

**جامعة سعد دحلب بالبليدة**  
**كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير**  
**قسم العلوم الإقتصادية**

## **مذكرة ماجستير**

التخصص: نقود، مالية وبنوك

**التقويم المالي للمؤسسات الداخلة إلى البورصة**

دراسة حالة مجمع صيدال

من طرف

**عبد القادر شعبان شاوش**

**أمام اللجنة المشكلة من :**

- مسعداوي يوسف أستاذ محاضر أ جامعة البليدة رئيسا
- ناصر مراد أستاذ التعليم العالي جامعة البليدة مشرفا، مقررا
- دراوسي مسعود أستاذ محاضر أ جامعة البليدة عضوا ممتحنا
- بداوي مصطفى أستاذ مساعد أ جامعة البليدة عضوا ممتحنا

البليدة ، ماي 2012

## ملخص

إن الدخول إلى البورصة هو خيار استراتيجي تتخذه المؤسسة للاستفادة من المزايا التي يمنحها السوق المالي من خلال حصولها على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها المستقبلية ، و ذلك مقابل تكاليف و أعباء قد يفرضها السوق المالي. ومن أجل إنجاح عملية الدخول إلى البورصة لابد على المؤسسة أن تقوم بالتحضير الجيد وذلك لتحديد القيمة المالية الحقيقية للأوراق التي ستطرحها في السوق المالي لضمان حقوق المستثمرين الحاليين والمفترضين فلا يمكن طرح أوراق للتداول بأثمان لا تعبر عن قيمة مساوية لأصل اقتصادي حقيقي.

إن قيمة الأوراق المالية المطروحة في السوق تتحدد بحسب كفاءة السوق المالي سلبيًا و إيجابيًا بموجب قانون العرض والطلب، كما أن السيولة الكافية للسوق تسمح للمستثمرين بالتحكم في عملياتهم الاستثمارية وقتًا و سعرا وبالتالي تحديد أسعار الأوراق المالية والقيمة البورصية للمؤسسة.

ومن أجل أن يكون التقييم المالي مبنيا على معطيات دقيقة على المقوم أن يقوم بتشخيص مختلف العوامل البشرية والتنظيمية، الصناعية والتجارية و كذا العوامل القانونية المؤثرة على القيمة المالية للمؤسسة ، إلا أن هذا التشخيص وحده غير كافي لإعطاء هذه القيمة لذا كان لابد من تشخيص مالي يهدف إلى إظهار مكامن الخطر التي قد تواجه المؤسسة، الصعوبات الموجودة و كذا قياس الأداء المالي، فإذا أثبت التشخيص المالي تدهور الحالة المالية للمؤسسة يعني أن قيمتها المالية منخفضة والعكس صحيح.

وأمام التطور الكبير في المجال المالي و الاقتصادي وتنوع المؤسسات وتشعب قطاعاتها، أصبح كل قطاع يحاول أن يلائم طرق تقييم خاصة به والتي يمكن تجميعها في عدة مجموعات مترابطة فيما بينها حسب المقاربة التي تعتمد عليها.

المقاربة الممتلكاتية تعتمد على التقويم المالي للعناصر المادية والمعنوية التي تشكل أصول وخصوم المؤسسة محل التقويم باحتساب القيم الحالية دون اللجوء إلى التقديرات والتوسعات المستقبلية ولا للتدفقات التي ستنتجها فهي تشكل مقارنة تاريخية ثابتة.

في حين أن المقاربة التحوينية وبعكس المقاربة السابقة تعتمد على تحديد قيمة التدفقات المستقبلية التي سوف تتحصل عليها نتيجة نشاطها، فالمستثمرون الذين يودون شراء أسهم المؤسسة إنما يودون الحصول على التدفقات و الأرباح التي تحققها المؤسسة مستقبلا وليس الأصول والممتلكات التي قد تفقد قيمتها مع مرور الوقت.

لكن قد تكون قيمة المؤسسة جد عالية وتحقق نتائج باهرة رغم أنها فنية لا تملك ماضي يمكننا من دراسة تطورها، ولهذا يمكننا استعمال المقاربة المقارناتية لتحديد قيمة المؤسسة بين مثيلاتها حيث أن قرار الاستثمار الذي سيتخذه المساهمون المحتملون في المؤسسة الداخلة إلى البورصة ينتج عن المقارنة بين عدة مشاريع استثمارية.

وفي الأخير حاولنا إسقاط هذه الدراسة على مجمع صيدال عند دخوله إلى البورصة وتطوره خلال العشرية التي تلت الدخول.

وفي غياب معلومات دقيقة عن كل المعطيات والتعاملات التجارية والمالية التي تقوم بها المؤسسة وحتى تلك التي تصنف في خانة السرية حاولنا أن نتطرق ، باستعمال المعطيات المتوفرة ، إلى المنهجية المستعملة من طرف الخبراء في التقويم المالي ولم نعط أهمية كبيرة للقيمة الرياضية للسهم.

كما أن غياب سوق مالي حقيقي، وغياب مؤسسات مثيلة لمجمع صيدال تنشط في هذا السوق كان سببا في غياب المقاربة المقارناتية عن بحثنا هذا في جانبه التطبيقي.

## شكر

الحمد لله الذي وفقني لإتمام هذا العمل، ولا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر  
والعرفان إلى الأستاذ القدير ناصر مراد وإلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد  
على إنجاز هذه الدراسة.

## الفهرس

	ملخص
	شكر
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
13	مقدمة
17	1. القيمة والبورصة
18	1.1. البورصة والدخول إليها
18	1.1.1 مفهوم البورصة
18	1.1.1.1 تعريف البورصة وأشكالها
18	2.1.1.1 تنظيم البورصة
21	2.1.1.2 الدخول إلى البورصة
27	1.2.1.1 دوافع وتكاليف الدخول إلى البورصة
27	2.2.1.1 شروط وإجراءات الدخول إلى البورصة
32	2.1 مفهوم القيمة المالية للمؤسسة
36	1.2.1 القيمة والسعر والعلاقة بينهما
36	1.1.2.1 القيمة والمقاربات المستعملة لتحديدها
36	2.1.2.1 السعر وعلاقته بالقيمة
37	2.2.1 القيمة وعلاقتها بالسوق
39	1.2.2.1 تحديد سعر الدخول إلى البورصة

41	..... 2.2.2.1. تأثير كفاءة السوق و سيولته على قيمة المؤسسة
50	..... 2. تشخيص المؤسسة
51	..... 1.2. التشخيص العام للمؤسسة
51	..... 1.1.2. التشخيص التجاري والصناعي والقانوني
51	..... 1.1.1.2. التشخيص التجاري والصناعي
53	..... 2.1.1.2. التشخيص القانوني
54	..... 2.1.2. التشخيص البشري و تشخيص الوسائل
50	..... 1.2.1.2. التشخيص البشري
55	..... 2.2.1.2. تشخيص الوسائل المادية و التنظيمية
56	..... 2.2. التشخيص المالي للمؤسسة
57	..... 1.2.2. تشخيص النشاط والمردودية
57	..... 1.1.2.2. الأرصدة الوسيطة للتسيير SIG
57	..... 2.1.2.2. تشخيص مرد ودية المؤسسة
65	..... 2.2.2. تشخيص الهيكل المالي والتوازنات المالية
72	..... 1.2.2.2. الدراسة الساكنة للهيكل المالية والتوازن المالي
72	..... 2.2.2.2. جداول التدفقات المالية
77	..... 3. تقنيات التقويم المالي للمؤسسات
84	..... 1.3. المقاربة الممتلكاتية
85	..... 1.1.1.3. الطريقة المحاسبية
85	..... 1.1.1.3. الأصول الصافية المحاسبية المصححة
85	..... 2.1.1.3. القيمة الجوهرية الخام و الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال
85	..... 2.1.3. طريقة الـ فودويل Goodwill
88	..... 1.2.1.3. رسملة فائض الأرباح
91	..... 2.2.1.3. الطرق الأخرى
92	..... 2.3. المقاربة التحينية
98	..... 1.2.3. النماذج الأساسية للتحيين
99	..... 1.1.2.3. النماذج الأساسية

103	..... Holt و Bates نموذجي 2.1.2.3
107	..... طرق التدفقات المحينة 2.2.3
108	..... طريقة التدفقات النقدية المحينة DCF 1.2.2.3
114	..... طريقة الأرباح الاقتصادية 2.2.2.3
120	..... المقاربة المقارناتية 3.3
121	..... أدوات المقاربة المقارناتية 1.3.3
121	..... أهم مضاعفات المقارنة 1.1.3.3
128	..... قيمة المردودية وأجل التحصيل 2.1.3.3
131	..... مرجعية المقارنة 2.3.3
132	..... المقارنة مع الصفقات الحديثة 1.2.3.3
133	..... المقارنة بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة 2.2.3.3
134	..... المقارنة بالنسبة لمؤشر مرجعي 3.2.3.3
137	..... دراسة حالة مجمع صيدال 4
138	..... تشخيص واقع مؤسسة صيدال قبل الدخول إلى البورصة 1.4
138	..... نظرة عامة حول المجمع 1.1.4
138	..... التعريف بالمجمع و تنظيمه 1.1.1.4
141	..... أهداف المجمع واستراتيجيته 2.1.1.4
142	..... تشخيص حالة المجمع لدى دخوله البورصة 2.1.4
142	..... التشخيص العام للمجمع لدى دخوله البورصة 1.2.1.4
146	..... التشخيص المالي 2.2.1.4
155	..... التقويم المالي للمجمع عند دخوله إلى البورصة 2.4
156	..... تقويم صيدال لدى دخولها إلى البورصة 1.2.4
156	..... التقويم المالي لصيدال 1.1.2.4
165	..... دخول صيدال إلى البورصة 2.1.2.4
168	..... تقويم صيدال بعد دخولها إلى البورصة 2.2.4
168	..... التشخيص العام لصيدال بعد دخولها إلى البورصة 1.2.2.4

175	..... 2.2.2.4. التقويم المالي للمجمع
184	..... خاتمة
189	..... قائمة الرموز
190	..... قائمة المراجع



## قائمة الجداول

الرقم	الصفحة
01	76
02	79
03	80
04	82
05	116
06	117
07	143
08	144
09	145
10	146
11	147
12	147
13	148
14	149

149	جدول تطور المخصصة للمخزونات	15
150	جدول تطور حقوق الإستثمار	16
150	جدول تطور الحقوق على الزبائن	17
151	جدول تطور المتاحات	18
151	جدول تطور ديون الإستثمار	19
152	جدول تطور ديون المخزونات	20
152	جدول تطور ديون الإستغلال	21
153	جدول تطور الديون المالية	22
153	جدول الموارد و الاستخدامات لصيدال	23
154	جدول تطور نسبة التغطية	24
155	جدول تطور نسبة تسديد الديون	25
155	جدول تطور نسبة الاستقلالية المالية	26
156	جدول الأموال الخاصة لصيدال	27
157	جدول الأموال الخاصة المصححة لصيدال	28
159	جدول حساب النتائج التقديري	29
160	جدول إحتياجات رأس المال التقديري	30
161	جدول مخطط الاستثمارات	31
162	جدول حساب نسبة التحيين	32
163	جدول تدفقات الخزينة التقديرية	33
164	جدول تحيين التدفقات النقدية	34
164	جدول تحديد قيمة السهم	35

165	جدول توزيع العرض بين الفئات	36
166	جدول تحديد كميات الإكتتاب	37
167	جدول تلبية أوامر الشراء	38
168	جدول تكاليف الدخول إلى البورصة	39
168	جدول تكاليف مشاريع الشراكة	40
171	جدول حجم الإنتاج وعدد الأدوية المنتجة	41
176	تطور سيولة اصول صيدال بعد دخولها إلى البورصة	42
176	تطور نسبة تغطية أعباء الديون لصيدال	43
177	تطور نسبة القدرة على تسديد الديون	44
178	تطور تغطية الديون الهيكلية المالية والإستقلالية المالية لصيدال	45
178	تطور المردودية المالية و الإقتصادية	46
179	مقارنة النتائج المتوقعة والمحقة	47

## قائمة الأشكال

الصفحة.....	الشكل
20 .....	01 أشكال البورصة
24 .....	02 الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
43 .....	03 حركة الأسعار في حالة المعلومات التثاؤمية
43 .....	04 حركة الأسعار في حالة المعلومات التفاضلية
59 .....	05 توزيع القيمة المضافة
64 .....	06 التسلسل السلمي للأرصدة الوسيطة
70 .....	07 نموذج ديبون لتحليل المردودية
71 .....	08 تحليل المردودية المالية
73 .....	09 الرأس المال العامل من أعلى الميزانية
74 .....	10 الرأس المال العامل من أسفل الميزانية
81 .....	11 كيفية تغير الخزينة
123 .....	12 تحليل السوق حسب PER ونسبة تطور الأرباح
140 .....	13 الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

166	.....	توزيع العرض والطلب على أسهم صيدال	14
167	.....	تطور الطلب على أسهم صيدال	15
172	.....	تطور عدد مستخدمي صيدال بعد دخولها تطور عدد مستخدمي صيدال	16
173	.....	تطور كل من المبيعات و الإنتاج	17
173	.....	تطور رقم أعمال صيدال	18
174	.....	تطور الأرباح صيدال	19
175	.....	تطور القيمة و نتيجة الاستغلال	20

## مقدمة

يعتبر التمويل المباشر للمؤسسة عن طريق البورصة ، دون الإعتماد الكلي على التمويل البنكي، من أهم مميزات إقتصاديات الدول المتقدمة، فدخل المؤسسة إلى البورصة يسمح لها بطرح مجموعة من الأوراق المالية في شكل أسهم وسندات مما يسهل لها الحصول على السيولة مباشرة من المدخرين دون وساطة بنكية، حيث أن هذا الدخل يفترض أن يشكل عنصر من مجموعة عناصر إستراتيجية متكاملة لبرنامج تنموي توسعي يصعب تمويله عن طريق التمويل البنكي لدرجة المخاطر التي تحيط به.

كما يمكن أن يكون الدخل إلى البورصة شكل من أشكال الخوصصة الجزئية أو الكلية للمؤسسات العمومية ، فبعد صدور الأمر 12-97 المؤرخ في 19 مارس 1997 معدلا للقانون 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات أدخل إمكانية اللجوء إلى البورصة كشكل من أشكال الخوصصة في الجزائر.

لكن طرح أوراق مالية في البورصة لا بد أن يرافقه تحديد القيمة المالية لهذه الأوراق وبالتالي القيمة المالية للمؤسسة ، ليس كشرطا إجرائيا للدخول من أجل تحديد السعر الأولي للورقة فقط ولكن أيضا من أجل ضمان حقوق المستثمرين المفترضين ، إذ لا يعقل أن يشتروا أوراقا لا تعبر بصدق عن قيمة مساوية لقيمة أصل إقتصادي حقيقي.

وباعتبار أن عدم التحديد الدقيق للقيمة المالية للمؤسسة زيادة أو نقصانا يعتبر إجحافا في حق طرف من أطراف المعاملة على حساب طرف أو أطراف أخرى، كما قد يكون له تأثير على المؤسسة وعلى سير البورصة خاصة إذا كانت فتية وتحتاج إلى مصداقية أكبر وهي حالة بورصة الجزائر والمؤسسات التي دخلت إليها ، إذ أن التقويم المرتفع لهذه المؤسسات التي لم تكن لها مردودية فيما بعد كان من بين أسباب عزوف المدخرين و المستثمرين عن الإستثمار في الأوراق المالية و بالتالي عن الإستثمار في البورصة.

## الإشكالية:

الإشكالية التي نطرحها في هذا الإطار، كيف يمكننا تحديد القيمة المالية للمؤسسات الإقتصادية الداخلة إلى البورصة؟

ويمكن أن نتفرع هذه الإشكالية إلى التساؤلات التالية:

- هل القيمة المالية للمؤسسة تتحدد بسعر دخولها إلى البورصة؟
- هل التشخيص المالي كافٍ لتحديد هذه القيمة؟
- ماهي أسس التقويم المالي للمؤسسات الداخلة إلى البورصة التي يجب أن يعتمد عليها المقوم المالي؟
- كيف قُوم مجمع صيدال عند دخوله إلى البورصة؟ و ما مآل هذه القيمة بعد الدخول؟

## فرضيات الدراسة:

- الدخول إلى البورصة نفسه يحدد السعر وبالتالي القيمة المالية للمؤسسة وذلك وفقا لقانون العرض والطلب وبالتالي فقيمة المؤسسة ما هو إلا سعر دخولها إلى البورصة.
- التشخيص المالي للمؤسسة يعني إعطاء صورة وفيّة عن الصحة المالية للمؤسسة وبالتالي تحديد قيمتها.
- القيمة المالية للمؤسسة تتحدد بقيمة الأصول التي تتكون منها ، أو بقدرتها على تحقيق الأرباح مستقبلا، أو بقيمة مثيلاتها التي تنشط في نفس القطاع الإقتصادي والتي لها نفس الميزات.
- مجمع صيدال قُوم بقيمته الحقيقية لدى دخوله إلى البورصة.

## أهمية الدراسة:

مع تعدد المعاملات التجارية التي يكون موضوعها المؤسسة ( الدخول إلى البورصة، الخوصصة ، البيع ، الشراء ، إندماج الشركات ، التنازل عن جزء من رأس المال...) أصبح التقويم المالي مهما حيث أن التقويم الخاطئ للمؤسسات الداخلة إلى البورصة يكون له أثار سلبية على المؤسسة ذاتها، المستثمرين و الإستثمار في البورصة ، لذا أصبح التحكم في تقنياته وطرقه ضروريا لكل خبير مالي من أجل تحديد القيمة المالية الإقتصادية الحقيقية للمؤسسة، وعلى هذا الأساس أصبح التقويم المالي مستقلا بذاته عن التحليل المالي حيث صار يملك منهجا، مصطلحات ونظريات خاصة به.

## أهداف الدراسة:

يهدف هذا البحث إلى معرفة أهم التقنيات والأدوات التي يمكن أن نستعملها لتحديد القيمة المالية للمؤسسة الداخلة إلى البورصة وبالتالي القيمة المالية للأوراق المالية (الأسهم)، والعناصر التي يجب على المقوم أن يأخذها بعين الاعتبار والتي لها تأثير مباشر أو غير مباشر، حاضرا أو مستقبلا على سيرورة وتطور حياة المؤسسة. و بالرغم من النظرة المختلفة إلى القيمة المالية للمؤسسة، حسب كل طرف في عملية الدخول إلى البورصة ( المؤسسة ، البنك المصاحب لعملية الدخول، المستثمرون المحتملون...) إلا أن هذا لا يمنع المقوم من أن يكون موضوعيا وبالتالي تفسير كل الإحترازات والتحليلات التي يمكن أن يبني عليها معطياته في عملية التقييم.

كما أن هذا البحث يهدف أيضا إلى تبسيط تقنيات التقييم المالي للمؤسسات المستعملة في الأسواق المالية وجعلها في متناول الباحثين وخاصة الطلبة.

## حدود الدراسة:

التقييم المالي للمؤسسات ، وإن كان يعتمد في غالب الأحيان على أدوات مرجعية مشتركة ، إلا أنه و أمام التطور سواء في المجال المالي و الإقتصادي و تنوع المؤسسات وتشعب قطاعاتها ، أصبح كل قطاع يحاول أن يلائم طرق تقييم خاصة به. ولقد حاولنا من خلال هذا البحث أن نلم بأكثر التقنيات و الطرق المستعملة في التقييم المالي إلا أنه إستثنينا تلك التقنيات الحديثة المستعملة في تقييم مؤسسات الإقتصاد الجديد التي تنشط في مجال التكنولوجيات الحديثة والتي تتميز بتطور سريع خاصة في وسائل الإنتاج والمنتجات، ولعل من بين أسباب إستثناء هذه التقنيات حداتها من جهة و عدم نجاعتها من جهة أخرى لأن المحللين الماليين أصبحوا يعطون أهمية للتقنيات و الطرق التقليدية للتقييم في تحديد قيمة مؤسسات الإقتصاد الحديث.

كما أننا سنحاول من خلال هذا البحث دراسة حالة تقييم مجمع صيدال منذ دخوله إلى البورصة سنة 1999 إلى غاية 2007.

## منهج وأدوات البحث:

لقد حاولنا أن نمزج بين المنهج الوصفي والتحليلي في معالجة موضوع التقييم المالي ؛ إذ تطرقنا إلى مختلف التقنيات و الطرق المستعملة في تقييم المؤسسات الإقتصادية الداخلة إلى البورصة مبرزين في كل مرة الأساس النظري و المجال التطبيقي من قبل الممارسين و المحللين الماليين لنقوم بعد ذلك بتحليل مكامن النجاح وحدود كل تقنية أو طريقة مبرزين أهم الإنتقادات الموجهة إليها.



وبالرغم من أن موضوع التقويم المالي للمؤسسات قد تم التطرق إليه من قبل العديد من المالىين إلا أن هذه التقنيات تختلف من بلد إلى آخر ومن إقتصاد إلى آخر، كما أن طبيعة مجمع صيدال (مؤسسة عمومية إقتصادية معروضة للبيع جزئياً (20 ٪ من رأسمالها)) و بورصة الجزائر التي لا تزال تفتقد إلى مقومات الأسواق المالية، يجعلنا نحاول أن نسقط تقنيات وطرق نموذجية على واقع مختلف عن ذلك الذي طُورت فيه.

### صعوبات البحث:

إن كفاءة السوق المالي تتطلب وجود وافر للمعلومات عن الوضعية المالية للمؤسسة ، إذ أن المساهم له الحق في معرفة كل التغيرات التي طرأت و التي ستطراً على المؤسسة من أجل تمكينه من إتخاذ القرارات الإستثمارية في وقتها، إلا أن نقص هذه المعلومات يعتبر من أهم الصعوبات التي واجهتنا في إنجاز هذا العمل.

### هيكلية الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المذكورة أعلاه سنتطرق في الفصل الأول إلى تقديم عام للبورصة وإجراءات الدخول إليها مبرزين كيفية تحديد سعر الدخول من جهة ، ومن جهة أخرى نحاول أن نتطرق إلى الإطار المفاهيمي للقيمة المالية للمؤسسة وعلاقتها بالسوق المالي ، في حين أننا نتطرق في الفصل الثاني إلى تشخيص المؤسسة وذلك من خلال تناول التشخيص العام للمؤسسات مع التركيز على التشخيص المالي وطرقه، أما في الفصل الثالث سنتناول التقنيات التي يمكن إستعمالها في تحديد القيمة المالية للمؤسسة؛ وذلك بالتطرق إلى المقاربة الممتلكاتية ، التحوينية و المقارناتية، لنتناول في الفصل الرابع والأخير دراسة حالة مجمع صيدال وذلك بتحديد القيمة المالية لأسهمه لدى دخوله إلى البورصة وتطورها بعد ذلك.

## الفصل 1

### القيمة والبورصة

يعتبر الدخول إلى البورصة حدث هام في حياة وتطور المؤسسة وهو خيار إستراتيجي قصد الانتفاع من المزايا التي يمنحها السوق المالي مقابل تحمل التكاليف والأعباء التي قد يفرضها، ولعل من أهم المتطلبات التي يفرضها كشرط لقبول أوراق المؤسسة للتداول، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بتاريخها، حاضرها ومستقبلها، إعطاء قيمة مالية للمؤسسة من أجل تحديد سعر أولي لقيمة الأوراق التي تطرح في السوق.

فالتقويم المالي الموضوعي للمؤسسة المرشحة للدخول إلى البورصة ليس شرط إجرائي للدخول من أجل تحديد سعر الورقة فقط بل هو ضمان لحقوق المستثمرين المفترضين إذ أنه لا يمكن أن يشتروا أوراقا بأثمان لا تعبر عن قيمة مساوية لأصل اقتصادي حقيقي.

سنحاول التطرق في المبحث الأول إلى إعطاء صورة موجزة عن البورصة وكذا إجراءات الدخول إليها، والمزايا التي تجنيها المؤسسة من هذا الدخول وكذا التكاليف و الأعباء التي تتحملها مقابل ذلك. وسنتطرق في المبحث الثاني إلى مفهوم القيمة المالية للمؤسسة عند دخولها إلى البورصة والتحضير لهذا التقويم .

