www.worldbank.org/en/country/algeria/overview> COUNTRY AT A GLANCE – 31/03/2016

رغم تضيق السياسة النقدية، ارتفع معدل التضخم إلى 4.8 في المائة وذلك لأسباب مختلفة منها تأثير خفض القيمة الإسمية للدينار بنسبة 20 في المائة تقريباً وذلك بهدف تصويب الخلل في الحساب الخارجي. وزادت البطالة إلى أكثر من 10 في المائة، وتزداد حدتها بوجه خاص بين النساء والشباب.

وفي محاولة للتصدي لهذه الأوضاع، انتهجت الحكومة في ديسمبر/كانون الأول 2015 حزمة من السياسات التقشفية. وتهدف ميزانية عام 2016 - التي تعتمد على متوسط سعر النفط بـ35 دولار للبرميل- إلى تقليص الإنفاق العام بنسبة 9 في المائة (أكثرها في الاستثمارات) وزيادة إيرادات الضرائب بنسبة 4 في المائة استناداً إلى رفع أسعار البنزين بنسبة 36 في المائة وزيادة معدلات ضريبة القيمة المضافة المفروضة على الكهرباء والبنزين وزيادة رسوم تسجيل السيارات.

ويمنح قانون المالية السلطات المالية صلاحية إجراء خفض آخر في الإنفاق إذا هبطت أسعار النفط إلى ما دون المتوسط المفترض، فضلاً عن صلاحية الاقتراض من الخارج إذا لزم الأمر. وستقوم الحكومة أيضاً بفرض تراخيص جديدة للاستيراد، وتدرس إمكانية رفع أسعار الكهرباء إلى ما يقارب تكلفتها الحقيقية. وستسمح السلطات النقدية بزيادة خفض قيمة الدينار بغية الحيلولة دون ابتعادها كثيراً عن السعر الحقيقي.

وحسب الهيئات المالية الدولية دائماً سيظل أصحاب القرار يواجهون خيارات صعبة خلال عام 2016 لاستعادة توازن المالية العامة وميزان المعاملات الخارجية. من المتوقع أن يبقى النمو متواضعاً عند حوالي 3.4% بسبب تواضع حركية قطاع المنتجات البترولية، مع دخول بعض مشاريع الغاز مرحلة الإنتاج، وكذلك في القطاعات خارج المحروقات. سوف يتأثر النمو من تقليص الإنفاق العام، مع بقاءه على الجانب الإيجابي، وركود صادرات المحروقات، لاسيما إذا ظلت أسعار النفط على ضعفها أو ازدادت هبوطاً وإذا ما ظل انتعاش الاقتصاد العالمي على ضعفه. وخلال عامي 2017 و2018، وبعد ارتفاع أسعار النفط قليلاً، سيستمر ضعف النمو مدفوعاً بالاستثمارات العامة وأموال الدعم (subsidies) التي لا تزال كبيرة وذلك بعد التحسن الطفيف في أسعار النفط (جدول 7-1).

#### التحديات والمخاطر التي تواجهها الجزائر اقتصادياً

**تراجع المخاطر:**<sup>1</sup> وتشتمل المخاطر الخارجية على تراجع أشد من المتوقع لأسعار الطاقة، وبطء تعافي النمو لدى الشركاء التجاريين للجزائر في أوروبا والصين. على الصعيد الداخلي، تشتمل المخاطر على

<sup>1</sup>. <http://www.albankaldawli.org/ar/region/mena/publication/mena-economic-monitor-09/07/2016>

تزايد التملل الاجتماعي بسبب تخفيضات الميزانية، وزيادات الضرائب، وارتفاع مستويات البطالة في صفوف الشباب خاصة الجامعي منه.

أظهرت الحكومة إرادة سياسية وتوافق وطني في الآراء لترشيد إعانات الدعم السخية التي تفتقر إلى الكفاءة، لكن مثل هذا الإصلاح يتطلب شبكات أمان مُحسَّنة، ونظاما للتحويلات النقدية يصل إلى المحتاجين، وحملة إعلامية قوية أثناء تنفيذها. وعلى الرغم من هذه المخاطر، فإن هبوط أسعار النفط يتيح فرصة لإعادة توجيه هيكل الاقتصاد بعيدا عن النفط وهيمنة القطاع العام إلى نمو أكثر تنوعاً يميّز بزيادة مشاركة القطاع الخاص.

تظل التحديات طويلة الأمد التي تواجه الاقتصاد على حالها كما كانت عليه في الماضي، وهي على وجه التحديد خفض الدعم، وتحسين بيئة أنشطة الأعمال، وتنويع الاقتصاد وخلق فرص عمل في القطاع الخاص.

وحسب البنك الدولي في نشرته الإحدث (2016/07/09) يمثل مناخ الأعمال الذي يتسم بصعوبة الحصول على الائتمان، وتعقد البيئة التنظيمية، وطول الوقت الذي تستغرقه إجراءات تأسيس الشركات عقبة أمام القطاع الخاص من أصحاب المبادرات، ولم تحقق مفاوضات الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية قدرا كبيرا من التقدم. لتعزيز الاقتصاد، تسعى الحكومة حاليا إلى مواصلة تطوير مواردها من قطاع المحروقات، كما تبنت في الوقت نفسه هدف تنمية القطاع الخاص من خلال فتح مراكز بحثية وتدشين مشاريع كبيرة في قطاعي النقل والإسكان. فيما يتعلق بمناخ الأعمال، أنشأت الحكومة لجنة لوضع خطة عمل للمساعدة في إصلاح بيئة ممارسة أنشطة الأعمال. يعتبر تنويع النشاط الاقتصادي والحد من الاعتماد على قطاع المحروقات عوامل أساسية لتحقيق معدلات نمو قوية ومتوازن وهو صلب النموذج الاقتصادي الجديد الذي تبنته لقاءات الثلاثية أي الحكومة، الباترونة والنفابة.

#### الجدول 7-1: المؤشرات الاقتصادية الأساسية للجزائر 2014-2017

2017 متوقع	2016 متوقع	2015 متوقع	2014	
3.1	3.4	2.9	4.1	نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (%)
4.0	4.3	48	3.9	معدل التضخم (%)
-12.6	-15.7	-15.9	-7.7	رصيد المالية العامة (% من إجمالي الناتج المحلي)
-14.4	-16.2	-15.2	-4.6	ميزان الحساب التجاري (% من إجمالي الناتج المحلي)

Source: <http://www.albankaldawli.org/ar/region/mena/publication/mena-economic-monitor>

09/07/2016

## 2. عرض شركة اسمنت عين التوتة

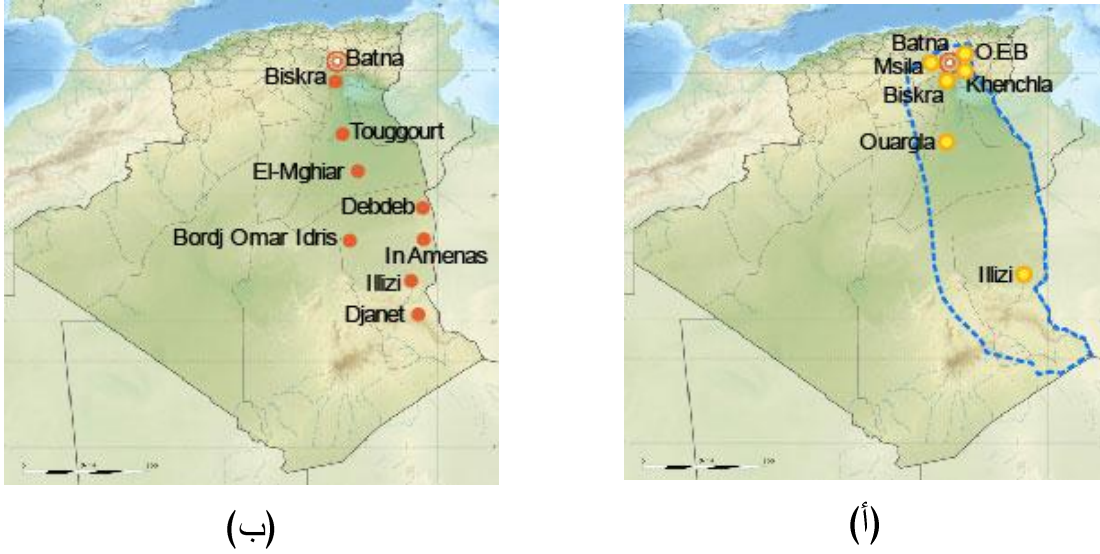
تتخصص شركة اسمنت عين التوتة في إنتاج وتسويق الاسمنت والحصى وهي من مواد البناء الأساسية. تعتبر شركة اسمنت عين التوتة احد الفروع المملوكة للمجمع الصناعي لاسمنت الجزائر (GICA) بدأ نشاطها في سنة 1986 بعد اكمال انجاز مصنعها تحت اشراف الشركة الدانماركية "F.L.SMIDTH" يتواجد مصنعها بمنطقة تيلاطو غرب مدينة عين التوتة وتبلغ طاقته الإنتاجية عند التصميم واحد مليون طن سنويا. أما مقرها الاجتماعي فيوجد بمدينة باتنة. يبلغ رأسمالها 2.250.000.000 دج مقسم الى 2.250.000 سهم قيمتها الاسمية 1000 دج للسهم الواحد.

تتكون شركة اسمنت عين التوتة من اربع وحدات:

- مصنع الاسمنت بعين التوتة.
- وحدة الحصى والرمل بعين التوتة.
- الوحدة التجارية ببسكرة وتغطي المناطق التالية: ولايات باتنة، بسكرة، مسيلة ودوائر عين مليلة وقايس. تشمل هذه الوحدة على:
  - وحدة للتعبئة طاقتها 260 طن لليوم.
  - مخازن البيع بكل من بسكرة، عين التوتة وباتنة.
- الوحدة التجارية بتوقرت وتغطي ولايات ورقلة، اليزي والوادي. تشمل هذه الوحدة على:
  - وحدة للتعبئة بتوقرت طاقتها 360 طن لليوم.
  - وحدة للتعبئة بورقلة طاقتها 200 طن لليوم.
  - مخازن البيع على مستوى توقرت، ورقلة، اليزي، جانت، المغير، الوادي الدباب، عين امناس وبرج عمر ادريس.

يشمل نطاق التوزيع لشركة سيمات الجنوب الشرقي من الوطن ممثدا من ولاية عين مليلة شمالا إلى اليزي جنوبا - الشكل 7-أ و 7-ب. كثفت الشركة من تواجدتها في الجنوب الجزائري لكونها اقرب شركات الاسمنت من منطقة الجنوب. ان انطلاق مصانع الاسمنت في ولايات بسكرة والجلفة يشكل منافسة شديدة على السوق المحلية لولاية بسكرة بالدرجة الاولى وسوق الجنوب الكبير بدرجة أقل.

شكل 1-07: نطاق الاختصاص (أ) ومناطق التواجد (ب) لشركة اسمنت عين التوتة



المصدر: الموقع الإلكتروني للشركة

## أسعار مادة الاسمنت لدى مجمع الاسمنت جيكا-الجزائر

يحدد مجمع الاسمنت أسعار الاسمنت المنتج بالتشاور مع السلطات العمومية مع الحرص على توفير هذه المادة لمناطق الجنوب بنفس الأسعار المطبقة في ولايات الشمال. يبين الجدول 2-7 الأسعار السارية المفعول ابتداء من 01 أفريل 2015. تشمل هذه الأسعار مبلغ 200 دج للطن موجه لتمويل الصندوق الداخلي لموازنة الأسعار بين ولايات الجنوب وولايات الشمال.

## جدول 2-7: أسعار الاسمنت لدى مجمع جيكا الجزائر بدءا من 2015/04/01-دج/ط

أكياس			سائب			نوع الاسمنت
TTC	TVA	HT	TTC	TVA	HT	
7403,99	1075,79	6328,2	6609	960,28	5648,72	CPJ 42.5
7163,91	1040,91	6123	6472	940,38	5531,62	CPJ 32.5
10881	1581	9300	10413	1513	8900	CRS 42.5

المصدر: وثائق شركة اسمنت عين التوتة

تمثل الأسعار السابقة أسعار الخروج من المصنع، أما الهوامش التي يستفيد منها الموزعون فهي مقننة بأحكام المرسوم التنفيذي رقم 09-243 بتاريخ 22 جويلية 2009 الذي سقف هوامش الجملة والتجزئة كما يلي:

- هامش تجار الجملة: 40 دج للكيس من 50 كلغ.
- هامش تجار التجزئة: 60 دج للكيس من 50 كلغ.

إن الاضطرابات التي تعرفها سوق الاسمنت في الجزائر أدت إلى بروز سوق موازية ومضاربة على الأسعار التي تعرف ارتفاعا في بعض الفترات.

### 3. تحليل وضعية شركة سيمات من حيث عوامل المخاطر والربحية

على أي مستثمر أو أي محلل مالي دراسة كل الجوانب المتعلقة بالمؤسسة بما فيها مختلف عوامل المخاطرة وهي في جميع الحالات عديدة ويصعب حصرها. إن المقصود بالمخاطر هو كل ما من شأنه في حال حدوثه، التأثير سلبا على نشاط المؤسسة وتدفعاتها النقدية ونتائجها.

#### 1.3. المخاطر المرتبطة بعمليات الشركة واحتمالاتها المستقبلية-

##### ■ الأداء الماضي ليس ضمانا للأداء المستقبلي أو محدودية البيانات المالية السابقة

تأسست شركة اسمنت عين التوتة في سنة 1983 بـ01 خط إنتاج وقدرت الطاقة الإنتاجية التصميمية بـ01 مليون طن سنويا. ولدى الشركة قوائم مالية مصادق عليها من قبل محافظي الحسابات لجميع السنوات. لكن بما أن هذه القوائم متعلقة بالنشاط الماضي فإنها قد لا تمثل أساسا مفيدا لتقييم الأداء المستقبلي للشركة أو يتخذ المستثمرون المحتملين على أساسها قرارا ما. إن المعلومات المالية السابقة ليست بالضرورة دليلا على الوضع المستقبلي أو نتائج عملياتها. إن تقييم الحالات الممكنة للشركة يتطلب من المستثمرين المحتملين إجراء مسح للمخاطر والنفقات والعراقيل التي قد تواجهها مؤسسة اسمنت عين التوتة أثناء مزاولتها لأنشطتها العادية.

##### ■ مخاطر ذهاب ومغادرة الاطارات الرئيسية للمؤسسة

إن عماد أية شركة ناجحة هو رأسمالها البشري وخاصة كبار المسؤولين والموظفين الذين يملكون قدرات خبرات هامة. توفر شركة اسمنت عين التوتة رواتب جيدة وتحفيزات هامة للاحتفاظ بإطاراتها وجذبهم. لكن الشركة لا تستطيع ضمان الاحتفاظ بالإطارات الحالية. إن ظهور شركات اسمنت عاملة في الجزائر من القطاعين الخاص الوطني أو الأجنبي يمثل تهديدا حقيقيا بسبب الأجور العالية التي يقترحونها على الإطارات ذات الكفاءة والتجربة المؤكدة. لهذا فإن ذهاب مسيرين أكفاء سواء بسبب التقاعد أو بسبب الانتقال إلى شركات خاصة قد يكون له اثر سلبي على أداء شركة اسمنت عين التوتة.

##### ■ على اتفاقيات مع اطراف ثالثة من اجل تقديم خدمات تقنية أو عادية

قد تفشل الشركات والمقاولات التي تعاقبت معها شركة اسمنت عين التوتة في الوفاء بالتزاماتها التعاقدية اولم تتم كما اتفق عليه ولم تتمكن المؤسسة من تعويضها بمتعاملين آخرين ولم يستطع إطارات وعمال المؤسسة القيام بنفس المهام على الوجه المطلوب فإن كل ذلك قد يكون سببا

للإضرار بالمؤسسة ويؤثر سلبا على نشاطها ونتائجها. لهذا من المهم معرفة جميع الأطراف التي تعقدت معها المؤسسة والتحقيق في مدى جدتها وقوتها.

#### ■ مخاطر أسعار الفائدة

إن تذبذب اسعر الفائدة ارتفاعا أو انخفاضاً قد يشكل مخاطر حقيقية. فالارتفاع يؤدي إلى زيادة الأعباء المالية للقروض البنكية خاصة إذا كانت المؤسسة تستخدم القروض بنسبة عالية لتمويل أنشطتها. إن مؤسسة اسمنت عين التوتة لا تعاني في الوقت الحالي من وضعية كهذه لكن هذا ليس ضماناً على عدم حدوثها في المستقبل. أما انخفاض أسعار الفائدة فقد يكون مضراً بالمؤسسة بسبب المبالغ الكبيرة المودعة لدى في حسابات خاصة البنوك الجزائية بفعل تراجع النواتج المالية.

#### ■ مخاطر التأمين

إن التأمين على المنشآت أو على الكوارث الطبيعية أو ضد مخاطر معينة مثل التلوث قد لا يحقق هدفه وقد يكون غير كاف. ذلك أن بنود عقود التأمين تتضمن العديد من القيود والشروط والاستثناءات مما يجعل التغطية التأمينية الكاملة أمراً صعباً. إن الخسائر والمسؤوليات غير المؤمن عليها أو المؤمن عليها بشكل غير كافي تؤدي إلى خفض أرباح المؤسسة. إن تعويض التغطية التأمينية بالمؤونات ما هوسوى استباق لتكاليف متوقعة وغير محددة المبالغ.

#### ■ مخاطر رخص الاستغلال والامتياز

تعتمد شركات الاسمنت في نشاطها على مناجم ومحاجر المواد الأولية الضرورية لإنتاج منتجاتها المختلفة. إن المواد الأولية الأساسية تتمثل في الجير الكلسي، الصلصال، الجبس ومختلف المضافات كنفائات الحديد. إن امتلاك المؤسسة لجميع مصادر التموين بالمواد الأولية أمر جيد ومصدر للاطمئنان شريطة تجديد وتحيين كل التراخيص والامتيازات القانونية وفق التشريع الساري. أما في الحالات الأخرى أي الاعتماد على شراء المواد الأولية لدى مؤسسات أخرى فيعرض المؤسسة إلى مخاطر تذبذب التموين وزيادة تكاليف المواد الأولية خاصة في حالة وجود منافسة من بقية المنتجين في المنطقة أو حتى انقطاع في عمليات الإنتاج.

#### ■ مخاطر المعدات

أثبتت الشركة جدارتها في الماضي في التحكم في أداة الإنتاج من تجهيزات ومعدات وآلات. ويظهر ذلك جليا في الكميات المنتجة سنويا والتي تفوق الطاقة التصميمة للمصنع وكذلك جودة المنتج وسمعته الطيبة في السوق. إلا أن هذا الحكم لا يضمن عدم وقوع أعطال في المستقبل

تؤدي إلى تراجع الإنتاج كما ونوعا خاصة في ظل الاعتماد على موردين أجانب في مجال التجهيزات وقطع الغيار.

#### ▪ مخاطر ارتفاع تكلفة الإنتاج والتوقف عن الإنتاج

من الممكن أن ترتفع تكلفة الإنتاج بسبب احتمالات ارتفاع التكاليف النقدية لعناصر الإنتاج مثل: المواد الأولية، تكلفة اليد العاملة، تكاليف الصيانة الدورية والصيانة التجديدية، تكاليف النقل وتكاليف الطاقة بأنواعها. إن ارتفاع أي من التكاليف السالفة منفردة أو مجتمعة مهما كانت الأسباب وراء ذلك الارتفاع قد لا تستطيع المؤسسة تمرير تلك الزيادات إلى المستهلك النهائي أو تدارك تلك الزيادات من خلال تحقيق مكاسب في الإنتاجية.

#### ▪ الإمداد بالطاقة

يشغل مصنع اسمنت عين التوتة بالغاز الطبيعي وتحصل الشركة على الوقود بواسطة أنبوب غاز موجه خصيصا لها وتستفيد من التكلفة المنخفضة للطاقة في الجزائر. تعتبر شركة سونلغاز المورد الوحيد للطاقة سواء الغاز أو الكهرباء. لا يبدو أن مؤسسة اسمنت عين التوتة تمتلك وحدة خاصة لاسترجاع واستعمال الطاقة الحرارية الناتجة عن حرق الغاز وهو ما يسمح للمؤسسة من تقليص فاتورة الوقود.

من المعروف أن صناعة الاسمنت من الصناعات المستهلكة للطاقة (كهرباء وغاز طبيعي). توجد مؤشرات على أن أسعار الطاقة مستقبلا ستعرف تغيرا خاصة في ظل وجود مورد يحتكر السوق ويعاني من عجز مالي مزمن (شركة سونالغاز). إن سياسة ترشيد استهلاك الطاقة ومعاينة كبار المستهلكين عبر زيادة الأسعار يمكن أن يؤثر سلبا على نتائج الشركة. لمواجهة هذا الصنف من المخاطر تلجأ الشركات الناجحة الى ترشيد استهلاكها خاصة في فترات الذروة حيث تطبق أسعار أعلى كما يمكنها بدورها تسقيف استهلاكها عند مستويات محددة ومتفق عليها. ويمكن دراسة تجارب عالمية ناجحة في كيفية استعمال طاقات بديلة أقل تكلفة.

#### ▪ مخاطر التمويل

بحكم ضعف المديونية المالية للشركة في الوقت الراهن وامتلاكها لمخزون هائل من السيولة النقدية فان الشركة لم تكن معرضة لمخاطر التمويل ولم تكن ممتلكاتها العقارية محل رهن من قبل المؤسسات الدائنة. إن هذه الوضعية ليس هناك ما يضمن بقاءها في المستقبل في حال تغيرت الظروف المحيطة أو الخطط والاستراتيجيات.



### ▪ مخاطر الاستغلال، المخاطر الصناعية ذات الصلة بالسلامة والبيئة وظروف القوة القاهرة

إن تشغيل أية مؤسسة صناعية بما فيها صناعة الاسمنت لا يخلو من مخاطر تشغيلية متعددة مثل الحوادث الصناعية والإضرابات والاضطرابات المناخية والمخاطر البيئية بما فيها الأحداث التي تدخل ضمن نطاق القوة القاهرة. لهذا لا يمكن التحوط بشكل شامل وتام من الخسائر، الأضرار والتكاليف التي قد تلحق بشركة اسمنت عين التوتة أو بعمالها وزبائنها.

من بين عوامل الظروف القاهرة يمكن سرد التقلبات الفصلية والجوية. إن نشاط البناء وبالتالي استهلاك الاسمنت ينخفض في فترات البرد الشديد، الثلوج أو الأمطار الغزيرة ونتيجة لكل ذلك يتراجع الطلب في فصل الشتاء وبالتالي يؤثر سلبا على نتائج عمليات الشركة وعلى ربحيتها. لمواجهة هذه المخاطر تعمل شركات الاسمنت على برمجة عمليات الصيانة التي تتطلب مدد طويلة حتى تكون تجهيزات الإنتاج أكثر جاهزية خلال الفترات الأخرى.

رغم أن مادة الاسمنت لا تعتبر من المواد الخطيرة إلا أن إنتاجها يخضع للقوانين السارية المفعول في الجزائر والتي تشتمل على بنود ملزمة وقيود وإجراءات وقائية منها طرق استغلال الأراضي إعادة الاعتبار أو التأهيل، الانبعاثات الجوية، الضجيج، النفايات، المياه، الصحة والسلامة. ككل شركات الاسمنت قامت شركة اسمنت عين التوتة بوضع مصفائتين حديثتين من نوع المصافي بالأذرع تحد من كمية الغبار المنبعث في الأجواء واحتراما للسكان المجاورين وجعله في حدود المعايير الجزائرية (نسبة انبعاث الغبار  $50\text{mg}/\text{Nm}^3$  من الهواء) بل تصرح الشركة أنها تجاوزت الحدود المسموح بها وحققت نسبة  $10\text{mg}/\text{Nm}^3$  مع استرجاع كميات معتبرة من المادة، الطاقة والماء. إن تكاليف تجسيد احترام القوانين البيئية قد ترتفع وتشكل عبئا على خزينة المؤسسة كما أن الغرامات التي قد تفرض قد تكون هي أيضا عبئا يخفض نتائج الشركة.

### ▪ مخاطر عدم الحفاظ على الزبائن

يتمتع منتج الشركة بسمعة طيبة وعلاقتها مع زبائنها جيدة. أقامت الشركة شبكة توزيع واسعة مع التركيز على السوق المحلية والجنوب الشرقي. إن ظهور مصانع جديدة لإنتاج الاسمنت في كل من ولايات بسكرة وأم البواقي ومضاعفة الطاقة الإنتاجية لمصنع عين الكبيرة من شأنه أن يفقد مؤسسة اسمنت عين التوتة جزءا من زبائنها الرئيسيين خاصة في الجنوب الشرقي. لهذا يتطلب من الشركة الحفاظ على علاقات جيدة مع جميع الأطراف التي تتعامل معها من موزعين وموردين ومقدمي خدمات النقل والهيئات الحكومية وكبار متعاملي القطاع الخاص مع إيجاد حل مقبول لمسألة

نقل الاسمنت على مسافات طويلة ولما لا التفكير في إقامة وحدات الطحن انطلاقا من مادة الكلينكر ومحاولة استغلال بعض المضافات المحلية.

### ▪ مخاطر ذات صلة بعيوب المنتج

تطبق الشركة نظام محكم لضمان جودة المنتج وتحصلت على شهادات واعتمادات معترف بها دوليا منها (ISO - 14001/9001) والمتعلقة بمراقبة منتجات الشركة عبر جميع المراحل الإنتاجية والتسويقية. إن هذه الضمانات لا تلغي احتمال حدوث كل ما من شأنه التسبب في ظهور عيوب في جودة المنتج وهو ما قد ينعكس سلبا على سمعة المؤسسة ونشاطها ونتائجها المالية.

### 2.3. المخاطر المرتبطة بالبيئة الاقتصادية في الجزائر

يعتمد أداء الشركة على حيوية الاقتصاد الوطني وتوازناته الكبرى. فلا يعقل أن يعيش الاقتصاد الوطني أزمة حقيقية دون أن ينعكس ذلك سلبا على قطاعات الأنشطة وعلى المتعاملين الخواص. إن تراجع أسعار المحروقات في بلد يعتمد بصفة رئيسية في مداخله على النفط يعني تراجعا في برامج البناء والهيكل القاعدية للدولة لكونها أكبر مستثمر في هذا المجال. كما أن تراجع مداخل العملة الصعبة يؤدي إلى التشدد في شروط منح اعتمادات استيراد المواد الأولية وقطع الغيار والخدمات التقنية التي لا يمكن الحصول عليها من السوق الداخلية. أما في حالة التضخم فإن ارتفاع أسعار المدخلات يؤدي حتما إلى زيادة تكلفة الإنتاج وبالتالي تقليص نتائج المؤسسة دون أن تستطيع تمرير كل التكاليف الإضافية إلى الزبائن. إن تراجع سعر صرف الدينار أمام العملات الرئيسية له تأثير مباشر على نتائج الشركة. تحاول الشركات تغطية مخاطر الصرف بأدوات مالية معروفة يجب إن توفرها السوق المالي في الجزائر. وبصفة عامة تؤثر المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل سعر الفائدة، سعر الصرف، معدلات التضخم، الأجور، وضعية ميزان المدفوعات بطريقة أو بأخرى على نشاط الشركة ونتائج عملياتها.

### ▪ مخاطر المنافسة

من حسن حظ الشركة أن المنافسة الشديدة في سوق الاسمنت كانت غائبة خاصة بعد غلق باب استيراد مادة الاسمنت واهم مواد البناء الأخرى. ويرجع السبب الرئيس في ذلك إلى ضعف الإنتاج الوطني للإسمنت أمام الطلب الوطني مما أدى إلى ازدهار سوق سوداء للإسمنت. إن هذه الوضعية غير مضمونة الدوام نظرا للسعي الحثيث من قبل السلطات العمومية لزيادة الطاقة الإنتاجية الكلية للبلد وللقطاعين الحكومي والخاص. وحتى إذا استبعدنا المنافسة على أساس السعر فإن تكلفة نقل المنتج

إلى مناطق بعيدة مثل الجنوب الشرقي سيصبح لها تأثير واضح في اختيار المورد خاصة لو تخلت الدولة عن دعم تكاليف نقل الاسمنت إلى الجنوب وأقصى الجنوب.

#### ▪ مخاطر تراجع وتيرة النشاط في قطاع البناء والأشغال العمومية

عرفت الجزائر قبل انهيار أسعار النفط برامج جد طموحة وغير مسبوقة في مجال البناء بأنواعه ومجال الأشغال العمومية وهي القطاعات الرئيسية المستهلكة للإسمنت. مع حلول أزمة تراجع أسعار النفط واستبعاد ارتفاع أسعارها مجددا في المستقبل المنظور يتوقع أن تتأثر تلك القطاعات بشدة وحتى إذا لم يتراجع رقم أعمال فإنه لا يتوقع أن ينمو بمعدلات مرتفعة.

#### ▪ عوامل العرض والطلب

عندما تدخل مصانع الاسمنت الجديدة التي هي في طور الانجاز لا يتوقع أن تكون المنافسة بين الشركات على السعر بسبب تدخل السلطات العمومية بل على أساس جودة المنتج وخدمات مصاحبة مثل التسليم. كما أن انفتاح الجزائر على الاستثمارات الأجنبية المباشرة قد يسمح بدخول متعاملين أقوياء من كبار المنتجين في العالم أو إنتاج نوعيات متطورة من الاسمنت والاسمنت المتخصص.

### 3.3. الميزات التنافسية للشركة ومحددات القيمة لشركة اسمنت عين التوتة (Value drivers)

يمكن سرد عدد من الميزات التنافسية لشركة اسمنت عين التوتة وهي:

- توفر احتياطات هائلة من المواد الأولية قريبة من المصنع وهي بالنسبة للحجر الكلسي كافية لأكثر من 50 سنة.
- المنتجات عالية الجودة.
- فريق إداري محترف.
- إطارات تقنية أثبتت كفاءتها فوق الميدان وعلى مر السنين.

#### المبحث الثاني: التحليل المحاسبي والمالي لشركة اسمنت عين التوتة

##### 1. التحليل المحاسبي

يعتبر التحليل المحاسبي خطوة هامة في عملية تحليل القوائم المالية للمؤسسات. يهدف التحليل المحاسبي إلى تقييم مدى دقة محاسبة المؤسسة في ترجمة حقيقتها أو واقعها. إن موثوقية جيدة للنظام المحاسبي يعطي مصداقية أكبر لأي استنتاج أو استخلاص من التحليل المالي. من بين المسائل التي يجب الالتفات إليها نذكر ما يلي:

##### - الإطار التصوري والقانوني للمحاسبة

تعتمد شركة سيمات على مبدأ محاسبة الالتزامات بدل المحاسبة النقدية. وتبنت النظام المحاسبي الجديد في الجزائر الذي يتوافق في مبادئه مع المعايير الدولية للإفصاح المالي. إن هذا الالتزام يزيد نسبيا في موثوقية حسابات الشركة.

تخضع حسابات الشركة إلى مراقبة خارجية من طرف محافظ حسابات يعينه مالك المؤسسة المتمثل حالياً في مجمع جيكا. كما تخضع الشركة للقانون التجاري الساري المفعول بما يتضمنه من بنود جزائية في حال القيام بممارسات يعاقب عليها القانون. تدخل الشركة ضمن نطاق مراقبة المفتشية العامة للمالية كونها تتبع القطاع الاقتصادي العمومي.

إن وقوع الشركة ضمن دائرة الرقابة الخارجية بأنواعها يحد من السلوكيات غير القانونية لمسؤولي الشركة.

#### - العوامل المؤثرة في جودة المحاسبة

- الصلاحيات التقديرية للمسيرين: تعطي بعض المعايير أو البنود القانونية المحاسبية صلاحيات التصرف والتقدير. من بين حالات التقدير في الاعتراف والتقييم نذكر مسالة الأصول غير الملموسة، مصاريف البحث والتطوير، المؤنات.
- أخطاء التنبؤات: مثل تقدير منافع العمال الذين سيستفيدون من التقاعد.
- تأثير المصالح الخاصة للمسيرين: قد يكون من مصلحة المسيرين تضخيم الأرباح السنوية بغية الاستفادة من علاوات المردودية. كما قد يحاول المسيرون التأثير من خلال الاختيارات المحاسبية على الملاك أو على الأسواق المالية. كما قد يعتقد المسيرون إن الإفصاح القانوني الكامل سيدفعهم إلى الكشف عن معلومات هامة تخص مثلاً الربحية حسب المنتج لفائدة شركات منافسة و متربصة.

#### - ما الذي يجب الانتباه إليه في القوائم المالية خلال عملية التدقيق المحاسبي

من بين النقاط التي تتطلب انتباهاً خاصاً ما يلي<sup>1</sup>:

- أي تغيير غير مبرر في الطرق المحاسبية خاصة عندما تكون النتائج ضعيفة.
- أي زيادة غير طبيعية في المخزونات مع ارتفاع في المبيعات.
- وجود فارق كبير بين الربح الصافي المصرح به والربح الخاضع للضريبة.
- أي تصرف قد يقلل من القيمة الظاهرية للخصوم أو يضخم الأصول.
- تنازل فجائي عن أصول كبيرة.

<sup>1</sup>. Krishna & Palepu p.98

- عدم استقلالية مجلس الإدارة واللجان الفرعية التابعة له عن الإدارة التنفيذية مما يقلل من دوره الرقابي.
  - إبرام صفقات مع أطراف ذات مصلحة مشتركة مع مسؤولي الشركة مما يعني خدمة المصالح الخاصة على حساب مصلحة الشركة.
- إن جميع النقاط المذكورة سابقا قد لا يتاح للمستثمر الخارجي التأكد منها بل تحتاج لمحلل مالي محترف باستطاعته تقديم خلاصاته في صيغة نصائح استشارية.

## 2. التحليل المالي

### 1.2. دراسة بعض الأرصدة الوسيطة

نلاحظ من الجدول 3-7 إن المبيعات تراجعت خلال سنتي 2010 و 2011 والسبب يعود بالدرجة الأولى إلى التوقف الاضطراري من اجل تجديد الفرن ولم تستعد الشركة مستواها الإلافي سنة 2013 (الشكل 1-7).

جدول 3-7: تطور المبيعات، الفائض الإجمالي للاستغلال والنتيجة العمليانية قبل الضريبة

السنة	رقم الأعمال (دج)	أساس 2009	الفائض الإجمالي للاستغلال	أساس 2009	النتيجة العمليانية قبل الضرائب	أساس 2009
2009	7 098 625 086	1	2 305 176 179	1	1 988 066 039	1
2010	4 794 117 765	0,68	1 476 786 670	0,64	1 140 317 947	0,57
2011	4 686 414 954	0,66	1 492 818 725	0,65	841 102 432	0,42
2012	6 716 022 782	0,95	2 970 618 197	1,35	2 357 062 891	1,26
2013	7 256 005 054	1,02	3 460 237 625	1,5	3 008 655 257	1,51
2014	7 179 659 557	1,01	4 068 897 577	1,77	3 233 646 216	1,63
2015	7 109 490 452	1	3 494 773 475	1,52	2 915 085 620	1,47

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات شركة "سيمات"

لوحظ تراجع طفيف بين سنتي 2014 و 2015. لكن ما هو ملفت للانتباه هو التطور الايجابي للفائض الإجمالي للاستغلال وللنتيجة العادية قبل الضريبة. ما يلاحظ أيضا الحساسية الواضحة للفائض الإجمالي وخاصة للنتيجة العمليانية مع كل تغيير في المبيعات بسبب الرافعة التشغيلية. ففي سنة 2015 تراجع رقم الأعمال بـ 1% فتراجع الفائض الإجمالي بـ 14% والنتيجة العمليانية بحوالي 10%، أما في سنة 2013 عندما ارتفعت المبيعات مقارنة بسنة 2012 بنسبة 7.3% فقد ارتفع كل من الفائض الإجمالي والنتيجة العمليانية على التوالي بـ 11.11% و 19.84%.

أما إذا أخذنا فترة الدراسة 2009-2015 ككل واستثنينا سنة 2011 وهي سنة غير عادية بسبب التوقف المؤقت عن النشاط فإننا نلاحظ أن رقم الأعمال في الحقيقة لم يتغير تغيراً ملحوظاً بل استقر عند مستوى 7.1 مليار دينار. في المقابل نلاحظ التحسن الكبير والملفت والذي يتطلب تفسيراً وهو زيادة الفائض الإجمالي والنتيجة العملياتية خلال 6 سنوات بين سنتي 2009 و2015 بـ 52% و47% على التوالي، أي بمعدل نمو سنوي قدره 7.22% و6.63% على التوالي. ما هو تفسير هذه الحالة الخاصة؟ إن التفسير المنطقي لا بد أن يأتي من دراسة تطور التكاليف الرئيسية للإنتاج مثل المستهلكات، اليد العاملة والاهتلاكات مع التركيز على المستهلكات الخارجية لأن القيمة المضافة بدورها تطورت إيجابياً خلال نفس الفترة. فقد ارتفعت القيمة المضافة بحوالي 55% بين سنتي 2009 و2015 مقابل زيادة في الإنتاج بـ 16% فقط (الجدول 4-7).

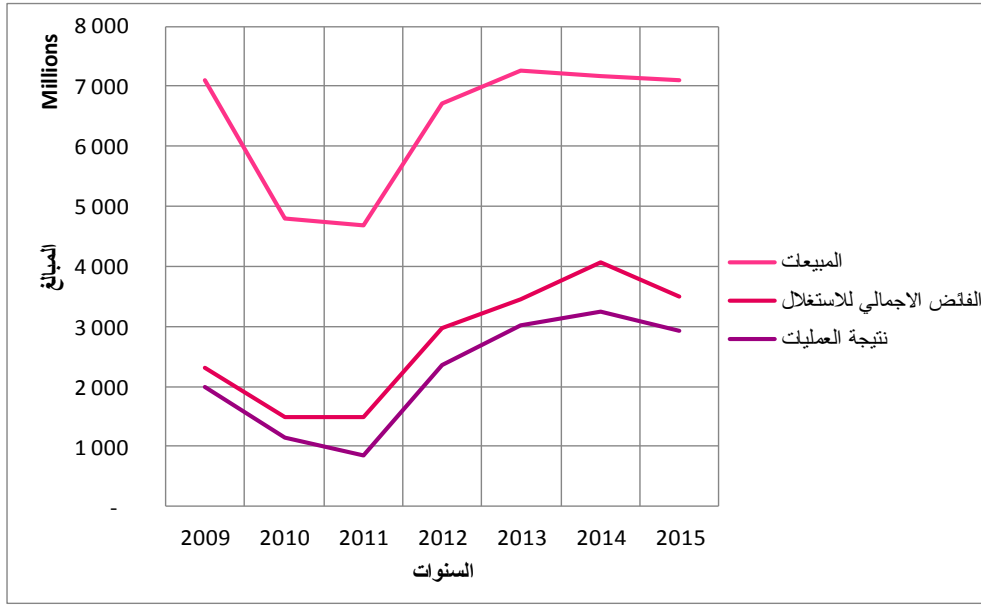
#### جدول 4-7: تطور إنتاج الفترة والقيمة المضافة

إنتاج الفترة (P)	أساس 2009	القيمة المضافة (VA)	أساس 2009	نسبة (VA/P)
6 377 447 385	1	3 121 104 226	1	48,94%
4 969 810 832	0,78	2 579 005 728	0,83	51,89%
4 803 777 689	0,75	2 302 838 532	0,74	47,94%
6 738 763 727	1,06	4 084 069 421	1,31	60,61%
7 617 043 942	1,19	5 091 953 851	1,63	66,85%
7 963 661 844	1,25	5 402 366 485	1,73	67,84%
7 403 785 347	1,16	4 851 693 304	1,55	65,53%

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات شركة سيمات

فإذا كان الإنتاج بالقيمة ارتفع بنسبة 16% خلال الفترة أي بمعدل نمو سنوي قدره 2.5% فإن المستهلكات من المواد والخدمات الخارجية تراجعت خلال الفترة 2009-2015 بـ 22% أي بمعدل نمو سنوي سالب قدره -3.45%. عكس مصاريف اليد العاملة التي قفزت بحوالي 70% أي بمعدل سنوي يساوي 9.24% وهذا مفهوم في ظل ارتفاع الحد الأدنى للأجور. إن تكلفة المستهلكات الخارجية تراجعت من معدل 51% من قيمة الإنتاج إلى 34.4%. هل يعود سبب هذا التراجع إلى اكتشاف مصادر تموين المواد والخدمات بتكلفة أقل أم أن التحكم في الاستهلاك وتقليص الضياع والتبذير أو كلاهما (الجدول 5-7).

شكل 7-2: تطور المبيعات، الفائض الإجمالي للاستغلال والنتيجة العملياتية قبل الضريبة



المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات شركة سيمات

جدول 7-5: تطور انتاج ومستهلكات الفترة، ومصاريف المستخدمين

أعباء المستخدمين (W)		مستهلكات الفترة (C)			إنتاج الفترة (P)		السنة	
أساس (W/P) 2009	المبلغ	أساس (C/P) 2009	المبلغ	أساس 2009	المبلغ			
11,02%	1	703 010 337	51,06%	1	3 256 343 159	1	6 377 447 385	2009
19,56%	1,4	972 046 565	48,11%	0,73	2 390 805 104	0,78	4 969 810 832	2010
14,52%	1	697 499 093	52,06%	0,77	2 500 939 157	0,75	4 803 777 689	2011
14,32%	1,4	965 137 820	39,39%	0,82	2 654 694 307	1,06	6 738 763 727	2012
19,38%	2,1	1 476 056 720	33,15%	0,78	2 525 090 091	1,19	7 617 043 942	2013
14,64%	1,7	1 165 587 303	32,16%	0,79	2 561 295 359	1,25	7 963 661 844	2014
16,50%	1,7	1 221 610 268	34,47%	0,78	2 552 092 043	1,16	7 403 785 347	2015
9,24%			-3,45%			2,50%	متوسط النمو السنوي	

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات شركة سيمات

لحساب قيمة المؤسسة على أساس مقارنة التدفقات النقدية الحرة لابد من معرفة حجم صافي الاستثمارات المتوقع القيام بها في المستقبل المنظور. وبما أن لا علم لنا بمشاريع استثمارية تتعلق بنشاط الاسمنت مثل توسيع القدرة الإنتاجية بإضافة خط إنتاجي جديد أو إطلاق منتجات اسمنتية جديدة فنعتقد أن الاستثمارات الإضافية ستكون للحفاظ على الطاقة الحالية وتحسين الأداء من حيث الجودة والتكلفة إضافة إلى الاستثمارات القانونية ذات الصلة بحماية البيئة وصحة العمال. أما الاستثمار المتعلق بإنتاج الحصى فيبدو أن التكلفة الرئيسية من قيمة المشروع قد تم تحملها. قمنا باستنتاج صافي

المبالغ المستثمرة من خلال تغيرات الميزانيات من سنة إلى سنة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2015 انظر الجدول 6-7.

### جدول 6-7: تقديرات الاستثمارات الإضافية السنوية للفترة 2011-2015

السنة	الاستثمارات الإضافية	الاهتلاكات السنوية	صافي الاستثمارات
2011	858 421 458,00	804 812 175,00	53 609 283,00
2012	504 258 713,00	467 285 485,00	36 973 228,00
2013	438 850 574,00	422 315 099,00	16 535 475,00
2014	690 987 908,88	378 841 734,00	312 146 174,88
2015	467 959 545,83	371 391 536,01	96 568 009,82
المتوسط السنوي	592 095 639,94	488 929 205,80	103 166 434,14

المصدر: إعداد الباحث بناء على القوائم المالية للمؤسسة

## 2.2. التحليل بالنسب

يهدف التحليل المالي إلى تقييم أداء المؤسسة في ظل أهدافها المعلنة وإستراتيجيتها. من بين أدوات التحليل المالي المستعملة بشكل واسع نجد كل من التحليل بالنسب وتحليل التدفقات النقدية. يركز التحليل بالنسب على طبيعة الارتباط بين بنود القوائم المالية بغية تقييم كل من الربحية، السيولة، المديونية والنشاط. أما تحليل التدفقات النقدية فيدرس سيولة المؤسسة وكيفية إدارة التدفقات النقدية من الاستغلال، الاستثمار والتمويل.

يلقي التحليل بالنسب الضوء على كل من الميزانية وحساب النتائج. أما تحليل التدفقات النقدية فيركز على جدول تدفقات الخزينة. يشمل التحليل بالنسب الأبعاد التالية: الربحية والمردودية، السيولة والمديونية، نسب النشاط أو حسن استخدام الأصول وأخيرا نسب السوق المالية إذا كانت الشركة مسجلة في البورصة.

### 1.2.2. تحليل المردودية

لقياس الربحية نحسب المردودية المالية أو العائد على الأموال الخاصة وهي كما يلي:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{العائد على الأموال الخاصة}$$

من الجدول 7-7 نلاحظ أن العائد على الأموال الخاصة لسنة 2013 كان الأفضل بنسبة 21.52% ثم بدا في التراجع حيث وصل إلى 16.48% في سنة 2015 (نتائج تقديرية).

نفس الملاحظة تنطبق على بقية نسب المردودية. قد يكون هذا التراجع سببه انخفاض الأرباح وزيادة الأموال الخاصة بسبب عدم توظيف الأرباح غير الموزعة في مشاريع لا يقل عائدها عن عائد



نشاط الاسمنت. عند استبعاد النقد من الأموال الخاصة ترتفع المردودية المالية إلى 30.54% في سنة 2015 ونسبة جد مقبولة. عموما نسب المردودية سواء الاقتصادية أو المالية ما زالت في مستويات مقبولة ولكن اتجاه التراجع منذ سنة 2013 يبعث على التساؤل خاصة مع ظهور مصانع اسمنت جديدة من جميع الجهات وضمن شعاع لا يتجاوز مائتي كيلومتر.

### الربحية التجارية

تقاس الربحية التجارية من خلال مقارنة نسب الربحية الهوامش المحققة مثلا لربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات (EBITDA)، الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وصافي الربح مع المبيعات الصافية. إن ما يعتبر نقطة ايجابية لصالح الشركة يتمثل في هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات (EBITDA) إلى المبيعات، الذي لم يقل عن 46%. إن هذا الهامش هو معيار الضمان لمستقبل آمن للشركة. إن هذه النسب تبين أن التركيز يجب أن ينصب على إدارة الهيكل المالي وإيجاد إستراتيجية استثمارية بالتنسيق مع الشركة الأم.

### جدول 7-7: تحليل شركة اسمنت عين التوتة ببعض النسب المالية ذات الدلالة

نسب الربحية التجارية %	العلاقة	2015	2014	2013	2012	2011
تطور المبيعات	المبيعات أساس 2009	100.2%	107.5%	100.78%	90.95%	64.27%
هامش EBITDA	المبيعات/EBITDA	46,86%	50,86%	46,13%	43,89%	31,21%
هامش EBIT	المبيعات/EBIT	37,60%	39,86%	39,84%	33,82%	16,94%
الربح قبل الضريبة/المبيعات	المبيعات/EBT	40,13%	40,91%	40,97%	35,89%	19,23%
هامش صافي الربح	صافي الربح/المبيعات	30,90%	32,14%	32,45%	28,96%	15,07%
نسب السيولة						
نسبة التداول/الجارية	أصول جارية/خصوم جارية	4,79	3,67	4,32	3,48	2,23
تغطية الفوائد	الربح قبل الفوائد والضرائب/ صافي الفوائد	779	332	159	74	18
صافي الديون المالية إلى الأموال الخاصة	ص الديون / أموال خاصة	-0,35	-0,35	-0,44	-0,26	-0,18
النسبة السريعة	نقد+عملاء/خ,متداولة	3,07	2,37	2,83	1,90	1,01
نسب النشاط / الدوران / إدارة الأصول						
دوران المخزون	تكلفة المبيعات/المخزونات	1,45	1,55	1,51	1,57	1,38
مدة التخزين بالأيام	360/دوران المخزون	248,43	232,00	238,71	228,68	260,88

80,53	146,44	133,67	126,58	161,08	صافي المبيعات/العملاء	دوران العملاء
4,47	2,46	2,69	2,84	2,23	360/دوران العملاء	مدة التحصيل بالأيام
5,19	6,08	7,12	7,91	9,46	تكلفة المبيعات/الموردين	دوران الموردين
69,43	59,20	50,58	45,54	38,05	360/دوران الموردين	مدة التسديد بالأيام
						نسب استغلال الأصول
0,38	0,50	0,49	0,48	0,43	المبيعات/الأصول	دوران الأصول
0,62	0,87	1,11	0,87	0,80	المبيعات/الأصول الثابتة	دوران الأصول الثابتة
0,92	1,27	1,43	1,42	1,29	المبيعات/الأصول الثابتة غير المالية	دوران الأصول الثابتة غير المالية
						العوائد - المرودية (%)
0,31	0,14	0,26	0,37	0,46	الربح الموزع/الربح المحقق بعد العمال	نسبة توزيع الربح
8,40%	20,39%	21,52%	20,11%	16,48%	ص,الربح/متوسط أموال خاصة	العائد على الأموال الخاصة
10,96%	26,78%	36,90%	29,95%	24,52%	صافي الربح / (الأموال الخاصة- النقد)	العائد على الأموال الخاصة (بدون نقد)
5,68%	14,34%	15,86%	15,38%	13,21%	صافي الربح / الأصول	العائد على الأصول
6,87%	18,63%	24,88%	21,61%	18,77%	صافي الربح / (الأصول- النقد)	العائد على الأصول (- النقد)
6,43%	18,33%	24,69%	21,53%	18,74%	صافي الربح+العوائد (الأصول- النقد)	العائد على الأصول
5,33%	14,11%	15,74%	15,32%	13,19%	صافي الربح+العوائد / الأصول	العائد على الأصول الاقتصادية
10,82%	27,82%	36,58%	38,81%	30,54%	صافي نتيجة العمليات/ (أصول غير جارية BFR+)	العائد على الأصول الاقتصادية
						نسب المديونية
19,39%	14,53%	9,88%	9,32%	8,10%	أصول غير جارية/أموال خاصة	الديون/الأموال الخاصة

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الشركة

### 2.2.2. تحليل السيولة

إن موضوع السيولة الممتثل في مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل غير مطروح تماما في حالة شركة سيمات كما توضحه نسب السيولة في الجدول 7-7.

### 3.2.2. تحليل المديونية

لم يبق لشركة اسمنت عين التوتة أية ديون بنكية عند نهاية سنة 2015. بالنظر إلى كمية النقد وشبه النقد المتاح فلا يتوقع أن تلجأ إلى الاستدانة إلا في حال قررت الشركة الأم إتباع سياسة مالية جديدة في إطار نظرة إستراتيجية جديدة.

### 4.2.2. تحليل النشاط وحسن استغلال الأصول

بالرغم من التسويق المنتظم لمادة الاسمنت إلا أن نسب دوران المخزونات بطيئة. قد يعود ذلك إلى ضرورة تحضير المواد الأولية قبل عملية التصنيع بمدة كبيرة. أما دوران العملاء فهو جد عالي بدليل أن مدة التحصيل لم تصل ثلاثة أيام وهي المدة التي قد يستغرقها تحصيل الشيكات المؤشرة. أن هذه السياسة الائتمانية ساعدت الشركة على التمتع بسيولة محترمة.

أما عن دوران الأصول فهي بطيئة نوعا ما ولم تتجاوز الواحد (1). قد يعود السبب إلى وجود أصول غير مستغلة استغلال جيدا.

### 3.2. تحليل التدفقات النقدية

يسمح تحليل التدفقات النقدية بالتعرف على السياسات التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية كما يسمح باختبار جودة المعلومات الموجودة في الميزانية وحساب النتائج.

قمنا بإعادة تشكيل جدول التدفقات النقدية للشركة على الطريقة غير المباشرة بسبب عدم وضوح الجدول المقدم من طرف الشركة والذي تم إعداده بالطريقة المباشرة (جدول 7-8). يبدو أن طريقة الإعداد تمت بصفة آلية بواسطة برنامج محاسبي على الحاسوب والذي لم تتم برمجته بدقة.

ورغم اجتهادنا لم نتمكن من تفكيك وجهة ومصادر كل التدفقات النقدية حيث بقي لنا مبلغ 493.97 مليون دينار غير مبرر. إن هذا لا ينفي طبيعة الاستنتاجات التي نخرج بها من تحليل التدفقات النقدية. إذ نرى أن التدفقات النقدية في اغلبها مصدرها دورة الاستغلال وتبلغ حوالي 3 مليار دج. أما التدفقات المرتبطة بتغيرات رأس المال العامل فهي متواضعة ولا تتعدى 0.43 مليار دج. أي بمجموع 3.42 مليار دج. أين ذهبت هذه التدفقات النقدية؟ بالنسبة لدورة الاستثمار يبدو أن الشركة مكنتية باستثمارات الصيانة للحفاظ على مستوى الإنتاج الحالي كون المصنع يشتغل بكامل طاقته

الإنتاجية. وتم القيام بما يشبه الاستثمار المالي من خلال إيداع مبالغ مالية معتبرة في شكل ودائع مقابل معدل فائدة في حدود 4% سنويا.