## 1.1.1. البورصة والدخول إليها

يعتبر التمويل المباشر للمؤسسة عن طريق طرح أوراق مالية في البورصة دون الاعتماد الكلي على الاقتراض البنكي من أهم مميزات اقتصاديات الدول المتقدمة، فالبورصة أصبحت أهم مصدر تمويل للمؤسسات الاقتصادية إضافة إلى الدور الذي تلعبه في تغطية المخاطر المالية التي قد تعترض سير المؤسسة.

### 1.1.1.1. مفهوم البورصة

#### 1.1.1.1.1. تعريف البورصة و أشكالها

##### 1.1.1.1.1.1. تعريفها

تعود كلمة "البورصة" إلى القرن الخامس عشر ميلادي، أين كان التجار القادمون من فلورنسا يجتمعون في فندق تملكه عائلة تدعى فان در بورس Van DER Bourse يقع في مدينة بريج البلجيكية، كان يؤمه التجار من كافة المناطق، حيث تطور التعامل فيه إلى أن أصبح التجار لا يحضرون بضائعهم إلى الفندق بل كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة (1) ، مما دفع بظهور أماكن أخرى للتداول عرفت بالبورصات (\*) تلبية لحاجيات تسويق السلع من جهة وسهولة الحصول عليها من جهة أخرى، وكانت تتسم بكونها بورصات سلع لتتطور فيما بعد إلى بورصات للأوراق المالية، كما سنتطرق إليه لاحقا في أشكال البورصات.

وبصفة عامة، يمكن اعتبار البورصة ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من المؤسسات، الجماعات المحلية والدول بقصد إنشاء وتوسيع المشاريع من جهة ومن جهة أخرى المستثمرين الذين استطاعوا أن يجمعوا ويجندوا الادخار بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات (2) التي يتحدد سعرها وفق قوى العرض والطلب.

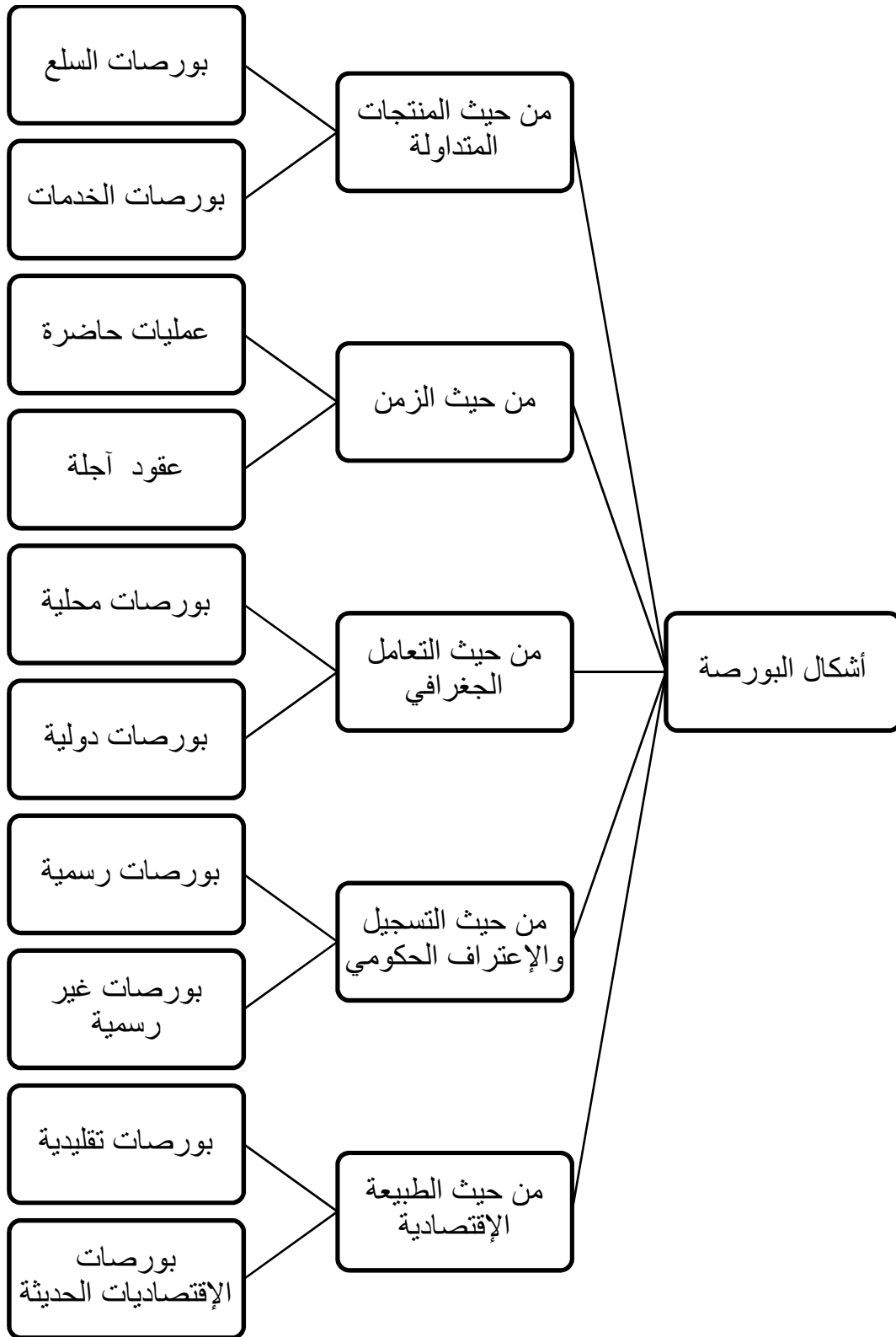
وتعتبر البورصة سوق مالي ثاني يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي لأول مرة وتسمى أيضا بالسوق المالي المنظم لكونها تتميز خلافا للأسواق المالية غير المنظمة بموقع جغرافي محدد لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف

(1) محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر مصر 1999 ص 19 .  
 (\*) انشأت أول بورصة في فلورنسا ثم في مدينة ليون 1459 ، في فرانكفورت وبرشلونة وانفرنس في القرن الخامس عشر، في امستردام عام 1608 وفي بال عام 1683 وفي لندن عام 1695 و في فيينا عام 1762 ، نيويورك 1798 ، بروكسل 1801 ، ميلانو 1808 .....  
 (2) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الطبعة الأولى، 2002 ص 45.

وتوقيتات محددة بموجب قوانين وتنظيمات واضحة، محاطة بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.

### أشكال البورصة:

هناك عدة أشكال وصور للبورصات تزداد وتتنوع حسب درجة نمو وتطور اقتصاديات الدول، إذ أن هذا التعدد والتنوع أصبح معيار تقاس به مدى تطور ونمو الاقتصاديات الحديثة وهي تعتبر المرآة العاكسة للاقتصاد الحقيقي للدول كما تعكس الثقافة الاقتصادية للمجتمع، والشكل الموالي يعطي صورة ملخصة لهذه الأشكال.



### 2.1.1.1. تنظيم البورصة

قبل التطرق إلى التنظيم الهيكلي لبورصة الجزائر في الفقرة الثانية نحاول التطرق في الفقرة الأولى إلى نبذة تاريخية عن إنشاء هذه البورصة و الإطار القانوني الخاص بها.

#### 1.2.1.1.1. نبذة تاريخية عن إنشاء بورصة الجزائر:

جاءت فكرة إنشاء هذه البورصة بعد الإصلاحات الاقتصادية التي تم الشروع فيها انطلاقا من سنة 1988 وخاصة بعد صدور القانون 01-88 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون 03-88 المتعلق بإنشاء 08 صناديق مساهمة (الشركات القابضة فيما بعد) والقانون 04-88 المعدل والمتمم للأمر 59-75 الصادر بتاريخ 1975.09.26 المتضمن القانون التجاري، وبهذا تكون الجزائر قد تخلت عن النهج الاشتراكي وأصبحت تفرق بين دور الدولة المساهمة والدور السيادي المتمثل في القوة العمومية.

وفي هذا السياق، أصبح إنشاء بورصة القيم المنقولة أمرا ضروريا لذا أنشأت سنة 1990 شركة القيم المنقولة من قبل الثمانية صناديق مساهمة برأس مال قدره 32000000 دج مقسمة بالتساوي بينها، ليرفع فيما بعد إلى 9320000 دج سنة 1992 .

في سنة 1993 صدر المرسوم التشريعي رقم 08-93 بتاريخ 25 أفريل 1993 معدلا لأحكام الأمر 59-75 خاصة بنصه صراحة على إمكانية إنشاء شركات ذات أسهم عن طريق اللجوء العلني للادخار وعرف القيم المنقولة التي يمكن للمؤسسات ذات الأسهم المدرجة في البورصة أن تصدرها.

وجاء المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ بتاريخ 23 ماي 1993 مؤسسا لبورصة القيم المنقولة بعدما كانت تعرف بشركة القيم المنقولة بين صناديق المساهمة وحدد أعضائها وهم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB باعتبارها سلطة ضبط ، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV باعتبارها شركة مساهمة للتسيير والوسطاء في عمليات البورصة IOB باعتبارهم شركات استثمار، لتتوالى بعد ذلك صدور ترسانة من النصوص القانونية في نفس الاتجاه نذكر منها :

- القانون 22-95 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية معدلا للأمر 12-97 الصادر بتاريخ 19 مارس 1997 حيث أدخل إمكانية اللجوء إلى البورصة كشكل من أشكال الخوصصة.

- القانون 08-96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (FCP, SICAV , OPCVM) .

- الأمر 04-01 الصادر بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم، تسيير وخصوصة المؤسسات العمومية خاصة بنصه أن المؤسسة هي الجهة الوحيدة المؤهلة للتفاوض مع الشركاء المهتمين. في سنة 2003 صدر القانون 04-03 بتاريخ 17 فيفري 2003 الذي أعطى للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي ومنحها صلاحيات أكثر فيما يخص مراقبة البورصة كما سنتطرق إلى ذلك في الفقرة القادمة، كما أنه وسع من مجالات تدخل الوسطاء في عمليات البورصة كضمان النهاية الحسنة للعمليات المالية والاستشارة في مجال الاستثمار ووسع عمل الوسطاء في عمليات البورصة إلى البنوك والمؤسسات المالية كما أنشأ جهاز جديد يدعى "الجزائرية للتسوية" (Algérie clearing) كمؤتمن مركزي للسندات .

#### 2.2.1.1.1. أعضاء البورصة :

حسب المرسوم التشريعي 10-93 والقانون 04-03 يتكون أعضاء البورصة من:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB .
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV .
- الوسطاء في عمليات البورصة IOB.
- المؤتمن المركزي للسندات
- ماسكو الحسابات- حافظو السندات.

#### أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة :

أنشأت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 الصادر بتاريخ 23 فيفري 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم وتعتبر سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي (\*)

تتكون اللجنة من رئيس وستة أعضاء ، فأما الرئيس يعين بموجب مرسوم رئاسي لعهدتها 4 سنوات في حين أن الأعضاء يعينون من طرف وزير المالية بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة لعهدتها 4 سنوات أيضا وذلك تبعا للتوزيع التالي .

- قاض يقترحه وزير العدل.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

(\*) هذه الاستقلالية جاء بها القانون 04-03 الصادر بتاريخ 17.02.2003

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
  - عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين
  - عضو يختار من مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- تخصص للجنة تنظيم ومراقبة البورصة إعانة تمنحها ميزانية الدولة وتتقاضى أتاوى على الأعمال والخدمات التي تؤديها أثناء ممارسة صلاحياتها، يحدد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم<sup>(1)</sup> .

تتوفر اللجنة على غرفة تأديبية وتحكيمية تتكون من :

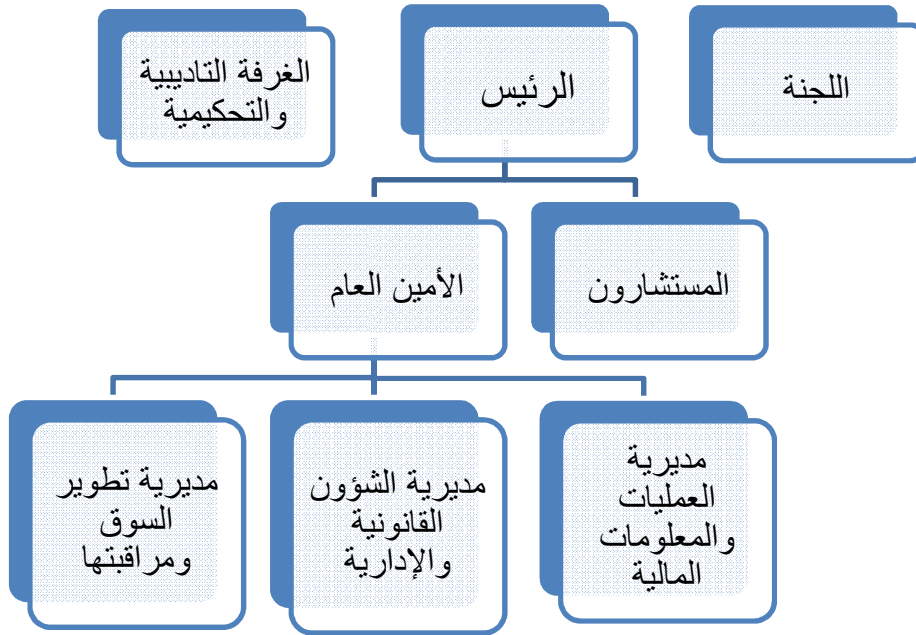
- رئيس اللجنة رئيسا للغرفة .
- عضوان منتخبان من ضمن أعضاء اللجنة .
- قاضيان يعينهما وزير العدل.

حيث تدرس هذه الغرفة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة يحدث بين المتدخلين فيها، كما أنها تختص بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم .

كما يساعد اللجنة مديريات تقنية تحت إشراف أمين عام والشكل الموالي يبين الهيكل التنظيمي العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

<sup>(1)</sup> COSOB, Rapport annuel 2005,Alger 2006. P07 .





الشكل رقم 02 : الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة [44].

وإضافة إلى السلطة التأديبية والتحكيمية، زود المشرع الجزائري اللجنة بسلطات التنظيم، التفتيش والمراقبة، سلطة الاعتماد والتأهيل وهذا حتى يتسنى لها القيام بمهامها على أحسن وجه خاصة فيما يخص :

- ضمان سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها .

#### ب- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV:

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم شركة ذات أسهم، حيث أن أسهمها مملوكة كلياً من قبل الوسطاء، وهي غير قابلة للتداول في البورصة، ومن بين شروط الإعتماد في معاملات البورصة الاكتتاب في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم.

تقوم شركة تسيير بورصة القيم، تحت رقابة اللجنة ب<sup>(1)</sup>:

- التنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة .
  - التنظيم المادي لحصص البورصة وتسيير نظام التداول والتسعيرة.
  - تنظيم عمليات المقاصة للصفقات على القيم المنقولة.
  - تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.
  - نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وإعداد النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.
- وبتاريخ 21 ماي 1997 انعقدت الجمعية العامة التأسيسية لبورصة القيم المنقولة بمقر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB ليعلن عن تأسيسها برأسمال اجتماعي قدره 24 مليون دينار من قبل 12 وسيطا ماليا، تتمثل في البنوك التجارية : BNA, BADR, BEA, CPA, BDL, CNEP, CNMA, UNION BANK وكذا شركات التأمين الوطنية, CAAR, CCR, CAAT, SAA.

واعتبارا من 15 جويلية 1998، فإن الأعضاء المؤسسون لشركة إدارة بورصة القيم تخلوا عن حصصهم في رأسمالها لشركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية هي :

- شركة الراشد المالي المؤسسة من طرف : BEA, CCR, CNMA
- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP المؤسسة من طرف BNA, BDL, SAA.

- الشركة المالية العامة SOGEFI المؤسسة من طرف CNEP, CAAT, CPA
- مؤسسة توظيف القيم المنقولة SPDM المؤسسة من طرف BADR, CAAR
- شركة UNION BROKERAGE المؤسسة من طرف UNION BANK

### ج - المؤتمر المركزي على السندات :

يعتبر المؤتمر المركزي على السندات ثاني هيئة وظيفية بعد شركة تسيير بورصة القيم، وهو عبارة عن شركة ذات أسهم وحيدة تحمل "الجزائر للتسوية" (Algérie Clearing) كتسمية تجارية، وقد أنشأ بموجب القانون 04-03 الصادر 17 فيفري 2003 .

(1) حسب المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

كما أن أسهم المؤتمن المركزي غير قابلة للتداول في البورصة إذ أن المساهمون هم فقط الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المسعرة وشركة تسيير بورصة القيم، أما بنك الجزائر والخزينة العمومية يعتبران مساهمين بقوة القانون، في حين حددت المساهمة الدنيا في هذا التنظيم بـ 2 مليون دينار.

وتقوم شركة الجزائر للتسوية بفتح حساب السندات الجارية المسعرة وغير المسعرة في البورصة لصالح ماسكي الحساب حافظي السندات المنخرطين فيها، وتمركز بذلك حفظ السندات وتسهيل توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى آخر، كما تقوم بتنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة وتنتشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

وبهذا فالمؤتمن المركزي يساهم في إزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية وبالتالي التقليل من تكاليف الإصدار خاصة فيما يتعلق بطباعة الشهادات المادية.

وهو يتعامل مع بنك الجزائر باعتباره بنك التسوية كما يتعامل مع ماسكو الحسابات حافظو السندات المؤهلون من طرف لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها، حيث يفتح المستثمرون حسابات سندات لدى ماسكي الحسابات - حافظي السندات وهؤلاء يفتحون حسابات جارية لدى المؤتمن المركزي (الجزائر للتسوية) تقيد فيها كل الأرصدة .

#### د- الوسطاء في عمليات البورصة IOB:

"لا يجوز إجراء أية مفاوضات تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة " (1) وقد يكون الوسطاء في عمليات البورصة إما شركات تجارية تؤسس بصفة رئيسية لهذا الغرض، وإما بنوكا تجارية ومؤسسات مالية .

ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة، لكي يعتمدوا، أن يقدموا عددا معيناً من الضمانات

مثل:

- رأسمال أدنى تحدده لجنة تنظيم ومراقبة البورصة COSOB.

- تنظيم وسائل تقنية ملائمة.

- مستخدمون مؤهلون.

- المساهمة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

(1) المادة 05 من المرسوم التشريعي 10-93 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وإضافة إلى عملية الوساطة في عملية البورصة أصبح للوسطاء في عمليات البورصة القيام بعمليات أخرى مثل ضمان النهاية الحسنة للعملية المالية، تقديم الاستشارة للمستثمرين، كما أنهم يمكنهم التعامل لحسابهم الخاص أو لصالح الغير.

### هـ / ماسكو الحسابات-حافظو السندات:

يتعلق الأمر بأشخاص معنويين يتولون حراسة السندات، الاسمية أو لحاملها، التي أسندت إليهم وإدارتها باسم أصحابها، وتتمثل المؤسسات المؤهلة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة وظيفة ماسكي الحسابات-حافظي السندات أساسا في البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة .

ويجب على المؤسسات، لكي تعتمد، أن تتوفر لديها الوسائل البشرية والمادية الكافية، والتقيد بالمبادئ المتعلقة بالمحاسبة على السندات، وتتوفر لها ترتيبات حماية أموال زبائنها والمراقبة الداخلية كما أنها يجب أن تنخرط في المؤتمر المركزي على السندات<sup>(1)</sup>.

### 2.1.1. الدخول إلى البورصة

يعتبر الدخول إلى البورصة حدث هام في حياة المؤسسة لما له من تأثير على حاضرها ومستقبلها، وذلك بتحمل تبعات وتكاليف يفرضها السوق والسلطات المنظمة له مقابل الحصول على الامتيازات التي يمنحها باعتبارها دوافع ومحفزات على الدخول إلى البورصة وهذا ما نتطرق إليه في الفرع الأول، كما أننا سنتطرق إلى إجراءات الدخول إلى البورصة في الفرع الثاني.

#### 1.2.1.1. دوافع وتكاليف الدخول إلى البورصة

##### 1.1.2.1.1. دوافع الدخول إلى البورصة

إن قرار الدخول إلى البورصة ليس بالأمر السهل لذا وجب على المؤسسة مقارنة المكاسب التي قد تتحصل عليها مقابل التكاليف التي تتحملها، فالدخول إلى البورصة ليس هدفاً في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة لتحقيق مجموعة من الأهداف نذكر منها ما يلي :

<sup>(1)</sup> COSOB, guide d'admission, Anep, Alger, novembre 1997

## أ- الحصول على التمويل المباشر:

إن الدخول إلى البورصة يعتبر أهم وسيلة للتمويل إلى جانب التمويل البنكي والتمويل الذاتي، إذ أن هذا الدخول يسمح للمؤسسة بطرح مجموعة من الأوراق المالية في شكل أسهم أو سندات مما يسهل لها الحصول على السيولة مباشرة من المدخرين دون وساطة بنكية، فتسعير المؤسسات في البورصة يجب أن يدخل ضمن متطلبات برنامج تنموي متكامل قد يتمثل في البحث عن رؤوس أموال من أجل تمويل إستثمارات توسعية ومشاريع تنموية مستقبلية قد يصعب تمويلها عن طريق التمويل البنكي لدرجة المخاطر التي تحيط بها.

## ب- التخفيض من تكلفة الديون :

يعتبر الدخول إلى البورصة بنجاح من أهم العوامل التي تقلل من مخاطر التمويل، إذ تتنافس البنوك على منح قروض جديدة للمؤسسة مما يعطيها قوة تفاوضية أكبر ويقلل من أعباء و تكاليف الديون.

حيث أنه من بين المعايير التي يؤخذ على أساسها قرار منح أو رفض ملفات القروض البنكية للمؤسسات الاقتصادية من طرف البنوك نجد درجة المخاطر ، سيولة الأصول ، كفاءة المسيرين ، القدرة الربحية ... الخ، وكل هذه المعايير وأخرى يتم أخذها بعين الاعتبار أيضا من قبل المستثمرين وبالتالي الدخول بنجاح إلى البورصة يعطي للمؤسسة شهادة إيجابية على صحتها المالية وقلة المخاطر التي تحيط بها.

## ج- سيولة حصص المساهمين:

المستثمرون المساهمون في المؤسسة قد يحتاجون إلى سيولة لتمويل مشاريع شخصية أو اقتصادية أخرى أكثر ربحية، ولعل أسهل طريقة تساعد على ذلك هي دخول ذات المؤسسة إلى البورصة، إذ أن المستثمر المساهم يمكنه التنازل عن حصته لصالح مستثمرين جدد عن طريق بيع جزء أو كل الأسهم التي بحوزته دون إجراءات معقدة وفي أقل وقت ممكن.

كما أن دخول المؤسسة إلى البورصة يسمح لها، كما للمساهمين في رأسمالها، بتنويع المخاطر ببيع جزء من أسهمها مقابل شراء أسهم مؤسسات أخرى تمتاز بربحية أكبر.

### د- تفعيل اهتمام العمال بمؤسساتهم :

يسمح تسعير المؤسسة في البورصة لعمالها بامتلاك ولو جزء يسير من أسهمها بل أن بعض المؤسسات تمنح أسهم مجانية أو بقيمة منخفضة لعمالها كتحفيزات و مكافأة لهم على مجهوداتهم، وهذا ما يؤثر إيجابيا على اندماج هؤلاء العمال ومضاعفة جهدهم بطريقة مزدوجة، فبالإضافة إلى طابع المكافأة الذي يكتسي هذه العملية يعطي للعمال إحساس التملك وبالتالي المسؤولية على تطور وازدهار المؤسسة، قصد تحقيق أرباح أكبر وبالتالي عائدات أسهم أكبر.

### هـ- إظهار قيمة المؤسسة :

نظرا للمتطلبات التي يفرضها الدخول إلى السوق المالي يجب على المؤسسة أن تعطي قيمة مالية لأسهمها تكون مقاربة للقيمة الاقتصادية<sup>(\*)</sup>، لتضبط هذه القيمة مع مرور الوقت في البورصة تحت تأثير قانون العرض والطلب على أسهمها هذا ما يجعل القيمة المالية للمؤسسة تتحدد في السوق بناء على عدة عوامل داخلية وخارجية.

فالبورصة تعتبر هيئة اعتماد وتصحيح للقيمة المالية للمؤسسة، وبالتالي الدخول إلى البورصة بنجاح يمثل شهادة عن الصحة المالية للمؤسسة وميزان صادق لقيمتها.

### و- توسيع شهرة المؤسسة :

صحيح أن المشاريع الطموحة تجلب التمويل ذاتيا، ولكن في بعض الأحيان رغم أن بعض مخططات الأعمال (business plan) تكون طموحة وموضوعية إلا أن عدم اهتمام المستثمرين بها نتيجة نقص الإعلام و الإشهار يرهن نجاحها، وهذا ما يؤثر سلبا على القيمة المالية للمؤسسة وبالتالي قيمتها الاقتصادية.

ولهذا فإن ما يصاحب دخول المؤسسة إلى البورصة من إشهار يزيد من اهتمام المستثمرين بها وبالتالي الزيادة في الطلب على أسهمها مما يؤدي إلى الرفع من قيمتها المالية.

وبعبارة أخرى إن الصحة المالية للمؤسسة وطموحاتها الاستثمارية تستقطب المستثمرين وبالتالي رؤوس أموالهم، مما يزيد في هذه الصحة المالية وفي القيمة المالية للمؤسسة أي أن هناك تأثير متبادل بين شهرة المؤسسة وقيمتها.

<sup>(\*)</sup> في غالب الأحيان يكون سعر أول دخول إلى البورصة أقل من القيمة الاقتصادية.

### 2.1.2.1.1. تكاليف ومخاطر الدخول إلى البورصة:

مقابل الامتيازات التي تحصل عليها المؤسسة الداخلة إلى البورصة هناك أعباء، تكاليف ومخاطر يجب أن تتحملها قد تكون هذه الأعباء عبارة عن تكاليف مالية إضافية أو مخاطر قد تحقق بها إن لم تتمكن من التسيير الفعال والتأقلم مع المحيط الجديد، وقد تكون هذه الأعباء بمناسبة الدخول إلى البورصة أو أثناء تواجدها بها، وسنحاول التطرق فيما يلي إلى أهم وأبرز هذه الأعباء.

#### - تكاليف الدخول :

الدخول إلى البورصة ليس بالعملية السهلة، لذا يجب على المؤسسة المرشحة للدخول إلى البورصة أن تستعين بخدمات بنك متخصص يسمى بنك الاستثمار توكل له مهمة الإدخال إلى البورصة مقابل مبالغ مالية قد تكون معتبرة ومكلفة للمؤسسة، كما أن المؤسسة يجب أن تلبى بعض المتطلبات التي تعتبر كشرط قبلية لدراسة ملف قبولها على مستوى البورصة، وعادة ما تصاحب تحقيق هذه المتطلبات تكاليف إضافية تتمثل أساسا في تحديث الأساليب المحاسبية بما يتماشى والمقاييس المعتمدة من قبل السلطات المنظمة للبورصة، ويتطلب أيضا على المستوى الهيكلي إنشاء هيئة مكلفة بالإعلام ومتابعة التطورات على مستوى البورصة من جهة، وإنتاج المعلومات المحاسبية، المالية وكل ما له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالأسهم المتداولة من جهة أخرى.

#### - تكاليف الإعلام:

من أجل إنجاح عملية الدخول إلى البورصة لابد أن تصاحبها عملية إشهار واسعة قد تكون مكلفة، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أن سعر السهم يتحدد بحجم الطلب عليه في حالتي العرض بتحديد السعر الأدنى OPM والعرض بالسعر المفتوح OPO وهذا الحجم يتناسب طردا مع تكلفة العملية الإشهارية المرجوة للدخول المرتقب إلى البورصة.

كما أن البقاء في البورصة يتطلب توفير المادة الإعلامية الكاملة عن الصحة المالية للمؤسسة بصفة دورية منها ما هو شهري، ثلاثي، سداسي وسنوي، و الإعلان عن كل القرارات الإستراتيجية المستقبلية التي ستتخذها المؤسسة وفي حينها، يعتبر التستر على مثل هذه القرارات مخالفة يعاقب عليها القانون، حيث صدر عام 1984 في الولايات المتحدة الأمريكية قانون يعطي الحق للجنة الأوراق المالية

و للبورصة في رفع دعوى قضائية لرد الأرباح التي يحققها العاملين من وراء تلك الصفقات، إضافة إلى حقها في فرض غرامة تصل إلى ثلاثة أضعاف تلك الأرباح<sup>(1)</sup>.

### - مخاطر فقدان الرقابة :-

المؤسسة المسعرة بالبورصة خاصة تلك التي تكون أسعار أسهمها أقل من سعرها الحقيقي قد تكون هدف عرض عمومي للشراء OPA أو عرض عمومي للتبادل OPE يهدفان عادة، إضافة إلى تحقيق عائد رأسمالي نتيجة الفرق بين السعر والقيمة، إلى التمكن من التحكم في تسيير المؤسسة المستهدفة والرقابة عليها.

ومواجهة هذه العروض قد تكون مكلفة وتتطلب عمل استراتيجي حكيم وتعاون خارجي يعرف بعرض مضاد صديق

### - مخاطر المنافسة:-

من بين أهم الواجبات التي تفرض على المؤسسة المسعرة بالبورصة الشفافية في التسيير والموضوعية في الإعلام إذ يجب على المؤسسة أن تقدم معلومات قد تكون ذات قيمة إستراتيجية مثل السياسة التسويقية، مخطط الأعمال وبرامج البحث والتنمية.

وبالرغم من أن هذه المعلومات موجهة في الحقيقة لخدمة المستثمرين الحاليين والمحتملين، إلا أن المنافسين يمكنهم استغلال هذه المعلومات لأغراض تنافسية مما يخلق عوائق تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة.

### - عدم اهتمام المسيرين أو المخاطر الأخلاقية:-

في حالة تنازل المالكين المسيرين عن أسهمهم بعد دخول المؤسسة إلى البورصة فإنهم يصبحون أقل اهتماما بشؤونها، وبالتالي ينصب اهتمامهم على مصالحهم الشخصية التي قد تتعارض مع مصالح المؤسسة والمساهمين الجدد.

كما أن هؤلاء المسيرين قد يكونوا مساهمين مباشرين أو غير مباشرين في مؤسسات أخرى منافسة، أين التسيير المالي فيها يتعارض والتسيير الراشد في مؤسساتهم.

(1) منير ابراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر 2006 ص 513.



### 2.2.1.1. شروط وإجراءات الدخول إلى البورصة :

دخول المؤسسة إلى البورصة يعني حصولها على سيولة مالية مقابل أوراقها المالية، ومن أجل ضمان حقوق المستثمرين المحتملين لا بد على المؤسسة أن تحقق بعض الشروط وتتبع بعض الإجراءات .

#### 1.2.2.1.1. شروط القبول في البورصة:

إن القيم المنقولة التي تكون محل طلب قبول للتفاوض في البورصة يجب أن تستوفي الشروط التالية:

##### - شروط متعلقة بالقيم المالية :

- يجب أن تكون كل الأسهم محررة أي مدفوعة من قبل المساهمين فلا يعقل أن يطلب إدخال أسهم لم تتعدى الوعود.

- يجب أن توزع الأسهم على الأقل على 300 مساهم لدى دخولها إلى البورصة، ولا يتم هذا الدخول إذا لم يتعدى جمهور المكتتبين هذه العتبة.

- يجب أن تمثل الأسهم المطروحة للتفاوض في البورصة 20% على الأقل من رأسمال الشركة المزمع إدخالها إلى البورصة.

##### - شروط متعلقة بالمؤسسة المصدرة

- يجب أن تكون المؤسسة المصدرة عبارة عن شركة ذات أسهم SPA فهذا النوع من الشركات هو الوحيد الذي يمكنه الدخول إلى البورصة دون غيره.

- يجب أن لا يقل رأسمال الشركة عن 100.000.000 دينار جزائري.

- يجب أن تكون قد حققت أرباحا في السنة السابقة لطلب دخولها

- يجب أن تنشر قوائمها المالية على الأقل للسنتين الماضيتين.

- يجب أن تقدم بيان معلومات Notice d'information مؤشرة من قبل لجنة تنظيم عمليات

البورصة ومراقبتها COSOB

- يجب أن تنشأ هيئة تدقيق داخلي .

- يجب أن تقدم تقرير تقويمي لأصولها محرر من قبل عضو من مصف محافظي الحسابات غير محافظ حسابات الشركة<sup>(1)</sup>.

الشركة الراغبة في الدخول إلى البورصة يجب أن تقدم إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، طلب الدخول يتكون من أربعة ملفات:

- وثائق عامة حول المؤسسة.
- وثائق متعلقة برأسمال المؤسسة
- وثائق قانونية.
- وثائق اقتصادية ومالية.

هذه الأخيرة تحتوي بالخصوص على:

- تقرير التقويم محرر من قبل محافظ حسابات مستقل
- مذكرة عن النشاطات الصناعية والتجارية منذ إنشاء المؤسسة وكل ما يتعلق بالبحث والتنمية، الهيكل التنظيمي... الخ
- مذكرة عن مستوى الأسواق التي تنشط فيها وإن أمكن تحدد المنافسة لكل منتج على حدى.
- مذكرة عن الصحة المالية للمؤسسة ومقارنتها مع القوائم المالية للسنوات الخمس الماضية.
- نسختين من حساب النتائج، الميزانية، الملحقات، تقرير محافظ الحسابات، محاضر الجمعيات العامة للسنوات الخمس الماضية مع تقديرات المقبلة (حسابات النتائج، الميزانيات) والالتزامات خارج الميزانية وكذا عقود البيع بالإيجار المبرمة.
- جدول توزيع الأرباح وتقرير تحليلي للخسائر المحققة خلال الخمس سنوات الماضية .
- تقديرات الأرباح والتدفقات النقدية للمؤسسة في السنوات المقبلة.

### 2.2.2.1.1. إجراءات الدخول إلى البورصة :

هناك ثلاثة أشكال للقبول في البورصة تعرف بالعرض العمومي للشراء<sup>(\*)</sup> OPA، العرض العمومي للتبادل OPE<sup>(\*)</sup> والعرض العمومي للبيع OPV<sup>(\*)</sup>.

<sup>(1)</sup> COSOB, guide d'admission, Anep, Alger, novembre 1997.

<sup>(\*)</sup> OPA : Offre publique d'achat, OPE : Offre publique d'échange, OPV : Offre publique de vente.

## - العرض العمومي للشراء والعرض العمومي للتبادل

يعتبر هذان النوعان من العرض العمومي إجراءان يهدفان إلى السيطرة على شركة ذات أسهم من أجل التحكم فيها، فالعرض العمومي للشراء يمثل إعلان لجميع مساهمي الشركة المستهدفة مالكي أسهم ذات الحق في التصويت للتنازل عن هذه الأسهم مقابل مبلغ نقدي أو مقابل قيم منقولة أخرى وهذا الأخير يسمى بالعرض العمومي للتبادل OPE.

فالمبادر الذي يكون مساهما يجب أن يحترم قاعدة النسبية في الشراء إذا كان ينوي شراء جزء فقط من أسهم المؤسسة المستهدفة أي أن المساهمين لهم نفس الحظ في بيع أسهمهم.

كما أنه يجب أن يحترم قاعدة الشفافية، حيث يصدر المبادر مذكرة إلى كل المساهمين يبين فيها شروط العرض العمومي للشراء وعدد الأسهم التي بحوزته، كما أنه يجب أن يضع هذه المذكرة بين يدي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إضافة إلى ملف كامل للقبول، ويضع نسخة أخرى على مستوى مديرية الشركة المستهدفة .

إذا كان عدد المساهمين كبيرا، يشترط أن يملك المبادر فقط نسبة 5 % من مجموع الأسهم، في حين إذا لم يكن هناك عدد كبير من المساهمين فقد يشترط نسبة 15 % أو 20 % من مجموع الأسهم<sup>(1)</sup>

## - العرض العمومي للبيع : OPV

على عكس العرض العمومي للشراء ، فالعرض العمومي للبيع يتمثل في لجوء المؤسسة المصدرة (شركة ذات أسهم) إلى بيع جزء من رأسمالها (أسهمها) للجمهور مقابل الحصول على سيولة نقدية، ولما لهذه العملية من مخاطر على الادخار تحاط برقابة أكبر وتنظيمات أكثر تعقيدا من أجل حماية أموال المستثمرين المحتملين .

لذا يجب على المؤسسة التي تتوفر فيها الشروط المذكورة في الفقرة السابقة، من أجل إنجاح عملية العرض العمومي للبيع، أن تقوم بعملية إشهارية واسعة لاستهداف أكبر عدد ممكن من المدخرين وبالتالي الرفع من عدد أوامر الشراء .

في البداية تتعاقد المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة مع وسيط عمليات البورصة، عادة ما يكون بنكا تجاريا أو مجموعة بنوك حسب درجة المخاطر وقيمة الأسهم المزمع إدراجها

(1) COSOB, guide d'admission, Anep ,Alger, novembre 1997.

في البورصة، ويفترض أن يصحب هذا العقد عقد ضمان النهائية الحسنة للعملية إذ تتكفل هذه البنوك بشراء الأوراق النقدية التي لا تباع في السوق أي إذا لم يصل مستوى الطلب إلى مستوى العرض .

ويتم العرض العمومي للبيع خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون ثلاثين يوماً، وخلال هذه الفترة يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء مباشرة على مستوى وكالات البنوك التي تساهم في عملية بيع الأوراق النقدية مقابل دفع ثمنها، وتعبّر كمية الأوراق المطلوبة من طرف معطي أمر الشراء عن الحد الأقصى وليس النهائي، فهذه الطلبية يمكن تلبيتها كلياً أو جزئياً فقط وهذا حسب درجة تلبية الطلبية الكلية أمام الأوراق المعروضة للبيع.

وفي نهاية فترة العرض تقدم البنوك إلى البنك المرافق للمؤسسة نتيجة الطلب على أوراقها، والذي بدوره (البنك المرافق الوسيط) يقدمها إلى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

وعند تجميع أوامر الشراء لدى شركة إدارة بورصة القيم تتأكد من مطابقتها للقوانين والتنظيمات الجارية (أن يفوق عدد مصدري أوامر الشراء 300 شخص وأن المبلغ يفوق أو يساوي 20 % من مجموع رأسمال الشركة).

فإذا كان الطلب على الأوراق المالية أكبر من العرض، وهي الحالة السائدة عموماً، يتم توزيع الأوراق المالية على معطي أوامر الشراء بالتوافق النسبي أو بالتلبية التدريجية في حالة العرض العمومي بسعر ثابت.

فالتوافق النسبي يتمثل في تلبية الطلب بنسبة مساوية لنسبة هذا الطلب إلى الطلب العام المعبر عنه، فالمعيار الذي يعتمد في التوزيع كأساس هو عدد أوامر الشراء، فتحسب نسبة مجموع الأوراق المعروضة إلى عدد المستثمرين وهو عدد الأسهم التي تمنح لكل مستثمر ثم تلبى البقية بالباقي بنفس الطريقة.

أما إذا كان العرض العمومي للبيع عبارة عن عرض بسعر أدنى، كما سنرى ذلك في المبحث الموالي، فالسعر يتحدد بعاملين اثنين هما عدد أوامر الشراء والسعر الذي يرغب المستثمرون شراء به هذه الأوراق؛ أي أن تلبية طلبيات مصدري الأوامر تتحدد بالسعر المقترح ولكن كل الأسهم تباع بسعر واحد .

وللإشارة أن هناك قيود فيما يخص عدد الأسهم التي تباع إلى نوع معين من المستثمرين مثل مستخدمي الشركة المصدرة، الوسطاء في البورصة، الأشخاص المعنوية، الأشخاص الطبيعيين حيث يحدد الحد الأدنى والحد الأعلى من الأسهم لكل شخص ولكل فئة.

وبعد التوزيع يتم إعلان النتائج في حصة علنية خاصة منظمة من طرف شركة إدارة بورصة القيم بحضور الوسطاء في عمليات البورصة المشاركون وممثلي المؤسسة المصدرة، حتى يتسنى لهذه الأخيرة طبع شهادات الأسهم ويتسنى للوسطاء في بورصة القيم إعلام زبائنهم بنتيجة العملية والتسوية المالية النهائية لطلباتهم.

كما تقوم شركة إدارة بورصة القيم بنشر ملخص لنتائج العملية في نسخة من الوثيقة الرسمية للتسعيرة، وتعلم في نفس الوقت الجمهور عن تاريخ أول تسعيرة للأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

## 2.1. مفهوم القيمة المالية للمؤسسة

نحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على بعض المفاهيم المتعلقة بالقيمة المالية للمؤسسة والمرتبطة بالدخول إلى البورصة، حيث سنتطرق في المطلب الأول إلى تعريف القيمة المالية للمؤسسة وتمييزها عن مصطلح السعر، وكذا كيفية تحديد هذا الأخير لدى الدخول إلى البورصة.

في حين أننا سنتطرق في المطلب الثاني إلى علاقة القيمة بالبورصة وذلك بتناول تأثير كفاءة السوق وسيولته على القيمة المالية للمؤسسة.

### 1.2.1. القيمة والسعر والعلاقة بينهما.

إن التقويم الكلي أو الجزئي للمؤسسة يتمثل في تحديد السعر الأكثر احتمالا الذي يمكن أن تبرم به صفقة ضمن الشروط العادية للسوق<sup>(2)</sup> وبالتالي فالتقويم يتمثل في إعطاء قيمة مالية للمؤسسة تعتبر كمرجع لتحديد سعر التداول في البورصة.

#### 1.1.2.1. القيمة و المقاربات المستعملة لتحديدها

القيمة هي ما يجسده الشيء من منفعة حقيقية للإنسان، وهي تتحدد بالحاجة الاقتصادية لذات الشيء أمام ندرته إذ يمكن التمييز بين القيمة الإستعمالية التي تركز على المنفعة والقيمة التبادلية التي تركز على الحاجة و الندرة، ولقد عبر آدم سميث عن القيمة بالسعر الطبيعي للسلعة.

ولتحديد القيمة المالية للمؤسسة استخدمت عدة طرق تنطوي تحت ثلاث مقاربات وهي :

- المقاربة الممتلكاتية : يقصد بالقيمة المالية للمؤسسة حسب هذه المقاربة بالقيمة السوقية للأصول التي تمتلكها وكأننا بصدد تصفيته لذا تسمى بقيمة التصفية.

<sup>(1)</sup> منشورات شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

<sup>(2)</sup> DELACHAPPELLE, P. L'évaluation des entreprises, 2ème édition, economica Paris 2004.P1.

- المقاربة الحركية : يقصد بالقيمة حسب هذه المقاربة بالقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية التي تجنيها المؤسسة نتيجة استخدامها الفعال لمواردها وتسمى هذه القيمة بقيمة المردودية.
- المقاربة المقارناتية : يقصد بالقيمة حسب هذه المقاربة بقيمة الأصول الإحلالية المتواجدة في السوق والتي لها نفس خصائص أصول المؤسسة وتعرف هذه القيمة بالقيمة الإحلالية.

### 2.1.2.1. السعر وعلاقته بالقيمة

السعر هو مقدار التضحية الذي يتحمله المشتري من أجل الحصول على القيمة وقد يزيد أو ينقص عن القيمة الحقيقية للسلعة<sup>(1)</sup>، وبهذا سعر مؤسسة ما هو المبلغ الذي يمكن أن تتم به صفقة تنازل عن رأسمالها وهو يختلف في هذا عن القيمة التي تكون نتيجة تحليلات الحاجة إلى المنفعة.

#### 1.2.1.2.1. إستقلالية السعر عن القيمة :

في السوق المالي، تعتبر القيمة المالية للمؤسسة مجموع قيم الأسهم التي تكون رأسمالها، وتحدد قيمة السهم عن طريق تحليلات ودراسات لما قد يحققه من عائدات في المستقبل معبرين عليها بالقيمة الحالية، أي قيمة السهم ماهية إلا القيمة الحالية للعائدات الموزعة في المستقبل ويمكن معرفة هذا بسهولة نسبية من قبل المحللين المتخصصين، نتيجة معرفة تطور أرباح المؤسسة والحالة الاقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه.

في حين أن تحديد السعر المستقبلي للسهم لا توجد طريقة لتحديده أي لا توجد طريقة رياضية نحاول من خلالها معرفة السعر الحالي ولا حتى السعر المستقبلي، وإنما يخضع ذلك إلى المضاربة التي تهدف إلى حصول فائض رأسمالي يساوي الفرق بين سعر بيع السهم وسعر شرائه، وبهذا يمكن القول أن القيمة المالية للسهم هي فكرة عن مردوديته، في حين أن السعر هو واقعة (صفقة) حدثت فعلا أو قد تحدث نتعرف عليها من خلال التقاء قوى العرض والطلب.

إن المضاربين لا يهتمون بالقيمة الحالية للأسهم بقدر ما يهتمون بحجم الإيرادات التي قد يحققونها نتيجة تغير السعر، فهم يشترون لما يكون السعر منخفضا و أمام الطلب يرتفع السعر حيث يقومون ببيع الأسهم محققين أرباحا بغض النظر عن القيمة الحقيقية للسهم، وقد يكون هذا في نفس السوق أو يتم في عدة أسواق أين يتم التحكم بين الأسعار، فالمضاربون يشترون الأسهم من السوق الذي يعرض أسعارها منخفضة ليعاد بيعها في الأسواق التي تعرض أسعارها مرتفعة خاصة في البورصات التي

(1) حسين مصطفى غانم، الثمن والقيمة، مجلة "آفاق اقتصادية" العدد 58، إتحاد غرف التجارة، مصر 1994 ص92.

تتصف بطابعها الدولي. وبمعنى آخر فالسعر يحيا حياته الخاصة به<sup>(1)</sup>، ويتم تحديده في السوق بعيدا عن الاقتصاد الحقيقي.

في حين أن المستثمرين يهتمون أكثر بقيمة السهم وبالتالي القيمة المالية للمؤسسة إذ أنهم يعتبرون العائد الذي يتحصلون عليه مقابل امتلاكهم للأسهم كتوظيف لرؤوس أموالهم وبهذا فهم يهتمون بالاقتصاد الحقيقي أكثر من اهتمامهم بالاقتصاد المالي، ويمكن القول أنه بالرغم من تأثير السوق على قيمة السهم إلا أن هذه الأخيرة تتحدد على مستوى الاقتصاد الحقيقي أي المؤسسة ومحيطها الاقتصادي.

### 2.2.1.2.1. ارتباط السعر بالقيمة :

إن ما نسميه بـ "القيمة" ما هو في الحقيقة إلا واحدة من بين الوسيلتين الموجودتين لتحديد السعر: ما يسميه آدم سميث السعر الطبيعي « prix naturel » بمقابل السعر السوقي « prix » « marchaud » ، الذي أنشا بموجب الفعل التلقائي للمتدخلين في السوق، بينما القيمة أو السعر الطبيعي يتعلق بحساب يعكس ترجمة إضافية للسعر. حساب القيمة يفترض إمكانية تقسيم مكونات السلعة إلى مجموعة أسعار تتعلق بمختلف المكونات، ووجود فرصة تحكيم بين سعر الكل ومجموع أسعار الأجزاء مما يلزم الأول بمحاذاة الأخير<sup>(2)</sup>.

يرى البعض أن السعر ما هو إلا تعبير موضوعي عن القيمة بالضبط كما يتم قياس الحرارة "la chaleur" بدرجات الحرارة « la température » أو اللون بطول الموجة الضوئية، فهما تعبيران لمفهوم واحد، وأكثر من ذلك يرى Paul JORION أن الحاجة لظهور مصطلحي درجات الحرارة وطول الموجة الضوئية كانت مقياسان كميان للتعبير عن مفهومين نوعيين « qualitatifs »، في حين أن القيمة تعتبر كمية في حد ذاتها ولا تحتاج إلى مصطلح آخر ينوب عنها في قياسها وبالتالي لا معنى لوجود مفردتين لنفس المصطلح.

وبعيدا عن جدلية السعر والقيمة في درجة ارتباطها واستقلالية الواحد منهما عن الآخر، نقول بأن السعر البورصي يتحدد في الأول أخذاً بعين الاعتبار القيمة المالية للسهم وبالتالي القيمة المالية للمؤسسة كمرجع إضافة إلى عوامل أخرى أهمها قانون العرض والطلب الذي يتحدد بدوره بعدة عوامل أهمها التحضير الجيد للدخول إلى البورصة وخاصة الإشهار.