**جدول 7-8:** جدول التدفقات النقدية لشركة اسمنت عين التوتة لسنوات 2010-2015 الطريقة غير المباشرة

2014	ملاحظة	التدفقات النقدية
3 428 426 731	23	تدفقات من الأنشطة التشغيلية
2 437 438 216		صافي الربح
1 065 514 653		مخصصات الاهتلاك والمؤونات
- 506 895 162		استرجاع على مؤونات وخسائر القيمة
266 242 920		تغيرات بنود رأس المال العامل أصول
77 426 759		تغيرات بنود رأس المال العامل خصوم
88 699 345		الضريبة على الربح المسددة بالفعل
-		ضرائب مؤجلة دائنة
-		ضرائب مؤجلة مدينة
- 493 970 624		مدفوعات أخرى (غير مفصلة)
<b>2 934 456 107</b>		<b>تدفقات نقدية صافية من الأنشطة التشغيلية (A)</b>
		تدفقات من الأنشطة الاستثمارية
- 402 376 701	25	مدفوعات لاقتناء تثنيتات عينية أو معنوية
		مقبوضات من التنازل عن تثنيتات عينية أو معنوية
- 1 999 610 525		مدفوعات لاقتناء تثنيتات مالية
-		مقبوضات من التنازل عن تثنيتات مالية
-	26	فوائد مستلمة من توظيفات مالية
-		ححص أرباح مستلمة
<b>- 2 401 987 226</b>		<b>تدفقات نقدية صافية من الأنشطة الاستثمارية (B)</b>
		تدفقات نقدية من الأنشطة التمويلية
-		مقبوضات من إصدار أسهم
- 901 530 000		توزيعات الأرباح وتوزيعات أخرى
- 105 000 000		حصة العمال
-		مقبوضات من القروض
- 141 512 006		تسديد قروض وديون أخرى مماثلة
<b>- 1 148 042 006</b>	27	<b>تدفقات نقدية صافية من الأنشطة التمويلية (C)</b>
-		اثر تغيرات سعر الصرف على السيولة
<b>- 615 573 125</b>		<b>تغير الخزينة (A+B+C)</b>
4 961 513 857		نقد متاح وما شابهه في بداية الفترة
4 345 940 732		نقد متاح وما شابهه في نهاية الفترة
<b>- 615 573 125</b>		<b>تغير الخزينة خلال الفترة</b>

المصدر: إعداد الباحث بناء على القوائم المالية للشركة

أما دورة التمويل فهي تؤكد عدم وجود إستراتيجية مالية واضحة ما عدا عدم اللجوء إلى القروض البنكية إما لعدم الحاجة بسبب وفرة السيولة أو لعدم وجود خطط استثمارية طموحة خاصة

وان شركة اسمنت عين التوتة هي فرع لمجمع "جيكا" ولا تتمتع بالسيطرة والتحكم في السياسات الإستراتيجية. ازدادت نسبة توزيع الأرباح وهو في نظرنا قرار صائب. فما الفائدة المرجوة من الاحتفاظ بالأرباح ما دامت غير معنية بالتصرف فيها.

### خلاصة الفصل

تعتبر شركة اسمنت عين التوتة في مرحلة النضج، فلا تعاني من مشاكل المؤسسات حديثة النشأة. إن جل مؤشرات الأداء يمكن اعتبارها جيدة. إن ما يمكن أن يشكل مفتاحا للأداء المستقبلي هو درجة التحكم في تكاليف المدخلات مثل اليد العاملة، المواد الطاقوية والمستهلكات الخارجية الأخرى. كما أن الاعتماد على منتج واحد يعتبر عامل عدم تأكد. يمكن للمؤسسة أن تطبق إستراتيجية محاكاة شركات عملاقة مثل لافارج والتي نوعت نشاطها إلى توزيع مواد بناء أخرى مكتملة مثل كهرباء البناء وكل ما له علاقة ببناء الطرق والأشغال العمومية.

## الفصل الثامن:

دراسة حالة - التقييم المالي

لشركة اسمنت عين التوتة

## مقدمة الفصل

في هذا الفصل نقوم بعملية تقييم شركة اسمنت عين التوتة اعتمادا على القوائم المالية المصادق عليها إلى غاية 2015/12/31. تم حساب قيمة السهم لشركة اسمنت عين التوتة وفق سيناريو الأنشطة الحالية المتمثلة في نشاط إنتاج الاسمنت وهو النشاط المهيمن والنشاط الخاص بإنتاج الحصى وهو نشاط جديد في بداياته ويمكن اعتباره نشاطا ثانويا في الوقت الراهن. لهذا الغرض تم إعداد مخطط أعمال يغطي خمسة سنوات تمتد من 2016 إلى 2020 ويشكل قاعدة لتقييم الأنشطة الحالية للمؤسسة. تم تقييم المؤسسة ماليا لغرض افتراضي يتمثل في عملية فتح رأس المال وتمكين طرف آخر من الدخول ضمن المساهمين.

## ملخص تقرير تقييم شركة اسمنت عين التوتة

- الغرض من التقييم: فتح افتراضي لرأس المال أمام مستثمرين مؤسساتيين وطبيعيين.
- معيار القيمة: القيمة السوقية العادلة.
- افتراضات القيمة: مواصلة النشاط، لا توجد مصالح الأقلية.
- اسم الجهة التي طلبت التقييم: جهة افتراضية تتمثل في مساهمي الشركة أي مجمع "جيك".
- اسم الشركة: شركة اسمنت عين التوتة أو "سيمات" (SCIMAT).
- حصة أو نسبة المصالح المقيمة: 100%.
- تاريخ التقييم: 2015/12/31.
- تاريخ التقرير: 2016/06/30.
- اسم المقيم: الباحث فحلول لمبارك.
- اسم مكتب التقييم: مكتب فحلول لتقييم المؤسسات.
- مبلغ القيمة المتوصل إليها قبل التعديلات: 18 526 078 378 دينار جزائري.
- القيمة المحاسبية (الدفترية) لشركة اسمنت عين التوتة في 2015/12/31 حسب الوضعية المحاسبية الصافية في ميزانية سنة 2015 بلغت: 14 565 402 395 دج.

## مصادر المعلومات

- القوائم المالية لشركة اسمنت عين التوتة.
- المواقع الالكترونية لعدد من الأسواق المالية.
- المواقع الالكترونية للجمعيات المهنية ذات الصلة بالإسمنت.

## المبحث الأول: اختيار طرق التقييم المعتمدة والمستبعدة

في إطار تقييم شركة اسمنت عين التوتة وتحديد سعر السهم للعرض الأولي بافتراض فتح رأس المال لمستثمرين جدد، تم استعراض جميع طرق التقييم المعتادة.

- أسعار البورصة.
- التدفقات النقدية المستقبلية المحينة (DCF).
- مضاعفات البورصة للشركات القابلة للمقارنة (أو الشبيهة).
- مضاعفات صفقات تبادل لشركات شبيهة.
- توزيعات الأرباح المستقبلية المحينة (DDM).
- صافي الأصول المصححة (ANR).
- نموذج الأرباح غير العادية (RIM).

## 1. طرق التقييم التي تم استبعادها

بالنظر لخصوصيات شركة اسمنت عين التوتة تم استبعاد بعض طرق التقييم تفاديا لأية نتائج غير منطقية.

- **طريقة صافي الأصول المصححة (ANR):** وهي طريقة تقييم بصفة منفصلة مختلف أصول المؤسسة والتزاماتها دون اعتبار لآفاق المستقبل. تطبق هذه الطريقة في حالات التصفية وفي حالات الشركات المالية والقبضة التي تدير محافظ. إن هذه المواصفات لا تنطبق على شركة اسمنت عين التوتة لهذا تستبعد هذه الطريقة.
- **توزيعات الأرباح المستقبلية المحينة (DDM):** تعتمد هذه الطريقة على فرضية توزيع الأرباح في المستقبل. إن سياسة توزيع الأرباح مرتبطة بعدة عوامل مثل مستوى الربحية، نسبة التوزيع، الرافعة المالية، الخ، وهي عوامل ليس من السهل توقعها بدقة والاعتماد عليها في عملية التقييم، وعليه تستبعد هذه الطريقة.
- **أسعار البورصة:** هذه المؤسسة ليست أصلا مسجلة في البورصة وبالتالي فطريقة أسعار البورصة غير قابلة للتطبيق.
- **مضاعفات صفقات تبادل لشركات شبيهة:** من الصعب إيجاد أرقام دقيقة وحديثة عن عمليات شراء وبيع شركات اسمنت لديها مواصفات شبيهة بشركة اسمنت عين التوتة.



ففي المغرب تمت عملية اندماج "لافارج" و"هولسيم" في إطار الاندماج العالمي بين العملاقين الفرنسي والسويسري وهي مؤسسات كبيرة ومندمجة ومنوعة لا نستطيع تشبيهها بشركة فرعية مثل اسمنت عين التوتة.

## 2. طرق التقييم المعتمدة

بعد استبعاد الطرق سابقة الذكر بقيت لدينا ثلاثة طرق هي:

- التدفقات النقدية المستقبلية المحينة (DCF).
- مضاعفات البورصة للشركات القابلة للمقارنة (أو الشبيهة).
- نموذج الأرباح غير العادية (MRI).

من هذه الطرق الثلاث نرى أن الطريقة الأولى والثالثة ومن الناحية النظرية متساوية أي يفترض أن تنتج قيما إن لم تكن متساوية فيجب أن تكون متقاربة. تم تقييم شركة اسمنت عين التوتة بناء على ثلاثة طرق نعتقد أنها تلائم شركة مستقرة متخصصة في إنتاج المواد الأساسية لقطاع البناء.

### المبحث الثاني: طريقة التدفقات النقدية الحرة (DFCF)

تعد شركة اسمنت عين التوتة حساباتها بناء على النظام المحاسبي المالي الجزائري (SCF) الذي يستند في مرجعيته غالى الإطار التصوري للمعايير الدولية للإفصاح المحاسبي (IFRS). تم إعداد التدفقات النقدية الحرة أو المتاحة المتوقعة بناء على القوائم المالية التاريخية لسنوات 2010-2014 وتقديرات سنة 2015 وعلى التوقعات المستقبلية للاستغلال.

### 1. عرض وصفي للطريقة ولمدخلاتها

تقيس طريقة التدفقات النقدية المحينة قدرة المؤسسة على خلق القيمة، وتعتمد على نظرة ديناميكية لقيمة المؤسسة من خلال تشخيص العوامل الأساسية المؤثرة على القيمة مثل المخاطر الداخلية، تطور الربحية والهيكل المالي. إن توليد القيمة ينتج من الفرق بين مردودية الأموال المستثمرة والعائد المطلوب من قبل المساهمين والدائنين الماليين بشكل عام. إن هذه الطريقة تقوم على فرضية مواصلة النشاط لفترات مستقبلية طويلة. إن التدفقات النقدية المعتمد عليها هي تدفقات الاستغلال من الأنشطة العادية للمؤسسة أي يتم استبعاد كل المداخل الاستثنائية غير المتكررة. إن القيمة المحصل عليها انطلاقا من التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة هي قيمة الأصول الاقتصادية (Actif Economique). لحساب القيمة الإجمالية للمؤسسة ككل نجمع قيمة الأصول الاقتصادية للاستغلال

وقيمة الأصول خارج الاستغلال. بعد خصم الديون المالية الصافية من القيمة الاجمالية للمؤسسة  
 نحصل على قيمة الأموال الخاصة للمساهمين العاديين.

### 1.1. قيمة الأصول الاقتصادية

تشمل القيمة الاستغلالية للمؤسسة (قيمة الأصول الاقتصادية) على ما يلي:

- القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة (FCFF) خلال الفترة الصريحة أي للسنوات الخمس التالية من 2016/1/1 إلى 2020/12/31.
- القيمة الختامية (Valeur terminale) وتمثل قيمة المؤسسة للفترة ما بعد الأفق الزمني الصريح، وتحسب اعتمادا على طريقة "Gordon Shapiro" بتحيين التدفقات النقدية المتاحة المنتظمة إلى ما لا نهاية وفق معد خصم معين.

$$\text{القيمة الختامية} = \frac{\text{FCFF}_{n+5}}{k_{cp} - g}$$

والقيمة الاقتصادية  $V_E$  كما يلي:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1+k_{cmpc})^t} + \frac{\text{FCFF}_n(1+g)/(k_{cmpc}-g)}{(1+k_{cmpc})^n}$$

حيث:

$k_{cmpc}$ : التكلفة المرجحة للأموال.

$\text{FCFF}_n$ : التدفق النقدي الحر للمؤسسة للسنة n.

g: معدل النمو إلى ما لا نهاية. يمكن أن نعتد على معدل نمو لا يتعدى 2%

### 2.1. حساب متوسط التكلفة المرجحة للأموال

إن معدل الخصم المستخدم لتقييم المؤسسة هو التكلفة المرجحة للأموال والذي يحسب كما يلي:

$$CMPC = k_{cp} * \frac{CP}{CP+D} + ki(1 - T) * \frac{D}{CP+D}$$

حيث:

$K_{cp}$ : تكلفة الأموال الخاصة.

$K_i$ : تكلفة الديون قبل الضريبة.

CP: الأموال الخاصة.

D: الديون المالية.

T: معدل الضريبة على الأرباح.

أما تكلفة الأموال الخاصة فتحسب وفق نموذج (CAPM) بالكيفية التالية:

$$K_{cp} = k_0 + \beta (k_m - k_0) + \alpha$$

حيث:

$k_m$ : عائد السوق لكل الأصول.

$k_0$ : العائد الخالي من المخاطرة  $\leftarrow \beta = 0$

$(k_m - k_0)$ : علاوة مخاطر السوق.

$\alpha$  = معامل للضبط في حالة وجود مخاطر من نوع خاص لا يمكن إلغاؤها بالتنويع (مثل مخاطر بعض البلدان، مخاطر الحجم أو انعدام السيولة). في سوق فعالة قد تكون قيمة  $\alpha$  تساوي صفر.

$\beta$ : "بيتا": تقيس المخاطرة النظامية التي لا يمكن التخلص منها حتى عبر تنويع الاستثمارات أي محفظة مالية متنوعة.

### 3.1. مؤشر مخاطرة المؤسسة (بيتا)

بما أن شركة اسمنت عين التوتة تعتمد بشكل شبه كلي على الأموال الخاصة كون معدل مديونيتها المالية جد منخفض، فلا بد من اعتماد مؤشر  $\beta$  خالي من المديونية (Beta désendetté). للعلم فان مؤشر المخاطر بالمديونية.

(Beta endetté) أكبر من بيتا بدون مديونية بسبب المخاطر المالية الكامنة التي تضاف إلى المخاطر التشغيلية ومخاطر البلد. علما أن الانتقال من بيتا بدون مديونية إلى بيتا بالمديونية نعتد على المعادلة التالية:

$$\beta_e = \beta_d [1 + (1 - T) D/CP]$$

حيث:

$\beta_e$ : بيتا بالاستدانة.

$\beta_d$ : بيتا بدون استدانة.

T: معدل الضريبة على الأرباح.

D/CP: نسبة الرافعة المالية أو صافي الديون المالية على الأموال الخاصة.

### 2. حساب المدخلات الكمية بطريقة التدفقات النقدية الحرة

#### 1.2. مؤشر المخاطرة $\beta$

لتقدير مؤشر المخاطرة لشركة "سيمات" نلجأ إلى عينة تضم شركات دولية من بلدان مجاورة أو قريبة. نلاحظ أن المؤشرات المبينة في الجدول 8-1 تتراوح ما بين 0.81 و 0.88 أي أقل من 1

وهو معامل مخاطرة السوق. تدل هذه النتيجة على أن قطاع تموينات البناء من المواد الأساسية ككل مستقر نوعا ما وقليل التذبذب بغض النظر عن بعض الحالات الفردية لشركات تمر بأوضاع خاصة بها لوحدها. يبين الجدول التالي تفاصيل هذه العينة:

جدول 8-1: تقدير متوسط معامل المخاطرة بيتا لعدد من البلدان الصاعدة خلال سنة 2016

البلد	الشركة	$\beta$ بدون استنادة
المغرب	اسمنت المغرب: تقديرات عند اندماج هايدلبارغ وايطالسيمانتي	0.86
تونس	قرطاج اسمنت <sup>1</sup>	1.48
	اسمنت بنزرت	0.21
	متوسط السوق التونسية	0.84
السعودية <sup>3,2</sup>	متوسط قطاع الاسمنت السعودي (14 شركة)	0.81
شركات مواد البناء في البلدان الصاعدة <sup>4</sup>	498 شركة	0.88
متوسط بيتا بدون استنادة		<b>0.86</b>

المصدر: إعداد الباحث بناء على مصادر متنوعة

## 2.2. حساب مديونية المالية لشركة اسمنت عين التوتة:

إذا أخذنا بمبدأ صافي المديونية المالية فان شركة اسمنت عين التوتة ليس لها مديونية عند 2015/12/31. إن المديونية المالية الصافية تحسب انطلاقا من الميزانية الاقتصادية كما يلي:

$$\text{صافي المديونية المالية} = \text{الديون المالية} - \text{النقد وشبه النقد}$$

سددت الشركة آخر دفعة من ديونها المالية في سنة 2015 وبذلك أصبحت مديونيتها المالية معدومة. لإعداد الميزانية الاقتصادية للمؤسسة قمنا باعتبار مجموع الخصوم غير الجارية المتمثلة في المؤونات الخاصة بذهاب العمال إلى التقاعد ومخاطر المنازعات القضائية على أنها مؤونات مبررة ومن ثم اعتبارها ديونا مستحقة. قمنا بعملية مقاصة بين مبلغ هذه المؤونات والسيولة النقدية من أجل

<sup>1</sup> <http://fr.investing.com/equities/carthage-cement-ratios>

<sup>2</sup> (<https://www.islamicbanker.com/publications/saudi-cement-sector-2016>)

<sup>3</sup> [http://www.gulfbase.com/marketwatch-saudi-stock-exchange-1\(2016/10/18\)](http://www.gulfbase.com/marketwatch-saudi-stock-exchange-1(2016/10/18))

<sup>4</sup> موقع Damodaran 2016/10/20

الحصول الميزانية الاقتصادية المتمثلة في جانب الأصول في الأصول غير الجارية بالإضافة إلى احتياجات رأس المال العامل والأصول التي اعتبرناها خارج الاستغلال مثل المبالغ المودعة لدى المؤسسات المالية. أما من جهة الخصوم فلم يتبقى سوى الأموال الخاصة أي صافي الأصول المحاسبية أو ما يسمى أيضا بالقيمة الدفترية للمؤسسة (الجدول 8-2).

**جدول 8-2: الميزانية الاقتصادية المختصرة لشركة اسمنت عين التوتة 2011-2015 (الوحدة: دج)**

2011	2012	2013	2014	2015	
8 763 069 081	10 466 097 122	12 155 152 384	13 407 725 082	14 565 402 395	أموال خاصة
-	-	-	-	-	خصوم غير جارية
8 763 069 081	10 466 097 122	12 155 152 384	13 407 725 082	14 565 402 395	مجموع الخصوم
5 210 379 819	5 308 744 760	5 260 572 648	5 641 432 208	5 798 261 494	أصول غير جارية
556 399 266	1 026 779 503	1 028 350 018	684 680 339	1 271 701 862	احتياجات BFR
2 510 149 928	2 505 400 135	1 507 310 135	3 506 920 660	3 507 612 660	أصول خارج الاستغلال
486 140 068	1 625 172 723	4 358 919 591	3 574 691 875	3 987 826 379	نقد
8 763 069 081	10 466 097 122	12 155 152 392	13 407 725 082	14 565 402 395	مجموع الاصول

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الشركة

تمثل الأصول خارج الاستغلال المبالغ الموظفة في حسابات الودائع مقابل معدل فائدة سنوية تقارب 4%. إن أصول الاستغلال الحقيقية تتمثل في الأصول غير الجارية وصافي احتياجات رأس المال العامل لا تتعدى قيمتها المحاسبية 7 مليار دينار إذا ما استبعدنا النقد والودائع البنكية.

### 3.2. حساب معدل العائد الخالي من المخاطرة $k_f$

يمثل معدل العائد الخالي من المخاطر أدنى معدل عائد مضمون. تعتبر الدولة من أوثق الدائنين خاصة عندما تكون دولة غنية. إن الدول الغنية تستدين من الأسواق المالية بمعدلات فائدة منخفضة مقارنة بالدول الأقل غنى أو تلك التي تعيش أزمات مالية كما حدث خلال أزمة الديون اليونانية. إن معدل العائد الخالي من المخاطرة يساوي معدل الفائدة على سندات خزينة الدولة على فترة 10 سنوات. تراوحت نسبة الفائدة على سندات الخزينة في السوق النقدية الجزائرية أجل 10 سنوات ما بين 3.50% و 3.75% وسنعمد معدل 3.75% أجل 2025 لحساب معدل العائد على الأموال الخاصة (الجدول 8-3).

4.2. حساب علاوة مخاطرة السوق في الجزائر ( $K_m - K_f$ )

إن الاستثمار في مشاريع حقيقية مهما كان القطاع المستثمر فيه ينطوي على عدم التأكد من حيث النتائج المتوقعة وتتعدد فيه الاحتمالات ويتسع نطاق الحالات الممكنة. إن سبب هذا التذبذب يعود لكثرة المتغيرات ولصعوبة التنبؤ بدقة بما سيحدث فلا يعلم الغيب إلا الله. رغم تطور علوم الإحصاء وتقنيات تحليل البيانات والتوقع فإن رؤية المستقبل بشكل مؤكد أمر غير ممكن في سوق شديدة التنافس، توجد المخاطر التجارية والصناعية والاجتماعية، تضاف إليها مخاطر البلد مثل المخاطر السياسية والأمنية ومخاطر البيئة الاقتصادية.

جدول 8-3: سندات الخزينة العمومية المدرجة (الجزائر)

الفئة	الرمز	رمز ISIN	سعر الإدراج	تاريخ الإدراج	تاريخ الاستحقاق	حجم الإصدار $10^6$ دج	نسبة الفائدة
O.A.T 7 ans	O070520	DZ0000700280	105.84	08/05/2013	12/05/2020	5 000	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100521	DZ0000700231	111.56	04/05/2011	05/05/2021	5 000	3.50%
O.A.T 10 ans	O100117	DZ0000700082	104.69	17/01/2013	18/01/2017	16 201	4.50%
O.A.T 15 ans	O150721	DZ0000700074	102.16	12/07/2006	12/07/2021	27 000	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150122	DZ0000700090	103.05	17/01/2007	17/01/2022	16 000	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150123	DZ0000700132	110.66	16/01/2008	16/01/2023	6 000	5,00 %
O.A.T 10 ans	O100318	DZ0000700140	113.64	12/03/2013	14/03/2018	1 999	4.50%
O.A.T 7 ans	O070317	DZ0000700199	108.25	03/03/2010	05/03/2017	15 000	3,00 %
O.A.T 7 ans	O070418	DZ0000700223	106.82	06/04/2011	08/04/2018	5 000	3,00 %
O.A.T 7 ans	O070319	DZ0000700256	104.48	21/03/2012	24/03/2019	10 000	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100219	DZ0000700173	108.43	18/02/2009	20/02/2019	28 900	3.50%
O.A.T 10 ans	O100320	DZ0000700207	111.37	17/03/2010	18/03/2020	14 999	3.50%
O.A.T 10 ans	O100422	DZ0000700264	108.85	18/04/2012	20/04/2022	15 000	3.50%
O.A.T 10 ans	O100623	DZ0000700298	108.93	05/06/2013	09/06/2023	5 000	3.50%
O.A.T 15 ans	O151223	DZ0000700157	120.22	10/12/2008	11/12/2023	1 000	3.75%
O.A.T 15 ans	O150324	DZ0000700181	108.58	18/03/2009	18/03/2024	15 000	3.75%
O.A.T 15 ans	O150425	DZ0000700215	109.6	07/04/2010	07/04/2025	19 900	3.75%
O.A.T 15 ans	O150626	DZ0000700249	115.62	01/06/2011	01/06/2026	5 000	3.75%
O.A.T 15 ans	O150527	DZ0000700272	106.3	02/05/2012	03/05/2027	15 000	3.75%
O.A.T 15 ans	O150728	DZ0000700306	100	03/07/2013	07/07/2028	5 000	3.75%
O.A.T 7 ans	O070121	DZ0000700314	100.05	26/01/2014	26/01/2021	37 692	3,00 %
O.A. T10ans	O100224	DZ0000700322	100.05	23/02/2014	23/02/2024	41 232	3.50%
O.A.T 15 ans	O150329	DZ0000700330	100.1	23/03/2014	23/03/2029	48 177	3.75%
O.A.T 7 ans	O070722	DZ0000020348	98.43	05/07/2015	05/07/2022	21 382	3.25%
O.A.T 15 ans	O150730	DZ0000700363	90.5	15/07/2015	19/07/2030	19 360	4,00%
O.A.T 10 ans	O100725	DZ0000700355	92.2	08/07/2015	12/07/2025	14 333	3.75%

المصدر: بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=oaat>

إن شركة اسمنت عين التوتة شركة مستقرة حيث أن وجودها في السوق تجاوز الثلاثين سنة. لقد اكتسبت مهارات وكفاءات ويبدو أنها تسيطر على تقنيات الإنتاج بدليل جودة منتوجها وقلة أعطالها في الآونة الأخيرة.

تمثل علاوة مخاطر الأموال الخاصة العائد الإضافي الذي يطلبه عموم المستثمرين مقابل الاستثمار في الأسهم بدل الاكتفاء بالاستثمارات المضمونة العائد.

لتقدير علاوة مخاطر السوق أو مخاطر الأموال الخاصة سوف نعتمد على عدة دراسات تتعلق بحساب تكلفة الأموال الخاصة في العديد من بلدان العالم قام به أساتذة مرموقون يتمتعون بسمعة دولية حسنة. كما توجد بحوث ذات صلة يقوم بها مراكز بحث مستقلة أو تابعة لبنوك أعمال. من بين المراجع المستعملة نذكر موقع الأستاذ "داموداران" من جامعة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية، الأستاذ "بابلو فيرنانديز" (Pablo Fernandez) من جامعة "نافارا" في اسبانيا، والنشرية السنوية لبنك الأعمال القرض السويسري لسنة 2016<sup>1</sup>.

#### 1.4.2. المرجع الأول: بنك القرض السويسري

في تقرير السنوي لعام 2016 نشر بنك القرض السويسري دراسة تتعلق بـ23 دولة تمثل القيمة السوقية لأسواقها المالية حوالي 92% من الحجم الإجمالي وهذا عند نهاية سنة 2015. نلاحظ أن أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية تمثل 52% من القيمة الإجمالية لأسواق المال العالمية. قدر متوسط العائد الحقيقي السنوي على الاستثمار في الأسهم في بلدان الدراسة الـ23 بـ5% خلال الخمسين سنة الماضية وقدرت علاوة مخاطر السوق أي الفرق بين العائد على الأسهم والعائد من سندات الخزينة بـ4.2%. إن هذه العلاوة معلومة تاريخية تخص المدى الطويل ويمكن الاستدلال بها لتقدير العائد المتوقع وكذا علاوة مخاطرة السوق. من عيوب هذا المؤشر من وجهة نظر المحلل الجزائري أنه لا يشير إلى الجزائر أو إلى بلدان شبيهة لها أو قريبة منها جغرافيا. لو اعتمدنا على علاوة مخاطر السوق التاريخية على مستوى العالم فإن تكلفة الأموال الخاصة يمكن حسابها كما يلي:

$$K_{cp} = K_f + \beta (k_m - k_f)$$

حيث:

$$k_f = 3.5\%$$

$$\beta = 0.86$$

<sup>1</sup>. Credit Suisse- Research Institute :Credit Suisse Global Investment Returns Year book 2016.  
<https://www.credit-suisse.com/us/en/about-us/media/news/articles/media-releases/2016/02/en/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2016.html/01/11/2016>

$$\% 4.2 = k_m - k_f$$

$$K_{cp} = .035 + 0.86 * (.042) = .07112 (7.112\%)$$

إن الاعتماد على معطيات تاريخية من الماضي البعيد عملية محفوفة بالمخاطر. بالرغم من أن التنبؤ بأحداث المستقبل بدوره ليس علما دقيقا يمكن التحقق من نتائجه. ثم إن علاوة مخاطر السوق التاريخية تختلف عن علاوة المخاطرة المطلوبة وعلاوة المخاطرة المنتظرة. إن علاوات مخاطر السوق سواء المطلوبة أو المتوقعة قد تختلف من مستثمر لآخر بسبب اختلاف المواقف تجاه فكرة المخاطرة في حد ذاتها.