<sup>(1)</sup> JORION Paul , « Le rapport entre la valeur et le prix », Revue du MAUSS permanente, 11 avril 2007

<sup>(2)</sup> JORION Paul , « Le prix et la « valeur » d'une action boursière », Revue du MAUSS permanente, 11 avril 2007

وحتى بعد الدخول إلى البورصة يتحدد السعر إضافة إلى عامل العرض و الطلب والمضاربة في الأسهم بالمرجعية القيمة دائما، حيث تلعب المعلومات التي تنشرها المؤسسة كل ثلاثة أشهر على الأكثر إعادة السعر المرتفع أو المنخفض إلى محاذاة القيمة المالية للسهم.

## 2.2.1. القيمة وعلاقتها بالسوق

### 1.2.2.1. تحديد سعر الدخول إلى البورصة:

إن أول تحديد سعر الدخول إلى البورصة يكون من صلاحيات الجمعية العامة وهذا القرار قد يحدد سعر الدخول بالتدقيق وهو ما يعرف بالعرض بالسعر الثابت (OPF) L'offre à prix fixe أو أنه يحدد فقط الحد الأدنى الذي يمكن أن ينزل عنه سعر الدخول وهو ما يعرف بالسعر الأدنى L'offre à prix minimal (OPM)

كما قد يترك سعر الدخول إلى عاملي العرض والطلب ولكن بتحديد مجال للقيمة وهو ما يعرف بالعرض بسعر مفتوح (OPO) L'offre à prix ouvert.

### 1.1.2.2.1. العرض بسعر ثابت OPF :

يتمثل العرض بسعر ثابت في طرح مجموعة محددة من الأسهم في السوق بسعر محدد مسبقا، هذا السعر يكون نتيجة القيام بتقويم مالي للمؤسسات، وهو موضوع هذه المذكرة، وبناءا على هذه الدراسة التي تحدد القيمة الاقتصادية للسهم تأخذ الجمعية العامة قرار تحديد السعر وكذا كمية الأسهم المزمع طرحها للتداول في السوق المالي .

وإذا كان السعر ثابتا، فإن نجاح أو فشل عملية الدخول إلى البورصة يرتكز أساسا على نجاح أو فشل عملية توزيع الأسهم المزمع طرحها للتداول، لذا لا بد أن يأخذ تحديد السعر عدة معطيات و يجب أن يصطبح عملية الدخول إلى البورصة عملية تعبئة واسعة، كما أن توزيع هذه الأسهم على الجمهور قد يكون له أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، لذا تلجأ المؤسسة إلى تحديد الحد الأدنى والحد الأعلى من الكميات التي يمكن أن يكتتب فيها أي مستثمر فمثلا تحدد الكمية الدنيا والكمية العليا للأشخاص المعنوية وسقف آخر للأشخاص الطبيعيين وآخر للمستخدمين وهكذا حتى تضمن توزيع الأسهم على أكبر عدد ممكن من المستثمرين وتتفادى تكتل الأسهم لدى فئة قليلة.

وبما أن توزيع الأسهم يتم بالطريقة النسبية أو التوزيع التدريجي كما رأينا في المبحث السابق، يضطر المستثمرون إلى المغالاة في التعبير عن أوامر الشراء أو التوزيع قصد الحصول على أكبر عدد



ممكن من الأسهم مادام السعر ثابت، فكلما كانت أوامر الشراء التي يعبر عنها مستثمر ما كبيرة تعطيه الحق في أسهم أكبر، وهذا ما يفسر ضخامة الطلب أمام العرض عادة.

### 2.1.2.2.1. العرض بالسعر المفتوح OPO :

على عكس العرض بسعر ثابت فإن العرض بسعر مفتوح لا تقوم من خلاله الجمعية العامة للمؤسسة بتحديد الدخول نهائياً وإنما يحدد السعر الأدنى والسعر الأعلى، خلال هذا المجال يمكن للمستثمرين الذين يريدون شراء الأسهم أن يعبروا عن الكمية المطلوبة وكذا السعر المقترح للشراء، أي أوامر الشراء تحدد الكمية والسعر الذي لا ينبغي أن يكون خارج المجال المحدد.

وبعد تجميع أوامر الشراء ونقلها إلى شركة تسيير بورصة القيم تقوم بمقابلة العرض والطلب وتحدد من خلال ذلك سعر التوازن الذي يطبق على كل العملية، أي أن كل الأسهم تباع بنفس السعر وهو سعر التوازن، لكن فقط أوامر الشراء التي اقترحت سعراً يكون مساوياً أو أكبر من سعر التوازن يمكن أن تلبى. وبالتالي فأوامر الشراء التي اقترحت سعر أقل من سعر التوازن لا يمكن أبداً أن تلبى وتقصى مباشرة من العملية.

لذا عادة ما يلجأ المستثمرون إلى اقتراح أسعار تتقارب مع الحد الأعلى للمجال المحدد للسعر تفادياً للإقصاء، وبالتالي يكون سعر التوازن مرتفعاً قد يقارب الحد الأعلى للمجال حسب سمعة المؤسسة والطلب على أسهمها.

### 3.1.2.2.1. العرض بسعر أدنى :

في هذا النوع من إجراءات الدخول، تحدد الجمعية العامة للمؤسسة المصدرة السعر الأدنى الذي لا يمكن للمستثمرين المحتملين اقتراح سعر أقل منه، وعلى العكس من ذلك فالمستثمر وخلال إعطائه لأمر الشراء يحدد الكمية التي يرغب في اقتنائها من الأسهم وكذا السعر الذي هو مستعد أن يدفعه (سعر أكبر من السعر الأدنى كإجراء شكلي) .

وعادة ما يكون السعر الذي تباع به الأسهم أكبر من الحد الأدنى لأن المؤسسات التي تلجأ إلى هذا الإجراء هي فقط المؤسسات الكبيرة والتي لها مشاريع توسعية كبيرة ومربحة، والتي يتوقع أن تكون تسعيرتها الأولية أكبر من سعر البيع والحد الأدنى.

حقيقة أن تحديد سعر الدخول وكيفيات تحديده من صلاحيات الجمعية العامة للمؤسسة، ولكن يشترط تقويم مالي للمؤسسة من قبل مختصين ماليين، وأن عملية الدخول لا بد أن يقوم بها وسيط في عمليات البورصة يشهد له بالكفاءة والخبرة.

و تدخل اعتبارات أخرى في تحديد السعر وهذا راجع إلى المنفعة التي ينتظرها المكتتب من العملية إن كان استثمارا أو مضاربة وفي غالب الأحيان، يتم تحديد سعر الدخول إلى البورصة بسعر أقل من القيمة الحقيقية للسهم حتى يكون هناك نجاح مضمون لعملية الدخول من جهة وأن السعر البورصي فيما بعد التداول مما يعني أن سعر سهم المؤسسة في ارتفاع، ولقد أصبحت هذه الظاهرة (تقويم بسعر أقل من القيمة) منتشرة في كامل بورصات العالم.

### 2.2.2.1. تأثير كفاءة السوق و سيولته على قيمة المؤسسة

#### 1.2.2.2.1. كفاءة السوق المالي:

##### - مفهوم كفاءة السوق:

نقول عن سوق أنه كفاء إذا كانت الأسعار به تعكس بصفة عقلانية وفي كل لحظة إجمالية المعلومات المتوفرة<sup>(1)</sup>، ويقصد بكفاءة السوق المالي سرعة استجابته لتغيير أحد مكونات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ، حيث يعتبر سعر الورقة المالية انعكاسا لكافة المعلومات المتعلقة بها وبالمؤسسة التي أصدرتها، فأى تغيير في هذه المعلومات، يؤدي حتما إلى تغيير سعر الورقة إيجابا أو سلبا حسب طبيعة المعلومة إن كانت سارة أو غير سارة عن مستقبل المؤسسة المصدرة، وبهذا فكفاءة السوق المالي تعني درجة حساسيته اتجاه التغيرات الحاصلة على مستوى الاقتصاد الحقيقي.

إن كفاءة السوق تعني أن القيمة السوقية للورقة المالية تساوي قيمتها الحقيقية وهذا ما يعرف بالقيمة العادلة للورقة وينتج هذا كون المعلومات التي تصل إلى السوق عن المؤسسة المصدرة تصل إلى جميع المستثمرين والمتدخلين في البورصة وفي نفس الوقت تقريبا وهذا يعني أنه لا يوجد مستثمر يحقق عائدا نتيجة سبقه الإعلامي.

ولكي يكون السوق كفوًا، لا بد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء، وبسبب هذا الاعتقاد يتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها

<sup>(1)</sup> DELATAYE Jacqueline et Florence, « finance d'entreprise ; manuel et applications », DUNOD, France, octobre 2007, p47.

للاستفادة منها، وحينئذ يتحقق للسوق الكفاءة التي ينشدها، ولا يحقق أي منهم الأرباح غير العادية التي يسعى إلى تحقيقها (1).

### - الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

إن الكفاءة الكاملة للسوق المالي تتطلب:

- كون المعلومات عن السوق والمؤسسات المسعرة في البورصة متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف وعليه فتوقعات كافة المستثمرين تكون متماثلة
- أنه لا توجد أي قيود على التعامل حيث لا توجد تكاليف للمعاملات أو الضرائب
- تعدد المستثمرين ومن ثم فإن تصرف أي منهم لا يحتمل أن يؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.
- أن المستثمرين يتصرفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

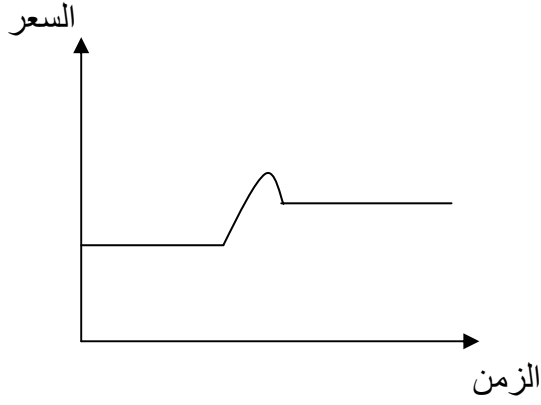
لكن في الواقع تحقيق كل هذه المتطلبات مجتمعة أمر غير ممكن دائماً ولذا يكتفي المحللون بالمطلب الأخير ويطلق على ذلك بالكفاءة الاقتصادية؛ حيث أن FAMA نفسه اعتبر في مقال له عام 1992 أن تعريفه لكفاءة السوق (1970\*) يرتكز إلى فرضية مفردة في التقييد (تكاليف المعلومات والمعاملات معدومة دوماً) وقد أعطى نسخة جديدة أقل تقييداً وأقرب إلى الواقع: وهي أن الأسعار تعكس المعلومات طالما أن الربح الحدي للبحث عن المعلومة أقل من التكلفة الحدية لها(2).

وفي ظل الكفاءة الاقتصادية، التي تقتضي توفير الحد الأدنى من المتطلبات السابقة، يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومة إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت.

ويوضح الشكلين التاليين حركة الأسعار في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق في حالتها المعلوماتية التفاضلية والتشاؤمية.

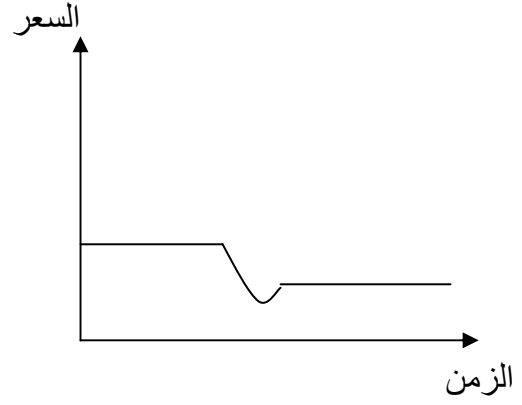
(1) منير ابراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية 1997، ص 493.  
 (2) لقد كان فاما FAMA أول من صاغ نموذج اللعبة المصنفة المطبقة على كفاءة السوق على النحو التالي:  $Z_{it+1} = R_{it+1} - E(R_{it+1}/\theta_t)$  حيث  $Z_{it+1}$ : العائد غير العادي للورقة،  $R_{it}$ : العائد الفعلي في المرحلة t.  $E(R_{it+1}/\theta_t)$ : العائد المنتظر في t+1.

(2) TEULIE, J. et TOPSACALIAN, P. finance, Vuibert, 2ème édition France 1997, P 88.



الشكل رقم 04 : حركة الأسعار في

حالة المعلومات التفاؤلية [09]



الشكل رقم 03: حركة الأسعار في حالة

المعلومات التشاؤمية [09]

### - كفاءة التخصيص ، كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل

يقصد بالكفاءة التخصيصية *allocationnelle* كون الأسواق قادرة على توجيه رؤوس الأموال نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية، وبهذا تساهم في تنمية النشاط الاقتصادي، والأسعار السوقية تكون مساوية لنسبة المرودية الحدية للمقرضين والمقترضين<sup>(1)</sup>.

ويطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية وتعني سرعة تأثير المعلومات الجديدة على أسعار الأوراق المالية مباشرة دون تأخير ودون تكلفة، وبهذا يصبح التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة بين مستثمرين لهم نفس الحظوظ في المعلومات وفي الأرباح وفي نفس الدرجة من تفادي الخسائر الفادحة .

في حين يقصد بكفاءة التشغيل، التي يطلق عليها اسم الكفاءة الداخلية، قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للوساطة ودون أن يتاح للمضاربيين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه.

حيث تعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلا بد أن تؤل تكاليف الحصول على المعلومة وإتمام الصفقة إلى قيم رمزية مما يساعد على الاستمرار في ذلك بغض النظر عن التغييرات والتأثيرات التي تحدثها المعلومات الجديدة على مستوى الأسعار .

<sup>(1)</sup> TEULIE, J. TOPSACALIAN, P. OP. cit P87.

## - أشكال فرضية السوق الكفاء :

هناك ثلاثة أشكال من المعلومات التي تؤثر في تغيير الأسعار وبالتالي في القيم الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في البورصة.

### الشكل الضعيف:

إن الأسهم في السوق تتحدد على مرجعية المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغييرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وبما أن كل المتعاملين على دراية بماضي الورقة المالية فإنه من غير الممكن لهم تحقيق أرباح غير عادية نتيجة للدراسة التاريخية المتاحة للجميع، وهذا يعني أن السعر المستقبلي مستقل عن الماضي وبمعنى آخر أن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض زمنياً ولا يوجد ترابط بينهما وهذا ما يعرف بالحركة العشوائية للأسعار .

### الشكل شبه القوي :

إن جميع المعلومات المتاحة بما فيها التنبؤات تؤثر بصفة أو أخرى على الأسعار الجارية للورقة المالية وليس فقط الشكل التاريخي الذي يبنى عليه الشكل السابق، لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من المعلومات للتقويم، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة، وهذا لكون السوق سوف ينظم نفسه مع تأكد المعلومات ووصولها إلى كافة المستثمرين .

### الشكل القوي:

حسب هذا الشكل لكفاءة السوق، المعلومات التي يعكسها سعر الورقة المالية في السوق هي جميع المعلومات المتاحة لعامة والخاصة(\*) ويستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً استثنائية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو كان هو من الخاصة أو رئيس مجلس المؤسسة المصدرة للسهم نفسه.

ولقد أثبتت العديد من الدراسات التي أجريت في هذا المضمار عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هؤلاء الخاصة على عائد يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتعامل بمنطق رشيد .

وبالمقابل توجد دراسات أخرى أثبتت أن هؤلاء الخاصة حققوا أرباحاً استثنائية في الكثير من الأحيان وهذا ما يفسر صدور قانون عقوبة كبار العاملين الذين يستغلون لصالحهم المعلومات المتاحة

(\*) يقصد بالخاصة أولئك المحظوظون من مدراء تنفيذيون للمؤسسة المصدرة، وبعض الصحفيون المتخصصون والمحللون الذين يمتلكون أدوات التحليل تدعمها الخبرة والمهارة العاليتين .

عن المنشأة التي يعملون بها عام 1984 في الولايات المتحدة الأمريكية وأعطى لجنة الأوراق المالية والبورصة الحق في رفع دعوة قضائية لرد الأرباح وغرامة قد تصل إلى ثلاثة أضعافها<sup>(1)</sup>.

وبالرغم من هذا فإن الشكل القوي لكفاءة السوق يبقى محدودا وإلا ما كان للتحليل المالي معنى في الوجود إذ أن العشوائية في تغير الأسعار تبقى نسبية خاصة في الشكل القوي لكفاءة السوق

### 2.2.2.2.1. سيولة السوق وتأثيرها على قيمة المؤسسة

#### - مفهوم سيولة السوق:

يقصد بالسيولة في السوق المالي إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الأوراق، على فرض عدم ورود معلومات جديدة للسوق من المؤسسة المصدرة ، حيث أن المتعاملين في البورصة لا يقدمون على شراء ورقة مالية لا تتميز بالسيولة إلا بسعر منخفض يضمن لهم تحقيق عائد ملائم يعوضهم عن التكاليف التي قد يتكبدها عند محاولتهم التخلص من الورقة في الوقت الذي يريدونه .

ولعل من أهم الغايات التي أنشأت من أجلها البورصات هي توفير السيولة الكافية في تداول الأوراق المالية أي أن المستثمر في الأوراق يمكنه وبسهولة التخلص منها للحصول على سيولة نقدية لمواجهة أي مخاطر أو لأغراض استثمارية بحتة

ومن أهم مظاهر سيولة ورقة مالية ما هي كثرة الطلب عليها من جهة وحجم التبادل بها نظرا لمردوديتها من جهة أخرى، هذه الأخيرة تعطيها سيولة أكثر والعكس صحيح إذ أن السيولة الكافية تزيد من القيمة السوقية للأسهم وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة المصدرة لها باعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا مجموع قيم الأسهم المتداولة في السوق .

#### - كيفية تأثير سيولة السوق على قيمة الأوراق المالية:

في دراسة لإظهار أثر السيولة على القيمة السوقية للأسهم العادية قام سيلبير (Silber 1991) بمقارنة القيم السوقية للأسهم المقيدة وأسهم أخرى مماثلة غير مقيدة، حيث اتضح أن المجموعة الأولى من الأسهم تباع بخصم بلغت نسبته في المتوسط 33.75 % من قيمة الورقة، وهو يمثل تعويضا عن عدم سيولة تلك الأسهم خلال الفترة المفروض عليها القيد؛ ويقصد بالأسهم المقيدة تلك الأسهم التي لا تسجل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة والتي تلزم المؤسسة المصدرة لها ببيعها لمستثمرين مشهود

(1) منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق، ص 495

لهم بالخبرة والدراية بشؤون المال والأعمال أي الذين لا يحتاجون لحماية القانون والتي يلتزم مشتريها بعدم بيعها إلا بعد عامين من شرائها (1).

ولعل النقص في قيمة السيولة للأسهم التي لا تتميز بسيولة كافية يرجع إلى تلك التكلفة (تكلفة السيولة) التي يتحملها حامل الورقة المالية عند تصريفها لدى صانع السوق، فهذا الأخير يفرض هذه التكلفة كمقابل للخدمة الدائمة التي يقدمها والمتمثلة في استعداده الدائم لأن يبيع له الورقة أو يشتريها منه في أي وقت يشاء بالرغم من عدم سيولتها في السوق .

### - قياس سيولة السوق:

هناك عدة طرق لقياس سيولة الأوراق المالية نذكر منها هامش الربح لصانع السوق ونسبة السيولة.

هامش ربح صانع السوق: يقصد بهامش الربح الذي يحققه صانع السوق الفرق بين السعر الذي يشتري به الورقة والسعر الذي يبيعها به في ظرف زمني قصير مع بقاء العوامل الأخرى المتدخلة في تحديد الأسعار على ما هي عليه، أي ذلك التغير في القيمة السوقية كتكلفة لتنفيذ أمر البيع أو أمر الشراء على وجه السرعة، فالمشتري يجد نفسه مضطرا أن يدفع قيمة أعلى مقابل حصوله الفوري على الورقة دون انتظار في حين أن البائع يجد نفسه مضطرا لأن يقدم خصما على سعر الورقة حتى يمكنه بيعها بسرعة وحصوله على سيولة نقدية فورية ، وبعبارة أخرى يمثل هامش الربح لصانع السوق الثمن الذي يحصل عليه مقابل توفير السيولة اللازمة للورقة المالية، حيث يتناسب هذا الهامش عكسيا مع سيولة الأوراق المالية.

إذ تعتبر عدم سيولة ورقة مالية معينة أو سوق مالي بأكمله من أهم المخاطر التي يتحوط لها صناع السوق وهذا ما يفسر فرضهم لعلاوات إضافية (أو خصومات عند الشراء) من أجل تغطية هذه المخاطر من جهة وكمقابل للتكلفة المحتملة والخدمة المقدمة من جهة أخرى.

وعلى هذا الأساس فالكثير من المحللين الماليين يأخذون هامش ربح صانع السوق كمعيار لقياس سيولة ورقة مالية معينة من عدمها.

(1) منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق، ص 527.

## نسبة السيولة:

يقصد بنسبة السيولة حسب كوبر (Cooper) متوسط قيمة حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة في الأربع أسابيع الأخيرة إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس الفترة، ويعني ارتفاع قيمة النسبة أن الصفقات الضخمة لا ينجم عنها تغيرا كبيرا في القيمة السوقية للورقة، أما انخفاض النسبة فيعني أن الصفقات الضخمة التي تجري على ذلك السهم من شأنها أن تحدث تأثيرا كبيرا على قيمته السوقية (1).

ودون التطرق إلى الانتقادات التي وجهت على هذه الطريقة يرى برنستين Bernstein أن نسبة السيولة لا بد أن تعبر بمتوسط النسب المئوية للتغير المطلق في السعر من صفقة إلى أخرى خلال فترة معينة مقسوما على عدد الصفقات التي أبرمت خلال تلك الفترة (2).

## - محددات سيولة السوق:

وبالرغم من أن سيولة السوق ضرورة إقتصادية حاولت التشريعات والتنظيمات المتعلقة بالأسواق المالية فرضها على شركات البورصة إلا أن هذه الأسواق ليست دائما بدرجة عالية من السيولة المنشودة وهناك عدة محددات تقاس بها سيولة الأوراق المالية في سوق معين نذكر منها : عمق السوق، الاتساع وكذا سرعة الاستجابة.

## عمق السوق :

يقصد بعمق السوق ذلك التعامل النشط في بيع وشراء الأوراق المالية حيث لا يحدث هناك انقطاع في عرضها ولا في الطلب عليها وهذا يعني أن التغير في القيمة السوقية للسهم ترجع إلى التغير في قيمته الحقيقية، على عكس السوق غير العميق، الذي تحدث فيه انقطاعات سواء في العرض أمام الطلب أو العكس وهذا ما يؤدي إلى تغير كبير في سعر الورقة انخفاضا أو صعودا محدثا في كل الحالات حالة عدم السيولة مما يولد عائدا إضافيا لتغطية هذه المخاطر (مخاطر عدم السيولة) وفي هذه الحالة فالأسعار السوقية تصبح بعيدة عن القيمة الحقيقية للأسهم في الاقتصاد الحقيقي، وبصفة عامة يفسر عمق السوق في استمرار العرض والطلب على الأوراق المالية دون انقطاع لفترة طويلة.

(1) منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق، ص 532 .

(2) نفس المرجع ، ص 533.



## اتساع السوق:

يقصد باتساع السوق حجم المعاملات المبرمة على الأوراق المالية أي عدد أوامر الشراء، فكلما زادت أوامر البيع وأوامر الشراء بمعدلات متناسبة ضمن ذلك استقرارا نسبيا في أسعارها وقلل من التعرض للمخاطر الرأسمالية وهذا ما بدوره يستبعد قرارات تأجيل البيع أو الشراء إذ أن الهامش الضئيل يكون كافيا ومربحا لصانع السوق نظرا لحجم المعاملات من جهة وارتفاع معدل دوران الورقة المالية من جهة أخرى.

## سرعة استجابة السوق:

يقصد بسرعة استجابة السوق درجة حساسيته للخلل بين العرض والطلب على الأوراق المالية، أي أنه إذ زاد الطلب على العرض بكمية ضئيلة تنخفض الأسعار بنسبة صغيرة جدا وهذا ما يدفع بالعرض إلى الزيادة بقيمة متناسبة مع ذلك، وبالتالي فالسوق يصبح حقيقة يلعب دوره في تحديد الأسعار وفي الوقت المناسب دون تعريض المستثمرين إلى خسائر رأسمالية.

وبصفة عامة إن سمات السيولة وفي مقدمتها حجم التعامل على الأوراق، عدد حملة الأسهم، عدد صناع السوق الذين يتعاملون في الورقة ومدى الاستقرار في سعرها تؤدي إلى سيولة السوق وتعطيه درجة عالية من الاستجابة والعمق والاتساع والعكس صحيح.

وفي الأخير لا بد أن نشير إلى أنه هناك علاقة وطيدة بين كفاءة السوق وسيولته ودرجة الشفافية في تعاملاته وصحة ووفرة المعلومات عن كل التعاملات و الأحداث الجارية في الاقتصاد الحقيقي، وكل هذا يعتبر من متطلبات ومستلزمات السوق المالي، والتي في غيابها لا يمكننا الحديث عن سوق مالي بمعنى الكلمة.

## خلاصة الفصل الأول:

الدخول إلى البورصة ليس هدفا في حد ذاته، وإنما يعتبر وسيلة تستطيع المؤسسة من خلالها الحصول على رأسمال إضافي قصد تمويل مشاريعها المستقبلية، ومن أجل نجاح عملية الدخول لابد على المؤسسة أن تقوم بالتحضير الجيد وذلك بتحديد القيمة المالية الحقيقية للأوراق التي تعتزم طرحها في السوق المالي.

وبحسب كفاءة السوق وسيولته تتأثر قيمة الأوراق المالية المطروحة في السوق ارتفاعاً وانخفاضاً حسب الإيحاءات الواردة إليه من المؤسسة ومن القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه؛ حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية حسب درجة إنشاء القيمة أو تحطيمها على مستوى الاقتصاد الحقيقي للمؤسسة.

وبهذا يمكن القول أن السوق المالي يمكنه تحديد أسعار الأوراق المالية للمؤسسات المسعرة فيه وبالتالي القيمة المالية لهذه المؤسسات بموجب قانون العرض والطلب ولكن شريطة أن يكون هناك إعلاماً مالياً أنياً ومستمرًا مما يرفع من كفاءة السوق.

كما أن أسعار الأوراق المالية وبالتالي القيمة البورصية للمؤسسة تتحدد موضوعياً في السوق إذا كان هذا الأخير يتميز بالسيولة الكافية حتى يسمح للمستثمرين أن يقوموا بعملياتهم الاستثمارية بيعاً وشراءً في الوقت الذي يودون وبالأسعار التي يشاءون.

## الفصل 2

### تشخيص المؤسسة

إن القيمة المالية للمؤسسة ما هي إلا ترجمة لمجموعة من القيم تجد أساسها في كل جزء من الأجزاء التي تتكون منها المؤسسة كشخصية معنوية لها نقاط قوة تتميز بها عن غيرها، ولها نقاط ضعف تكون مكن مخاطر قد تؤثر عليها، هذه القيم قد تعبر عن محيط داخلي كما قد تعبر عن رسالة من المحيط الخارجي، لذا وجب على المقوم أن يطلع قبل أن يبدأ عملية التقويم، على كل المعلومات التي تخص المؤسسة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه، يطلع على ماضيها، حاضرها وتوجهاتها المستقبلية.

إن التشخيص العام للمؤسسة يعد تمهيدا للتقويم المالي، لذا لا بد على المقوم أن يقوم بتشخيص كل مكونات المؤسسة وهذا ما نحاول تناوله في المبحث الأول في حين أننا سوف نتطرق في المبحث الثاني إلى التشخيص المالي للمؤسسة للإطلاع على صحتها المالية.

## 1.2. التشخيص العام للمؤسسة

إن المنشور *le prospectus* الذي يقدم إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للتأشير عليه وعرضه للجمهور عند طلب الدخول إلى البورصة لابد أن يحتوي إضافة إلى المعلومات المالية، كل ما يتعلق بالمؤسسة وطرق تسييرها والخصائص التي تتميز بها عن غيرها.

فعلى المقوم القيام بكل التشخيصات التي تمس ماضي وواقع المؤسسة خاصة تلك التي لها تأثير قوي ومباشر على حياتها ومستقبلها، ويطلب آراء أهل الاختصاص في المجالات التي لا تدخل ضمن نطاق كفاءته، كما يجب أن يتناول تشخيص المحيط الداخلي للمؤسسة ومحيطها الخارجي وتطوراته الممكنة.

وسنحاول التطرق في الفرع الأول إلى التشخيص التجاري والصناعي والتشخيص القانوني، في حين أننا سنتطرق في الفرع الثاني إلى التشخيص البشري وتشخيص الوسائل والمناهج.

### 1.1.2. التشخيص التجاري والصناعي والقانوني

#### 1.1.1.2. التشخيص التجاري والصناعي:

يهدف التشخيص التجاري إلى معرفة مكانة المؤسسة في السوق وخصائص منتجاتها مقارنة بالمنتجات المنافسة.

#### 1.1.1.1.2. التشخيص التجاري:

السوق: إن دراسة السوق تعتبر جد مهمة لما لها من تأثير على المؤسسة حيث أن المقوم يدرس مكونات السوق، درجة اتساعه، تحدياته، درجة مخاطره، مدى نضجه وسهولة الدخول إليه من قبل متنافسين جدد.

ويجب أن يشمل التشخيص علاقة المؤسسة بزبائنهم من حيث توزيعهم الجغرافي في السوق، عددهم مقارنة إلى كل الموزعين لنفس المنتجات وبالتالي نصيب المؤسسة من السوق، مدى ملاءمتهم وطبيعة العلاقة معهم، ودرجة وفائهم للمؤسسة وسبب ذلك في كلتا الحالتين.

كما يجب أن يشمل التشخيص أيضا علاقة المؤسسة بالموردين؛ وذلك بدراسة مدى استقلالية المؤسسة في مجال التموين وتعدد الممومين في السوق والإستراتيجية التي يعتمدونها في سياستهم التجارية، ومدى صلابتهم المالية وإذا ما كانت المواد الأولية محلية أم يتم استيرادها من بلد أجنبي.

أما من جانب المنافسين يتم إحصاء المنافسين الذين يسوقون نفس المنتجات، و حصصهم من السوق، قدراتهم المالية مقارنة مع المؤسسة ، التكنولوجيا التي يستعملونها و كذلك دراسة العلاقة بينهم وبين المؤسسة إن كانت تكاملية أو تصارعية ودراسة توزيعهم الجغرافي وسياستهم التجارية.

وبصفة عامة يجب أن يشمل التشخيص كل ما يتعلق بالسوق الذي تنشط فيه المؤسسة ماضيه وحاضره وتوجهاته المستقبلية.

**المنتج :** يتم دراسة مكانة منتجات المؤسسة في السوق وطبيعتها، قد تكون منتجات موسمية؛ يعني أنه بالرغم من العائدات والرواج الذي تحققه إلا أن ذلك محدود في الزمن بعد أن يترك المجال لمنتجات بديلة أخرى.

كما قد تكون منتجات ذات استهلاك دائم وواسع أو ينحصر إستهلاكها في مواسم أو طبقة معينة من المجتمع ، حيث يدرس المقوم خصائص كل منتج على حدى.

كما يجب دراسة السياسة التجارية المنتهجة من قبل المؤسسة لتسويق منتجاتها فهل يعود ذلك إلى عامل الجودة في المنتج، السعر والهامش المتحصل عليه، سياسة الإشهار والمكافآت ...الخ، أم أن الرواج يرجع لإمتلاك براءة اختراع أو علامة مميزة تجد جذورها في الثقافة الاجتماعية للمستهلكين، كما يجب الإشارة في التشخيص كذلك إلى إمكانية وجود منتجات بديلة تؤدي نفس الوظيفة في المستقبل القريب، وإمكانية تكيف المؤسسة مع ذلك أو التحضير لإنتاج هذا النوع من المنتجات البديلة.

### 2.1.1.1.2. التشخيص الصناعي أو الإنتاجي:

إن التشخيص الصناعي أو الإنتاجي يقوم به خبير تقني لفحص كل ما يتعلق بالسلسلة الإنتاجية، أي انطلاقا من المواد الأولية إلى غاية تغليف المنتج لتسويقه، وذلك بدراسة ما إذا كانت هناك طرق ومناهج أفضل في الإنتاج أو وجود تكنولوجيات جديدة تقلل من الكلفة وتزيد من الجودة، و مدى التحكم في التكنولوجيا الموجودة، وإمكانية إدخال تكنولوجيا جديدة يمكن استعمالها من قبل نفس العمال.

كما يتم التطرق إلى درجة الاستفادة من الطاقة النظرية للآلات أي هل أن هذه الآلات والمعدات تعمل بكل قدراتها أم أنه لا تستغل إلا بنسبة معينة وفي هذه الحالة يجب تشخيص الأسباب التي أدت إلى ذلك.

## 2.1.1.2. التشخيص القانوني:

يتطلب التشخيص القانوني مساعدة المصلحة المكلفة بالشؤون القانونية داخل المؤسسة وهذا لمعرفة مختلف الجوانب القانونية للمؤسسة خاصة تلك التي قد يكون لها تأثير على القيمة المالية، فالمقوم لا بد أن يتعرف على مختلف القوانين المنظمة للمؤسسة ومختلف النزاعات الموجودة أو المحتملة.

### 1.2.1.1.2. التنظيم القانوني للمؤسسة:

يستدعي التشخيص القانوني للمؤسسة معرفة كل القواعد القانونية التي تنظم المؤسسة والتي قد تكون لها تأثير على قيمتها، فمثلا الشكل القانوني في حد ذاته له تأثير على المسؤولية الشخصية للمالك وبالتالي قيمة المؤسسة ، إلا أنه وفي حالتنا هذه، المشرع لم يسمح إلا للمؤسسات ذات الأسهم بالدخول إلى البورصة دون غيرها من المؤسسات (ش.ذ.م.م، شركات التضامن،...).

كما يتم تشخيص التنظيم القانوني للمؤسسة إن كانت فرع تابع لشركة أم، حيث يأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة بينهما، كما يدرس طبيعة العلاقة بين المالكين والمسيرين والنصوص التنظيمية التي تربط بينهما بدراسة ما يعرف بـ "ميثاق المساهمين"

ولعل من بين أهم المراجع القانونية في المؤسسة نجد القانون الأساسي للمؤسسة الذي أنشأت بموجبه، الذي يحدد أهم الأطر القانونية التي تنظمها وتحدد المسؤوليات داخلها.

### 2.2.1.1.2. الالتزامات القانونية للمؤسسة:

إن التشخيص القانوني للالتزامات التي تترتب على المؤسسة مستقبلا نتيجة العقود التي أبرمتها له تأثير مباشر على قيمة المؤسسة، لذا على المقوم أن يقوم بدراسة كل العقود واستخلاص كل الالتزامات. وتختلف طبيعة هذه العقود والالتزامات حسب الشريك المتعاقد معه فقد يكون موردا أو زبونا، مساهمين، كما يجب دراسة الاتفاقية الجماعية التي تنظم علاقات العمل مع المستخدمين، ودراسة النظام الجنائي الذي تخضع له المؤسسة، وهل هو أحسن نظام إن كان هناك خيار، وهل المؤسسة تستفيد من كل العروض والتسهيلات الجبائية التي يمنحها ذات النظام.

كما يتم دراسة مختلف النزاعات السابقة، الحالية والمحتملة ودراسة أسبابها، وماهية الغير المتنازع معه (أجراء، دولة ، زبائن، مساهمين)، كما يتم التحقق في المجال المحاسبي من التحوط لهذه الخلافات.

## 2.1.2. التشخيص البشري و تشخيص الوسائل

### 1.2.1.2. التشخيص البشري:

يهدف التشخيص البشري من أجل التقويم المالي إلى تحديد المخاطر التي يكون مصدرها العامل البشري، والتي قد يكون لها تأثير على القيمة المالية للمؤسسة حالياً أو في المستقبل، لذا على المقوم أن يتناول هذه المخاطر على الأقل من جانب المناجمنت والمناخ الاجتماعي.

### 1.1.2.1.2. المناجمنت البشري:

يتناول التشخيص في هذا المجال تحديد طبيعة العلاقات في التسيير والقيادة داخل المؤسسة، من توزيع الصلاحيات، الأشخاص المهمين، السلطة الفعلية في اتخاذ القرارات واعتماد المؤسسة في تسييرها على التنظيم الرسمي الإداري أم على العلاقات الشخصية للمسيرين، حيث أن التسيير المبني على العلاقات الشخصية للمسيرين يعتبر عامل سلبي في تحديد قيمة المؤسسة أي أن درجة المخاطر ترتفع (مخاطر انسحاب الأشخاص المهمين في المؤسسة) باعتبارهم، خاصة في المؤسسات المتوسطة و الصغيرة، يشغلون الوظيفة الأساسية داخل المؤسسة والوحيدين الذين لهم علاقة بالمحيط الخارجي.

كما يتطرق التشخيص إلى المقارنات الممكن إجراؤها مع المؤسسات التي تنشط في نفس قطاع النشاط مع المؤسسة محل التقويم خاصة من الجوانب التالية:

- سياسة الأجور، مستوى التأهيل، نسبة التغيب... الخ<sup>(1)</sup>
- توزيع العمال على المصالح (المصالح غير الضرورية).
- التقاعد.

### 2.1.2.1.2. المناخ الاجتماعي:

إن المناخ الاجتماعي السائد داخل المؤسسة قد يكون له تأثير كبير على ديمومتها وبالتالي قيمتها المالية في المستقبل فالمؤسسة التي يعيش مستخدميها الانسجام الاجتماعي ينشئون ما بينهم ثقافة خاصة تصبح محفزاً لهم في أداء مهامهم، إضافة إلى الإخلاص والوفاء اتجاه مؤسستهم وهذا ما يسهل تطبيق السياسات المستقبلية بنجاح.

<sup>(1)</sup> BRICARD Agnès et autres, revue RF comptable, dossier du mois, réussir une évaluation d'entreprise, N° 297, 2003 p35.

كما يتم تشخيص قنوات الاتصال الرسمية منها وغير الرسمية داخل المؤسسة، وبصفة عامة قياس الانسجام الاجتماعي والقدرة على التكيف مع التحولات المستقبلية وتحمل المخاطر التي قد تواجهها المؤسسة.

إن الانسجام الاجتماعي ليس هدف في حد ذاته، بل قد يؤدي إلى المساهمة في إنجاز عملية الدخول إلى البورصة، باعتبار أن المستخدمين هم أعلم من الجمهور الذي قد يطلب أسهم المؤسسة، فمثلا عزوف هؤلاء المستخدمين على طلب أوراق مؤسستهم يعطي إشارة سلبية للمستثمرين على نوعية الأسهم.

### 2.2.1.2. تشخيص الوسائل المادية، المناهج و التنظيم:

إضافة إلى تشخيص الموارد البشرية يعتبر تشخيص الوسائل المادية وكذا المناهج وطرق العمل جد مهم لمعرفة العوامل المؤثرة على القيمة المالية للمؤسسة حيث يمكن للمؤسسة أن تملك وسائل حديثة ومتطورة ولكن طريقة الاستعمال ومناهج التسيير تسبب عراقيل مما يؤثر سلبا على إنتاجية المؤسسة وبالتالي على قيمتها.

### 1.2.2.1.2. الوسائل المادية:

إن الاستثمارات ووسائل الإنتاج تعتبر من أهم محددات القيمة المالية للمؤسسة، باعتبار أن القيمة المالية للمؤسسة هي صورة عن قيمة الوسائل التي تمتلكها ولذا على المقوم أن يدرس بعناية قيمة الوسائل التي تمتلكها المؤسسة من بنايات و آلات ومعدات إنتاج وهذا من كل النواحي.

فبالنسبة للبنيات والعقارات بصفة عامة يجب دراسة العوامل المتدخلة في تحديد قيمتها وليس الاكتفاء بالقيمة المحاسبية التي عادة ما تكون بعيدة عن القيمة السوقية، وإذا كانت محل إيجار، يجب تحديد تكلفة الإيجار الحالية وما مدى تطورها في المستقبل.

أما بالنسبة لوسائل الإنتاج فعلى المقوم أن يدرس إن كانت المؤسسة تستعمل معدات وأدوات عصرية وحديثة وبطاقة كاملة، أو هناك تفكير في تجديدها وما تكلفة ذلك، و تكلفة تأمينها.

كما أن المقوم يجب أن يدرس ويحدد وجوه التنبذير كأن تكون هناك وسائل تستعمل في غير محلها مثل السيارات السياحية، استهلاك الوقود مثلا.



## 2.2.2.1.2. الوسائل التنظيمية و المناهج

يجب على المقوم أن يدرس كل التقارير التي أعدت من قبل حول التدقيق التنظيمي لمعرفة مدى ملائمة التنظيم الحالي للمؤسسة مع أهدافها ويحدد المصالح التي تعتبر عبئاً إضافياً على عاتق المؤسسة ولا طائل من وجودها ، ففي الكثير من الأحيان كثرة المصالح تؤدي إلى بيروقراطية في التسيير وبالتالي التأثير على مردودية المؤسسة وبالتالي قيمتها.

كما يتم دراسة المناهج المتبعة في المؤسسة والعلاقات الاتصالية بين المصالح والبرامج المعلوماتية في التسيير والإعلام، ودراسة حالة وسائل الاتصال و الإعلام الآلي وكلفة تحديثها أو استبدالها.

إن التكنولوجيات الحديثة أصبح لها دور كبير في كل مجالات التسيير داخل المؤسسة وعلى المقوم أن يتحرى على أنجح الطرق والمناهج والبرمجيات التي يستعملها المنافسون المتوفرة في السوق.

## 2.2. التشخيص المالي للمؤسسة

يعتبر التشخيص المالي للمؤسسة مقدمة للتقويم المالي بل ومن أهم محدداته، فالتشخيص المالي يحاول تشخيص الحالة الصحية للمؤسسة بإظهار مكامن الخطر التي قد تواجه المؤسسة، الصعوبات الموجودة وكذا قياس الأداء المالي، في حين أن التقويم المالي يهتم بتحديد القيمة المالية للمؤسسة، فالمؤسسة التي يثبت التشخيص المالي تدهور حالتها الصحية ماليا يعني أن قيمتها المالية منخفضة والعكس صحيح.

ومن الناحية النظرية، يعتبر التقويم المالي فرع من فروع التحليل المالي بصفة عامة حيث أصبح يمتلك مقومات وجوده واستقلاليته، باعتماده منهج نظري خاص به، طرق وتقنيات أصبح متفق عليها.

سنتطرق في هذا المبحث لأهم بنود التشخيص المالي حيث سنتناول في المطلب الأول تشخيص النشاط وذلك بالتطرق إلى الأرصدة الوسطية للتسيير، كما نتطرق إلى تشخيص المردودية، في حين أننا سنتناول في المطلب الثاني تشخيص الهيكل المالي والتوازن المالي وكذا جداول التدفقات.

## 1.2.2. تشخيص النشاط والمردودية

يهدف تشخيص النشاط إلى معرفة مصادر النتيجة هل هي نتيجة استغلال، نتيجة مالية أم أنها نتيجة استثنائية ، كما يهدف إلى مقارنة تطور الأرصدة للتسيير مقارنة بماضي المؤسسة من جهة ومع الأرصدة الوسيطة لتسيير المؤسسات المنافسة الأخرى من ذات قطاع النشاط.

في حين يهدف تشخيص المردودية إلى معرفة مكافأة الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة وذلك بتحديد المردودية الاقتصادية بصفة عامة والمردودية المالية للمؤسسة.

### 1.1.2.2. الأرصدة الوسيطة للتسيير SIG :

يقصد بالأرصدة الوسيطة للتسيير SIG تلك المراكز الوسيطة و المؤشرات التي من خلالها تتكون النتيجة الصافية المحاسبية للمؤسسة وهي الهامش التجاري، إنتاج النشاط، القيمة المضافة، الفائض الخام للاستغلال، النتيجة الاستثنائية.

### 1.1.1.2.2. إنتاج الدورة:

يعتبر هذا الرصيد أول مؤشر عن خصوصيات المؤسسة المنتجة للسلع والخدمات ويساوي إلى الإنتاج المباع وإنتاج المؤسسة لنفسها مضافا إليه أو مخصوما منه، حسب الحالة، الإنتاج المخزن.

$$\text{إنتاج الدورة} = \text{إنتاج مباع} \pm \text{إنتاج مخزن} + \text{إنتاج المؤسسة لنفسها.}$$

ويعطي هذا الرصيد تفسيرات إضافية عن تلك التي يمنحها رقم الأعمال لأن هذا الأخير لا يأخذ في الحسبان حالة وجود فارق زمني طويل بين الإنتاج والبيع أي تكوين الإنتاج المخزون كما لا يأخذ في الحسبان إنتاج المؤسسة لنفسها.

ويمكن تشخيص إنتاج الدورة انطلاقا من ثلاث تأثيرات، تأثير السعر على مستوى كل منتج تأثير الكمية وتأثير تشكيلة المنتوجات الناتجة عن توزيع الإنتاج بين مختلف المنتجات (1).

فأسعار المنتوجات تتحدد بعاملين : التضخم أو الانكماش على مستوى الأسعار بصفة عامة، أو سياسة الأسعار التي تفرضها المؤسسة أو السوق الذي تنشط فيه نتيجة لقانون العرض والطلب.

(1) BATSCH ,L. le diagnostic financier, 2<sup>ème</sup> édition, Paris 1997, P 10.

في حين دراسة كمية الإنتاج المباع يجب أن تتطرق إلى أسباب ذلك التطور وذلك بدراسة المخاطر أو الامتيازات التي يفرضها أو يمنحها السوق الذي يسوق فيه منتج المؤسسة.

أما دراسة تشكيلة المنتجات فيهدف إلى تشخيص أي نوع من هذه المنتجات الذي يساهم بصفة كبيرة في رفع رقم أعمال المؤسسة، وقد نجد شجرة تغطي الغابة أو أن هناك منتجات تساهم بصفة سلبية في تحقيق النتيجة الإيجابية .

### 2.1.1.2.2. الهامش التجاري :

على عكس المؤسسات الصناعية والخدماتية التي تكون فيها النتيجة تساوي إلى الفرق بين الإنتاج والنفقات المستهلكة للحصول عليه، فإنها في المؤسسات التجارية التي تقوم بالتوزيع، فالنتيجة تساوي إلى الفرق بين المبيعات والمشتريات مضافا إليها الأعباء الناتجة عن ذلك .

ويمكن حساب الهامش التجاري كما يلي :

الهامش التجاري = رقم الأعمال (البضاعة المباعة) – تكلفة البضاعة المباعة

حيث أن البضاعة المباعة (ح/60) = مخزون أول مدة + مشتريات بضاعة + مصاريف الشراء – مخزون آخر المدة.

وكما رأينا في الفقرة السابقة، هنا أيضا يجب أن يأخذ التشخيص بعين الاعتبار ما هي المنتجات التي تساهم بصفة كبيرة في تكوين الهامش التجاري وماهية المخاطر المتعلقة بها كما يتم التطرق إلى مقارنة هذا الرصيد بأرصدة المؤسسات المنافسة التي تنشط في نفس قطاع النشاط.