**من وجهة نظر الجزائر نعتقد أن علاوة مخاطر السوق السابقة غير ملائمة لأن العينة المعتمد تتكون في غالبيتها من الدول الصناعية العريقة أو من البلدان الصاعدة مثل بلدان البريكس. لهذا يجب إضافة علاوة أخرى للمخاطر الخاصة هي مخاطر البلد. يمكن اعتماد علاوة مخاطر البلد للجزائر كما استنتجها الأستاذ "داموداران" من تنقيط الوكالات العالمية الخاصة بالتنقيط وهو 6.71% لتصبح علاوة مخاطر السوق للجزائر كما يلي:**

$$\%10.9 = \%6.7 + \%4.2$$

#### 2.4.2. المرجع الثاني هو موقع الأستاذ "داموداران"

يقوم "داموداران" بحساب علاوة مخاطر السوق بجمع علاوة مخاطر السوق لسوق ناضجة مثل الولايات المتحدة الأمريكية كونها السوق الأكثر كفاءة في العالم ويضيف إليها علاوة أخرى تمثل مخاطر البلد. بالنسبة لعلاوة مخاطر السوق الناضجة يتم اشتقاقها من علاوة مخاطر السوق لمؤشر "S&P 500" الأمريكي. أما علاوة مخاطر البلد فتحسب كما يلي على أساس تنقيط الوكالات العالمية المعروفة لبلد معين انطلاقا من مخاطر عدم تسديد ديونه السيادية (default spread). ولهذا قدرت علاوة مخاطر البلد للجزائر كما يلي:

- علاوة مخاطر السوق لسوق ناضجة (S&P 500): %6

- علاوة مخاطر البلد - الجزائر: %6.71

- علاوة مخاطر السوق للجزائر: %12.71 = %6.71 + %6

إن علاوة مخاطر السوق للجزائر متقاربة مع متوسط علاوة السوق لمنطقة إفريقيا (12.35%) وتزيد بما يقرب 50% عن مثيلتها في منطقة الشرق الأوسط (8.42%)<sup>1</sup>، أما المتوسط العالمي فقدر بـ 10.2%.

<sup>1</sup>. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> 25/10/2016



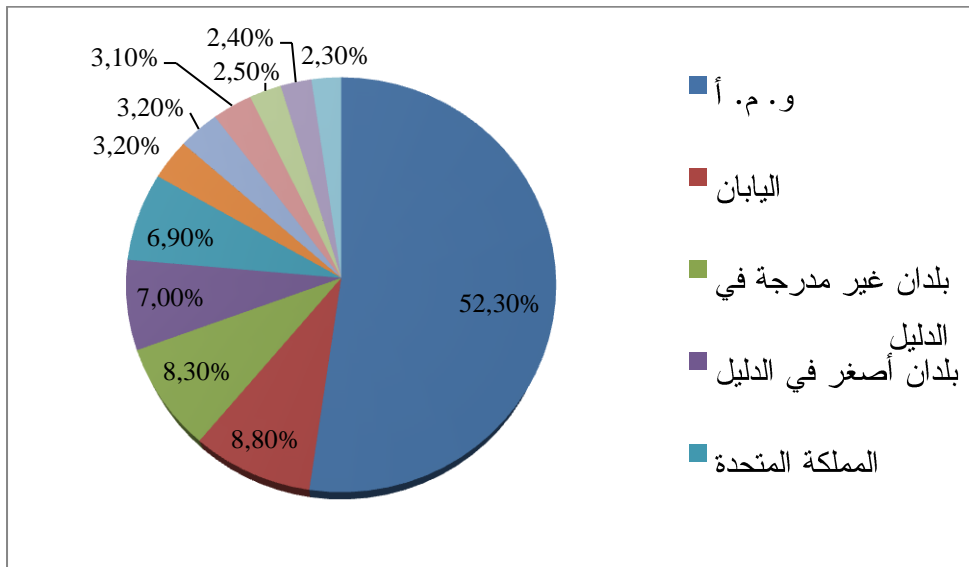
إن معدل 12.71% تمثل علاوة المخاطرة المطلوبة من مستثمر غير مقيم في الجزائر من الاستثمار فيها. هل ينطبق هذا المعدل على المستثمر الجزائري سواء كان من القطاع العمومي أو من القطاع الخاص؟ إن الإجابة على هذا السؤال تتطلب أولاً وقبل كل شيء التأكد من أن المستثمر الجزائري له نفس طبيعة إدراك الأجنبي للمخاطر في الجزائر.

### 3.4.2. المرجع الثالث هو الأستاذ "بابلو فيرنانديز"

نشر "بابلو فيرنانديز" المتخصص في تقييم المؤسسات دراسة عن علاوة مخاطر السوق المستخدمة في 71 بلداً خلال سنة 2016<sup>1</sup> ومنها البلدان التي بها أهم الأسواق المالية في العالم (الشكل 1-8).

تشمل دراسة "بابلو فيرنانديز" وزملائه على إحصائيات لعلاوة مخاطر السوق (MRP) المستخدمة في 2016 لـ 71 بلداً. تلقى فريق الدراسة إجابات من عدد أكبر من البلدان ولكن النتائج المنشورة تخص 71 بلداً تلقى منهم أكثر من 8 إجابات من كل بلد.

شكل 1-8: الحجم النسبي لأسواق المال في العالم نهاية 2015



Source: Ellroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2016

اشتملت الدراسة على نوعين من العلاوات هي "MRP" المتوقعة و"MRP" المطلوبة. بلغ متوسط العلاوة للبلدان الـ 71 نسبة 7.63%. فكانت العلاوات المنخفضة من نصيب البلدان الأكثر استقراراً والعلاوات المرتفعة من نصيب البلدان التي تعاني عدم الاستقرار واضطرابات متنوعة سياسية، مالية أو أمنية مثل الأرجنتين، مصر، أوكرانيا، اليونان وفنزويلا على سبيل المثال، انظر الجدول 4-8.

<sup>1</sup>. Fernandez, Pablo and Ortiz Pizarro, Alberto and Fernández Acín, Isabel. "Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers." In, <https://ssrn.com/abstract=2776636> (2016).25/10/2016.

جدول 4-8: علاوة مخاطرة السوق (%) المستخدمة في 71 بلد في سنة 2016

المتوسط	البلد	المتوسط	البلد	
7,40%	Romania	37	4,70%	Luxembourg
7,50%	Croatia	38	4,80%	Liechtenstein
7,50%	Qatar	39	5,10%	Netherlands
7,60%	Hong Kong	40	5,10%	Switzerland
7,70%	Bahrain	41	5,20%	Sweden
7,80%	Peru	42	5,30%	USA
7,90%	Russia	43	5,30%	Germany
7,90%	Portugal	44	5,30%	UK
7,90%	Taiwan	45	5,30%	Denmark
7,90%	United Arab Emir.	46	5,40%	Canada
8,00%	Indonesia	47	5,40%	Austria
8,10%	India	48	5,40%	Japan
8,10%	Colombia	49	5,50%	Norway
8,10%	Turkey	50	5,50%	Finland
8,10%	Hungary	51	5,60%	Italy
8,10%	Philippines	52	5,60%	Belgium
8,20%	Brazil	53	5,80%	France
8,20%	Bulgaria	54	5,80%	New Zealand
8,20%	Uruguay	55	5,90%	Israel
8,30%	China	56	5,90%	Singapore
8,40%	Thailand	57	6,00%	Australia
9,20%	Costa Rica	58	6,10%	Chile
9,40%	Panama	59	6,20%	Spain
9,80%	Pakistan	60	6,20%	Poland
9,90%	Vietnam	61	6,30%	South Africa
9,90%	Senegal	62	6,30%	Czech Republic
10,70%	Bolivia	63	6,50%	Malaysia
11,10%	Nigeria	64	6,60%	Ireland
11,30%	Serbia	65	6,60%	Saudi Arabia
11,80%	Argentina	66	6,70%	Korea
11,80%	Ecuador	67	6,70%	Kuwait
13,00%	Greece	68	6,80%	Malta
13,80%	Egypt	69	6,90%	Kazakhstan
14,60%	Ukraine	70	6,90%	Oman
15,30%	Venezuela	71	7,10%	Slovenia
			7,40%	Mexico
<b>7,63%</b>	<b>متوسط جميع البلدان</b>			

**Source:** Fernandez, Pablo and Ortiz Pizarro, Alberto and Fernández Acín, Isabel. "Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers."

In, <https://ssrn.com/abstract=2776636> (2016).25/10/2016. P.4

في هذه الدراسة لم تتم الإشارة الى الجزائر، ربما لعدم وجود اجابات كافية على الاسئلة المطروحة أو لأسباب اخرى، لكن السؤال الذي نطرحه هو كالتالي: أين يمكن أن نضع العائد على مخاطر السوق في الجزائر؟ امامنا خيارين هما: أن نعتمد على العائد المتوسط لعينة الدراسة وهذا المتوسط هو 7.63% أو أن نحسب متوسط العائد على مخاطر السوق مع استبعاد البلدان العشرون الأولى في القائمة وهي في معظمها دول صناعية جد متقدمة ومستقرة، وفي هذه الحالة نجد أن متوسط علاوة مخاطر السوق يرتفع الى 8.51%. ويمكننا حساب المتوسط بين القيمتين لاعتمادها كعلاوة على مخاطر السوق في الجزائري:

$$\%8.07 = 2 / (\%8.51 + \%7.63)$$

### خلاصة علاوة مخاطر السوق

لدينا مجموعة تقديرات لعلاوة مخاطر السوق من مصادر مختلفة نلخصها كالتالي:

**جدول 5-8:** تقديرات علاوة مخاطر السوق للجزائر بعض الهيئات والخبراء

علاوة مخاطر السوق	المرجع
%10,90	بنك الأعمال القرض السويسري 2016 المعدلة لمخاطر الجزائر
%12,71	الأستاذ "داموداران"
%8,07	الأستاذ "بابلو فيرناندي"
%10,56	المتوسط

المصدر: تجميع الباحث

يبين الجدول 5-8 متوسط علاوة مخاطر السوق للجزائر الذي يساوي 10.56% اعتمادا على المرجعيات الثلاث والذي سيستخدم فيما يلي لحساب تكلفة الاموال الخاصة.

### 5.2. حساب تكلفة الاموال الخاصة لشركة اسمنت عين التوتة

بالاعتماد على متوسط علاوة مخاطر السوق (الجدول 5-8) نستنتج تكلفة الأموال لشرك

سيمات عين التوتة كالتالي:

$$k_{cp} = k_f + \beta (k_m - k_f)$$

$$\text{حيث: } k_f = 3.5\%$$

$$0.86 = \beta$$

$$10.56\% = k_m - k_f$$

$$k_{cp} = \%3.5 + 86 \times (\%10.56)$$

$$k_{cp} = 12.58 \%$$

إذا تكلفت الأموال الخاصة تساوي 12.58%. قبل استخدام هذا المعطى نقوم بإجراء تحليل الحساسية أو ما يسمى بتحليل "ماذا لو" من خلال تغيير قيم مدخلات علاوة مخاطر السوق ومؤشر المخاطرة "بيتا"، ويتم ذلك بتغيير قيمة علاوة مخاطر السوق بنصف نقطة ومؤشر "بيتا" بـ 0.05 نقطة الجدول 8-6.

## 6.2. تحليل الحساسية لتكلفة الأموال الخاصة: تأثير علاوة مخاطر السوق ومعامل المخاطرة $\beta$

جدول 8-6: تحليل الحساسية لتكلفة الأموال الخاصة

تأثير علاوة مخاطر السوق ومعامل المخاطرة  $\beta$

علاوة مخاطر السوق								معامل المخاطرة $\beta$
	9.06%	9.56%	10.06%	10.56%	11.06%	11.56%	12.06%	
0.71	0.099326	0.102876	0.106426	0.109976	0.113526	0.117076	0.120626	
0.76	0.103856	0.107656	0.111456	0.115256	0.119056	0.122856	0.126656	
0.81	0.108386	0.112436	0.116486	0.120536	0.124586	0.128636	0.132686	
0.86	0.112916	0.117216	0.121516	0.125816	0.130116	0.134416	0.138716	
0.91	0.117446	0.121996	0.126546	0.131096	0.135646	0.140196	0.144746	
0.96	0.121976	0.126776	0.131576	0.136376	0.141176	0.145976	0.150776	
1.01	0.126506	0.131556	0.136606	0.141656	0.146706	0.151756	0.156806	
1.06	0.131036	0.136336	0.141636	0.146936	0.152236	0.157536	0.162836	

المصدر: إعداد الباحث

إن تحليل الحساسية هو تحليل من قبيل تحليل ماذا لو؟ ففي أي عملية تتنبؤ من المستبعد أن تتحقق التقديرات بخصوص جميع المتغيرات كما تم توقعها. نلاحظ أن تكلفة الأموال الخاصة تراوحت بين 9.93% كحد أدنى و 16.28% كحد أقصى. نلاحظ أيضا أن تأثير المتغيرين متقارب نوعا ما مع منح أفضلية صغيرة لمعامل المخاطر "بيتا"، فمثلا عند زيادة علاوة مخاطر السوق بنقطة من 10.56% إلى 11.56% فقط بلغت تكلفة الأموال الخاصة 13.44% وعندما زاد مؤشر المخاطرة "بيتا" من 0.86 إلى 0.96 بلغت تكلفة الأموال الخاصة 13.63%.

نعتمد أن تكلف أموال الخاصة تدور حول 12.58% هي نسبة معقولة في ظل الظروف الاقتصادية والسياسية الحالية في الجزائر. فالمخاطر العديدة لا تسمح لأي مستثمر المغامرة في مشاريع مردوديتها منخفضة. سوف نعتمد على تكلفة للأموال الخاصة تساوي 12.58% وتمثل العائد الأدنى المتوقع أو المطلوب من مستثمر خاص في مجال قطاع الاسمنت في الجزائر.

## 7.2. مدة التحيين أو الأفق الزمني (Durée d'actualisation)

إن مدة التحيين لها علاقة بمدة حياة الشركة. وبما المناجم المستغلة من المواد الأولية وحسب تصريحات مسؤوليها واستنادا إلى الدراسات التقنية تعتبر كافية لمدة 100 سنة فإننا سنقسم فترة التحيين إلى مرحلتين:

1. مرحلة أولى مدتها 5 سنوات؛

2. مرحلة ثانية تسمى بالمرحلة الختامية تمتد من السنة السادسة إلى ما لا نهاية.

## 8.2. حساب التدفقات النقدية الحرة FCFF

ننطلق من حساب النتائج للسنوات الخمس الأخيرة مع إدخال بعض التعديلات الناتجة عن الفرضيات المتبعة مثل معدل النمو المتوقع ونسبة الفائض الإجمالي للاستغلال على المبيعات. لحساب التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة ننتقل من النتيجة العملياتية أي الربح قبل الفوائد والضرائب "EBIT" ثم نطرح منه الضريبة على الربح دون الرجوع إلى الربح الجبائي الخاضع للضريبة، فنحصل على صافي النتيجة العملياتية بعد الضريبة أو ما يسمى بـ "NOPAT".

لقد اعتمدنا على نتيجة العمليات لسنة 2015 واعتمدنا على معدل نمو يساوي 3% للمرحلة الصريحة الأولى أي للخمس سنوات من 2016 إلى 2020. إن اختيار نسبة 3% اعتمد على أساس أن قطاع الاسمنت سيعرف تنافسا متزايدا عندما يتم تغطية الطلب الوطني من مادة الاسمنت. ثم إن شركة اسمنت عين التوتة تستغل طاقتها الإنتاجية بأكثر من 100%. فمصادر النمو في المدى القريب يمكن أن تكون النواحي التالية:

- التوجه نحو إنتاج بعض أنواع الاسمنت المتخصص الذي يحتوي سعر بيعه على علاوة خاصة من شأنها زيادة رقم الأعمال والربحية.
  - إقامة فرع لإنتاج الحصى ما زال في بداياته الأولى ويمكن أن يكل محورا للنمو.
  - التوسع في إنتاج الخرسانة الجاهزة بحكم تواجد المواد الأساسية اللازمة من اسمنت وحصى وهذا مصدر لزيادة القيمة المضافة.
- بالإضافة إلى العوامل السابقة نعتقد أن التسيير الجيد والاحترافي المعتمد في هذه الشركة سيساهم في تحقيق وفورات في الإنتاجية بأنواعها.

من جهة أخرى نعتقد أن التوجه العام من قبل الدولة الجزائرية يميل إلى تقليص الدعم للطاقة سواء الغاز والوقود أو الطاقة الكهربائية كما هو الشأن في بلدان أخرى قريبة مثل تونس، المغرب أو مصر. إن تقليص الدعم عن الطاقة سيؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج وتقليص الربح. إن توقعات النمو

الاقتصادي للجزائر لسنة 2016 حسب الحكومة الجزائرية حددت بـ4.6% وهي بعيدة عن توقعات البنك الدولي بـ0.9% فقط. وإذا كان متوسط النمو السنوي للسنوات الثلاث الماضية قدر بـ3% وبحكم الأزمة المالية الناتجة عن تراجع أسعار الطاقة في العالم وبحكم أن شركات مواد البناء تعتمد على الإنفاق الحكومي في مجال السكن والبناء والأشغال العمومية فإننا لا نعتقد أن يكون معدل نمو الشركة أكبر من معدل نمو الاقتصاد ككل. لهذه الأسباب يمكن أن نعتد معدل نمو يساوي 2% وهو معدل نعتقد أنه توفيق بين عناصر القوة في شركة اسمنت عين التوتة من جهة والبيئة الاقتصادية العامة غير الملائمة. يبين الجدول 7-8 التقديرات للفترة من 2016 إلى 2020 لكل من المبيعات، الربح قبل الفوائد والضرائب، الاستثمارات الإضافية والاهتلاكات المتوقعة بناء على متوسط السنوات الأربع الأخيرة. أما بخصوص الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) فتم اعتماد هامش (EBIT) على رقم الأعمال لسنة 2016 وهو 41% ثم قمنا بتقليصه للسنوات التالية بنصف نقطة لكل سنة ليصل إلى نسبة 38.5% في سنة 2020.

### 1.8.2. حساب التدفقات النقدية الحرة للفترة 2016-2020

تم حساب التدفقات النقدية الحرة للفترة 2016-2020 وفق القاعدة المعروفة في مجال تقييم

المؤسسات وهي كالتالي:

EBIT	الربح قبل الفوائد والضرائب
ناقص	الضريبة على الربح
= NOPAT	النتيجة العملياتية بعد الضريبة
زائد AMORT	مخصصات الاهتلاك
ناقص INVΔ	الاستثمارات الإضافية
ناقص BFRΔ	تغير احتياجات رأس المال العامل
FCFF =	التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة

**جدول 8-7: تقديرات نتيجة الاستغلال قبل الضريبة، الاستثمارات الإضافية والاهتلاكات للفترة 2016-2020 (الوحدة: دج)**

معدل نمو المبيعات CA	2%	توقع زيادة طفيفة بسبب تغطية الطاقة الإنتاجية القصوى
INV/CA	7,5%	متوسط الاستثمارات الإضافية لآخر أربع سنوات
AMORT/CA	5,8%	متوسط اهتلاك آخر أربع سنوات

2020	2019	2018	2017	2016	2015	
7 849 541 929	7 695 541 107	7 544 648 144	7 396 713 866	7 251 680 261	7 109 490 452	رقم الأعمال (CA)
38,5%	39,0%	39,5%	40,0%	40,5%	41,0%	نسبة نتيجة الاستغلال على رقم الاعتمال (EBIT/CA)
3 022 038 993	3 001 261 032	2 980 136 017	2 958 685 546	2 936 930 506	2 914 891 085	النتيجة العملياتية قبل الضرائب (EBIT)
7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	نسبة نتيجة الاستثمارات الإضافية على رقم الأعمال (INV/CA)
588 708 895	577 165 583	565 848 611	554 753 540	543 876 020	533 211 784	الاستثمارات الإضافية السنوية (ΔINV)
5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	نسبة الاهتلاكات على رقم الأعمال (AMORT/CA)
455 268 212	446 341 384	437 589 592	429 009 404	420 597 455	412 350 446	الاهتلاكات السنوية التقديرية (AMORT)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لشركة "سيمات"

يبين الجدول 8-8 تقييم شركة "سيمات" وفق طريقة التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة هذه التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة للفترة 2016-2020 مع قيمتها الحالية على أساس معدل خصم يساوي 12.58% ومعدل ضريبة على الأرباح يساوي 23%.

### 2.8.2. حساب القيمة الختامية للمرحلة الضمنية ما بعد سنة 2020

لحساب القيمة الختامية للمرحلة الضمنية أي ما بعد 2020 نعتد على التدفقات النقدية الحرة لسنة 2020 وعلى معدل نمو في الأمد البعيد بـ3% وهو معدل محافظ نعتد انه غير مبالغ فيه لكون التوقعات الحالية تتجه نحو تنويع الاقتصاد والتخلص من التبعية المفرطة للمحروقات. فإذا نجحت الإصلاحات الاقتصادية العميقة وتم التحول نحو النموذج الاقتصادي الجديد فان النمو يعود من جديد وبمعدلات أعلى. القيمة الختامية (VT) تساوي:

$$VT = \left( \frac{FCFF_n(1+g)}{(k_{CP} - g)} \right) * (1 + k_{CP})^{-n}$$

حيث:

FCFF<sub>n</sub>: تدفقات السنة الخامسة = 2 082 820 372

g: معدل النمو طويل الأمد = 2.5%

k<sub>CP</sub>: معدل الخصم = 12.58%

n = 5 (آخر سنة من المرحلة الأولى)

$$VT = \left( \frac{2082820372 * (1.025)}{(12.58 - 0.025)} \right) * (1.1258)^{-5} = 11103505175$$

يبين الجدول 8-8 في السطر الأخير القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسنوات الخمسة إضافة الى القيمة الختامية للفترة ما بعد السنة الخامسة.

### 3.8.2. تحليل الحساسية للقيمة الختامية

نظرا للوزن الكبير الذي تمثله القيمة الختامية في مجموع قيمة الاستغلال قمنا بتحليل الحساسية للقيمة الختامية من حيث مدى تأثرها بمتغيرين هما تكلفة الأموال K<sub>CP</sub> ومعدل النمو في المدى البعيد g- الجدول 8-9 A و B.

نعلم أن تخفيض معدل النمو يؤدي إلى خفض القيمة الختامية كما أن زيادة معدل الخصم يؤدي أيضا إلى تخفيضها. أي المتغيرين أكثر تأثيرا على القيمة الختامية؟ مثلا لو افترضنا أن تكلفة الأموال الخاصة تتغير ب +/- 0.5% ويتغير معدل النمو ب +/- 0.5% فإن مجال القيمة الختامية سيتراوح بين 10.3 مليار دج كحد ادنى و 13.22 مليار دج كحد اقصى وبمتوسط قدره 11.76 مليار دج. أما بانسب المؤوية فإن التغير يتراوح بين -11% و +14%. لهذا نرى أن أي تغير طفيف في المؤشرين لن يؤثر كثيرا في القيمة الختامية.



جدول 8-8: تقديرات القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للمؤسسة للمرحلتين الصريحة والضمنية (الوحدة: دج)

g2	معدل النمو للمرحلة الختامية	2,00%
T	معدل الضريبة على الربح	23,00%
Kcp	تكلفة الأموال الخاصة	12,58%

ادج

القيمة الختامية (ما بعد 2020)	2020	2019	2018	2017	2016	2015	فروض التقييم :
	3 022 038 993	3 001 261 032	2 980 136 017	2 958 685 547	2 936 930 506	2 914 891 085	النتيجة العملياتية قبل الضرائب (EBIT)
	695 068 968	690 290 037	685 431 284	680 497 676	675 494 016	670 424 950	الضريبة النظرية على الربح (IBS)
	2 326 970 024	2 310 970 994	2 294 704 733	2 278 187 871	2 261 436 489	2 244 466 136	النتيجة العملياتية بعد الضرائب (NOPAT)
	455 268 212	446 341 384	437 589 592	429 009 404	420 597 455	412 350 446	مخصصات الإهلاك (AMO)
	110 708 969	110 708 969	110 708 969	110 708 969	110 708 969	110 708 969	ناقص تغير احتياجات رأس المال العامل (Δ BFR)
	588 708 895	577 165 583	565 848 611	554 753 540	543 876 020	533 211 784	ناقص صافي الاستثمارات الإضافية (INV)
2 124 476 780	2 082 820 372	2 069 437 826	2 055 736 745	2 041 734 766	2 027 448 956	2 012 895 829	التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة (FCFF)
∞	5	4	3	2	1	0	السنوات (n)
5,226465773	0,552960079	0,622522457	0,700835782	0,789000923	0,888257239		معامل القيمة الحالية (% 12.58)
11 103 505 175	1 151 716 517	1 288 271 520	1 440 733 869	1 610 930 615	1 800 896 212		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة

المصدر: إعداد الباحث

جدول 8-9A: تحليل الحساسية للقيمة الختامية: تأثير تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو g

		تكلفة الأموال الخاصة						
		11.08%	11.58%	12.08%	12.58%	13.08%	13.58%	14.08%
معدل النمو g	#####							
	1.00%	12 462 698 859	11 610 061 909	10 841 056 725	10 144 653 260	9 511 654 250	8 934 330 744	8 406 141 227
	1.50%	13 113 152 870	12 185 957 837	11 353 393 999	10 602 444 472	9 922 347 439	9 304 129 202	8 740 248 589
	2.00%	13 835 242 786	12 821 968 162	11 916 558 384	11 103 505 175	10 370 106 800	9 705 861 896	9 102 013 846
	2.50%	14 641 492 366	13 528 023 678	12 538 508 196	11 654 274 281	10 860 187 462	10 143 852 054	9 495 019 625
	3.00%	15 547 525 309	14 316 370 046	13 228 954 682	12 262 534 942	11 398 887 237	10 623 240 147	9 923 495 240
	3.50%	16 573 087 665	15 202 284 034	13 999 872 787	12 937 784 664	11 993 818 721	11 150 186 583	10 392 469 495
	4.00%	17 743 503 460	16 205 073 218	14 866 201 549	13 691 734 819	12 654 271 294	11 732 137 866	10 907 968 974

جدول 8-9B: تحليل الحساسية للقيمة الختامية: تأثير تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو g التغيير بالنسب المئوية

		تكلفة الأموال الخاصة							
		-	11.08%	11.58%	12.08%	12.58%	13.08%	13.58%	14.08%
معدل النمو g	1.00%	7%	0%	-7%	-13%	-18%	-23%	-28%	
	1.50%	13%	5%	-3%	-9%	-15%	-20%	-25%	
	2.00%	19%	10%	2%	-5%	-11%	-17%	-22%	
	2.50%	26%	16%	8%	0%	-7%	-13%	-19%	
	3.00%	33%	23%	14%	5%	-2%	-9%	-15%	
	3.50%	42%	30%	20%	11%	3%	-4%	-11%	
	4.00%	52%	39%	28%	17%	9%	1%	-6%	

المصدر: من إعداد الباحث

## 3. تلخيص نتيجة التقييم بالتدفقات النقدية الحرة

بينما يلخص الجدول 8-10 هذه التدفقات، بلغت مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمرحلة الأولى (5 سنوات) 7.292.548.733 دج أي سبعة ملايين ومائتان اثنان وتسعون مليون وخمسمائة وثمانية وأربعون ألف وسبعمئة وثلاثة وثلاثون ديناراً، وتمثل ما يقرب من 40% من قيمة الإجمالية المقدره لأصول الاستغلال للشركة. أما قيمة المرحلة الثانية أي القيمة الختامية فقدرت بـ11.103.505.175 دج أي أحد عشر ملياً ومائة وثلاث مليون وخمسمائة وخمسة آلاف ومائة وخمسة وسبعون ديناراً، وتشكل ما يقرب من 60% من قيمة أصول الاستغلال. بعد جمع قيمة المرحلتين نحصل على القيمة الاقتصادية لأصول الاستغلال وتبلغ 18.396.053.908 دج وتضاف إليها التوظيفات المالية (ودائع في حسابات بنكية) والنقد المتاح وتطرح الخصوم غير الجارية، تكون قيمة شركة اسمنت تساوي 25.891.492.947 دج.