### 3.1.1.2.2. القيمة المضافة

يعتبر مفهوم القيمة المضافة اقتصاديا أكثر منه محاسبيا فهو مؤشر عن إنشاء قيمة إضافية داخل المؤسسة، وتعطى عبارة القيمة المضافة كما يلي:

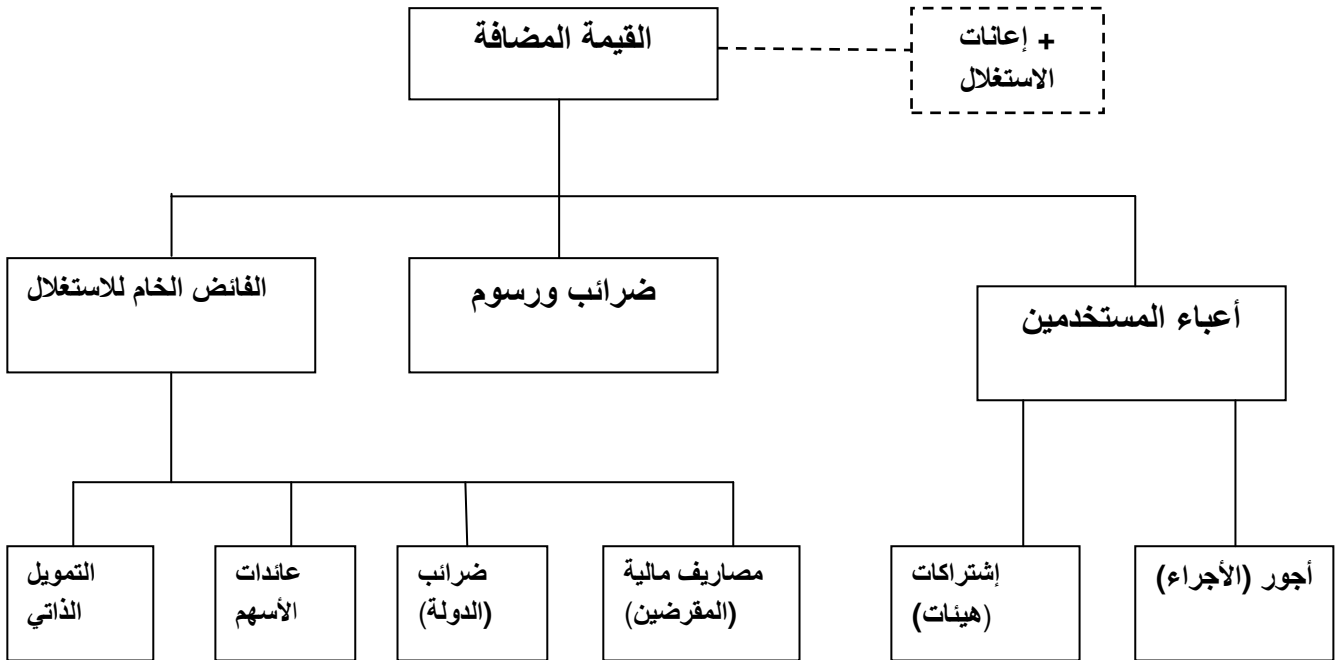
القيمة المضافة = إنتاج الدورة + الهامش التجاري – الاستهلاك الوسيط الذي يكون مصدره الغير

ويعتبر رصيد القيمة المضافة أكثر تعبيراً عن نمو المؤسسة من رقم الأعمال، حيث أن هذا الأخير قد يكون مرتفعاً ويحمل في طياته ارتفاع أسعار المواد والخدمات المستهلكة أكبر مما ينتج نمواً سلبياً في القيمة المضافة .

فالقيمة المضافة لها أهمية كبيرة في المؤسسة لأنها تمكن من معرفة وزنها الاقتصادي ونموها ودراسة هيكل الإنتاج<sup>(1)</sup>.

وقد تسجل مجموعة من المؤسسات نفس النتيجة إلا أن القيم المضافة التي تنتجها تكون مختلفة وهذا باختلاف اللجوء إلى الاستهلاكات الوسيطة المقدمة من الغير في إنتاج السلع والخدمات .

ويعطي المستثمرون أهمية بالغة للقيمة المضافة المنتجة داخل المؤسسة على غرار المستخدمين لأنه وفي كل الحالات هذه القيمة المضافة توزع بينهم مباشرة أو بطريقة غير مباشرة بزيادة التمويل الذاتي، حيث يوضح الشكل الموالي توزيع القيمة المضافة :



الشكل رقم 05 : توزيع القيمة المضافة [19]

<sup>(1)</sup> DEPALLENS ,G . JOBARD, J. gestion financière de l'entreprise, édition Sirey Paris 1990 p321

ويعتمد المحللون الماليون عدة نسب في تفسير مصادر القيمة المضافة واستخدامها ويتضح ذلك فيما يلي<sup>(1)</sup>:

- القيمة المضافة \ الإنتاج أو القيمة المضافة \ رقم الأعمال وهما نسبتان لتحديد وزن القيمة المضافة بالنسبة للإنتاج أو رقم الأعمال المحقق، كما يحددان نسبة مساهمة فرع من فروع المؤسسة في الإنتاج أو رقم الأعمال العام للمؤسسة.
- القيمة المضافة \ عدد المستخدمين وتعني قدر مساهمة كل مستخدم في إنشاء القيمة.
- القيمة المضافة \ مصاريف المستخدمين وتعني قدر مساهمة كل دينار أجور في إنشاء القيمة وتكون هذه النسب ذات دلالة أكبر إذا استخدمت بطريقة حركية بحيث نقارن مثلا تطور مصاريف المستخدمين و تطور قيمة القيمة المضافة لاستخلاص التأثير المتبادل بينهما.
- القيمة المضافة \ الإستثمارات : وذلك لدراسة مدى مساهمة هذه الاستثمارات في إنشاء القيمة داخل المؤسسة، ونفس الملاحظة بالنسبة للدراسة الحركية مع النسبة السابقة تبقى صحيحة في هذه الحالة.

#### 4.1.1.2.2. الفائض الخام للاستغلال (EBE) (\*)

الفائض الخام للاستغلال يقدر الفعالية الاقتصادية للمؤسسة ومردودية نشاطها بغض النظر عن سياسة الإهلاك، تكلفة الديون ونظام الخضوع للضريبة ويعتبر الفائض الخام للاستغلال مؤشر مفضل لتحقيق مقارنة بين المؤسسات التي تنتمي لنفس قطاع النشاط، ويعطى بالعبرة التالية :

الفائض الخام للاستغلال = القيمة المضافة + إعانات الاستغلال - ضرائب ورسوم - مصاريف المستخدمين.

قد يكون هذا الرصيد سالبا فيسمى بالعجز الخام للاستغلال، واستخدامات الفائض الخام للاستغلال كثيرة ومتعددة إذ يعتبر النتيجة الاقتصادية للمؤسسة وسوف نستخدم هذا الرصيد في تقنيات التقييم المالي للمؤسسة في الفصل القادم، كما يستخدم أيضا كأساس لحساب التمويل الذاتي للمؤسسة وفائض خزينة الاستغلال الذي سنتطرق إليه لاحقا.

<sup>(1)</sup> BATSCH, L. le diagnostic financier, OP cit, p15.

<sup>(\*)</sup> EBE: Excédent brut d'exploitation.

وكما رأينا في الشكل السابق الخاص بتوزيع القيمة المضافة، وعلى خلاف المستخدمين، فرصيد الفائض الخام للاستغلال يهتم أكثر المستثمرين الحاليين والمرتبين بمناسبة الدخول إلى البورصة، فما عدا الضرائب كل الرصيد سيرجع للمستثمرين سواء كانوا مقرضين (سندات وبنوك) أو مساهمين (عائدات أسهم) وتوزيعات مستقبلية فيما يخص الرصيد المخصص للتمويل الذاتي الذي سيوزع كعائدات أكبر في المستقبل بإعادة استثماره.

### 5.1.1.2.2. نتيجة الاستغلال

إن نتيجة الاستغلال هي الفرق بين نواتج الاستغلال وتكاليف الاستغلال<sup>(1)</sup> وهي عبارة عن الفائض الخام للاستغلال مضافا إليه نواتج أخرى للاستغلال وتحويل تكاليف الاستغلال مطروحا منها مخصصات الإهلاكات والمؤونات وتكاليف أخرى.

نتيجة الاستغلال = الفائض الخام للاستغلال + تحويل تكاليف الاستغلال - مخصصات الإهلاك والمؤونات - تكاليف أخرى للاستغلال.

ويعطينا هذا الرصيد صورة عن نتيجة المؤسسة من خلال استغلالها للموارد والأصول الموضوعة تحت تصرفها، فهي النتيجة العادية للاستغلال يمكن مقارنتها من الناحية الحركية مع النتائج السابقة أو مقارنة مع مؤسسات اقتصادية أخرى.

### 6.1.1.2.2. النتيجة المالية

إن النتيجة المالية هي تلك النتيجة المتحصل عليها في الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة بعد طرح الأعباء المالية التي تكون قد تحملتها نتيجة استدانتها.

النتيجة المالية = الإيرادات المالية - الأعباء المالية .

فالمؤسسة من خلال سياسة تسيير محفظة الأوراق المالية وتوظيف جزء من أموالها في البنوك أو الأسواق المالية قد تحصل على إيرادات مالية معتبرة، وفي المقابل هي تتحمل تكاليف مالية كخدمة الديون.

<sup>(1)</sup> BATSCH, L. le diagnostic financier, OP cit, p16.

### 7.1.1.2.2. النتيجة الجارية قبل الضريبة

يقصد بالنتيجة الجارية قبل الضريبة تلك النتيجة المحققة على مستوى الاستغلال العادي والمالي قبل احتساب الضريبة على الأرباح وقبل الأخذ بعين الاعتبار النتائج المحصلة بصفة استثنائية وبالإشتراك مع مؤسسات أخرى لا تملك فيها المؤسسة محل دراسة الرقابة الحصرية .

النتيجة الجارية قبل الضريبة = نتيجة الاستغلال + النتيجة المالية  $\pm$  حصة النتيجة المشتركة.

وهذه النتيجة تسمح لنا بمعرفة مدى تحكم المؤسسة في وسائل الاستغلال وكذا التسيير الجيد للمحفظة المالية ودون الأخذ بعين الاعتبار تلك النتائج الاستثنائية حتى ولو كانت معتبرة.

### 8.1.1.2.2. النتيجة الاستثنائية

يقصد بالنتيجة الاستثنائية الفرق بين النتائج الاستثنائية و الأعباء الاستثنائية، وكما يدل عليه اسمها فإنها تأخذ طابع غير اعتيادي ولا علاقة لها بالاستغلال.

النتيجة الاستثنائية = النواتج الاستثنائية – الأعباء الاستثنائية

وهناك نوعين من النواتج و الأعباء الاستثنائية<sup>(1)</sup>:

أ – عمليات التسيير : الأعباء الاستثنائية لعمليات التسيير تتمثل في التخلي عن الحقوق لفائدة شريك مفضل يواجه صعوبات (من أجل الحفاظ على استمرارية التعامل معه)، و الغرامات والجزاءات المالية المحتملة... الخ.

في حين أن النواتج الاستثنائية على عمليات التسيير تتمثل في تخفيضات الضريبة المحققة لصالح المؤسسة وعقوبات التأخير المدفوعة من قبل الزبائن.... الخ

ب – عمليات رأس المال: إن النواتج الاستثنائية لعمليات رأس المال، بصفة عامة تكون نتيجة للتنازل عن استثمارات (أراضي ، بنايات، آلات، أوراق مالية) حيث تسجل القيمة الصافية للأصول كأعباء في حين أن سعر التنازل يسجل كمورد ويكون له تأثير على الخزينة دوما إيجابيا في حين تأثيره على النتيجة الصافية قد يكون إيجابيا أو سلبيا وهذا بحسب قيمة الفرق بين سعر التنازل والقيمة المتبقية للأصل المتنازل عنه.

<sup>(1)</sup> BATSCH, L. le diagnostic financier, OP cit, p22.

ولإشارة فالنواتج الاستثنائية لعمليات رأس المال تشمل إضافة إلى نتيجة التنازل عن الاستثمارات التدفقات المتعلقة بإعانات الاستثمار.

### 9.1.1.2.2. النتيجة الصافية

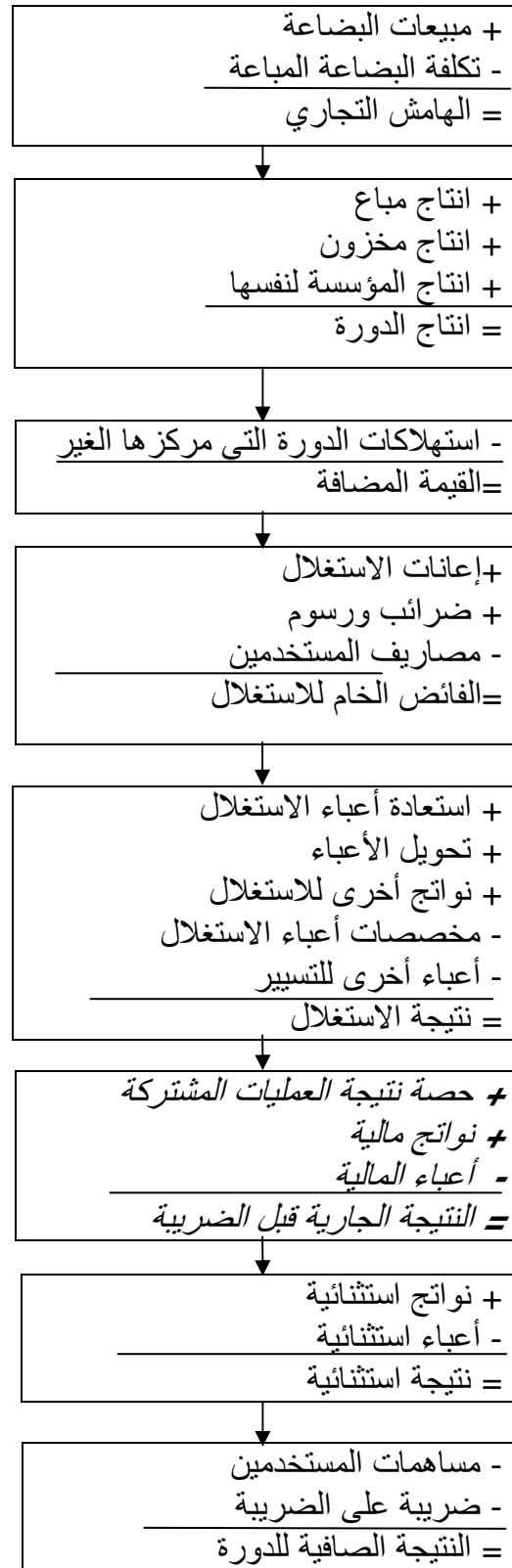
وهي آخر نتيجة من بين الأرصدة الوسيطة للتسيير، و تحسب بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

النتيجة الصافية = النتيجة الجارية قبل الضريبة  $\pm$  النتيجة الاستثنائية - ضرائب على الأرباح - مساهمات المستخدمين

---

<sup>(1)</sup> PEYRARD, J. analyse financière, librairie Vuibert, 8<sup>ème</sup> édition, paris 1989 p51.





الشكل رقم 06 : التسلسل السلمي للأرصدة الوسيطة [29]

## 2.1.2.2. تشخيص مرد ودية المؤسسة :

يهدف تشخيص مرد ودية المؤسسة إلى تحديد كفاءة وفعالية إدارة المؤسسة في تحقيق الأرباح لذلك نجد أن مؤشرات المرد ودية المالية و الاقتصادية هي مجال اهتمام المستثمرين الجدد و المسيرين والمقرضين، فالمستثمرين يمكنهم معرفة المؤسسة التي يمكنها أن تثريهم، والمسيرين يستطيعون التحقق من نجاح المؤسسة، والمقرضون يشعرون بالأمان عند إقراض أموالهم للمؤسسة التي تحقق أرباحاً أكثر<sup>(1)</sup>

ويقصد بالمرد ودية العلاقة بين تدفقات المداخيل و"مخزون" الوسائل المنشأة لهذه التدفقات، فقياس المرد ودية يعتمد على نوع التدفقات ونوع المرجع المأخوذة لحسابه<sup>(2)</sup>.

وهناك ثلاثة أنواع من المردودية داخل المؤسسة : مرد ودية النشاط، المرد ودية الاقتصادية والمردودية المالية .

### 1.2.1.2.2. مرد ودية النشاط:

ويطلق عليها أيضا اسم المرد ودية التجارية لأنها تسمح بتقدير الأداء التجاري في المؤسسات التجارية وتعني قدرة المؤسسة على توليد الهامش التجاري وهناك عدة مؤشرات لدراسة مرد ودية النشاط داخل المؤسسة نذكر منها :

#### - الهامش الخام:

وهو العلاقة بين الهامش التجاري كما تطرقنا إليه في الفرع السابق ورقم الأعمال الذي حققته المؤسسة باعتباره مصدر الهامش .

الهامش الخام = الهامش التجاري \ رقم الأعمال خارج الرسوم

وهذا يعني أن قيمة القدرة على توليد هامش ربح خام لكل دينار مبيعات أي نسبة الربح الخام في كل دينار من دنائير المبيعات.

<sup>(1)</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2000 ص 384.

<sup>(2)</sup> BATSCH, L. le diagnostic financier OP cit P67.

## - الهامش الخام للاستغلال:

إضافة إلى قياس الأداء التجاري يهدف هذا المؤشر إلى قياس الأداء الإنتاجي للمؤسسة حيث يأخذ في الحسبان الفائض الخام للاستغلال بدل الهامش التجاري .

الهامش الخام للاستغلال = الفائض الخام للاستغلال \ رقم الأعمال خارج الرسوم

ويجب أن تكون النسبة مرتفعة بالقدر الكافي لإشباع العوامل التالية:<sup>(1)</sup>

- الإهتلاكات كمكافأة لرأس المال الاقتصادي، وهي أعباء حقيقية لكنها غير نقدية.
- لمؤونات من أجل حماية وتأمين ممتلكات المؤسسة و تؤدي إلى زيادة في النقدية، وقد تستوجب مدفوعات فيما بعد.
- المصاريف المالية كمكافأة للمقرضين.
- خسائر إستثنائية يمكن أن تلحق بالمؤسسة.
- ضرائب على الأرباح المحققة كمكافأة للدولة.
- الأرباح الموزعة كمكافأة للمساهمين .
- الجزء المتبقي بعد إشباع العوامل السابقة الذكر يمثل فائض صافي كمكافأة للمؤسسة يمكنها من النمو.

## - الهامش الصافي:

ويسمى بالربحية ويعطى بالعلاقة بين الأرباح الصافية ورقم الأعمال أي :

الربحية = النتيجة الصافية \ رقم الأعمال خارج الرسوم

ولهذه النسبة أهمية في مقارنة المؤسسة مع المؤسسات التي تنشط في نفس السوق ومن نفس قطاع النشاط، حيث تمثل درجة توليد الأرباح من المبيعات أي أنها تحقق نسبة معينة من الأرباح مقارنة مع تحكمها في التكاليف، وهذا هو صلب المردودية إذ بتكاليف ووسائل أقل يمكننا تحقيق أكبر ربح ممكن.

<sup>(1)</sup>السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي للمنظمات، دار المريخ للنشر، الرياض 2000 ، ص 85

كما يمكن تعويض النتيجة الصافية في البسط بالنتيجة الجارية وهذا لإلغاء تأثير النتيجة الاستثنائية واحتساب فقط نتيجة الاستغلال والنتيجة المالية ، وحتى هذه الأخيرة يمكن إبعادها والأخذ بعين الاعتبار فقط نتيجة الاستغلال ونقارنها مع نسب المؤسسات المنافسة.

### 2.2.1.2.2. المرد ودية الاقتصادية :

وهي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي تستخدمها للحصول على هذه النتيجة، فأما النتيجة الاقتصادية فيعبر عنها بالفائض الخام للاستغلال أو نتيجة الاستغلال، أما الأموال المستخدمة فيعبر عنها بمجموع الأصول الثابتة مضافا إليها احتياجات رأس المال العام، ويمكن دراسة المرد ودية الاقتصادية للمؤسسة من خلال مفهومين هما المرد ودية الاقتصادية الخام والمرد ودية الصافية .

- المرد ودية الاقتصادية الخام : وهي العلاقة بين الفائض الخام للاستغلال وأصول المؤسسة أي :

المرد ودية الاقتصادية الخام = الفائض الخام للاستغلال \ الأصول .

وتعني هذه النسبة قدرة الأصول على تحقيق نتيجة اقتصادية .

- المرد ودية الاقتصادية الصافية : وهي نفس النسبة السابقة مع التغير في النتيجة الاقتصادية من

الفائض الخام للاستغلال إلى نتيجة الاستغلال أي بإضافة بعض نواتج الاستغلال وطرح مخصصات

أعباء الاستغلال وتعطى المرد ودية الاقتصادية الصافية كما يلي :

المرد ودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال \ الأصول

بضرب الطرف الثاني من المعادلة بـ (المبيعات \ المبيعات) نحصل على:

المرد ودية الاقتصادية الصافية = (نتيجة الاستغلال \ المبيعات) (المبيعات \ الأصول)

=الربحية X مردودية الأصول

وبهذا تكون المرد ودية الاقتصادية تساوي جداء نسبتين الأولى تمثل الربحية أو الهامش الصافي

والثاني يمثل نسبة مرد ودية الأصول أو معدل دوران الأصول، وهاتان النسبتان تسهل تسيير المرد ودية

الاقتصادية للمؤسسة حيث أن المرد ودية الاقتصادية لمؤسسة ذات التكنولوجيا العالية تعتمد على نسبة

الهامش المرتفعة في حين أن المرد ودية الاقتصادية المؤسسة التي تختص في التوزيع مثلا فإنها تعتمد على النسبة الثانية وذلك بتسريع دوران رقم أعمالها. (1)

### 3.2.1.2.2. المرد ودية المالية :

يقصد بالمرد ودية المالية تلك النسبة التي تحدد مدى مساهمة الأموال الخاصة في توليد النتيجة لذا تعطى بالعبرة التالية :

المرد ودية المالية = النتيجة \ الأموال الخاصة

بالنسبة للنتيجة، بعض المحللين الماليين يستعملون النتيجة الصافية للدورة، في حين يستعمل البعض الآخر النتيجة الجارية مطروحا منها الضرائب، وبالتالي استبعاد النتيجة الاستثنائية.

مع وضع :

F : المرد ودية المالية

E : المرد ودية الاقتصادية

RN : النتيجة الصافية

i : معدل فوائد الديون

D : الديون

A : الأصول

CP : الأموال الخاصة

لدينا:

$$RN = E.A - iD \Leftrightarrow E = \frac{RN + iD}{A} \dots\dots\dots(1)$$

$$F = \frac{RN}{CP} \dots\dots\dots(2)$$

(1) BATSCH, L. le diagnostic financier, OP cit, p74

وبتعويض 1 في 2 نحصل على:

$$REF = \frac{A-iD}{CP}$$

ولأن A تساوي إلى الخصوم وبالتالي D+CP يصبح لدينا

$$\begin{aligned} F &= \frac{E(CP+D)-iD}{CP} \\ &= E \left(1 + \frac{D}{CP}\right) - \frac{iD}{cp} \\ &= E + E \left(\frac{D}{CP}\right) - i \left(\frac{D}{CP}\right) \\ F &= E + (E - i) \left(\frac{D}{CP}\right) \quad (1) \end{aligned}$$

ومن هذه العلاقة يمكننا أن نستنتج أن المرد ودية المالية تتحدد بعاملين اثنين:

1- المرد ودية الاقتصادية التي تم التطرق إليها في الفقرة السابقة

2- أثر الرفع المالي المحدد بالعلاقة :  $(E - i) \frac{D}{CP}$

حيث أن المؤسسة يجب أن تقوم بدراسة جدوى اللجوء إلى الاستدانة إذا كان الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفوائد موجبا حيث يصبح في هذه الحالة المقرضين (البنوك أو مكتتبي السندات) يساهمون في تمويل نتيجة المساهمين وذلك بكون الزيادة في المرد ودية الناتجة عن استخدام الديون بعد تسديد الفوائد ترجع إلى المساهمين وبالتالي في هذه الحالة اللجوء إلى الاستدانة يعتبر أمرا ايجابيا، والعكس صحيح إذا كانت المرد ودية الاقتصادية للمؤسسة أقل من معدل فوائد الديون تصبح نتيجة المساهمين تمويل تكلفة الديون .

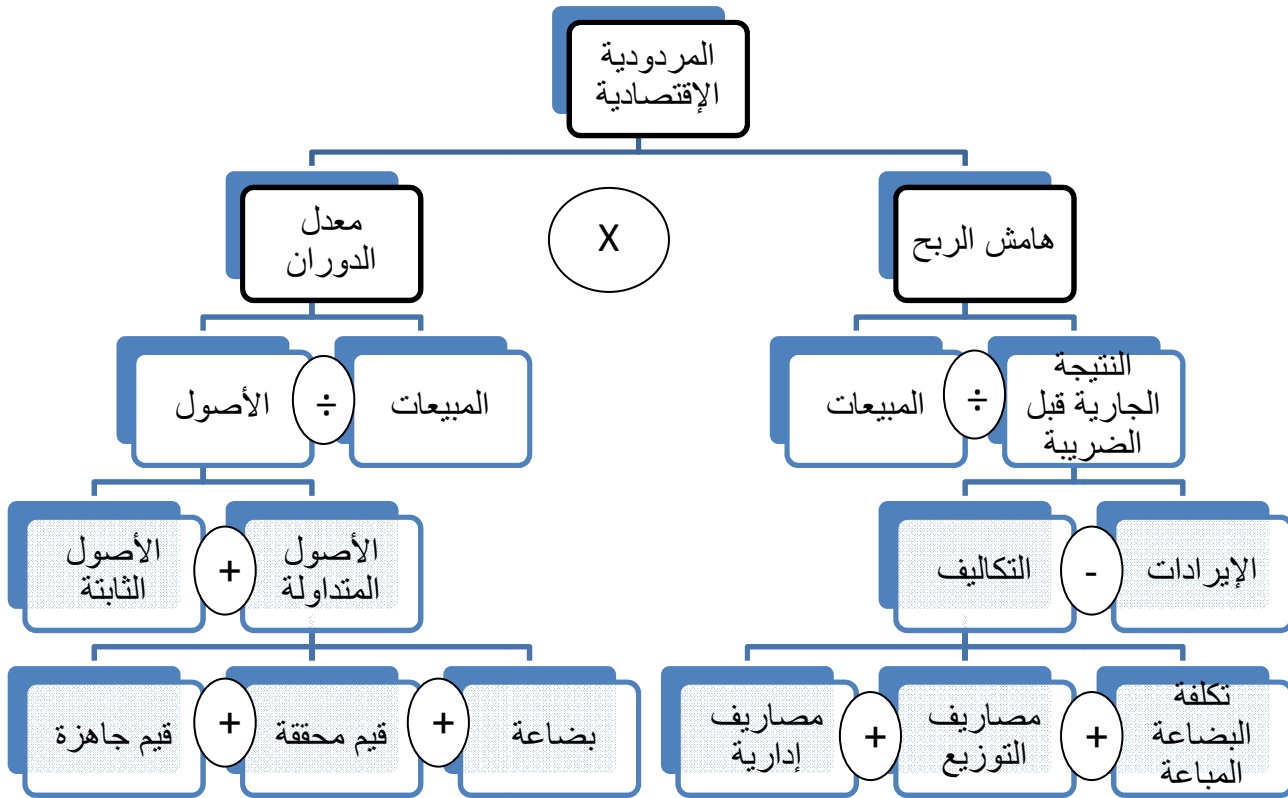
وبهذا المؤسسة تجد نفسها بين تعظيم المرد ودية المالية بتعظيم الاستفادة من الديون وفي نفس الوقت تواجه مخاطر عدم تحقيق مرد ودية اقتصادية أعلى من معدل الفوائد، وبالتالي عليها تنويع استثمار الأموال الخاصة لتنويع المخاطر من جهة واللجوء إلى الاستدانة متى كانت كلفتها أقل من مرد وديتها.

(1) BATSCH,L. OP cit, p76

## 4.2.1.2.2. تحليل المردودية :

- تحليل المردودية الاقتصادية: هناك نموذج يعرف بنموذج ديبون لتحليل المردودية نسبة إلى الشركة التي طورته وهي شركة DUPONT DE NEMOURY الأمريكية حيث يسمح هذا النموذج بتتبع العناصر أو العوامل المؤثرة في المردودية من خلال جدول النتائج والميزانية.

و يتلخص هذا النموذج في إدماج هامش صافي الربح مع معدل دوران الأصول في معادلة واحدة ، على أساس أن ربحية المؤسسة تتوقف أساسا على عنصرين هما كفاءة الأصول في توليد المبيعات (معدل دوران الأصول) ومعدل ربحية المبيعات (هامش صافي الربح)<sup>(1)</sup>.



الشكل رقم 07 : نموذج ديبون لتحليل المردودية [11]

(1) أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي للتقارير والقوائم المحاسبية لأغراض تقييم أداء الشركات وخططها المستقبلية و الاستثمار في الأوراق المالية بالبورصة، دار النهضة العربية ومكتبة الأكاديمية، القاهرة 1998 ص248.

يتضح جلياً من خلال هذا الشكل أن المردودية الاقتصادية تتناسباً طردياً مع هامش الربح المحقق وكذا معدل الدوران؛ حيث أن هامش الربح المحقق يمثل نسبة الأرباح المحققة إلى المبيعات التي قامت بها المؤسسة خلال فترة زمنية، في حين أن معدل الدوران يمثل نسبة المبيعات إلى الأصول.

فكلما زاد هامش الربح زادت المردودية الاقتصادية ونفس الشيء بالنسبة لمعدل الدوران، وحسب السياسة التجارية للمؤسسة يمكن أن يتضاعف هامش الربح وذلك برفع سعر منتجاتها والذي قد يؤدي إلى تباطؤ معدل الدوران.

في حين أنه يمكن للمؤسسة أن تخفض من أسعار منتجاتها وبالتالي ينخفض هامش الربح، في حين أن معدل الدوران يكون مرتفعاً وبالتالي فالمردودية الاقتصادية للأصول تزداد رغم انخفاض الأسعار و هامش الربح.

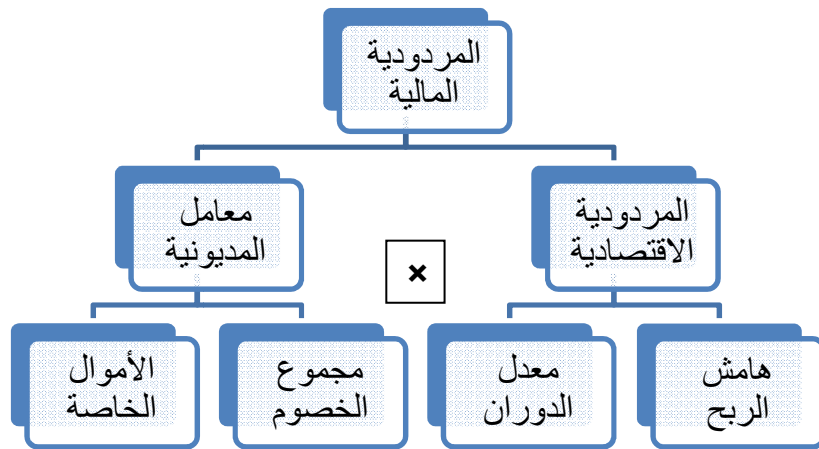
- تحليل المردودية المالية: يمكننا إضافة عناصر أخرى إلى نموذج ديبون للوصول إلى المردودية المالية، وذلك بكون هذه الأخيرة تساوي إلى

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة الدورة}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}} \times \frac{\text{مجموع الخصوم}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وبما أن مجموع الأصول يساوي إلى مجموع الخصوم، فالمعادلة تصبح كما يلي :

$$= \text{هامش الربح} \times \text{معدل الدوران} \times \text{معامل المديونية}$$

$$= \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{معامل المديونية}$$



الشكل 08: تحليل المردودية المالية (من إعداد الطالب)



نلاحظ من خلال الشكل أن المر دودية المالية للمؤسسة تتحدد بمر دوديتها الإقتصادية ومعامل المديونية، وأنها تتناسب طردا مع كليهما.

فإذا كانت المر دودية الإقتصادية جداء هامش الربح ومعدل الدوران حسب نموذج ديبون، فإن معامل المديونية يتناسب طردا مع مجموع الخصوم وعكسيا مع الأموال الخاصة وبمعنى آخر أنه يتناسب طردا مع الديون.

حيث أن المر دودية المالية للمؤسسة تتعاطم عندما تحقق أرباح كبيرة مقابل استعمال عقلائي ومحدود للأموال الخاصة أي أن الأموال المقترضة تكون هي السبب في تحقيق النتيجة المالية للمؤسسة بقسط كبير.

## 2.2.2. تشخيص الهيكل المالي والتوازنات المالية.

تهدف دراسة الهيكل المالي للمؤسسة إلى تحليل بنيوي لمكونات الأصول من جهة ومكونات الخصوم من جهة أخرى (قراءة عمودية) ، كما أنها تسمح أيضا بتحليل التوازنات المالية بوضع نوع من الأصول مقابل نوع من الخصوم (قراءة أفقية)<sup>(1)</sup> وهذا ما سنحاول التطرق إليه في الفرع الأول .

إن أهم مراكز الميزانية تعتبر تراكم لتدفقات محققة على مستوى مختلف مراحل تطور المؤسسة على عكس جدول النتائج، فالأول يقارن الأصول بالخصوم في حين أن الثاني يوازن بعض النفقات والإيرادات أي أن الميزانية تراكم لعدة سنوات في حين أن جدول النتائج يهتم بدورة نشاط واحدة فقط ، ولهذا كان لزاما على المحللين الماليين أن يقوموا لهدف تشخيص المؤسسة، بتعديلات على مراكز الميزانية وذلك بإضفاء نوع من الحركية في التحليل، ويتم ذلك من خلال جداول التدفقات الوسيطة بين ميزانيتين وهذا ما سنتطرق إليه في الفرع الثاني.

### 1.2.2.2. الدراسة الساكنة للهيكلية المالية والتوازن المالي :

إن قاعدة التوازن تقضي بأن الموارد المستخدمة لتمويل أصل أو استخدام ما (استثمارات، مخزون، حقوق ) يجب أن يبقى تحت تصرف المؤسسة لفترة من الزمن تكون على الأقل مساوية لفترة ذلك الأصل<sup>(2)</sup> أي أن الأصول الثابتة تمول عن طريق الأموال الدائمة في حين أن الأصول المتداولة تمول عن طريق الديون القصيرة الأجل شرط أن تكون مدة استحقاقها أكبر من مدة دوران هذه الأصول.

(1) BATSCH, L. OP cit, p35

(2) DEPALLENS, G. JOBARD, J. OP cit, p271

ويمكن دراسة الهيكلة المالية والتوازن المالي من خلال دراسة ثلاثة مفاهيم وهي رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة .

### 1.1.2.2. رأس المال العامل

يرتبط مفهوم رأس المال العامل (Fonds de roulement) بمفهوم سيولة الأصول واستحقاقية الخصوم إذ أن رأس المال العامل يعبر عن جزء من الأموال يتميز بدرجة استحقاقية ضعيفة والذي يستخدم لتمويل عناصر الأصول التي تمتاز بدرجة سيولة عالية<sup>(1)</sup> أي أنه الفائض من الأموال الدائمة الذي يمول الأصول المتداولة .

ويمثل هذا الفائض هامش أمان للمؤسسة لمواجهة المخاطر وهناك طريقتين لحساب رأس المال العامل:

#### - حساب رأس المال العامل من أعلى الميزانية :

باعتبار أن رأس المال العامل هو نسبة الأموال الدائمة المقدمة لتمويل دورة الاستغلال<sup>(2)</sup> حيث يساوي في هذه الحالة إلى الفرق بين والأموال الدائمة و الأصول الثابتة.

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
رأس المال العامل	

الشكل رقم 09: رأس المال العامل من أعلى الميزانية [32]

#### - حساب رأس المال العامل من أسفل الميزانية :

حيث يساوي في هذه الحالة إلى الفرق بين الأصول المتداولة والديون القصيرة الأجل .

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الديون قصيرة الأجل}.$$

<sup>(1)</sup> COUSO, P. LAUVAUD, R ; fonds de roulement et politique financière DUNOD, Paris, 1982.P 08

<sup>(2)</sup> MADER, F. statistique du fond de roulement, Analyse financière, n° 14, 3<sup>eme</sup> trimestre, 1973, pp 7- 26.

رأس المال العامل	الأصول المتداولة
الديون القصيرة	

### الشكل رقم 10: رأس المال العامل من أسفل الميزانية [32]

بعض المحللين يعتمدون فقط على الأموال الخاصة لتحديد رأس المال العامل ويطلق على ذلك رأس المال العامل الخاص والذي يساوي إلى الفرق بين الأموال الخاصة والأصول الثابتة، أما المتبقي فيسمى رأس المال العامل الأجنبي والذي يساوي الفرق بين رأس المال العامل ورأس المال العامل الخاص .

حقيقة أن مفهوم رأس المال العامل جاء كبديل لقاعدة التوازن الأدنى إلا أنه يتميز بكونه ساكنا لا يأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن وعامل التجدد والاستمرار للأصول المتداولة، كما أنه رغم إمكانية الاعتراف بالعجز على مستوى السيولة لا يمكنه إعطاء مقدار لهذا العجز لذا ظهر مفهوم آخر هو مفهوم احتياجات رأس المال العامل.

### 2.1.2.2.2. احتياجات رأس المال العامل: BFR

احتياجات رأس المال العامل BFR (Besoin en Fonds de Roulment) يحدد قيمة الأصول المتداولة غير الممولة بخصوم نفس الطبيعة وهذا الفرق يمثل احتياجا ويعطى بالعارة التالية:

$$\text{احتياجات رأس المال} = \text{احتياجات الدورة} - \text{موارد الدورة}$$

إذ أنه يمثل احتياجات التمويل المتعلقة بدورة النشاط أي منذ شراء البضاعة أو المواد الأولية ثم التخزين، التصنيع، البيع والتحصيل النقدي من الزبائن فتمويل هذه الدورة يكون عن طريق الديون القصيرة والموردين من غير السلفات المصرفية ، ويمكن حسابه بطريقتين:

- الطريقة الساكنة: يمكن حساب احتياجات رأس المال العامل انطلاقا من مراكز الميزانية كما يلي:

احتياجات رأس المال العامل = قيم الاستغلال + قيم قابلة للتحقيق - (الديون قصيرة الأجل - سلفات مصرفية)

= أصول متداولة - الخزينة - (الديون قصيرة الأجل - سلفات مصرفية)

ويعاب على هذه الطريقة على أنها ساكنة كما يدل على ذلك اسمها لذا يفضل محللين ماليين آخرين طريقة أخرى تدعى الطريقة المعيارية.

#### - الطريقة المعيارية:

وضعت هذه الطريقة من طرف خبراء المحاسبة بفرنسا، وتقدم هذه الطريقة نتائج أدق من نتائج طريقة دراسة الميزانية، والأساس الذي تبنى عليه هذه الطريقة هو وجود فوارق زمنية بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة<sup>(1)</sup> ويمكن حساب احتياجات رأس المال المعياري حسب الجدول التالي:

---

<sup>(1)</sup> VIZZAVONA, P. Gestion financière, Berti édition, 8<sup>ème</sup>ed, Alger 1993 P 295

## الجدول رقم 01: مكونات الـ BFR معياريا [32]

دفع	احتياجات	(II)معامل الترجيح	(I) مدة الدوران	عناصر *BFRE
	(I)×(II)	تكلفة شراء البضائع المباعة أو تكلفة المواد الأولية المستهلكة أو تكلفة المنتج المباع رقم الأعمال خارج الرسم	متوسط المخزون تكلفة شراء البضائع المباعة أو تكلفة شراء المواد الأولية المستهلكة أو تكلفة المنتج المباع	المخزون
	×(I) (II)	رقم الأعمال بكل الرسوم رقم الأعمال خارج الرسوم	حقوق على الزبائن + الخصوم جارية رقم الأعمال السنوي بكل الرسوم	زبائن
	(I)× (II)	الرسم على القيمة المضافة القابلة للاسقاط لدورة رقم الأعمال خارج الرسوم	2/30 يوم + أجل التسديد (25 يوم على الأكثر)	رسم على القيمة المضافة يسقط على أصول أخرى أو خدمات
(I)×(II)		مشتريات بضائع وخدمات بكامل الرسم رقم الأعمال خارج الرسم	ديون الموردون × 360 يوم مشتريات بضائع وخدمات بكامل الرسم	الموردون
(I)×(II)		الأجور الصافية السنوية رقم الأعمال خارج الرسم	2/30 يوم + أجل الدفع	الرسم على القيمة المضافة مجمعة
(I)×(II)		أعباء اجتماعية سنوية رقم الأعمال خارج الرسم	2/30 يوم + أجل الدفع	مستخدمين، أجور مستحقة
B	A	احتياجات رأس المال العامل المعياري = B-A احتياجات رأس المال = احتياجات رأس المال المعياري × $\frac{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}{360}$		

\*فيما يخص احتياجات الدورة للاستغلال يدعى رأس مال عامل الاستغلال BFRE ويقابله احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال BFRHE  
فيما يخص الاحتياجات الاستثنائية ويكون BFR=BFRE+BFRHE  
ويمكن حساب BFRHE أيضا بالطريقة المعيارية فقط بتحديد طبيعة الأصل والمورد ومدته مع معامل الترجيح

### 3.1.2.2.2. الخزينة

بالرغم من أن هذا المفهوم ليس له أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين المحتملين في المؤسسات الداخلة إلى البورصة خاصة المضاربين وذلك في حالة الحاجة إلى سيولة يتم التعامل في الأسهم بيعا والعكس صحيح إذا زادت السيولة، إلا أن دراسة الخزينة يعتبر أمرا مهما بالنسبة للمؤسسة وذلك لمواجهة الاحتياجات الآتية .

وتمثل الخزينة الفرق بين الأصول ذات السيولة الفورية والديون ذات الاستحقاقية الآتية وتعطى بالعبرة التالية :

الخزينة = القيم الجاهزة - السلفات المصرفية

= رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل

فإن كان رأس المال العامل أكبر من احتياجات رأس المال يعني هناك فائض من الموارد.

أما إذا كان رأس المال العامل أقل من احتياجات رأس المال يعني هناك حاجات إضافية مما يعني اللجوء إلى قروض استغلال بنكية (1)

إن التسيير المالي الحذر والفعال هو ذلك التسيير الذي يجعل الخزينة تؤول إلى الصفر. فهو حذر لكون الاحتياجات الدائمة تمول عن طريق الأموال الدائمة وفعال حيث لا تبقى أموالا غير مستخدمة خاصة في حالة التضخم (2)

### 2.2.2.2. جداول التدفقات المالية

إن دراسة التوازن المالي الساكن لا يعطي صورة واضحة عن تطور التدفقات المالية ولقد وضعت مجموعة من الجداول من أجل الدراسة الحركية للتوازن المالي تنقسم إلى جداول التمويل أو جداول الاستخدامات والموارد وجدول تدفقات الخزينة ، حيث تعبر الجداول الأولى عن تطور رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل في حين أن جدول تدفقات الخزينة يهدف إلى تتبع تطور الخزينة .

(1) GRANDGUILLLOT, B et F. l'essentiel de l'analyse financière, p 88

(2) PELVERDIERM-LATREYTE J, Finance d'entreprise 8eme édition, Economica, Paris, novembre 2002, p79

## - جدول التمويل :

مركز الميزانيات لبنك فرنسا الذي يفضل استخدام عبارة جدول الموارد والاستخدامات عرفه كمايلي: "جدول الموارد والاستخدامات يوضح الاستخدامات الجديدة للدورة، بمعنى احتياجات التمويل الناشئة خلال تلك الدورة، ووسائل التمويل المستخدمة لذلك، ويوضح كذلك التأثير النهائي لمختلف العمليات المحققة على خزينة المؤسسة"<sup>(1)</sup>، في حين عرف في موسوعة المحاسبة على أنه، جدول الاستخدامات والموارد الذي يفسر تغيرات الدائمة المالية للمؤسسة خلال السنة المرجعية.<sup>(2)</sup>

وحسب مجلس خبراء المحاسبين المعتمدين OECCA فإن جدول التمويل يصف الكيفية التي من خلالها تتمكن موارد المؤسسة من مواجهة احتياجاتها أثناء دورة الاستغلال " <sup>(3)</sup>.

ويحتوي جدول التمويل على جدولين الأول يوضح الاستخدامات والموارد في قائمة في حين الثاني يوضح استخدام رأس المال العامل.

<sup>(1)</sup> DEPALLENS, G et Jobard, J.P. op. cit p 353

<sup>(2)</sup> idem.

<sup>(3)</sup> GRANDGUILLLOT, b et F. OP cit , p 93.

- جدول الموارد والاستخدامات

جدول رقم 02 : جدول الموارد والاستخدامات [22]

البيان	
<b>الموارد الدائمة</b>	
- قدرة التمويل الذاتي لدورة الاستغلال	
- التنازل عن الاستثمارات	
- المعنوية	
- المادية	
- التنازل عن الاستثمارات المالية أو التخفيض	
- زيادة الأموال الخاصة	
- زيادة في رأس المال أو المساهمات	
- زيادة في الأموال الخاصة الأخرى	
- الزيادة في الديون المالية (الطويلة والمتوسطة)	
<b>مجموع الموارد: I</b>	
<b>الاستخدامات الثابتة</b>	
- توزيع النتائج خلال دورة الاستغلال	
- حيازة عناصر الأصول الثابتة	
- أصول ثابتة معنوية	
- أصول ثابتة مادية	
- أصول ثابتة مالية	
- تكاليف موزعة على عدة سنوات	
- تخفيض في الأموال الخاصة	
- تسديد الديون المالية (الطويلة والمتوسطة)	
<b>مجموع الاستخدامات: II</b>	
<b>تغير رأس المال العامل :</b>	
<b>I &lt; II : مورد صافي</b>	
<b>I &gt; II : استخدام صافي</b>	

- جدول استخدام رأس المال العامل

يهدف هذا الجدول إلى تتبع التغيرات الحاصلة على رأس المال العامل من خلال تتبع تغير عناصر احتياجات رأس المال العامل وتغير عناصر الخزينة ثم الجمع بينهما .



جدول رقم 03 : جدول استخدام تغير رأس المال العامل [22]

البيان	
تغيرات الاستغلال	
- تغيرات أصول الاستغلال	
- المخزونات	
- حساب الزبائن	
- تسبيقات وحقوق أخرى	
تغيرات ديون الاستغلال	
- تسبيقات محصل عليها وديون الاستغلال الأخرى	
- ديون الموردين	
I - احتياج رأس المال العامل للاستغلال أو فائض رأس المال العامل للاستغلال	
تغيرات خارج الاستغلال	
- تغيرات العناصر المدينة الأخرى	
- تغيرات العناصر الدائنة الأخرى	
II - احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال أو فائض رأس المال خارج الاستغلال	
تغير الخزينة :	
- تغير القيم الجاهزة	
- تغير السلفات	
III - تغير صافي الخزينة	
تغير استخدام رأس المال العامل (تغير رأس المال العامل (I + II + III)) استخدام صافي أو مورد صافي	

- جدول تدفقات الخزينة :

يتم إعداد جدول تدفقات الخزينة انطلاقاً من ميزانيتين متتاليتين بالإضافة إلى جدول حساب النتائج لتلك الفترة والملاحق، إذ يتم تحديد صافي التدفقات النقدية المحققة سواء من عمليات النشاط، الاستثمار أو التمويل .

تدفقات الخزينة المتعلقة بالنشاط (الاستغلال) تتمثل في عمليات التحصيل أو الدفع التي لها علاقة بدورة الاستغلال من مصاريف وموارد مالية واستثنائية مساهمات الأجراء وكذا الضرائب على الأرباح .

في حين أن التدفقات المتعلقة بعمليات الاستثمار فتتمثل عادة في التحصيل أو الدفع الموجهة لحيازة أو التنازل عن أصل استثماري.

أما تدفقات الخزينة المتعلقة بعمليات التمويل فتتمثل في عمليات التحصيل أو القبض المرتبطة بالتمويل مثل : الزيادة في رأس المال، اقتراض جديد، إعانات الاستثمار، تسديد قرض، تسديد عائدات أسهم ... الخ<sup>(1)</sup> .

وعليه فتغير الخزينة يكون حسب الشكل التالي :



الشكل رقم 11 : كيفية تغير الخزينة [28]

وهناك عدة نماذج مقترحة لحساب تدفقات الخزينة نذكر منها التي توضح جليا الأنشطة الثلاث المذكورة أعلاه .

<sup>(1)</sup> GRANDGUILLOT, B et F. OP cit,p118.