## جدول 8-10: تقييم شركة اسمنت عين التوتة تلخيص طريقة التدفقات النقدية الحرة

39,64%	7 292 548 733	القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للمرحلة الأولى
60,36%	11 103 505 175	القيمة الختامية للمرحلة الثانية ما بعد 2020
100,00%	18 396 053 908	القيمة الاستغلالية للمؤسسة
	3 507 612 660	زائد أصول خارج الاستغلال توظيفات مالية
	5 168 272 273	زائد خزينة الأصول أو القيم المتاحة الزائدة (أي نقد بعد خصم احتياجات رأس المال العامل)
	1 180 445 894	ناقص الخصوم غير الجارية
	25 891 492 947	يساوي قيمة الأموال الخاصة

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لشركة "سيمات"

أما قيمة السهم الواحد فيساوي 2.301.466 دج بناء على عدد الأسهم الذي يساوي 11250 سهم. وبمقارنة القيمة التقديرية للشركة مع قيمتها المحاسبية نحصل على مضاعف يساوي 1.86 مرة، أما عندما نسحب السيولة النقدية والتوظيفات البنكية التي نعتبرها ضمن شبه السيولة فإن المضاعف السابق ينزل إلى 1.26 مرة. يبين الجدول 8-11 المضاعفات الضمنية للقيمة المقدره حيث نلاحظ أن مضاعف الربح، الربح قبل الفوائد والضرائب والربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات بلغت على التوالي: 12.10، 8.93 و 7.44 مرة القيمة المقدره. تفيد هذه المضاعفات الضمنية للمقارنة عند تقييم المؤسسة بطريقة المضاعفات.

## جدول 8-11: حساب بعض المضاعفات الضمنية لقيمة المؤسسة وفق طريقة FCF (مرجع 2015)

مضاعف القيمة الدفترية	مضاعف المبيعات	مضاعف EBITDA	مضاعف EBIT	مضاعف PER	
25.891.492.947	25.891.492.947	25.891.492.947	25.891.492.947	25.891.492.947	قيمة الأموال الخاصة
				2.150.808.630. 12.10	النتيجة الصافية
			2.915.085.620 8.88		الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات
		3.494.773.475 7.41			الربح قبل الفوائد والضرائب
	7.457.229.821 3.47				المبيعات
14.564.402.395 1.78					القيمة الدفترية للأموال الخاصة

المصدر: إعداد الباحث

## تحليل الحساسية لقيمة أصول الاستغلال

إثر معدل الخصم ومعدل النمو تتراوح قيمة أصول الاستغلال بين 15.436.654.629 دج كحد أدنى عند أسوأ السيناريوهات (14.08% و 1%) و 25.314.229.703 دج كحد أقصى ويعني عند السيناريو الأمثل (11.08% و 4%) انظر الجدول 8-12.

أما لو كان التغير تدريجي ب +/- 0.5% لكل من تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو فإن مجال القيمة يتراوح بين 17.57 مليار دج و 20.6 مليار دج كحد أقصى. أما الانحراف بالنسب المئوية فيكون بين -7.2% و +8.76% وهو مجال ضيق نسبياً.

جدول 8-12: تحليل الحساسية لقيمة أصول الاستغلال: تأثير تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو g

		تكلفة الأموال الخاصة						
		11.08%	11.58%	12.08%	12.58%	13.08%	13.58%	14.08%
معدل النمو g	#####							
	1.00%	20 033 425 102	19 086 189 728	18 224 475 011	17 437 201 993	16 715 126 027	16 050 472 244	15 436 654 629
	1.50%	20 683 879 113	19 662 085 656	18 736 812 285	17 894 993 205	17 125 819 216	16 420 270 702	15 770 761 991
	2.00%	21 405 969 029	20 298 095 982	19 299 976 670	18 396 053 907	17 573 578 577	16 822 003 396	16 132 527 247
	2.50%	22 212 218 609	21 004 151 497	19 921 926 481	18 946 823 013	18 063 659 238	17 259 993 554	16 525 533 026
	3.00%	23 118 251 552	21 792 497 866	20 612 372 968	19 555 083 675	18 602 359 013	17 739 381 647	16 954 008 641
	3.50%	24 143 813 908	22 678 411 854	21 383 291 073	20 230 333 397	19 197 290 497	18 266 328 083	17 422 982 896
	4.00%	25 314 229 703	23 681 201 038	22 249 619 834	20 984 283 552	19 857 743 070	18 848 279 366	17 938 482 375

المصدر: إعداد الباحث

### المبحث الثالث: تقييم شركة "سيمات" بطريقة المضاعفات (Méthode des Multiples)

تسمح هذه الطريقة بتقدير قيمة المؤسسة بناءً على مؤسسات اسمنتية مرجعية معروفة على النطاقين الجهوي والعالمي. لهذا الغرض يتم حساب مجموعة من المضاعفات القطاعية على أساس المؤشرات التالية: رقم الأعمال، الربح قبل الفوائد، الضرائب، الاهتلاكات وخسائر القيمة مضاعف السعر على الربح، والسعر على القيمة المحاسبية، لعينة من المؤسسات المختارة من قطاع الاسمنت من اجل تحديد القيمة السوقية لمؤسسة اسمنت عين التوتة. كنا تمنينا لو نجحت عملية دخول شركة اسمنت عين الكبيرة- سطيف إلى بورصة الجزائر، لكن لم يتم ذلك لأسباب يجب البحث عنها. ورغم يمكننا الاطلاع على النشرة الإعلامية المودعة لدى لجنة مراقبة عمليات البورصة للاستدلال بالمضاعفات المستخدمة وبمضاعفات الشركة نفسها بعد تقييمها. سوف نركز على المتغيرات التالية: رقم الأعمال، EBITDA، و EBIT، القيمة الدفترية للأموال الخاصة، النتيجة الصافية.

#### 1. خطوات الطريقة

- اختيار عينة الشركات الشبيهة أو على الأقل تلك التي لها نقاط مشتركة مع شركة اسمنت عين التوتة
  - تعريف المضاعف وتوصيفه ثم حسابه.
  - إسقاط المضاعفات السالفة على متغيرات شركة اسمنت عين التوتة واستنتاج قيمة المؤسسة وقيمة أموالها الخاصة.
  - حساب قيمة توفيقية من النتائج المتحصل عليها.
- أما المضاعفات التي سنحسبها فهي:
1. لحساب قيمة الأموال الخاصة مباشرة:
    - مضاعف السعر على ربح السهم (PER).
    - مضاعف السعر على مبيعات السهم (P/S).
    - مضاعف السعر على القيمة الدفترية للسهم (P/ B).
  2. لحساب قيمة المؤسسة ككل وحساب قيمة الأموال الخاصة بطريقة غير مباشرة
    - مضاعف الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات وخسائر القيمة (EBITDA).

المضاعفات التي لم يتم حسابها:

▪ مضاعف قيمة المؤسسة على الطاقة الإنتاجية الإنتاج بالطن إن وجدت هذه المعلومة.

## 2. دراسة واختيار العينة المناسبة وحساب متوسط المضاعفات المتاحة

ارتأينا دراسة مجموعة شركات تكون مدرجة في الأسواق المالية ومن مناطق متفرقة مثل المملكة العربية السعودية، المملكة المغربية، شركات افريقية، مصر والولايات المتحدة الأمريكية ثم نحسب متوسط جميع العينات.

### 1.2. المملكة العربية السعودية

تم الاستدلال بشركات الاسمنت في هذا البلد كونه بلد بترولي يعيش ظروفًا مشابهة لظروف الجزائر ويملك قطاعًا اسمنتيًا متطورًا يشكل من شركات كبيرة مسجلة في سوق الرياض للأوراق المالية وهي السوق الأهم في منطقة الشرق الأوسط. اخترنا عينة من أهم الشركات السعودية التي ينشر عنها موقع غوغل مالية (Google Finance) المعلومات الحديثة والملائمة. ومع بعض التصرف قمنا بحساب خمسة مضاعفات مع متوسط كل مضاعف وانحرافه المعياري. أخذنا متوسط العينة لكل مضاعف نظرًا للتباين بين الشركات والوضع الخاص بكل واحدة الجدول 8-13.

### 2.2. المغرب

يمثل دولة مغربية جارة للجزائر حيث تهيمن الشركات العالمية للأسمنت على السوق المغربية وخاصة بعد اندماج "لافارج" الفرنسية مع "هولسيم" السويسرية واستحواذ الألماني "هايدلبرغ" على الإيطالي "إيطالسيمانتي" إلا أن وجود بعض شركات الاسمنت في بورصة الدار البيضاء يمنح لنا بعض المؤشرات الاستدلالية يمكن مقارنتها بمناطق أخرى.

من المشاكل التي تحد من فعالية طريقة المقارنات الاختلاف بين الشركات من حيث النمو وأنواع المخاطر ونموذج الاستغلال، خاصة إذا تواجدت تلك المؤسسات في مناطق مختلفة. إن حجم هذه المجمعات والتي يشاركها مستثمرون مغاربة من مؤسسات أو أفراد، لا يمكن مقارنته بشركة اسمنت عين التوتة بل بالشركة الأم أي مجمع "جيكا" الجزائر.

جدول 8-13: حساب بعض مضاعفات عينة من أهم الشركات السعودية للاسمنت

اسم الشركة	السعر على ربح السهم مرة	السعر على القيمة الدفترية للسهم مرة	السعر على المبيعات للسهم مرة	الإيراد (رقم الأعمال) مليون ريال	النتيجة الصافية مليون ريال	EBITDA مليون ريال	EBIT مليون ريال	مضاعف EV/EBIT مرة	مضاعف EV/EBITDA مرة	EV قيمة المؤسسة مليون ريال
اسمنت الجوف	16,56	0,74	3,32	336,29	76,34	148,31	88,78	21,77	13,03	1932,98
اسمنت القصيم	11,16	2,74	5,03	1023,9	586,44	677,62	601,44	7,42	6,58	4460,6
الأسمنت السعودي	9,75	2,68	4,51	1932,39	944,15	1249,06	963,68	9,52	7,34	9173,69
اسمنت نجران	11,99	0,92	1,81	1086,65	255,62	437,89	309,26	8,52	6,02	2634,31
اسمنت المدينة	11,01	1,23	4,49	560,52	241,86	344,85	254,31	9,32	6,87	2369,62
اسمنت اليمامة	7,55	1,02	2,9	1311,06	641,94	882,57	677,69	5,02	3,85	3402,24
اسمنت العربية	6,96	1,35	2,62	1642,56	619,33	835,55	658,34	6,61	5,21	4349,06
اسمنت الشمالية	12,67	1,03	1,81	1129,8	207,59	337,77	246,86	12,85	9,39	3172,72
اسمنت تبوك	15,06	0,91	4	272,41	89,83	147,74	92,89	17,05	10,72	1583,5
اسمنت ينبع	7,62	1,33	3,05	1612,98	806,21	1034,7	825,68	6,24	4,98	5150,03
اسمنت الجنوب	9,02	2,86	4,51	2047,27	1 038,61	1222,23	1053,12	9,18	7,91	9670,77
متوسط مضاعفات العينة	10,85	1,52	3,45					10,32	7,45	
الانحراف المعياري	3,1	0,81	1,13					4,82	2,58	

Source: <https://www.google.com/finance?q=TADAWUL> (مع تصرف من الطالب)



إن هذه الملاحظة لا تمنعنا من الاستدلال ببعض مضاعفات السوق المغربية للأسمنت بالنظر إلى تاريخ تواجدها في بورصة الدار البيضاء مع التقليل من تأثيرها من خلال الاعتماد على معطيات شركات ومناطق أخرى (الجدول 8-14). نشير إلى أن شركة "لافارج" المغرب تولي أهمية بالغة في تعاملها مع البيئة حيث أن مصانعها الثلاث في المغرب تشتغل بنسبة 100% بطاقة الرياح النظيفة.

#### جدول 8-14: مضاعفات القيمة لشركات الاسمنت المغربية عند 2015/12/31

الشركة	مضاعف النتيجة الصافية (PER)	مضاعف EBIT	مضاعف EBITDA	مضاعف المبيعات	مضاعف القيمة الدفترية
LAFARGE	20,21	13,38		9,96	5,82
HOLCIM	15,8	9,69		2,57	4,4
CMA	13,73	12,58		3,96	2,35
متوسط مضاعفات العينة	16,58	11,88		5,5	4,19
الانحراف المعياري	3,31	1,94		3,93	1,74
الانحراف/المتوسط %	20%	16%		71%	42%

المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء وبعض استنتاجات الباحث

نلاحظ ارتفاعا لمضاعفات لشركة "لافارج وهولسيم" قبل اندماجهما كونهما تتمتعان بمكانة رفيعة في السوق مما يجعل لأسهمهما قيم أمان يلجأ إليها المستثمرون. لشركات الاسمنت المغربية رسمة سوقية معتبرة وهذا من خلال مضاعف الربح (PER) نعتقد أنها دليل على ثقة المستثمرين في هذه الشركات ربما لكونها تمثل خيرة الشركات العالمية في مجال قطاع مواد البناء، فهي مسيرة بشكل عالي الاحترافية ومندمجة. نلاحظ من الجدول 8-14 التفاوت الكبير بين مضاعفات الشركات كما يبينه الانحراف المعياري لكل مضاعف خاصة مضاعفات المبيعات والقيمة الدفترية.

### 3.2. العينة الإفريقية

تعتبر البلدان الإفريقية جنوب الصحراء من أقل مناطق العالم عمرانا، لهذا تتوقع شركات الاسمنت العالمية إقبالا كبيرا على مواد البناء وخاصة منها الاسمنت. يتميز مشهد الاسمنت جنوب الصحراء بصعود مؤسسة الاسمنت النيجرية "دانغوت" لصاحبها رجل الأعمال "اليكو دانغوت" الذي توسعت استثماراته في قطاع الاسمنت إلى خارج نيجيريا كالسنيغال، كينيا، إثيوبيا، زامبيا والكاميرون ويصوب إلى إنتاج 50 مليون طن بحلول سنة 2017 منافسا بذلك العملاق الجديد "لافارج هولسيم" في أسواقه التقليدية في إفريقيا وأيضا شركات الاسمنت من جنوب إفريقيا.

تتكون العينة الإفريقية الأولية لبلدان ما وراء الصحراء من ثلاثة عشر شركة اسمنت من خمسة بلدان الجدول 8-15. من خلال متوسط المضاعفات نلاحظ أن تقييم شركات الاسمنت الإفريقية منخفض مقارنة بمناطق أخرى في العالم رغم التباين الكبير فيما بين شركات العينة. نلاحظ أن شركة "دانغوت" النيجيرية هي الأعلى من حيث التقييم بمضاعفات المبيعات والقيمة الدفترية أي 5.86 و 4.54 مرة على التوالي. قد يكون ذلك نتيجة لثقة الأسواق الإفريقية في إستراتيجية مالك الشركة رجل الأعمال النيجيري "اليكودانغوت".

#### جدول 8-15: مضاعفات القيمة لشركات اسمنت افريقية

مضاعف القيمة الدفترية	مضاعف المبيعات	مضاعف EBITDA	مضاعف الربح (PER)	الرسمة السوقية (مليار)	ربح السهم	البلد	الاسم
2,64	1,37	6,34	11,71	2,73	11,67	ج.افريقيا	Afrimat Ltd
0,88	1,08	- 107,84	- 5,14	14,73	- 5,84	كينيا	ARM Cement
0,84	2,27	8,60	23,74	44,68	0,84	نيجيريا	Ashaka Cement
2,17	1,49	5,85	11,19	58,44	14,38	كينيا	Bamburi Cement
0,85	0,73	2,42	10,84	8,78	0,65	نيجيريا	CCN Nigeria
4,54	5,86	8,36	18,96	3 195,10	9,89	نيجيريا	Dangote CEMENT
0,20	0,33	- 2,85	0,39	2,79	79,52	كينيا	EA Portland Cement
2,29	1,17	6,29	- 23,96	298,87	- 2,49	نيجيريا	Lafarge Africa
1,18	1,54	3,48	6,21	2,00	1,61	زمبيا	Lafarge Cement
1,52	0,46	5,67	8,23	4,72	6,54	ج.افريقيا	PPC Ltd
0,85	0,85	7,23	12,15	0,75	2,21	ج.افريقيا	Sephku Holdings
0,57	0,52	9,61	13,02	108,24	130,56	طنزانيا	Tanga Cement
1,93	1,42	3,87	7,33	412,02	312,39	طنزانيا	Tanzania Portland
<b>1,57</b>	<b>1,47</b>	<b>6,16</b>	<b>9,04</b>	<b>متوسط العينة معدل</b>			

Source: <http://www.aibcapital.com- cementcompany report august 2016> .Accessed on /

10/11/2016

للحصول على أرقام منسجمة قدر الإمكان وجب اختيار الشركات التي لها نقاط مشتركة أو متقاربة مع شركة اسمنت عين التوتة. بسبب صعوبة إيجاد المعلومات الدقيقة من مصادر مفتوحة أي مجاناً ارتأينا الاكتفاء بمعيار نسبة الهامش على الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك وخسائر القيمة (EBITDA) والذي يجب أن يكون فوق عتبة 20%. وعليه وبعد التصفية تبقى الشركات المبينة في الجدول 8-16.

جدول 8-16: مضاعفات القيمة لشركات اسمنت افريقية القائمة المختصرة

الاسم	البلد	ربح السهم	الرسملة السوقية (مليار)	مضاعف الربح (PER)	مضاعف EBIT DA	مضاعف المبيعات	مضاعف القيمة الدفترية	% EBIT DA
Afrimat Ltd	ج.افريقيا	11,67	2,73	11,71	6,34	1,37	2,64	20,45%
Dangote CEMENT	نيجيريا	9,89	3 195,10	18,96	8,36	5,86	4,54	50,79%
EA Portland Cement	كينيا	79,52	2,79	0,39	- 2,85	0,33	0,20	29,58%
Lafarge Cement	زمبيا	1,61	2,00	6,21	3,48	1,54	1,18	38,97%
PPC Ltd	ج.افريقيا	6,54	4,72	8,23	5,67	0,46	1,52	25,55%
Tanzania Portland	طنزانيا	312,39	412,02	7,33	3,87	1,42	1,93	32,32%
متوسط العينة معدل								<b>0,3294</b>
								<b>2,00</b>
								<b>1,83</b>
								<b>4,15</b>
								<b>8,81</b>

Source: <http://www.aibcapital.com-cementcompany report august 2016> Accessed on / 10/11/2016

#### 4.2. العينة المصرية

تعتبر صناعة الاسمنت المصرية من أبرز صناعات الاسمنت في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وتقارب قطاع الاسمنت للمملكة العربية السعودية. تعتبر شركة العربية للإسمنت وشركة مصر قنا للإسمنت واسمنت السويس أهم الشركات من حيث الرسملة السوقية في البورصة المصرية. يعاني قطاع الاسمنت المصري في الفترة الحالية العديد من المشاكل أهمها الطاقة الإنتاجية الزائدة والتمويل بالطاقة وتراجع الطلب بسبب الأزمة الاقتصادية التي تعيشها مصر. تتباين أوضاع الشركات المصرية من حيث كفاءة الأداء أو المديونية. لهذا السبب يستحسن الأخذ بمتوسط مضاعفات القيمة

لمجموع القطاع بدل البحث عن الشركات المشابهة لشركة اسمنت عين التوتة. يبين الجدول 8-17 مضاعفات القيمة لـ 8 شركات مدرجة في السوق المالية للقاهرة.

**جدول 8-17: مضاعفات التقييم لشركات الاسمنت المصرية المدرجة في البورصة المصرية - 5**

سبتمبر 2016

رقم الأعمال (مليون ج.م)	المبيعات (طن)	مضاعف الربح P/E	مضاعف الربح التشغيلي EV/EBITDA	مضاعف القيمة الدفترية P/B	مضاعف المبيعات P/S	قيمة الطن دولار امريكي		
2212	4	10.10	4.45	1.8	1.15	67.00	العربية للاسمنت	ARCC
1019	2.7	13.79	10.30	0.8	1.24	64.00	اسمنت جنوب الوادي	SVCE
2646	4.5	8.90	5.44	1.8	0.93	104.00	مصر اسمنت قنا	MCQE
1781	3.3	8.13	3.17	1.0	0.86	27.00	مصر اسمنت بني سويف	MBSC
4247	8	19.99	2.79	0.3	0.47	16.00	اسمنت السويس	SUCE
1261	2.4	54.23	10.77	1.3	1.32	52.00	اسمنت سيناء	SCEM
991	1.9	-11.38	19.72	1.6	0.73	25.00	اسمنت طرة	TORA
2287	3.9	-8.50	7.94	6.7	0.67	60.00	اسمنت الاسكندرية	ALEX
		11.91	8.07	1.90	0.92	51.88	المتوسط	
		20,16	5,61	1,99	0,30	28,75	الانحراف المعياري	

المصدر: شركة الدراسات فاروس-

<http://enterprise.press/wp-content/uploads/2016/09/Cement-Sector-The-Oversupply-Apocalypse-September-5->

بسبب التباعد الكبير بين نتائج العينة وبدل الاعتماد على متوسط المضاعفات لجميع الشركات المدرجة ارتأينا اختيار الشركات التي تتمتع بهامش EBITDA يفوق 20% وبذلك لم يبقى من العينة سوى شركتين هما العربية للإسمنت وشركة مصر اسمنت قنا (الجدول 8-18)

## جدول 8-18: مضاعفات التقييم لشركتي MCQE ; ARCC المصريتين

رقم الأعمال (مليون ج.م)	المبيعات (طن)	مضاعف الربح P/E	مضاعف الربح التشغيلي EV/EBITDA	مضاعف القيمة P/B	مضاعف P/S	قيمة الطن دولار أ.		
2212	4	10,10	4,45	1,8	1,15	67,00	العربية للاسمنت	ARCC
2646	4,5	8,90	5,44	1,8	0,93	104,00	مصر اسمنت قنا	MCQE
		9,50	4,94	1,77	1,04	85,50	المتوسط	
		0,85	0,70	0,01	0,16	26,16	الاتحراف المعياري	

المصدر: شركة الدراسات فاروس

## 5.2. العينة الأمريكية

ينظر إلى السوق الأمريكية على أنها من أكثر أسواق العالم كفاءة وعليه يمكن اعتبار معطيات ومعلومات تلك السوق على أنها تعكس القيمة السوقية العادلة لهذا السبب ارتأينا إدخال عينة من الشركات الأمريكية لتقدير مضاعفات شركات الاسمنت عبر العالم (جدول 8-19).

## جدول 8-19: مضاعفات القيمة لشركات الاسمنت في السوق الأمريكية

EV/ EBITDA	EV/ SALES	EBITDA	نسبة هامش EBITDA	الإيرادات SALES	قيمة المؤسسة EV	اسم المؤسسة
36.20	1.91	1418	5.3%	26 846	51 338	La farge Holcim Ltd
13.24	1.23	2383	9.3%	25 669	31 555	CRH plc
10.16	1.90	2530	18.7%	13 549	25 712	CEMEX,SAB de CV
8.78	1.52	2664	17.4%	15 341	23 389	Heidelberg Cement AG
11.45	1.36	504	11.9%	4 234	5 772	MDU Resources Group inc
17.60	4.46	898	25.3%	3 546	15 803	Vulcan Materials Company
14.14	3.47	826	24.5%	3 370	11 679	Martin Marietta Materials,inc
8.20	1.47	548	17.9%	3 067	4 496	Buzzi Unicem Spa
7.91	1.57	284	19.8%	1 432	2 246	Summit Materials,inc
11.98	3.45	329	28.8%	1 143	3 942	Eagle Materials,inc
11.47	2.06	168	17.9%	937	1 927	Headwaters incorporated
9.17	1.11	127	12.1%	1 048	1 164	US Concrete,inc
<b>13</b>	<b>2</b>	<b>1057</b>	<b>0</b>	<b>8349</b>	<b>14919</b>	المتوسط
<b>11</b>	<b>2</b>	<b>687</b>	<b>0</b>	<b>3458</b>	<b>8726</b>	الوسيط

Source: <http://www.rockproducts.com/features/15878-headwaters-mb>

إن شركات المواد الأساسية الموجهة للبناء في الولايات المتحدة الأمريكية تتمتع بحافظة منتجات موسعة ومتكاملة بسبب نضج السوق الأمريكية واحتدام المنافسة. نظرا لعدم حصولنا على

معطيات كاملة فضلنا الاستغناء عن هذه العينة بسبب توفر مضاعف "EV/EBITDA" فقط دون سواه. تتوفر المعطيات الجيدة لدى شركات المعلومات مثل "بلومبيرغ" و"انفاينشلس" و"فاكت شيت" ولكن مقابل اشتراك الشركات والهيئات مثل الجامعات وهذا ما تعذر علينا.

لا يمكن أن نتجاهل موقع الأستاذ "داموداران" الذي يقدم بيانات متعددة تهم مالية وتقييم المؤسسة ونورد المضاعفات الخاصة بقطاع المواد التموينية للبناء (Construction Supplies). ونلاحظ تراجع في المضاعفات مقارنة بالماضي.

**جدول 8-20: مضاعف السعر على الأرباح لشركات تموين قطاع البناء الأمريكي في جانفي 2016**

القطاع	عدد الشركات	مضاعف P/E الحالي	مضاعف P/E الماضي	مضاعف P/E المتوقع	الرسملة الإجمالية/ صافي الربح الماضي	الرسملة الإجمالية/ صافي الربح
مواد تموين البناء	52	17,54	35,85	14,29	13,45	14,97

Source: [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

## 6.2. العينة الدولية

يبين الجدول 8-21 مضاعفات عينة من شركات الاسمنت العالمية. تشمل العينة الدولية شركات من ثماني بلدان وهي الشركات الرائدة في العالم على غرار شركة "Lafarge Holcim"، "Heidelberg"، "Anhui Conch" الصينية و"Utapradesh" الهندية. نلاحظ أن الشركات الأمريكية في الماضي القريب والشركات الهندية حتى الوقت الحالي لها مضاعفات مرتفعة وتصل إلى مستويات تثير التساؤل عما إذا كان سببها قيمها الأساسية أم هي نتيجة مضاربات أو اضطرابات في أسواق الأوراق المالية. إن مضاعفات العينة الدولية بدورها تكشف عن عدم تجانس كبير بين الشركات خاصة فيما تعلق بمضاعف السعر على الربح الذي تجاوز 48 مرة الربح أو مضاعف "EBITDA" الذي فاق 17 مرة قيمة المؤسسة. ولتفادي تحريف النتائج بسبب تقلبات البورصات ارتأينا الاستغناء عن هذه العينة لتقليل أثر هذه التباينات.

## جدول 8-21: العينة الدولية لشركات الاسمنت 2016

عدد العمال	EV/ EBITDA	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	نسبة الرسملة السوقية إلى EBITDA	EBITDA	نسبة P/E	نسبة الرسملة السوقية إلى المبيعات	EV/ المبيعات	المبيعات	قيمة المؤسسة EV	العملة	الرسملة السوقية (مليون)	البلد الأصلي	اسم الشركة
62000	10,18	1,12	6,65	2510,0	21,08	1,16	1,78	14330	25560	E	16696	ألمانيا	Heidelberg Cement AG
42483	10,20	1,38	4,63	2358,0	19,88	0,93	2,05	11756	24058	\$	10908	المكسيك	CEMEX SAB de CV
2000	14,54	4,18	13,90	344,8	24,56	3,96	4,32	1160	5010	\$	4503	و.م.ا	Eagle Materials Inc.
	9,74	1,64	7,208	523,06	33,18	1,57	1,91	2670	5100	E	3770	إيطاليا	Buzzi Unicem SpA
7187	19,45	3,81	17,81	977	48,02	4,8	5,31	3580	19000	\$	17400	و.م.ا	Vulcan Materials Compan...
100000	19,65	1,03	12,22	2410	16,31	1,06	1,71	27740	47360	E	29460	سويسرا	LafargeHolcim Ltd.
7300	17,36	3,42	17,36	917,74	35,47	4,1	4,59	3470	15930	\$	14270	و.م.ا	Martin Marieta Materia...
14000	17,97	4,15	17,94	781	37,12	3,76	3,79	3708	14035	\$	14009	الهند	UltraTech Cement Limite...
	6,52	2,77	13,83	257	37,89	2,12	2,048	1676	3432	\$	3555	الهند	ACC Limited
45874	8,98	1,39	8,50	1710	17,66	1,97	2,08	7370	15360	\$	14540	الصين	Anhui Conch Cement
16477	17,95	1,52	8,029	274		1,37	3,06	1605	4917	\$	2200	الصين	TangshanJidong Cement
	9,50	1,1	6,70	261	14,9	1,17	1,66	1490	2480	E	1750	اليونان	Titan Cement
	<b>13,50</b>	<b>2,29</b>	<b>11,23</b>		<b>27,82</b>	<b>2,33</b>	<b>2,86</b>	<b>المتوسط</b>					
	<b>4,57</b>	<b>1,22</b>	<b>4,65</b>		<b>10,47</b>	<b>1,35</b>	<b>1,25</b>	<b>الانحراف المعياري</b>					

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على بيانات المواقع المالية التالية:

<https://www.google.com/finance> -<https://fr.finance.yahoo.com> -<http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights> -

## 3. حساب قيمة المؤسسة وفق طريقة المضاعفات

سوف نلخص نتائج جميع العينات في جدول واحد ونحسب متوسط المضاعفات تركب البيانات المرجعية على مضاعفات أسواق إفريقيا والمملكة السعودية كما يلخصها الجدول 8-22 A كونها تشترك مع البيئة الجزئية في عدة نقاط تشابه.

تعبر المضاعفات الثلاث التالية: مضاعف السعر إلى الربح (REP)، مضاعف السعر إلى المبيعات (P/S) ومضاعف السعر إلى القيمة الدفترية للأصول (P/B)، عن قيمة الأموال الخاصة أو ما يعادل الرسملة السوقية ويعبر مضاعف قيمة المؤسسة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك (EV/EBITDA) عن قيمة المؤسسة ككل وتظهر العلاقة بين قيمة الأموال الخاصة وقيمة المؤسسة كالتالي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{قيمة الأموال الخاصة} + \text{صافي الديون}$$

$$\text{صافي الديون} = \text{مجموع الديون غير الجارية} - \text{النقد وشبه النقد}$$

اعتبرنا أن التوظيفات المالية في شكل ودائع بنكية أنها تدخل ضمن فئة شبه النقد نظراً لسهولة تحويلها إلى سيولة بسرعة وبأقل تكلفة. كما يمكن اعتبار تلك التوظيفات المالية أصول خارج الاستغلال وبالتالي تلقى نفس معاملة النقد وشبه النقد عند حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة أو قيمة الأموال الخاصة.

في الجدول 8-22 B تم حساب قيمة الاموال الخاصة بربع مضاعفات وتراوحت قيمة

المؤسسة بين الحد الأدنى عند 21.42 مليار دج و34.52 مليار دج كحد أقصى.

أما الجدول 8-22 C فيلخص قيمة الاموال الخاصة بالطرق الأربعة لنصل إلى متوسط حسابي

قدره 26.80 مليار دج.



## جدول 8-22 A: حساب قيمة مؤسسة اسمنت عين التوتة بطريقة المضاعفات - حساب متوسط

## مضاعفات

اموال خاصة ( طريقة غير مباشر )	اموال خاصة (طريقة المباشرة)			
مضاعف EV/EBITDA	مضاعف P/B	مضاعف P/SALES	مضاعف P/E	
	4,19	5,5	16,58	المغرب
7,45	1,52	3,45	10,85	السعودية
4,94	1,77	1,04	9,5	مصر
4,15	2	1,83	8,81	إفريقيا
<b>5,51</b>	<b>2,37</b>	<b>2,96</b>	<b>11,44</b>	المتوسط
<b>3 480 806 525</b>	<b>14 565 402 395</b>	<b>7 251 680 261</b>	<b>2 150 808 630</b>	مؤشرات SCIMAT

## جدول 8-22 B: استنتاج قيمة شركة اسمنت عين التوتة بطريقة المضاعفات

19 190 846 641	34 520 003 676	21 428 715 171	24 594 496 684	قيمة شركة اسمنت عين التوتة	
19 190 846 641	قيمة للمؤسسة				
1 180 445 894	ناقص ديون				
3 507 612 660	زائد شبه النقد/أصول خارج الاستغلال				
5 168 272 273	زائد النقد المتاح				
26 686 285 680	قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة	34 520 003676	21 428 715 171	24 594 496 684	قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة حسب طبيعة المضاعف
<b>26 807 375 303</b>		<b>متوسط قيمة الأموال الخاصة بالطرق الأربع</b>			

## جدول 8-22 C: ملخص قيمة الأموال الخاصة وفق طريقة المضاعفات

الطريقة	قيمة الأموال الخاصة
مضاعف (P/E)	24 594 496 684
مضاعف (P/SALES)	21 428 715 171
مضاعف (P/B)	34 520 003 676
مضاعف (EV/EBITDA)	26 686 285 680
متوسط قيمة الأموال الخاصة بالطرق الأربع	26 807 375 303

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على مواقع الشركات المعنية

بعد حساب متوسط القيمة للأموال الخاصة للشركة وفق المضاعفات الأربع تحصلنا على مبلغ 26.807.375.303 دج أي 26 مليار وثمانمائة وسبعة ملايين وثلثمائة وخمسة وسبعون ألفا وثلثمائة وثلاثة دنانير (الجدول 8-22 C). إن هذا المبلغ يقارن بالمبلغ المحصل عليه بطريقة التدفقات النقدية الحرة. إن هذه القيمة هي التي يمكن أن تعتبر نقطة الانطلاق عند التفاوض أي قبل الحديث عن أي خصم مثل خصم الأقلية أو انعدام السيولة. ويبين الجدول 8-23 كيفية الانتقال بين قيمة المؤسسة وقيمة الأموال الخاصة.

#### جدول 8-23: استنتاج متوسط القيمة الاستغلالية للمؤسسة

26 807 375 303	قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة
1 180 445 894	زائد الديون
3 507 612 660	ناقص شبه النقد/أصول خارج الاستغلال
5 168 272 273	ناقص النقد المتاح
19 311 936 264	قيمة الاستغلال للمؤسسة (EV)

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على مواقع الشركات المعنية

#### المبحث الرابع: تقييم شركة اسمنت عين التوتة بنموذج الأرباح المتبقية (RIM)

##### 1. عرض الطريقة

ننتقل الآن إلى التقييم بالطريقة الثالثة وهي طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والتي تسمى أيضا بنموذج الأرباح غير العادية أو الأرباح المتبقية (RIM). تستند هذه الطريقة إلى العلاقات التالية<sup>1</sup>:

القيمة المحاسبية لأصول الاستغلال + القيمة الحالية لمجموع الأرباح المستقبلية غير العادية	= قيمة المؤسسة (أصول الاستغلال)
قيمة المؤسسة (أصول الاستغلال) + أصول خارج الاستغلال	= قيمة المؤسسة ككل
قيمة المؤسسة ككل - صافي الديون المالية	= قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة
الديون غير الجارية - النقدية المتاحة	= صافي الديون

لحساب القيمة الحالية للأرباح غير العادية نعتمد على متوسط التكلفة المرجحة للأموال إن كان التمويل مزدوج بين الأموال الخاصة والديون المالية، أما إذا كانت هذه الأخيرة معدومة أو زهيدة

<sup>1</sup>. Palepu.Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik.PEEK. *Business Analysis and Valuation—Ifrs Edition*. London: thomson, 2007.p.296.

فنستعمل تكلفة الفرصة البديلة للأموال الخاصة أي تكلفة الأموال الخاصة. أن هذه الحالة الأخيرة تنطبق على شركة اسمنت عين التوتة ولهذا ستعتمد على نفس معدل الخصم الذي تم حسابه وتطبيقه في طريقة التقييم على أساس التدفقات النقدية الحرة.

## 2. القيمة المحاسبية للأصول الاقتصادية عند بداية كل سنة

بخصوص القيمة المحاسبية للأصول الاقتصادية فتساوي الأصول غير الجارية بعد استبعاد الاستثمارات المالية زائد احتياجات رأس المال العامل (BFR).

أما صافي الديون غير الجارية فتساوي مجموع الديون غير الجارية - النقدية المتاحة. وبما أن النقد المتاح يفوق بكثير الديون غير الجارية فان صافي المديونية تكون سالبة . يبين جدول 8-24 القيمة المحاسبية للأصول عند نهاية كل سنة

نلاحظ من خلال الميزانية الاقتصادية المختصرة ان الأصول الاقتصادية المستغلة فعليا في النشاط الرئيسي لا تمثل سوى ما يقارب 45% من مجموع الميزانية وهو وضع يدعو إلى التساؤل عن أسباب هذه الوضعية المالية. فلو كانت هذه الشركة تتمتع بالاستقلالية التامة للتسيير وسواء أكانت مدرجة في البورصة أم غير مدرجة فهي ستكون مطالبة بتوزيع نسبة أكبر من الأرباح بدل تركها تتراكم من سنة إلى أخرى وبذلك يتصرف فيها المساهمون بما يناسب أهدافهم الاستثمارية الخاصة.

### جدول 8-24: الميزانية الاقتصادية المختصرة لشركة اسمنت عين التوتة 2015/12/31 (تقديرات)

5 798 261 494	(1) أصول غير جارية
1 271 701 862	(2) احتياجات (BFR)
<b>7 069 963 356</b>	<b>الأصول الاقتصادية</b>
3 507 612 660	(3) أصول خارج الاستغلال
5 168 272 273	(4) صافي النقد بعد خصم الديون غير الجارية
<b>15 745 848 289</b>	<b>مجموع الأصول</b>
14 565 402 395	أموال خاصة
1 180 445 894	خصوم غير جارية
<b>15 745 848 289</b>	<b>مجموع الخصوم</b>

المصدر: إعداد الباحث بناء على وثائق شركة "سيمات"

افتراضنا أيضا أن الأصول الاقتصادية سوف تتغير بمعدل صافي الاستثمارات أي الاستثمارات الإضافية ناقص الاهتلاكات الجديدة ونضيف تغير رأس المال العامل BRFΔ (جدول 8-25)، اعتمدنا عند حساب القيمة المحاسبية لاصول الاستغلال للفترة 2016-2020 على تقديرات الجدول 8-7.

## جدول 8-25: تقديرات تغيير أصول الاستغلال خلال الفترة 2016-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	
455 268 212	446 341 384	437 589 592	429 009 404	420 597 455	412 350 446	مخصصات الاهتلاك (AMO)
110 708 969	110 708 969	110 708 969	110 708 969	110 708 969	110 708 969	ناقص تغيير احتياجات رأس المال العامل (BFRΔ)
588 708 895	577 165 583	565 848 611	554 753 540	543 876 020	533 211 784	ناقص صافي الاستثمارات الإضافية (INV)
244 149 652	241 533 168	238 967 988	236 453 105	233 987 534	231 570 307	تغيير الأصول الاقتصادية للاستغلال
8 265 054 803	8 020 905 151	7 779 371 983	7 540 403 995	7 303 950 890	7 069 963 356	القيمة المحاسبية لأصول الاستغلال عند نهاية السنة

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الشركة

## 3. حساب الأرباح الاقتصادية (الأرباح غير العادية أو الأرباح المتبقية)

كما أشرنا اعتمدنا على نتيجة الاستغلال قبل الفوائد وبعد خصم الضريبة النظرية على الأرباح المتوقعة خلال الفترة من 2016 إلى 2020، وافترضنا أنها تمثل النتيجة المتوقعة مستقبلا. أما النتيجة المطلوبة أي الحد الأدنى المطلوب فيتمثل في حاصل ضرب الأصول الاقتصادية للاستغلال في تكلفة الأموال الخاصة كما قدرناها في طريقة التدفقات النقدية الحرة

تم حساب القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) أو القيمة السوقية المضافة (MVA) بطرح النتيجة السنوية المطلوبة من النتيجة المنظر تحقيقها وبمعدل خصم يساوي 12.58% وهو الذي يمثل تكلفة الأموال الخاصة نظرا لعدم وجود الديون البنكية الطويلة. تم اعتماد نموذج المرحلتين: مرحلة صريحة مدتها خمس سنوات ومدة ضمنية تمتد من السنة السادسة إلى ما لا نهاية كما يوضحه الجدول 8-26.

بلغت القيمة السوقية المضافة (MVA) حوالي 10.93 مليار دينار وتمثل أكثر من 60% من القيمة الاقتصادية لأصول الاستغلال التي بلغت قيمتها 18.00 مليار دينار وبعد إضافة الأصول خارج الاستغلال مثل الأصول المالية نحصل على قيمة المؤسسة ككل وتساوي 21.50 مليار دج. للحصول على قيمة الأموال الخاصة انطلاقا من قيمة المؤسسة ككل نقوم بطرح الخصوم غير الجارية ونضيف النقد المتاح الزائد عن الحاجة لنحصل على قيمة 25.49 مليار دج. إن هذه القيمة المحصلة لا تختلف كثيرا عن القيم التي تحصلنا عليها بواسطة طريقة التدفقات النقدية أو طريقة المقارنات (الجدول 8-27).

جدول 8-26: تقييم شركة اسمنت عين التوتة بناء على طريقة الأرباح غير العادية

							فروض التقييم :	
								g
								T
							Kcp	
							معدل النمو للمرحلة الختامية 2,00%	
							معدل الضريبة على الربح %23,00	
							تكلفة الأموال الخاصة %12,58	
							2015	
							2016	
							2017	
							2018	
							2019	
							2020	
							القيمة الختامية (ما بعد دج 1) (2020)	
	3 022 038 993	3 001 261 032	2 980 136 017	2 958 685 547	2 936 930 506	2 914 891 085	النتيجة التشغيلية قبل الضرائب (EBIT) (1)	
	695 068 968	690 290 037	685 431 284	680 497 676	675 494 016	670 424 950	الضريبة النظرية على الربح (2) = (1) * %23	
	100 000 000	100 000 000	100 000 000	100 000 000	100 000 000	100 000 000	حصة العمال في الربح (3)	
	2 226 970 024	2 210 970 994	2 194 704 733	2 178 187 871	2 161 436 489	2 144 466 136	النتيجة التشغيلية الصافية (أي النتيجة المنتظرة) (4) = (1) - (2) - (3)	
	8 265 054 803	8 020 905 151	7 779 371 983	7 540 403 995	7 303 950 890	7 069 963 356	القيمة المحاسبية لأصول الاستغلال عند نهاية المدّة ن-1 (5)	
	1 009 029 868	978 644 995	948 582 823	918 837 022	889 401 390		النتيجة المطلوبة = تكلفة الأصول الاقتصادية (6) = (5) * 12.58%	
1 242 298 959	1 217 940 156	1 232 325 999	1 246 121 910	1 259 350 849	1 272 035 099		الربح غير العادي EVA أي القيمة الاقتصادية المضافة (7) = (4) - (6)	
∞	5	4	3	2	1	0	السنوات (n)	
5.23	0.552960079	0.622522457	0.700835782	0.789000923	0.888257239		معامل القيمة الحالية (12.58%) (8)	
6 492 832 992	673 472 285	767 150 608	873 326 823	993 628 982	1 129 894 386		القيمة الحالية للأرباح غير العادية (9) = (7) * (8)	

المصدر: إعداد الباحث بناء على معطيات الشركة

## جدول 8-27: تلخيص طريقة الأرباح المتبقية (الطريقة غير المباشرة)

24.65%	4 437 473 084	القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للمرحلة الأولى 1 - 5
36.07%	6 492 832 992	القيمة الختامية للمرحلة الثانية ما بعد 2020 (6 --- ∞)
39.28%	7 069 963 356	القيمة المحاسبية للأصول الاقتصادية
100.00%	18 000 269 432	القيمة الاقتصادية لأصول الاستغلال
	3 507 612 660	زائد أصول خارج الاستغلال (أموال موظفة)
	21 507 882 092	قيمة للمؤسسة ككل
	1 180 445 894	ناقص الديون غير الجارية
	5 168 272 273	زائد السيولة النقدية المتاحة
	25 495 708 471	يساوي قيمة الأموال الخاصة

المصدر: إعداد الباحث

## 4. تلخيص نتائج الطرق الثلاث

أمامنا الآن ثلاث قيم لمؤسسة اسمنت عين التوتة تحصلنا عليها من ثلاثة مقاربات وعلينا الآن الفصل في القيمة النهائية من خلال ما يسمى بالقيمة المركبة (Valeur Synthétique). أول نلاحظ أن نتائج الطرق الثلاث متقاربة نسبياً (جدول 8-28 وشكل 8-2) ويمكن الاعتماد على متوسط القيم الثلاث، إلا أننا فضلنا استعمال معاملات الترجيح تكون كالتالي:

الطريقة	معامل الترجيح
التدفقات النقدية الحرة	50%
المقارنات/المضاعفات	25%
القيمة الاقتصادية المضافة	25%

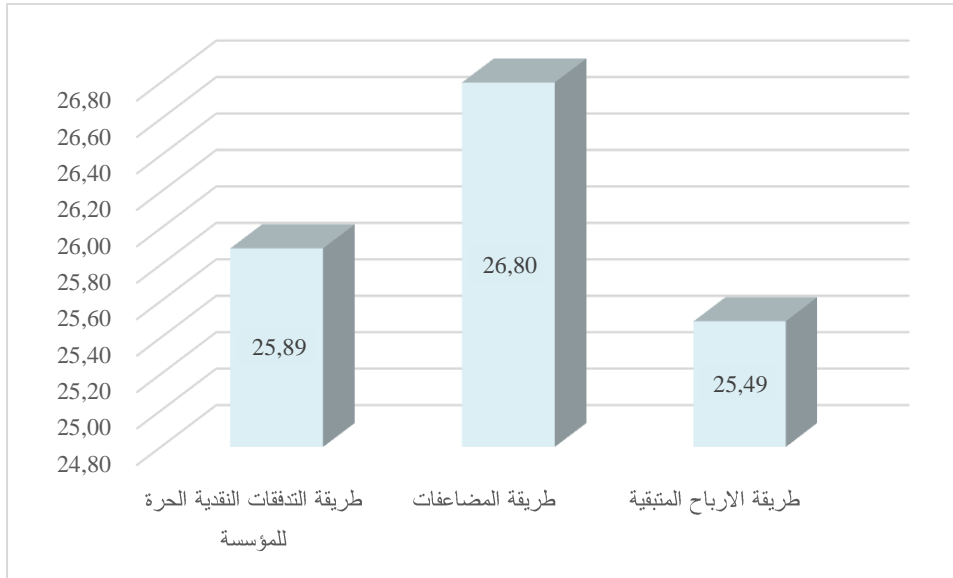
فضلنا إعطاء معامل ترجيح أكبر لطريقة التدفقات النقدية الحرة لما تحوزه من إجماع على تفوقها النظري. إن هذا لا يعني التشكيك في الأساس النظري للطرق الأخرى فهي بمثابة أدوات مراقبة لها.

جدول 8-28: ملخص لقيمة الأموال الخاصة المحصلة وفق الطرق الثلاث

الطريقة المستعملة	قيمة الأموال الخاصة (1)	معامل الترجيح (2)	(3) = (1) * (2)
1 طريقة التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة	25 891 492 947	0,5	2 945 746 474
2 طريقة المضاعفات	26 807 375 303	0,25	6 701 843 826
3 طريقة الأرباح المتبقية	25 495 708 471	0,25	6 373 927 118
المتوسط غير المرجح	<b>26 064 858 907</b>		
المتوسط المرجح لقيمة الأموال الخاصة		<b>1</b>	<b>26 021 517 417</b>
الانحراف المعياري			<b>589 799 672</b>
نسبة الانحراف المعياري/المتوسط			0.026

المصدر: إعداد الباحث

شكل 8-2: تمثيل بياني لقيم مؤسسة اسمنت عين التوتة وفق الطرق الثلاث (مليار دينار)



المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ أن قيمة شركة اسمنت عين التوتة تتراوح بين 25.49 مليار دج كحد أدنى و 26.80 كحد أقصى وأن متوسط القيم الثلاث يساوي 26.02 مليار دج. نلاحظ أيضا أن المتوسط المرجح والمتوسط غير المرجح جد متقاربان وأن نسبة الانحراف المعياري إلى متوسط قيمة الأموال الخاصة منخفضة إذ يقدر بـ 2.6% أو 672.79 مليون دج. إن هذا يعني أن هناك احتمال مرتفع لأن تتراوح

القيمة المتوقعة ضمن نطاق ضيق يتراوح بين  $\pm 1$  انحراف معياري ( $\sigma 1$ ). ويمكن التساؤل إن كان هذا التقارب يعبر عن مستوى معين من التجانس في الفرضيات الأساسية الخاصة بالشركة موضوع الدراسة. بقي لنا الآن مناقشة القيمة السوقية العادلة لشركة اسمنت عين التوتة التي يمكن اعتمادها نقطة الانطلاق في عمليات التفاوض على فتح رأسمال الشركة مثلا أمام مساهمين جدد في إطار تنازل جزئي للدولة عن حصتها في الشركات العمومية.

إن القيمة التفاوضية التي يمكن اعتمادها هي متوسط القيمة المرجحة للأموال الخاصة والتي قدرناها بـ 18 526 078 378 دج أي 18.56 مليار دينار جزائري أي بعد استبعاد التوظيفات المالية والنقد المتاح نقدية كما يلي (الجدول 8-29):

**جدول 8-29: تفصيل قيمة المؤسسة صافية من الديون (الوحدة دج)**

المبلغ		المبلغ	متوسط قيمة الأموال الخاصة
26 021 517 417	أموال خاصة	18 526 078 378	قيمة أصول الاستغلال
		3 507 612 660	ودائع بنكية
		3 987 826 379	صافي النقد المتاح بعد طرح الديون
26 021 517 417		26 021 517 417	قيمة المؤسسة صافية من الديون

المصدر: من إعداد الباحث

إن التفاوض على سعر التنازل قد يشمل علاوة السيطرة في حال التنازل عن نسبة تفوق 50% من الأسهم العادية والخصم المتعلق بصعوبة التسويق في غياب سوق نشطة للأوراق المالية. وفي كلتا الحالتين فإن القيمة المرجعية هي قيمة أصول الاستغلال وتساوي 18 526 078 378 دج. يبلغ عدد الأسهم حاليا 11250 سهم عادي وعليه يمكن حساب قيمة السهم قبل أي تعديل بالكيفية المبينة في الجدول 8-30. نعتقد أن مخاطر صعوبة التسويق هي الأكثر إلحاحا بسبب سيولة السوق المالية في الجزائر بدليل الفشل المثير للتساؤل لعملية دخول شركة اسمنت عين الكبيرة إلى بورصة الجزائر. لهذا السبب نعتقد إن خصم 20% من القيمة الاستغلالية للأصول بعد الديون يمثل نسبة معقولة بحيث نحصل على قيمة الطن الواحد بالدولار في مستوى 133.78 دولار للطن الواحدة وهو سعر جد معقول بالمعايير الدولية مع اعتماد سعر صرف الدولار مقابل الدينار قدره دج 110.78 دج/\$ بتاريخ 2016/12/12<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. <http://www.bank-of-algeria.dz/html/marcheint2.htm> 12/12/2016



## جدول 8-30: ملخص قيمة مؤسسة اسمنت عين التوتة بالدينار والدولار

قيمة الأموال الخاصة بدون النقدية		
بالدينار	بالدولار*	
18 526 078 378	167 229 739	قيمة الأموال الخاصة
3 705 215 676	33 445 948	خصم السيولة صعوبة التسويق 20%
<b>14 820 862 702</b>	<b>133 783 791</b>	القيمة بعد خصم السيولة
11 250	11 250	عدد الأسهم حاليا
1 646 763	14 865	قيمة السهم (11250 سهم)
		قيمة السهم في حال تجزئة رأس المال
22 500 000	22 500 000	القيمة الاسمية للسهم = 100 دج
658.71	6	قيمة السهم (22500000 سهم)
1 000 000	1 000 000	الطاقة الإنتاجية للمصنع (طن)
<b>14 821</b>	<b>133.78</b>	قيمة / طن
= 1\$ *	110,7822	

المصدر: إعداد الباحث

يجدر التنبيه إلى أن من مصلحة مالك أسهم شركة عين التوتة أن يستغل الأموال المتاحة لدى شركة اسمنت عين التوتة وهي حاليا شبه عاطلة ، مع ترك ما يغطي احتياجاتها من السيولة لمواجهة التزاماتها التشغيلية قصيرة المدى مع تكفلها بتمويل احتياجات الصيانة الرئيسية أو الاستثمارات القانونية في إطار التنمية المستدامة.

## الخلاصة

إن السؤال الذي يتبادر إلى الذهن هو التالي: ما مدى دقة القيمة التي توصلنا إليها؟ نعتقد انه لا توجد طريقة مؤكدة لتقدير مدى مصداقية القيمة المحصلة بسبب وجود العديد من العوامل المتداخلة وخصوصيات كل مؤسسة باعتبارها حالة خاصة. توجد بعض المؤشرات مثل قيمة الطن الواحدة والتي لم تتجاوز حاجز 150 دولار للطن بعد خصم السيولة وهذا مصدر اطمئنان ويدخل ضمن نطاق متعارف عليه في سوق الاسمنت. يمكن التأكد من عدم السقوط في تناقض صارخ كحساب قيمة تفوق تكلفة مصنع جديد من نفس الحجم. إن القيمة المقدرة ليست سوى نقطة انطلاق للمفاوضات بين الأطراف المعنية والتي ستفضي إلى القيمة النهائية. بقي أن نقول أنه يمكن تأمين مصداقية نتيجة التقييم من خلال الالتزام والمتابعة الدقيقة لكل مراحل عملية التقييم.

الخاتمة

حاولنا الإحاطة بتفاصيل هذا الموضوع من خلال الاطلاع على أهم ما كتب ونشر من كتب ومقالات وتحاليل مختلفة. لهذا كانت البداية بالمفاهيم أو الإطار التصوري للقيمة وللتقييم. حيث تبين أن مهنة التقييم تستثير بما اصطلح على تسميته بمعايير القيمة وهي منارات تضيئ سبيل الخبراء وتمنعهم من الانحراف. أما التقييم فهو عملية تحويل توقعات التدفقات النقدية المستقبلية إلى قيم حالية ضمن مجال محدد. المهم في عملية التقييم ليس الدقة غير المتناهية للنتيجة التي توصلنا إليها بل التأكد من إتباع أفضل السبل والخطوات الممكنة أثناء عملية التقييم فالتقييم ليس علما دقيقا رغم استعماله للأرقام. أوضحت المؤسسات الاقتصادية موضوع بحث أكثر من ذي قبل نظرا لأهميتها ولدورها المتزايد في اقتصاد الدول. فكان البحث عن علة وجودها ويميزها عن بعضها البعض وعن أسباب توسعها الخارجي أحيانا والداخلي في حالات أخرى. كما تم البحث عن أسباب تفوق مؤسسات بعضها رغم تشابهها الظاهري بمؤسسات أخرى تشبهها في كثير من الجوانب. إن امتلاك المؤسسات لكفاءات ومهارات خاصة تحسن استغلالها وقد لا تكون متاحة للبيع في السوق هو أحد أسباب تفوق تلك الشركات. يساد فهم طبيعة المؤسسة على التحليل الجيد بغرض الوصول إلى استنتاجات واقعية تزيد في مصداقية عملية التقييم ونتائجها.

أما بخصوص الأسواق عامة والأسواق المالية خاصة فهي تعتبر المكان الأمثل لتحديد قيمة الأشياء، رغم انتقادات المالية السلوكية بخصوص السلوك غير العقلاني في بعض الأحيان ومن بعض المتعاملين وظاهرة انحراف الأسعار عن القيمة الذاتية للأسهم لفترات زمنية غير قصيرة.

تشكل البيانات والمعلومات الطاقة التي تشغل الأسواق المالية والمؤسسات، فهي مستهلك للمعلومة ومنتج لها في نفس الوقت. إنها المادة الأولية التي يشتغل عليها المحللون الماليون وجميع المتعاملين بمختلف مشاربيهم. فإذا كانت المعلومة المحاسبية كنتاج لنظام المعلومات المحاسبية ضروري للتحليل المالي ولإعداد التوقعات للمستقبل المنظور أي للاستشراف، فإن المعلومة غير المالية والمعلومة غير الكمية لها دور هام يساوي أو يتعدى أهمية المعلومة المحاسبية، لدورها في اختبار هذه الأخيرة ولتوصيف الحقائق إلى تعجز المحاسبة على وصفها أو التعبير عنها.

تمثل المقاربة على أساس المداخل المقاربة التي تتمتع بانتشار واسع. تتكون هذه المقاربة من عدة طرق مثل طريقة الأرباح الموزعة بتنوعاتها والتدفقات النقدية المحينة وطريقة الأرباح غير العادية وهي كلها متكافئة من الناحية النظرية. تلقى طريقة المقارنات قبولا واسعا وتطبق من طرف الممارسين بسبب وضوحها وسهولة تطبيقها الظاهرية، لأن تطبيقها بكيفية موضوعية ليس بالأمر الهين كما رأيناه عند تقييم شركة اسمنت عين التوتة.

لابد من الإشارة إلى أمرين آخرين وهما مسار التقييم والصعوبات التي تعترض المقيم عند قيامه بمهامه. إن مسار التقييم يساوي في أهميته نتائج التقييم. إن الأهم هو احترام خطوات ومراحل عملية التقييم والتأكيد على الإلمام بصعوبات التقييم سواء تلك المرتبطة بطرق التقييم وصعوبة إيجاد المدخلات المطلوبة أو من جانب خبرة وكفاءة الشخص المقيم أو في تعاون مسيري الشركات مع المقيم، أو من حيث الوضع الخاص للشركات موضوع التقييم كان تكون عند مرحلة خاصة من دورة حياتها أو أن تنشط في قطاع مميز مثل التعدين، الانترنت، البنوك وشركات التأمين.

في القسم التطبيقي قمنا بدراسة أولية لاكتشاف طرق التقييم المطبقة من قبل بنوك الأعمال عند دخول الشركات إلى البورصة ولأول مرة. لاحظنا استعمال متوسط ثلاث طرق يدخل ضمنها بصفة دائمة طريقة التدفقات النقدية. انتقلنا بعدها إلى دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة. للإلمام بالموضوع كان لزاما الإحاطة بقطاع الاسمنت في الجزائر وفي العالم واستخلصنا أن بإمكان صناعة الاسمنت في الجزائر أن تحقق قفزات لتتحقق بركب أكبر عشرين بلد منتج للإسمنت. فبناء وطن بحجم الجزائر قادر على استيعاب أضعاف الكميات الحالية بدليل أن استهلاك الفرد الصيني من الاسمنت يقارب خمسة أضعاف استهلاك الفرد الجزائري.

بعد إتباع الخطوات التي استقيناها من الدراسة النظرية ومن التجارب العملية توصلنا إلى تحديد قيمة الاستغلال لشركة اسمنت عين التوتة. وبمقارنة القيمة التي تم التوصل إليها مع أسعار مصانع الاسمنت الجديدة وبالقيمة المحاسبية للأصول الصافية (أي باستبعاد القيمة المتاحة) وبالنظر إلى مضاعفات القيمة المحصلة إلى رقم الأعمال والى الربح قبل الفوائد والضرائب، اقتنعنا أن قيمة شركة اسمنت عين التوتة التي توصلنا إليها هي قيمة سوقية عادلة يمكن أن تكون أساسا لمفاوضات غير شاقة بين أطراف عليمه بالحقائق وراغبة وليس عليه أية ضغوط للبيع أو للشراء.

### الإجابة عن الفرضيات

من خلال دراساتنا النظرية ومن خلال تجربة تقييم مؤسسة اسمنت عين التوتة، تكون الإجابة على الفرضيات كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** نقول نعم يمكن استنتاج قيمة ذاتية أو ضمنية وتحديد مجال موضوعي لقيمة المؤسسة الاقتصادية لا يتعد كثيرا عن القيمة السوقية العادلة إذا اجتمعت مجموعة من الشروط: استخدام نماذج تقييم لها قاعدة نظرية، كفاءة خبراء التقييم، وتوفر المعلومة الملائمة.

- **الفرضية الثانية:** ننفي هذه الفرضية ونستنتج منطقيا أن عدم وجود سوق مالية فعالة لا يمنع من التقييم الموضوعي للمؤسسات الاقتصادية إذا أنجز من طرف خبير وبالتعاون مع مسيري المؤسسة. ولهذا يمكن لتقييم الخبراء أن يصبح بديلا موثوقا وموضوعيا لدور السوق المالية، من خلال التطبيق المنهجي لنماذج التقييم والاعتماد على المعلومات المحاسبية الموثوقة.
- **الفرضية الثالثة:** نجيب بنعم أي أن وضعية وخصوصيات المؤسسة هي التي تحدد طبيعة طرق التقييم المناسبة تطبيقها، فمؤسسة ناضجة في حالة توازن مالي وتحقق أرباحا تختلف في طريقة تقييمها عن مؤسسة تعاني من عجز مزمن كما تختلف عن المؤسسة الصاعدة حديثة النشأة.

#### الاستنتاجات العامة

- إن تقييم المؤسسات ليس مجرد تطبيق ميكانيكي لنماذج وطرق التقييم فهي أكبر من مجرد عمل شكلي.
- إن كل مؤسسة تكون محل تقييم تعتبر حالة فريدة من نوعها بحاجة إلى معالجة ومعاملة خاصة.
- إن الإلمام التام بأدق التفاصيل بكل من قطاع النشاط وبالتفاصيل الداخلية للمؤسسة وكفاءة ومهارات الإدارة المسيرة هي أمور ضرورية لا يمكن تجاوزها عند تقييم المؤسسة.
- إن القيمة المحاسبية تمثل القيمة المرجعية الدنيا.
- إن قيمة المؤسسة ليست ثابتة متحجرة بل تتغير مع مرور الوقت أي مع تغير السياق والبيئة ودوافع المتدخلين كما تتغير تماما كما هو الحال مع الأسعار.
- إن أفضل النماذج والتحليل لا تضمن تحقيق الهدف وأفضل الخبراء هو ذلك الذي يتحكم في التقنيات ويمتلك الخبرة والرؤية لترجمة النظرية إلى نتائج ملموسة.
- إن تقييم الشركات متعددة النشاطات يتطلب أولا تقييم كل نشاط منفصلا ثم تجمع قيم كل نشاط مستقل وتضاف إليها الأصول خارج الاستغلال بما فيها الأصول المالية للحصول على الكل.
- إن مبدأ وحدة القيمة يتناقض ظاهريا مع نطاق القيم المحصل عليها من خلال عديد الطرق (تعدد القيم)، بيد هذا التناقض سببه تقني بحت ويرتبط بمدى دقة الافتراضات التي اعتمد

عليها الخبراء وبمدى تجانسها. لهذا السبب مهم جدا التحقق من البداية من واقعية ومصداقية الافتراضات لكل طريقة مطبقة.

- نستنتج أيضا أننا نعيش في عصر المعلومة وهذا يعني أننا لا نعاني من نقص البيانات بل نعاني من وفرتها إلى حد التخمة. إن هذه الوفرة تخلق صعوبات للتفكير العقلاني. إن الأرقام تمنح لنا إحساسا بالدقة والموضوعية وهذا ليس صحيحا بالضرورة. من أجل خلق نوع من التوازن لا بد من تبسيط عملية التقييم من خلال الاستعانة بالأسلوب السردى الإنشائي من خلال وصف مسيرة الشركة موضوع التقييم في صيغة نصية حتى نستطيع وضع إطار حدودي لحالة الشركة ولا نكتفي بالأرقام المجردة، وان نبين أدوار جميع الأطراف ذات المصلحة في تلك المؤسسة.

### الاقتراحات

#### أولا: للباحثين

تمثل الأموال موارد نادرة وقيمة، سواء على مستوى المؤسسات أو الدولة، وكما هو معلوم فإن لها تكلفة يجب قياسها. تمثل تكلفة الأموال أحد مفاتيح مقاربات التقييم خاصة لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلا وأي انحراف كبير في التكلفة المعتمدة يؤدي بالضرورة إلى نتائج مغلوبة ستضلل أصحاب القرار. لهذا يشكل قياس تكلفة الأموال في الجزائر (الأموال الخاصة والقروض) تحديا جديا يتطلب رفعه من طرف الباحثين الجزائريين، من خلال إسقاط النظريات الحديثة على الواقع الجزائري مع إدراك المخاطر والمردودية الخاصة بالجزائر. فمثلا يعتبر مؤشر قياس المخاطرة ( $\beta$ ) من المدخلات الضرورية لحساب تكلفة الأموال، وفي غياب ( $\beta$ ) سوقية يمكن حساب بديل لها ينوب عنها ممثلة في بيتا محاسبية.

#### ثانيا: لمسيري المؤسسات

- على إدارة المؤسسة أن تتفادى الحياد عند تقييم مؤسستها. يجب عليها أن تتبنى موقفا نقديا يتماشى وقناعاتهم والمنطق. يجب عليهم عدم الاقتناع بسهولة لكل ما يقوم به المستشارون والوسطاء، أي لا بد من مناقشتهم للتخفيف من آثار تعارض المصالح. إن المستشارين والوسطاء قد يسعون إلى تقديم مصالحهم أولا ولو على حساب موكلهم (مشكلة الوكالة).
- على الجهات الوصية على الشركات الاقتصادية اعتماد معيار خلق القيمة لقياس أداء مؤسساتهم

## ثالثا: لصناع القرار

- يدخل مجال تقييم المؤسسات الاقتصادية ضمن قطاع الخدمات الموجهة للمؤسسات الاقتصادية وبسبب الحاجة إلى الشفافية، المساواة، النزاهة، المساواة، والحكم الرشيد لا من تكوين خبراء متخصصين في المجال ومن الطراز العالي.
- تعتبر المؤسسة الاقتصادية المكان المثالي لخلق الثروة بسبب صيغ التعاون المنظم بين الأطراف ذات المصالح المتقاربة ومن مصلحة الجزائر تطوير نسيج من المؤسسات الناجعة والفعالة. نعتقد أن تطوير هذا النسيج من مهام السلطات العمومية حتى تبرز مؤسسات ذات حجم مقبول بالمعايير الدولية بما يسمح لها بالتأثير الفعلي في الاقتصاد الوطني من خلال خلق قيمة مضافة حقيقية.
- نرى أن السلطات العمومية مطالبة بالتوفيق بين ضرورة التدخل لتشجيع ظهور قطاع اقتصادي منتج يلعب دور القاطرة التي تجر باقي المؤسسات بما فيها المتوسطة والصغيرة وفي جميع القطاعات الحساسة، من جهة وبين مبدأ تشجيع الحرية الاقتصادية وحرية المبادرة وكذلك الفصل بين الأعمال الإجرامية لمسيرتي المؤسسات وبين أخطأهم أثناء التسيير من أجل تشجيعهم على المبادرة والتفاني.
- إن تطوير قطاع الشركات يمر حتما عبر تطوير شركات ذات أسهم (SPA) حقيقية أي ذات قاعدة عريضة من المساهمين وتتمتع بحجم محترم وبعيد وطني بما يمكنها وبمساعدة الدولة على لعب دور القاطرة التي تجر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. إن هذه الشركات ذات الحجم المعترف والأفق الوطني يمكن أن يكون لها إستراتيجية حقيقية للتنافس مع الشركات الأجنبية كما تستطيع الاستثمار في البحث والتطوير واكتساب المهارات والكفاءات وكل الأصول غير الملموسة الضرورية للتنافس.
- من مصلحة البلد أن يكون له سوق مالية (بورصة) من أجل الاستفادة من وظائفها ومزاياها. وعلى السلطات العمومية أن تعمل على رعايتها وحمايتها ودفعها إلى الأمام. إن التنسيق بين السلطات العمومية والكفاءات الجزائرية فقط سواء داخل الجامعة الجزائرية أو خارجها كفيل بحماية هذه البورصة من هيمنة الشركات الأجنبية مهما كانت جنسياتها وأيضا من الرأسماليين المشبوهين وغير الوطنيين.

## رابعاً: للمهنيين

- إن المعنيين بتقييم المؤسسات بالدرجة الأولى هم الخبراء المحاسبين وبحكم اعتراف السلطات المالية بأهليتهم كمقيمين شريطة العمل في إطار شخصية معنوية أي في صيغة من الشركات، إن هذا الوضع يفرض تشكيل فريق عمل متكامل.
- إن ميدان تقييم المؤسسات متعدد التخصصات ويستقي من مجالات علمية كثيرة وهذا يتطلب التكوين المتواصل في العديد من المواد مثل المحاسبة، المالية، الجباية، اقتصاد المؤسسة، القانون، الرياضيات المالية، وتقنيات الأنترنت.
- إن المعلومة الملائمة ليس من السهل الحصول عليها وتوجد على مستوى العالم العديد من الشركات المتخصصة في إنتاج المعلومة ونشرها لكن بمقابل. ولهذا اقترح الاشتراك في بعض قواعد المعلومات على الخط من مجلس الوطني للخبراء المحاسبين لفائدة المنخرطين فيه ولو بمقابل.

تم بعون وتوفيق من الله



# قائمة المراجع

## I. المراجع باللغة العربية

أولاً: رسائل الدكتوراه

1. بلخير، بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر- حالة دراسة المؤسسة الوطنية للآبار "ENSP"، جامعة الجزائر 3، 2010/2009.
2. العياشي، فداد، "مفهوم القيمة ونظريتها في الاقتصاد الإسلامي دراسة مقابلة بالأنظمة الاقتصادية المعاصرة"، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1992.
3. مبارك، بن زاير، تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية (دراسة قياسية باستخدام نظرية "Chaos")، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016.
4. هواري، سويسي، "أطروحة دكتوراه تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية الجزائر"، جامعة الجزائر، 2008/2007.

ثانياً: مقالات

1. د. الجعارات. خالد، ود. محمود الطبري، "مخاطر القياس المحاسبي وانعكاساتها في القوائم المالية إبان الأزمة المالية العالمية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 34، 2013.
2. زرقون، محمد، "العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مؤسسات إقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر"، مجلة الباحث، عدد 12، 2013.
3. مراد، كواشي، "إشكالية تصميم وتطبيق بطاقة الأداء المتوازن المستدام: دراسة تطبيقية على مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة".

ثالثاً: ملتقيات

1. د. بلوج بولعيد، تقييم المؤسسات المسجلة في البورصة ملتقى عنابة؟

## II. المراجع باللغة الأجنبية

### i. BOOKS

1. Albert Corhay et Mapapa Mbangala. Fondements de gestion financière: manuel et applications - Liège ; Editions de l'Université de Liège, 2007.
2. Allman, Keith A. Corporate Valuation Modeling\_ a Step-by-Step Guide (Wiley Finance) New Jersey, USA: John Wiley 2010.

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.
4. Antill, N., and K. Lee. Company Valuation under Ifrs 2e: Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards. Harriman House Publishing, 2008.
5. Asquith, P., and L.A. Weiss. Lessons in Corporate Finance: A Case Studies Approach to Financial Tools, Financial Policies, and Valuation. Wiley, 2016.
6. Barker, R. L'évaluation Des Entreprises: Modèles Et Mesures De La Valeur. Les Echos, 2002.
7. Barraud, Christophe. "L'efficience Informationnelle Du Marché Des Paris Sportifs: Un Parallèle Avec Les Marchés Boursiers." In Economies et finances. Hal Paris Université Paris Dauphine - Paris IX 2012.
8. Becerra, Manuel. Theory of the Firm for Strategic Management Economic Value Analysis. CAMBRIDGE, UK: CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, 2009.
9. Bettner, Mark S. Using Accounting & Financial Information \_ Analyzing, Forecasting & Decision Making. New York: Business Expert Press, 2015.
10. Bing, G. Due Diligence: Planning, Questions, Issues. Praeger, 2008.
11. Bodie, Zvi, and Robert Merton. Finance. Paris: Pearson Education France, 2007.
12. BRILMAN JEAN, MAIRE CLAUDE Manuel D'évaluation Des Entreprises. PARIS: les Editions D'organisation, 1990.
13. Chris M. Mellen, Frank C. Evans-. Valuation for M&a\_ Building Value in Private Companies. Second Edition ed. New Jersey, USA: WILEY, 2010.
14. Combemale, Pascal, and Tony Alberto. Comprendre L'entreprise: Théorie, Gestion, Relations Sociales. Armand Colin, 2010.
15. Copur, Zeynep. Handbook of Research on Behavioural Finance and Investment Strategies\_ Decision Making in the Financial Advances in Finance, Accounting, and Economics. USA: Industry-IGI Global, 2015.
16. Damodaran, Aswath. Investment Valuation New York: WILEY, 2010.
17. Dave Chaffey, Steve Wood. Business Information Management \_ Improving Performance Using Information Systems. ENGLAND: Financial Times
18. DE LA CHAPELLE Philippe, L'Evaluation des Entreprises, ECONOMICA, Paris, 2002, 2ed.
19. DePamphilis, Donald. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities 7th ED ed. San Diego USA: Elsevier Inc, 2014.

20. DGI. "L'évaluation Des Entreprises Et Des Titres De Sociétés «. FRANCE: Direction Générale des impôts, 2006.
21. Diewert, W. Erwin. "Accounting Theory and Alternative Methods for Asset Valuation ", 25. The Measurement of Business Capital, Income and Performance Tutorial presented at the University Autonoma of Barcelona, Spain, 2005.
22. Dodel, Kerstin. Private Firm Valuation and M&a\_ Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment. United Kingdom: Wiley, 2014.P,105,
23. Donald E. Kieso, Jerry J. Weygandt, Terry D. Warfield. Intermediate Accounting. 15ed ed. New Jersey USA: Wiley 2013.
24. Donald E. Kieso, Jerry J. Weygandt, Terry D. Warfield. Intermediate Accounting. 15ed ed. New Jersey USA: Wiley 2013.
25. 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.
26. 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.
27. DRAKE, PAMELA PETERSON, and FRANK J. FABOZZI. The Basics of Finance\_ an Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management New Jersey: John Wiley, 2010.
28. FAUZI, Hasan, HUSSAIN, Mostaque M., ABDUL RAHMAN, Azhar, et al. Corporate social performance of Indonesian state-owned and private companies. HANDBOOK OF BUSINESS
29. Fernandez, Pablo. Valuation Methods and Shareholder Value Creation USA: ACADEMIC PRESS., 2002.
30. Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, and William J. Morrison. Standards of Value Theory and Applications. New Jersey: John Wiley 2007.
31. Foss, Nicolai J, Henrik Lando, and Steen Thomsen. "The Theory of the Firm." (1999).
32. Frank de Jong, Barbara Rindi. The Microstructure of Financial Markets. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2009.
33. Groot, Martin. Managing Financial Information in the Trade Lifecycle. London: Academic Press, 2008.
34. Gull, Marlon Gerard Silos & Andreas. "Valuation and Analysis of the Company Teliasonera." Västerås, 2005.

35. Hall, James A. Accounting Information Systems 7th Edition ed. USA: Cengage Learning 2010.
36. Hitchner, James R., ed. Financial Valuation Applications and Models, 3rd Edition ed: Wiley Finance 2011.
37. Hitchner, James R., ed. Financial Valuation Applications and Models, . 3rd Edition ed: Wiley Finance 2011.
38. Hooke, Jeffrey C. Security Analysis and Business Valuation on Wall Street John Wile, New Jersey., 2010.
39. Howard, Malcolm. Accounting and Business Valuation Methods\_ How to Interpret Ifrs Accounts. Oxford, UK, 2008.
40. Ingram R.W., Baldwin W.A., Albright T.L. Financial Accounting: Information for Decisions. South-Western College Pub, Mason, USA, 2007
41. James M. Wahlen, Stephen P. Baginski, Mark Bradshaw. Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation. 8ed ed. Boston-USA: Cengage Learning, 2015.
42. Jan Viebig, Thorsten Poddig, Armin Varmaz, ed. Equity Valuation\_ Models from Leading Investment Banks: John Wiley & Sons, 2008.
43. Jay B. Barney, Delwyn N. Clark. Resource-Based Theory\_ Creating and Sustaining Competitive Advantage New York: Oxford University Press Inc, 2007.
44. Jay E. Fishman, S. P. P. and W. J. Morrison. (2007). Standards of value: theory and applications /. Hoboken, New Jersey., John Wiley.
45. John\_D.\_Stowe, \_Thomas\_R.\_Robinson, Jerald. \_Pinto,\_Dennis\_W.\_McLeavey. Analysis of Equity Investments: Valuation. VIRGINIA. USA: ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH@, 2002.
46. Kahneman, Daniel. Thinking, Fast and Slow. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.
47. Kent Baker.H, Greg Filbeck, ed. Investment Risk Management. Oxford. UK: Oxford University Press 2015.
48. Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels. Valuation Measuring and Managing the Value of Companies. edited by McKinsey& Company New Jersey. USA: JOHN WILEY, 2010.
49. Koller, Tim, Richard Dobbs, and Bill Huyett. Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance. Hoboken, New Jersey.: JohnWiley & Sons, Inc., , 2010.
50. Kumar, R. Valuation: Theories and Concepts. San Diego, USA: Elsevier Science, 2015.

51. Lantz, Jean-Sébastien. Valorisation Strategique Et Financiere Paris: Maxima 2004.
52. Lardic, Sandrine.Mignon, Valérie. L'efficience Informationnelle Des Marchés Financiers. Paris: La Découverte, 2006.
53. Latimer, P., and P. Maume. Promoting Information in the Marketplace for Financial Services: Financial Market Regulation and International Standards. Springer International Publishing, 2014.
54. Libby, Robert; Libby, Patricia A; Short,Daniel G. Financial Accounting 7th ed ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011.
55. Michael S. Long, Thomas A. Bryant. Valuing the Closely Held Firm. USA: Oxford University Press, 2007.
56. Michel\_Folliet. "Le Ciment, Entre Responsabilité Écologique Et Impératifs Économiques." Secteur Privé & Développement, 2010.
57. Miller, Warren D. Value Maps\_ Valuation Tools That Unlock Business Wealth. New Jersey. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2010.
58. O'Brien, James A., Marakas, George M, Introduction to Information Systems 15 ed. New York. USA.: McGraw-Hill\_Irwin 2010.
59. O'Regan, Philip. Financial Information Analysis \_ the Role of Accounting Information in Modern Society. Oxon. UK: Routledge 2016.
60. Palepu.Krishna G, Paul M. Healy, Victor L. Bernard, Erik.Peek. Business Analysis and Valuation—Ifrs Edition. london: Thomson, 2007.
61. Parienté, S. Analyse Financière Et Évaluation D'entreprise. Pearson Education France, 2006
62. Penman, Stephen H. Accounting for Value New York: Columbia University Press, 2011.
63. Pereiro, Luis E. Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach New York: Wiley 2002.
64. PRACTICES AND GROWTH IN EMERGING MARKETS, World Scientific, Forthcoming, 2009.
65. Pratt, Shannon P. Business Valuation Body of Knowledge 2nd ed. New Jersey: JOHN WILEY 2003
66. 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.
67. R, Jean-Baptiste TOURNIER, and Jean-Claude TOURNIER. Evaluation D'entreprise \_ Que Vaut Une Entreprise Quatrième édition ed. Paris: Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, 2007.

68. Ralph M. Stair, George W. Reynolds. Fundamentals of Information Systems. Boston-USA: Cengage Learning 2016.
69. Ralph M. Stair, George W. Reynolds. Fundamentals of Information Systems. Boston-USA: Cengage Learning 2016.
70. Reilly, Robert F.; Schweihs, Robert P. The Handbook of Advanced Business Valuation. NEW YORK: McGraw-Hill Professional, 2000.
71. Reuse, Svend. Corporate Evaluation in the German Banking Sector Wiesbaden, Germany: Deutscher Universitäts-Verlag, 2007.
72. Rezaee, Zabihollah. Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions the Fair Value. 2nd ed ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
73. Rosenbloom, A.H. Due Diligence for Global Deal Making: The Definitive Guide to Cross-Border Mergers and Acquisitions, Joint Ventures, Financings, and Strategic Alliances. Wiley, 2010.
74. Sagnier, G., and C. Parisot. Analyse Technique Et Analyse Fondamentale: Liens Et Divergences. Gualino éditeur, 2013. P.81 (fimaktabati-at)
75. Scholich, Martin, Andreas Mackenstedt, and Markus Greinert. "Valuation of intangible assets for financial reporting." Modern Concepts of the Theory of the Firm. Springer Berlin Heidelberg, 2004. 491-504.
76. Susan Chaplinsky, Michael J. Schill, and Paul Doherty. "Methods of Valuation for Mergers and Acquisitions," In, (2000).
77. Taverdet-Popiolek, N. Guide Du Choix D'investissement: Préparer Le Choix - Sélectionner L'investissement - Financer Le Projet. Eyrolles, 2006
78. THAUVRON, Arnaud. Evaluation D'entreprise. 3e ed. Paris: Economica, 2010.
79. Tuite, B Lachlan. "An Analysis of Accounting-Based Valuation Models Using Australian Initial Public Offerings." The University of Sydney Australia 2007.
80. VANCE, DAVID E. Financial Analysis and Decision Making New York: McGraw-Hill, 2003.
81. Verhoog, Luc Keuleneer and Willem, ed. Recent Trends in Valuation from Strategy to Value. West Sussex, England: John Wiley 2003.
82. Vizzavona, Patrice. Pratique De Gestion - Evaluation Des Entreprises Tome 3. Alger: Berti Editions, 1991
83. Zhang, Guochang. Accounting Information and Equity Valuation Theory, Evidence, and Applications. Springe.

## ii. ARTICLES

1. A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences." 2009.
2. Albouy, Michel. "Peut-on Encore Croire À L'efficience Des Marchés Financiers ?".

- Revue française de gestion* 4, no. 157 (2005): pages 169 à 88.
3. Albouy, Michel. "Théorie, Applications Et Limites De La Mesure De Création De Valeur." *Revue française de gestion* 32, no. 160 (2006): 139-58.
  4. Al-Razeen, Abdulrahman, and Yusuf Karbhari. "An Empirical Investigation into the Importance, Use, and Technicality of Saudi Annual Corporate Information." *Advances in International Accounting* 20 (2007): 55-74
  5. Ashton, David, and Pengguo Wang. "Terminal Valuations, Growth Rates and the Implied Cost of Capital." *Review of Accounting Studies* 18, no. 1 (2012): 261-90.
  6. B., Vijitha P. and \*Nimalathan. "Value Relevance of Accounting Information and SharePrice: A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka." *Merit Research Journal of Business and Management* Vol. 2, no. 1 (2014)
  7. Bancel, Franck, and Usha R. Mittoo. "Why Do European Firms Go Public ". *European Financial Management* 15, no. 4 (2009).
  8. 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).
  9. Barraud, Christophe. " L'efficience Informationnelle Du Marché Des Paris Sportifs: Un Parallèle Avec Les Marchés Boursiers. ." Université Paris Dauphine - Paris IX, 2012.
  10. Bauman, Mark P. "Importance of Reported Book Value in Equity Valuation." *Journal of Financial Statement Analysis* 4, no. 2 (1999): 31-4
  11. Béatrice Hibou, « Le libéralisme réformiste, ou comment perpétuer l'étatisme tunisien », *L'Économie politique* 2006/4 (no 32).
  12. Beldi, Adel, Edouard Chastenet, Jean-Claude Dupuis, and Mohamed Talfi. "Pertinence Des Méthodes D'évaluation Financière Des Marques. Une Étude Empirique Internationale." *Revue française de gestion* 36, no. 207 (2010): 153-68.
  13. Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre « contrats » et « compétences » », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 129-130 | 1er et 2e trimestres 2010, document 4, mis en ligne le 15 juin 2012, consulté le 30 septembre 2016. URL:
  14. 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): 99-115.
  15. Boya, Christophe. "Information & Efficience: 40 Ans De Recherche." *Innovations* 39, no. 3 (2012): 191.



16. BRAU, JAMES C., and STANLEY E. FAWCETT. "Initial Public Offerings- an Analysis of Theory and Practice ". *THE JOURNAL OF FINANCE* LXI, NO.1 (/022006).
17. 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).
18. BRITZELMAIER, BERND. "Company Valuation in Emerging Markets ". *International Journal of Management Cases* 12, no. 2 (2010).
19. Broye, Géraldine. "Choix Des Cabinets D'audit Et Évaluation Des Titres Introduits Au Second Marché." *Comptabilité - Contrôle - Audit* 7, no. 2 (2001).
20. BROYE, Géraldine., and Alain. SCHATT. "Sous-Évaluation À L'introduction Et Cessions D'actions Par Les Actionnaires D'origine: Le Cas Français." *Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 2, juin 2003, p. 67 – 89.* 6, no. 2 (2003): 23.
21. *Bushman, Robert M, and Abbie J. Smith. "Financial Accounting Information and Corporate Governance." Journal of Accounting and Economics 32 (2001).*
22. 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)
23. Chang, Woo-Jin. , Wayne. R Landsman, and Steven. J Monahan. "Selecting an Accounting-Based Valuation Model." 48: INSEAD Fontainebleau France, 2011.
24. Charreaux, Gérard. "Théorie Financière Et Stratégie Financière." *Revue française de gestion* 32, no. 160 (2006): 109-38.
25. Chen, Peter, and Guochang Zhang. "How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence." *Journal of Accounting and Economics* 43, no. 2-3 (2007): 219-44.
26. Chua, Choong Tze, Cheol S. Eun, and Sandy Lai. "Corporate Valuation around the World: The Effects of Governance, Growth, and Openness." *Journal of Banking & Finance* 31, no. 1 (2007): 35-56.
27. Cohendet, Patrick, and Patrick Llerena. "Nature De L'information, Évaluation Et Organisation De L'entreprise." *Revue d'économie industrielle* 51, no. 1 (1990): 141-65.
28. Coriat;, Benjamin., and Olivier.Weinstein. "Les Théories De La Firme Entre « Contrats » Et « Compétences » Une Revue Critique Des Développements Contemporains." *Revue d'économie industrielle. Éditions techniques et économiques* 129-130 (2010).
29. Corinne Bessieux-Ollier, Élisabeth Walliser « « Le Capital Immatériel. État Des Lieux Et Perspectives »." *Revue française de gestion* 08/207 (2010): 85-92.

30. Corinne, Rochette. « L'approche Ressources Et Compétences Comme Clé De Lecture Du Processus D'élaboration D'une Ressource Originale: La Marque Territoire ". *Gestion et management public*, Volume 1/, no. n°1 (2012): p. 4-20.
31. Courteaua, Lucie, Jennifer Kaob, and, and Gordon D. Richardsonc. "The Equivalence of Dividend, Cash Flows and Residual Earnings Approaches to Equity Valuation Employing Ideal Terminal Value Expressions." SSHRC CANADA, 2000.
32. Cristina Gaioa , Clara Raposob. "Earnings Quality and Firm Valuation: International
33. D'Arcimoles, Charles-Henri. "Fiabilité De La Valeur, Valeur De La Fiabilité." *Revue française de gestion* 35, no. 198-199 (2009): 151-71.
34. David Frykman , Jakob Tolleryd. *Corporate Valuation an Easy Guide to Measuring Value*. London: PEARSON EDUCATION LIMITED, 2003.
35. David Laro, Shannon P. Prat. *Business Valuation and Taxes*. New Jersey,USA.: John Wiley, 2005.
36. DeAngelo, Linda Elizabeth. "Equity Valuation and Corporate Control." *The Accounting Review* 65, no. 01 (1990): 93-112.
37. Dechow, Patricia M. "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performancethe Role of Accounting Accruals." *Journal of Accounting and Economics* 18 (1994) 3-42 18, no. 3-42 (1994).
38. 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.
39. Demeestère, René. "Pour Une Vue Pragmatique De La Comptabilité." *Revue française de gestion* 31, no. 157 (2005): 103-14.
40. Denglos, Grégory. "Faut-Il Rejeter Le Principe De Maximisation De La Valeur Actionnariale." *Revue française de gestion* 34, no. 184 (2008): 71-88.
41. Denglos, Grégory. "Le Modèle De Création De Valeur « Eva-Mva » Présentation, Ajustements Et Reformulations." In, *La Revue des Sciences de Gestion* 3, no. 213 (2005): 43-60.
42. Efthimios G Demirakos, Norman C. Strong, and Martin Walker. "What Valuation Models Do Analysts Use?". *ACCOUNTING HORIZONS* 18, no. 4 (2004).
43. Elwin, Peter. "Discussion of 'Financial Reporting and Firm Valuation: Relevance Lost or Relevance Regained?' by Luzi Hail (2013)." *Accounting and Business Research* 43, no. 4 (downloaded by: [CERIST] On: 31 July 2013, At: 04:55 2013): 359-61.
44. Emmanuel Kumah, Jannick Damgaard, and and Thomas Elkjaer. "Valuation of Unlisted Direct Investment Equity « In *IMF WORKING PAPER*: Statistics Department

- International Monetary Fund, 2009.
45. Erkens, Michael, Luc Paugam, and Hervé Stolowy. "Non-Financial Information: State of the Art and Research Perspectives Based on a Bibliometric Study." *Comptabilité - Contrôle - Audit* 21, no. 3 (2015): 15.
  46. Espagne, Étienne. "Microstructure Des Marchés Financiers." *Regards croisés sur l'économie* 3, no. 1 (2008): 131.
  47. Evidence." *Accounting and Finance* 51 (2011): 467-99.
  48. Fernandez, Pablo and Ortiz Pizarro, Alberto and Fernández Acín, Isabel. "Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers." In, <https://ssrn.com/abstract=2776636> (2016).
  49. Flower, John. *European Financial Reporting: Adapting to a Changing World New York: PALGRAVE MACMILLAN, 2004.*
  50. Foster, George, Ron Kasznik, and Baljit K. Sidhu. "International Equity Valuation: The Relative Importance of Country and Industry Factors Versus Company-Specific Financial Reporting Information." *Accounting & Finance* 52, no. 3 (2012)
  51. Frank de Jong, Barbara Rindi. *The Microstructure of Financial Markets.* Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2009. 1
  52. Gallimore, Paul, and Marvin Wolverton. "The Objective in Valuation: A Study of the Influence of Client Feedback." *Journal of Property Research* 17, no. 1 (2000): 47-57.
  53. Gimpel, Moritz David. "Valuation in Emerging Markets - the Applicability of Conventional Valuation Techniques under the Economic Conditions of Developing Countries." Copenhagen Business School, 2010.
  54. Grant, Robert M. "The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation." *California Management Review* 33, no. 3 (1991): 114-35.
  55. H., Anthony Joseph, and Ramesh K. "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices a Test of the Life Cycle Hypothesis." *Journal of Accounting and Economics* 15 (1992): 203-27
  56. Harold, James. "Between Intrinsic and Extrinsic Value." In, *JOURNAL of SOCIAL PHILOSOPHY*, 36, no. 01 (2005): 85-105.
  57. Horne, Margaret. "Competitive Intelligence in the Buisness Valuation Profession: A Case Study." *Competitive Intelligence Review* 10, no. 3 (1999).
  58. Jia-Lang Seng a, J.T. Lai b. "An Intelligent Information Segmentation Approach to Extract Financial Data for Bus." *Expert Systems with Applications* 37 (2010): 6515–30.

59. John\_D.\_Stowe,Thomas\_R.\_Robinson, Jerald\_E.\_Pinto,\_Dennis\_W.\_McLeavey. *Analysis of Equity Investments: Valuation*. Virginia. USA: Association For Investment Management And Research@, 2002.
60. Johnson, Robert, and Luc Soenen. "Indicators of Successful Companies." *European Management Journal* 21, no. 3 (2003): 364-69.
61. Kahneman, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.
62. Lee, Charles M. C. "Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research." *ACCOUNTING HORIZONS* 13, no. 04 (1999): 413-25.
63. Lozano, Rodrigo, Angela Carpenter, and Donald Huisingh. "A Review of 'Theories of the Firm' and Their Contributions to Corporate Sustainability." *Journal of Cleaner Production* 106 (2015): 430-42.
64. Luzi Hail, Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? *Accounting and Business Research*, 43:4, (2013)
65. Marc Deloof, Wouter De Maeseneire, and Koen Inghelbrecht. "How Do Investment Banks Value Initial." *Journal of business Finance & Accounting* 36, no. 1&2 (2009).
66. Modi, Swati Dhaval. "A Review on the Literature of Value Relevance of Financial and Accounting Variables." *THE INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS & MANAGEMENT* 3, no. 2 (February, 2015):
67. Montresor, Sandro. "Resources, Capabilities, Competences and the Theory of the Firm." *Journal of Economic Studies* 31, no. 5 (2004/10 2004).
68. Newbert, Scott L. "Empirical Research on the Resource- Based View of the Firm: An Assessment and Suggestions for Future Research." *Strategic Management Journal* 28, no. 2 (2007)
69. Okuns Omokhoje Omokhudu, Peter Okoeguale Ibadin. "The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria." *Accounting and Finance Research* 4, no. 3 (2015).
70. Orléan, André. " La Notion De Valeur Fondamentale Est-Elle Indispensable À La Théorie Financière " In, *Croisés sur l'Économie: Comprendre la finance contemporaine* 03, (2008): 120-28
71. Pike, Richard, Johannes Meerjanssen, and Leslie Chadwick. "The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the Uk and Germany." *Accounting and Business Research* 23, no. 92 (1993): 489-99.
72. Plassmann, F., and T. N. Tideman. "Accurate Valuation in the Absence of Markets." *Public Finance Review* 36, no. 3 (2008): 334-58.

73. Pratt, Shannon P. *Business Valuation Body of Knowledge Workbook*, New Jersey USA: JOHN WILEY, 2003.
74. Protin, Philippe, Nathalie Gonthier-Besacier, Charlotte Disle, Frédéric Bertrand, and Stéphane Périer. "L'information Non Financière. Clarification D'un Concept En Vogue." *Revue française de gestion* 05, no. 242 (2014)
75. Ralph M. Stair, George Walter Reynolds. *Principles of Information Systems\_ a Managerial Approach* Boston USA: Cengage South-Western, **2010**.
76. Rezaee, Zabihollah. *Financial Services Firms- Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions*. 3rd ed. New Jersey: Wiley & Sons, 2011.
77. Richard Pike, Johannes Meerjanssen & Leslie Chadwick (1993) The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany, *Accounting and Business Research*, 23:92, 489-499, p.7
78. Robert A. G. Monks, Alexandra Reed Lajoux *Corporate Valuation for Portfolio Investment- Analyzing Assets, Earnings, Cash Flow, Stock Price, Governance, and Special Situations* New Jersey. USA: John Wiley & Sons, Inc.. 2010.
79. Rodrigues, F. A., and I. Joekes. "Cement Industry: Sustainability, Challenges and Perspectives." *Environ Chem Lett* no. 9 (2011)
80. SENTIS, Patrick. "Introduction En Bourse. Quelles Stratégies Pour L'entreprise Candidate." *Revue française de gestion*, no. 2005/5 - n°158 (2005): 225 à 44.
81. Soenke Sievers, Christopher F. Mokwa & Georg Keienburg. "The Relevance of Financial Versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms." *European Accounting Review* 22 no. 3 (2013): 467-511.
82. Strandskov, Jesper "Sources of Competitive Advantages and Business Performance." *Journal of Business Economics and Management* 7, no. 3 (2006): 119-29.
83. Susanne Arvidsson, "Disclosure of non- financial information in the annual report: A management- team perspective", *Journal of Intellectual Capital*, (2011), Vol. 12 Iss: 2,
84. Szymański, Piotr. "Do Business Valuation Professionals Need Business Valuation Standards?" Paper presented at the The Essence and Measurement of Organizational Efficiency Switzerland, 2016.
85. Tajudeen, Aluko Bioye. "Privatization of Public Enterprises in Nigeria: Valuation Issues and Problems." *Journal of Business Economics and Management* 5, no. 4 (2004): 193-203.
86. Walker, Martin. "How Far Can We Trust Earnings Numbers? What Research Tells Us About Earnings Management." *Accounting and Business Research* 43, no. 4 (2013): 445-81.

87. Weinstein, Olivier. "Les Théories De La Firme." | Idées économiques et sociales 4, no. 170 (2012).
88. Wiersma, Eelke. "An Exploratory Study of Relative and Incremental Information Content of Two Non-Financial Performance Measures: Field Study Evidence on Absence Frequency and on-Time Delivery." *Accounting, Organizations and Society* 33, no. 2–3 (2008): p.250.
89. Wyatt, Anne. "Is There Useful Information in the 'Use of Proceeds' Disclosures in Ipo Prospectuses?". *Accounting & Finance* 54, no. 2 (2014).
90. Xin Chang, André F.Gygax , Elaine Oon , Hong Feng Zhang. "Audit Quality, Auditor Compensation and Initial Public Offering Underpricing." *Accounting and Finance* 48 (2008).
91. Xu, Delong, Yuansheng Cui, Hui Li, Kang Yang, Wen Xu, and Yanxin Chen. "On the Future of Chinese Cement Industry." *Cement and Concrete Research* 78, Part A (2015).
92. Zhang, Guochang. *Accounting Information and Equity Valuation Theory, Evidence, and Applications*. Springer New York, 2014.p.vii.Luzi Hail, *Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? Accounting and Business Research*, 43:4, 2013.

### iii. THESES DE DOCTORAT

1. Abdelkader, GLIZ. "Valeur De L'entreprise Et Methode De Privatisation Dans Un Contexte De Transition Vers L'economie De Marche." UNIVERSITE D'ALGER, 2001.
2. Jerab, Daoud Abdellafef. "Business Valuation for Equity Financing - a Combined Approach." Sudan University of Science & Technology 2009.

### iv. Working papers and Reports

1. Damodaran, Aswath. "Equity Risk Premiums (Erp): Determinants, Estimation and Implications – the 2016 Edition. Working Paper." New York: Stern School of Business, 2016
2. Emmanuel Kumah, Jannick Damgaard, and and Thomas Elkjaer. "Valuation of Unlisted Direct Investment Equity « In *IMF WORKING PAPER*: Statistics Department International Monetary Fund, 2009.
3. *MC-DGROA-DEPIE-SDSIE: Rapport de conjoncture du secteur du commerce de l'année 2014*.
4. MEED: Middle East Economic Digest. 6/27/2014 Supplement Industry Report, p6-7. 2p
5. MIPMEPI, Bulletin de veille du secteur public marchand industrielle, N°10 du 15/07/2013

6. OCDE (2008), « Exemples sectoriels », dans Perspectives del'environnement de l'OCDE à l'horizon 2030, Éditions OCDE.

#### v. WEBSITES

1. <http://affaires.ma/notre-dossier-le-marche-du-ciment-face-a-des-contraintes-majeures/>
2. <http://asecement.com/FinancialReports>. 2013
3. <http://fr.investing.com/equities/carthage-cement-ratios>
4. <http://gica.dz/historique-de-la-production-du-secteur-public-de-ciment>
5. <http://jb.desquilbet.pagesperso-orange.fr/05/09/2016>
6. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/2016/10/20>
7. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
8. <http://rei.revues.org/4142> ; DOI: 10.4000/rei.4142
9. <http://taqeem.gov.sa/about/pages/ethic.aspx> تم التصفح 07/04/2015
10. <http://www.aibcapital.com>- cement company report august 2016.
11. <http://www.albankaldawli.org/ar/region/mena/publication/mena-economic-monitor>
12. <http://www.al-fadjr.com/ar/index.php?news=316063>
13. <http://www.algerie-dz.com/forums/archive/index.php/t-297649.html> .
14. <http://www.atlas-developpement.com/actualite.php?id=6022015/05/02>
15. <http://www.bank-of-algeria.dz/html/marcheint2.htm>
16. <http://www.borsaitaliana.it/azioni/come-quotarsi/guide/guide-alla-quotazione.en.htm>.  
10/04/2015
17. <http://www.borsaitaliana.it/azioni/come-quotarsi/guide/guide-alla-quotazione.en.htm-2015/04/10> l...
18. <http://www.borsaitaliana.it/azioni/come-quotarsi/guide/guide-alla-quotazione.en.htm-2015/04/10>.
19. <http://www.brainyquote.com/quotes/quotes/w/warrenbuff149692.html>, accessed March 23, 2015.
20. <http://www.cembureau.be/about-cement/cement-industry-main-characteristics>
20. <http://www.cemnet.com/News/story/156839/algeria-lafarge-souakri-plant-operational-in-august.htm> /
21. <http://www.globalcement.com/news/item/5089>. 10/11/2016.
22. <http://www.gulfbase.com/marketwatch-saudi-stock-exchange-1>
23. <http://www.ifrs.org/IFRSs/Pages/Technical-summaries.aspx> /IFRS 13 *Fair Value Measurement* /2015/03/29

24. <http://www.infinancials.com/fe-en/30140EG/Heracles-General-Cement-Company-SA/Beta>
25. <http://www.lemonde.fr/afrique/article/2016/05/09/aliko-dangote-le-nigerian> .
26. [http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/04/07/ciment-un-marche-en-croissance-et-tres-concentre\\_4397119\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/04/07/ciment-un-marche-en-croissance-et-tres-concentre_4397119_3234.html) .
27. <http://www.maghrebemergent.com/economie/algerie/57819-ciment>
28. <http://www.moneycontrol.com/financials/ambujacements/balance-sheet/AC18>
29. <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=FAUC.KA>
30. <http://www.worldbank.org/en/country/algeria/overview> country at a glance –
31. <https://ssrn.com/abstract=2776636> (2016).
32. <https://www.credit-suisse.com/us/en/about-us/media/news/articles/media-releases/2016/02/en/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2016.html/>
33. <https://www.islamicbanker.com/publications/saudi-cement-sector-2016>)
34. <https://www.nbb.be/en/central-balance-sheet-office/models-annual-accounts/size-criteria-enterprises2016/02/03>



## المخلص

تتناول هذه الأطروحة موضوع تقييم المؤسسات في بيئة نامية مثل الجزائر. حاولنا الإلمام بمختلف جوانبه النظرية والتقنية، مع محاولة الإجابة على السؤال الرئيسي التالي: هل يمكن الوصول إلى تحديد قيمة عادلة للمؤسسة بواسطة مقاربات التقييم المتعارف عليها في بلد نامي كالجزائر لأغراض فتح رأس المال أو الشراكة؟ وما هو دور المعلومة بصفة عامة والمعلومة المحاسبية بصفة خاصة في ذلك المسعى؟

تم التطرق إلى بعض المفاهيم النظرية للقيمة وإلى ماهية المؤسسة الاقتصادية لكونها صلب عملية التبادل، فهي السلعة الرئيسية في سوق الأسهم. كما تم التطرق إلى دور الأسواق المالية في تقييم المؤسسات وإلى دور المعلومة المالية وغير المالية في ترشيد سلوك المستثمرين وقراراتهم. وتم أيضا التطرق إلى مسار عملية التقييم وأهم مقاربات تقييم المؤسسات ومشكلات تطبيقها.

أما في الجانب التطبيقي فقد حاولنا أولا الوقوف على طبيعة طرق التقييم المطبقة عند دخول المؤسسات إلى البورصة لأول مرة في الأسواق المالية المغربية. ثم قمنا بدراسة حالة متمثلة في شركة صناعية في قطاع إنتاج الاسمنت. فقمنا أولا بدراسة القطاع الذي تنتمي إليه بغية الإلمام بواقعه ومميزاته ثم انتقلنا إلى تحليل الشركة مركزين على التحليل قوائمها المالية واستعمال التحليل بالنسب وتحليل التدفقات النقدية. بعدها قمنا بتقييم الشركة مستخدمين عدة طرق بهدف المقارنة بين نتائجها.

خلصنا إلى إمكانية تحديد نطاق معقول للقيمة العادلة لمؤسسة في بلد نامي مثل الجزائر عند توفر عدد من الشروط مثل كفاءة خبراء التقييم وإلمامهم بواقع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ومصداقية القوائم المالية للشركة والتعاون الإيجابي لمسؤولي الشركة.

**الكلمات المفتاحية:** تقييم المؤسسة، قيمة المؤسسة، محددات القيمة، التدفقات النقدية، تكلفة الأموال، المعلومة المالية وغير المالية، مقاربات التقييم، مشكلات التقييم. قطاع الاسمنت.

## Résumé

Cette thèse traite le sujet de l'évaluation des entreprises en dehors de la bourse des valeurs mobilières dans un pays en développement comme l'Algérie. Nous avons essayé de cerner ses cotes théorique et techniques afin de répondre à la question principale suivante: Peut-on arriver à estimer la juste valeur d'une entreprise avec les approches d'évaluation reconnues, dans un pays en développement comme l'Algérie dans une perspective d'ouverture de capital et de partenariat.

Nous avons traité les concepts théoriques de la valeur, de l'évaluation, de la nature de l'entreprise comme étant l'objet de l'opération d'échange tout comme les titres représentent la marchandise de la bourse. Le rôle des marchés financiers dans l'évaluation des sociétés ainsi que le rôle de l'information financière et non financière dans la rationalisation des comportements et des décisions des investisseurs. Ont été abordé les méthodes et le processus d'évaluation ainsi que leurs difficultés pratiques.

D'abord nous avons essayé de connaître la nature des méthodes d'évaluation utilisées par les entreprises magrébines lors de leurs introductions en bourse pour la première fois (IPO). Nous avons choisi la méthode de l'étude de cas d'une entreprise industrielle dans le secteur des ciments. L'objet est d'étudier les problèmes d'évaluation durant le processus d'évaluation.

Nous sommes arrivés à la conclusion qu'il est possible de déterminer un intervalle de valeurs justes et raisonnables, en Algérie, si certaines conditions sont réunies telles la compétence des experts, leurs maitrises de l'environnement local et du secteur d'activité ainsi que de la crédibilité des états financiers de l'entreprise et de la coopération sans failles des dirigeant de l'entreprise.

**Mots clés:** Evaluation des entreprises, Valeur de l'entreprise, Déterminants de la valeur, Cash-flow, Cout du capital, Information financières et non financière, Méthodes d'évaluation, Secteur des ciments.

## **Abstract**

This thesis deals with the subject of company valuation in a developing context like Algeria. First I studied its theoretical and technical aspects, trying to answer the following main question: Is it possible to determine a company's fair value using accounting and market based valuation approaches in a developing country like Algeria, with the aim of capital opening and partnership? And what is the role of financial and accounting information in this task.

The main concepts dealt with are value and valuation and the theories of the firm as the firm is at the heart of the transaction. I looked at the valuation role of financial markets with its limitations, and the role of financial and non-financial information in guiding investor's behaviour and decisions. Also, I have presented the main company valuation approaches, their main practical problems and the process of valuation.

In the practical part, First, I have looked at valuation methods used by investment banks in the Maghreb's stock exchanges when going into initial public offering (IPO). Second I studied a local cement production company as a case study. Doing this necessitates studying the cement sector within and outside Algeria. Strategic and financial analysis was made to justify any assumptions when doing valuation. Various valuation methods have been used for the purpose of comparison.

I came to the conclusion that it is possible to determine a reasonable interval of company's fair value in developing country like Algeria, provided a number of conditions like: the valuator's competence, his deep understanding of the local environment, the reliability of the financial statements, and full cooperation of the company's management.

**Key words:** Company valuation, Company's value, Value drivers, Cash-flows, Cost of capital, Financial and non-financial information, Valuation approaches, Valuation problems, Cement sector.