## جدول رقم 04: جدول تدفقات الخزينة [32]

السنة ن	السنة ن-1	البيان
		<b>أنشطة الاستغلال</b> قدرة التمويل الذاتي ± تغير المخزون ± تغير العملاء والحقوق الأخرى ± تغير الموردين التدفقات من أنشطة الاستغلال
		<b>الأنشطة الاستثمارية</b> اقتناء استثمارات مادية الاستثمار في الأوراق المالية التنازل عن الاستثمارات المادية بيع الأوراق المالية التدفقات من الأنشطة الاستثمارية
		<b>الأنشطة التمويلية</b> *الزيادة في رأس المال *توزيع الأرباح *قروض مالية جديدة *تسديد الديون الطويلة *التدفقات من الأنشطة التمويلية
		<b>تغير الخزينة</b> *خزينة بداية المدة *خزينة نهاية المدة

خلاصة الفصل الثاني:

يهدف التشخيص المالي خاصة و التشخيص العام للمؤسسة عامة إلى إعطاء صورة وفيية عن الحالة الصحية التي تتمتع بها المؤسسة، وذلك من خلال تحديد مكامن القوة والضعف وتحديد الخصائص التي تتميز بها المؤسسة عن مثيلاتها في السوق، كما يمكن للخبير الذي يقوم بالتشخيص إعطاء توجيهات وانتقادات لتلك المعطيات التي لا تتلاءم مع المعايير المتعارف عليها في هذا المجال.

إلا أنه لا يمكننا تحديد القيمة المالية للمؤسسة انطلاقاً فقط من نتائج هذا التشخيص ، فتشخيص المؤسسة وبالرغم من تحديده نقاط القوة والضعف التي تتميز بها المؤسسة لا يمكنه إعطاء قيمة جبرية لها.

فالتشخيص المالي يحاول أن يعطي صورة عن الصحة المالية للمؤسسة ويقارنها بالنسب المتعارف عليها، وقد تكون المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة إلا أن قيمتها المالية في السوق تكون منخفضة.

وبصفة عامة يمكننا القول أن التقويم المالي للمؤسسات يعتمد على التشخيص العام للمؤسسة إلى أبعد الحدود إلا أنه يأخذ في الحسبان معطيات أخرى تتعلق بالسوق المالي، البائع، المشتري والمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة، وبالتالي فالتشخيص العام للمؤسسة لا يمكنه أن يعطي قيمة مالية للمؤسسة ولا يمكنه أن يكون بديلاً عن التقويم المالي، إلا أن هذا التقويم لا يمكنه أن يكون من دون تشخيص عام للمؤسسة.

### الفصل 3:

#### تقنيات التقويم المالي للمؤسسات

إن التقويم المالي للمؤسسات يعني إعطاء مجال لقيمة المؤسسة، وقد تعددت المقاربات في تحديد هذا المجال حسب الزاوية التي ينظر بها إلى المؤسسة، وهذه الرؤية تختلف حسب طبيعة العملية المزمع إجراؤها، (خصوصة، بيع، شراء...الخ) وكذا الطبيعة القانونية للمؤسسة (مؤسسة أشخاص، شركة مساهمة...الخ)، الطبيعة الاقتصادية للمؤسسة (القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه)، المركز القانوني للمقوم، وكذلك تختلف هذه الرؤية بحسب حجم المؤسسة، مدى استقلاليتها عن مالكيها أو مسيرها، حجم الأرباح والمردودية، درجة السيولة وكذا الطبيعة التكنولوجية للمؤسسة.

ومن هذا المنطلق فإن عملية تقويم المؤسسات ليست من العلوم الدقيقة بالرغم من أنها تعتمد في أغلبها على معادلات رياضية، وهذا لكونها تعتمد على معطيات في بعض الأحيان تفتقد إلى الموضوعية أو معطيات ليست دقيقة باعتبار أنها نتاج تحليلات واستنتاجات وتوقعات لخبراء قد لا تكون صحيحة دائما، ولهذا نجد أن التقويم المالي للمؤسسات لا يعتمد على طريقة واحدة فقط، بل وفي غالب الأحيان تختار الطرق التي تملك صلاحية وملاءمة أكبر، هذه الطرق يمكن تجميعها في عدة مجموعات مترابطة فيما بينها حسب المقاربة التي تعتمد عليها وعلى العموم يمكن توزيعها على ثلاث مقاربات رئيسية.

حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى المقاربة الممتلكاتية وفي المبحث الثاني إلى المقاربة التحيينية، في حين سنتطرق إلى المقاربة المقارناتية في المبحث الثالث.

### 1.3. المقاربة الممتلكاتية

تهدف الطرق التي تنضوي تحت المقاربة الممتلكاتية إلى التقويم المالي للعناصر المادية والمعنوية التي تشكل أصول وخصوم المؤسسة موضوع التقويم باعتمادها على وثيقة الميزانية وجدول حساب النتائج وبعض الملحقات الحسابية، لهذا فالمقاربة الممتلكاتية تعتبر مقاربة تاريخية تبدأ بالتحليل المحاسبي مع بعض التعديلات، إذا دعت الضرورة إلى ذلك، بمعلومات عن القيم الاقتصادية والمالية لبعض المراكز التي تشكل ميزانية المؤسسة، هذه المعلومات تأخذ في الحسبان على أكثر تقدير القيم الحالية دون اللجوء إلى التقديرات والتوقعات المستقبلية ولا للتدفقات التي ستننتجها، لذا فهي تشكل مقاربة تاريخية ثابتة.

#### 1.1.3. الطريقة المحاسبية

حتى تصبح القيم التاريخية مقاربة للقيم الحقيقية توجب إعادة معالجة بعض المراكز وهذه المعالجة تأخذ عدة أشكال بعضها يجد منشأها في إطار مفاهيم أخرى للقيمة لذا سنتطرق في إطار هذه المقاربة إلى طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة ANCC في الفرع الأول، في حين سنتطرق إلى القيمة الجوهرية الخام V.S.B والأموال الدائمة الضرورية للاستغلال CPNE في الفرع الثاني.

#### 1.1.1.3. الأصول الصافية المحاسبية المصححة

الميزانية تعطي صورة ولو توضيحية، عن حالة المؤسسة بتوفير القيم المحاسبية لعناصر الأصول والخصوم في لحظة معينة، هذه القيم من السهل الحصول عليها من مختلف الوثائق المحاسبية، إلا أن هذه العناصر سجلت بقيمتها التاريخية فمثلا بناية بالجزائر العاصمة أشتريت منذ 30 سنة مسجلة بسعر شرائها إضافة إلى التخفيضات الناتجة عن الإهلاك المحاسبي تصبح قيمتها معدومة أمام القيمة الحقيقية في السوق، ولهذا فالميزانية تعطي لنا قيم محاسبية ليست دقيقة دائما من الناحية الاقتصادية، وللانتقال عن النظرة المحاسبية إلى النظرة الاقتصادية لابد من إجراء تعديلات ضرورية من أجل الوصول إلى القيم الحقيقية، آخذين بعين الاعتبار مختلف الظروف الحالية التي تؤثر في ذلك كالتضخم، الضرائب الكامنة Impôt latent التي تمس بعض مراكز الأموال الخاصة.

ولتحديد القيمة الصافية المصححة للأصول لابد من تحديد قيمة الأصول الصافية في مرحلة أولى تم تناول التعديلات والتصحيحات الضرورية.

### 1.1.1.1.3. الأصول الصافية المحاسبية

إن القيمة المحاسبية الصافية للأصول تستنتج مباشرة من الميزانية بصفة بسيطة ويمكن حسابها بطريقتين، تتمثل الأولى في الفرق بين الأصول عدا الأصول عديمة القيمة من جهة والخصوم المستحقة للغير واجبة الأداء من جهة أخرى، أما الثانية فتتمثل في القيمة المحاسبية للأموال الخاصة بعد تخصيص نتائج الدورة إذ تساوي الوضعية الصافية + إعانات الاستثمار + مؤونات نظامية .

الوضعية الصافية تساوي إلى رأس المال مضافا إليه علاوات (الإصدار ، التكتل، المساهمة) + فرق إعادة التقييم + الاحتياطات (القانونية، النظامية،...) ± المؤجل من جديد report à nouveau المؤونات النظامية وتشمل على الخصوص مؤونات الاستثمار، ارتفاع الأسعار وتذبذب أسعار الصرف<sup>(1)</sup>.

وتجدر الإشارة ، أن بعض العناصر التي تظهر في جانب الأصول من الميزانية، وبالرغم من أنها ليست لها علاقة بدورة الاستغلال، هذه الأصول خارج الاستغلال يجب أن تعالج بصفة مستقلة عن قيمة المؤسسة بالمعنى الضيق.

وبما أن التسجيل المحاسبي يخضع إلى قواعد محاسبية وجبائية خاصة المتعلقة منها بالإهلاك والمؤونات فإنه قد يكون بعيدا عن الحقيقة الاقتصادية للأصول المسجلة.

وعلى هذا الأساس، يبدو أن طريقة حساب الأصول الصافية تترجم القيمة الحقيقية للمؤسسة بالرغم من أنها تمتاز بكونها طريقة بسيطة وغير معقدة وسريعة في آن واحد يلجأ إليها المهنيين في إعطاء القيمة الأولية للمؤسسة، وتفاديا لبعض نقائص هذه الطريقة تدخل تعديلات وتصحيحات على بعض المراكز المحاسبية وهذا ما يعرف بطريقة الأصول الصافية المحاسبية المعدلة أو المصححة.

### 2.1.1.1.3. التعديلات الواجب القيام بها على بعض مراكز الميزانية

تتمثل طريقة الأصول الصافية المصححة في الأصول الصافية كما تم التطرق إليها آنفا مع إدخال التعديلات على مراكز الميزانية استنادا إلى معطيات اقتصادية ومالية حالية.

وتعرف الهيئات المحاسبية خاصة هيئة الخبراء المحاسبين والمحاسبين المعتمدين الأوروبيين الأصول الصافية المحاسبية المصححة على أنها رأس المال، اللازم حاليا للاستثمار من أجل إعادة تكوين الممتلكات المستعملة من طرف المؤسسة على الحال التي هي عليها، وتحديد قيمة هذه المبالغ يتم

<sup>(1)</sup>TCHEMNI, E. l'évaluation des entreprises, 2ème édition, economica 1998, p9.

بفضل إعادة معالجة أو تصحيح من أجل إعادة تكوين الأصول الحقيقية والخصوم المستحقة للغير كبديل للأصول والديون المحاسبية.

وتهدف هذه التعديلات والتصحيحات إلى :

- إبعاد الأصول عديمة القيمة من الناحية الاقتصادية المسجلة في الميزانية وتأخذ هذه الأصول شكلين:

\* الأعباء والمصاريف المؤصلة (أي الأعباء والمصاريف المسجلة في جانب الأصول في الميزانية).

\* الخسائر الافتراضية.

- محاولة إيجاد القيمة الحقيقية للأصول أي القيمة السوقية وعادة هذه القيمة يمكن الحصول عليها بعدة طرق نذكر منها الطريقتين التاليتين:

#### - الطريقة التخفيضية:

تتمثل هذه الطريقة في الأخذ بعين الاعتبار القيمة الحقيقية للأصل المزمع تقويمه في حالته الجديدة الحاضرة ثم تطبق عليها معامل التخفيض الذي نقصد به حاصل قسمة المدة المتبقية من حياة الأصل إلى مدة حياته الكلية أي :

$$\text{قيمة الأصل المستعمل} = \text{قيمة الأصل الجديد} \times \frac{\text{المدة المتبقية من حياة الأصل المقوم}}{\text{المدة الكلية لحياة الأصل}}$$

وفي الحالة التي تكون فيها مدة الاستهلاك المحاسبية تساوي مدة حياته يمكن كتابة العبارة السابقة

كما يلي :

$$\text{قيمة الأصل المستعمل} = \text{قيمة الأصل الجديد} \times \frac{\text{القيمة المحاسبية الصافية}}{\text{القيمة المحاسبية الخام}}$$

#### - طريقة التثمين:

يعمد إلى هذه الطريقة في حالة تعذر إيجاد السوق الذي يسمح بتحديد قيمة الأصل الجديد المماثل للأصل المزمع تقويمه، إذ تسمح بحساب القيمة الآنية لسعر الشراء باعتماد معامل التحيين الذي يترجم تطور السعر ابتداءً من تاريخ اقتناء الأصل، وتختلف طريقة حساب هذا المعامل من أصل إلى آخر مع الأخذ بعين الاعتبار كل العوامل التي تؤثر في تحديد قيمته.



$$\text{وتكون قيمة الأصل} = \text{قيمة الشراء محينة} \times \frac{\text{المدة المتبقية من حياة الأصل}}{\text{المدة الكلية لحياة الأصل}}$$

ويمكن كتابة العبارة السابقة في حالة كون مدة الإهلاك تساوي مدة حياة الأصل على النحو التالي:

$$\text{قيمة الأصل} = \text{قيمة الشراء محينة} \times \frac{\text{القيمة المحاسبية الصافية}}{\text{القيمة المحاسبية الخام}}$$

### 2.1.1.3. القيمة الجوهرية الخام و الأموال الدائمة الضرورية للإستغلال

يحاول هذين المفهومين الإهتمام بالصحة المالية للمؤسسة بغض النظر عن الطبيعة القانونية للملكية

#### 1.2.1.1.3. القيمة الجوهرية الخام VSB

تعرف القيمة الجوهرية الخام على أنها "تقويم لمجموع الأصول والنفقات اللازمة للاستغلال الأمثل بغض النظر عن الملكية<sup>(1)</sup>، وعلى هذا الأساس فالقيمة الجوهرية الخام لا تهتم بتحديد القيمة الصافية للممتلكات التي تملكها المؤسسة فقط بل تتعدى إلى كل الممتلكات والمصاريف التي تستعملها المؤسسة من أجل ضمان الاستغلال العادي حتى ولو لم تكن تملكها ويمكن أن نذكر على سبيل المثال في هذا المجال الممتلكات التي بحوزة المؤسسة عن طريق الكراء وكذا البيع الإيجاري (leasing) ، على أن جانب الخصوم يأخذ في الحسبان أيضا القيمة الحالية لأجرة الكراء أو أقساط دفع البيع الإيجاري المتعلقة بهذه الممتلكات .

القيمة الجوهرية الخام لا تعتبر طريقة لتحديد قيمة مالية للمؤسسة بقدر ماهي وسيلة يمكن من خلالها تحديد الفائض؛ إذ أنها تمثل مجموع النفقات المادية التي تنجزها المؤسسة بغض النظر عن طريقة التمويل ومصدرها ، وعلى هذا الأساس فلا يمكن اعتبارها كتصحيح لعناصر الخصوم مثلما هو الحال بالنسبة لطريقة الأصول المصححة ، كما تم التطرق إليه آنفا رغم أن أساس حساب القيمة الجوهرية الخام مبني على قيمة الأصول المصححة مع إضافة بعض التعديلات إيجابيا أو سلبا، حيث يجب أن نبعد كل الأصول المادية أو المعنوية غير الضرورية للاستغلال، كما أن كل الأصول المعنوية الأخرى، ماعدا الفائض المذكور أعلاه والذي يعرف بالـ Good Will، التي تملك قيمة ذاتية يمكن حسابها بصفة منفصلة عن قيمة المؤسسة مثل العلامات وبراءات الاختراع ، كما أنه في تحديد القيمة

(1) TCHEMEMI, E. l'évaluation des entreprises, OP cit,P13

الجوهريّة الخام لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المصاريف الإعدادية خلافا لطريقة الأصول المحاسبية المصححة.

ومن كل ما سبق يمكن أن نستنتج أن :

القيمة الجوهريّة الخام = الأصول الصافية المصححة

+ الديون قصيرة ، متوسطة وطويلة الأجل

+ إضافات الجواهر(الممتلكات محل كراء، البيع بالإيجار، الأوراق  
المخصومة غير المستحقة)

+ المصاريف الإعدادية

- مصاريف ضرورية لصيانة بعض الممتلكات

ونجد مصطلحات أخرى تدور حول مفهوم القيمة الجوهريّة الخام مثل القيمة الجوهريّة الصافية والتي تساوي قيمة الأصول الصافية خارج الاستغلال والقيمة الجوهريّة الصافية للاستغلال حيث أن هذه الأخيرة تساوي إلى القيمة الجوهريّة الخام للاستغلال منقوصا منها الديون أي أن

القيمة الجوهريّة الصافية = القيمة الجوهريّة الخام للاستغلال - الديون

= القيمة الجوهريّة الصافية للاستغلال

± قيمة الأصول الصافية خارج الاستغلال

= قيمة أصول الاستغلال

- خصوم الاستغلال

ويعتمد البعض الآخر من المالبين مفهوم القيمة الجوهريّة المخفضة والتي تساوي إلى القيمة الجوهريّة الخام منقوصا منها الديون بدون فوائد مثل قيمة الأموال الموضوعّة تحت تصرف المؤسسة من قبل المسيرين ، وكذا القروض بين المؤسسات المقدّمة من طرف الموردين.

وكما رأينا أن الأرباح الصافية المصححة تقابل الأصول الصافية المصححة فإننا نجد القدرة الربحية فيما يخص النتائج تقابل القيمة الجوهريّة الخام لأنها تمثل الأرباح المحاسبية الصافية المعدلة من تأثيرات المصاريف والنتائج الاستثنائية والمالية أي :

القدرة الربحية = الأرباح الصافية المصححة

+ المصاريف المالية ( 1 + نسبة الضرائب )

+ مصاريف الكراء ( 1 + نسبة الضرائب )

حيث أن المصاريف المالية تقابل كل الديون قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل والقرض الإيجاري .

### 2.2.1.1.3. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال CPNE

يقصد بالأموال الدائمة الضرورية للاستغلال تلك المبالغ التي تمول جميع الاستثمارات وكذا احتياجات رأس المال العامل للاستغلال بهدف الحفاظ على التوازن المالي للمؤسسة في الأجل البعيدة ويقترَب هذا المفهوم من الأصل الاقتصادي وعلى هذا الأساس فإن :

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = استثمارات الاستغلال

+ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال

+ استثمارات القرض الإيجاري

+ استثمارات كراء محل

ويمكن أن تحسب بالطريقة التالية :

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيمة الجوهرية الخام

- الديون قصيرة الأجل

- أوراق مخصومة غير مستحقة

أو

= القيمة الجوهرية الصافية

+ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال.

يتبين مما سبق أن الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE) تتركب من أموال خاصة وأخرى مقترضة (طويلة ومتوسطة الأجل) حيث أن هذا التقسيم يجد أهميته عند حساب نسبة متوسط مكافأة رأس المال لتقدير القودويل GW .

وكما رأينا بالنسبة للأصول الصافية المصححة والقيمة الجوهرية الخام تقابلها على التوالي الأرباح الصافية المصححة والقدرة الربحية فإن المردودية المالية بالنسبة للنتائج تقابل الأموال الدائمة الضرورية

للاستغلال حيث أن المردودية المالية تتمثل في الأرباح الصافية المحاسبية مع تعديلات فيما يخص تأثير الديون متوسطة وطويلة الأجل.

المردودية المالية = الأرباح الصافية المحاسبية المصححة

+ ( 1 - نسبة الضرائب ) (المصاريف المالية على الديون لأكثر من عام)

= القدرة الربحية - ( 1 - نسبة الضرائب ) (الأعباء المالية للديون لأقل من سنة)

### 2.1.3. طريقة الـ فودويل Goodwill

تحاول طريقة الفودويل أن تغطي الجانب المعنوي من القيمة المالية للمؤسسة، وبهذا تعتبر مزيج من المقاربة الممتلكاتية والمقاربة التحويلية التي سوف نتطرق إليها لاحقا إذ أنه وفي غالب الأحيان تكون القيمة المالية الحقيقية للمؤسسة تتجاوز بكثير قيمة الأصول الصافية المصححة وهذا الفرق يكون نتاج كفاءة المناجمنت المطبق في المؤسسة لاستخدام جميع الموارد البشرية، المادية والمالية بصفة متناسقة من أجل تحقيق أكبر مردودية ممكنة رافعين من القيمة المالية للمؤسسة بالزيادة في قيمتها المعنوية خاصة، ويدخل في ذلك التناغم الاجتماعي، مجال البحث والتنمية، سياسة الاتصال والتنظيم بصفة عامة.

إن امتلاك مؤسستين مختلفتين لنفس الأصول والممتلكات لا يعني أبدا أن لهما نفس القيمة المالية، إذ يمكن تصور أن إحداهما، وبفضل السياسة الرشيدة والتسيير الأمثل لهذه الموارد البشرية والمادية، تحقق نتائج إيجابية مذهلة مما يرفع من قيمتها بصفة واضحة عن قيمة أصولها الصافية وهذا ما يعني أنها قد حققت فارق إيجابي يدعى " الفودويل " ، في حين أن المؤسسة الثانية بالرغم من امتلاكها لنفس الموارد والممتلكات قد لا تحقق نتائج أي نتيجة إيجابية، بل خسائر فادحة وبالتالي فالقيمة المالية للمؤسسة لا تتعدى في أحسن الأحوال قيمة الأموال الصافية أو نقصا عن ذلك وهذا ما يعرف بالـ Badwill ، هذا الأخير لا يستحق دراسة معمقة لبساطة الحصول عليه.

يمكننا تعريف الـ goodwill على أنه ذلك الجانب المعنوي المضاف إلى القيمة الممتلكاتية للأصول المادية لتشكيل القيمة المالية للمؤسسة وبعبارة أخرى الفودويل GW يمثل قيمة العلامات، البراءات التي لا تملك قيمة مالية مستقلة بذاتها وبالتالي فهو يمثل العناصر المعنوية غير المسجلة في حسابات الميزانية للمؤسسة وبصفة عامة الفودويل يمثل الفائض المتعلق بالمردودية من القيمة الإجمالية للمؤسسة عن القيمة الممتلكاتية Vp أي :

$$V = V_p + GW$$

حيث أن:

V: القيمة الاجمالية للمؤسسة

Vp: القيمة الممتلكاتية

تعتبر طريقة القودويل كثيرة الاستعمال في مجال تقويم المؤسسات لأنها تجمع بين المقاربة الممتلكاتية والتحينية أي أنها تحاول أن تغطي قيمة الجانب المعنوي من ممتلكات المؤسسة وكذا تحينها.

### 1.2.1.3. رسملة فائض الأرباح

إن المؤسسة تحقق فائض في الأرباح (Superprofit) عندما تكون المردودية المحققة أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من توظيف رؤوس أموال مساوية إلى القيمة الممتلكاتية Vp ، أي أن المؤسسة تحقق أرباح Bp يمثل عائد القيمة الممتلكاتية وفائض يساوي  $B - i V_p$  مع i يمثل النسبة العادية لمكافأة القيمة الممتلكاتية Vp

$$SP = B - iV_p$$

حيث أن:

B : الأرباح

SP: فائض الأرباح

i: النسبة العادية لمكافأة القيمة الممتلكاتية

وحيث أن القودويل يمثل رسملة هذا الفائض بالنسبة لعدة سنوات بمعامل K ويصبح لدينا :

$$GW = K ( B - i V_p )$$

مع:

K: معامل الرسملة

وهناك عدة طرق تعتمد هذه العلاقة كأساس لتحديد قيمة الـ GW والقيمة الإجمالية للمؤسسة

### 1.1.2.1.3. الطريقة الانجلوسكسوينية (الطريقة المباشرة للرسملة)

القولويل حسب هذه الطريقة يمثل القيمة الحالية بنسبة  $K$  (نسبة التحيين) لفائض الأرباح المحسوب على أساس نسبة مكافأة  $i$  للقيمة الجوهرية الخام  $VSB$  لمدة غير محدودة.

مع افتراض مدة تحقيق الفائض غير محدودة ، وأن القيمة الممتلكاتية التي تأخذ في الحسبان هي الأصول الصافية المصححة  $Anc$  في حين أن القيمة التي نقوم بتحيينها هي القيمة الجوهرية الخام  $VSB$  وما يقابلها من القدرة على الربحية .

$$GW = (CB - i VSB) \times K$$

مع

$CB$ : القدرة على الربحية

$VSB$ : القيمة الجوهرية الخام

وتصبح قيمة المؤسسة تساوي إلى:

$$V = Anc + (CB - iVSB) \times K$$

مع  $Anc$ : الاصول الصافية المصححة

### 2.1.2.1.3. طريقة ريع القولويل المحين (الطريقة المباشرة للتحيين)

يعتمد لتحديد القولويل في هذه الطريقة على قيمة الفوائض المسجلة خلال مرحلة معينة ( $n$  سنة) على خلاف الطريقة السابقة التي لم تحدد فترة معينة بل تفرض مدة غير منتهية لتحقيق الفائض . وحسب هذه الطريقة يكون القولويل يساوي

$$GW = \sum_{p=1}^n (CB - iVSB)(1 + K)^{-p}$$

مع أخذ الـ  $Anc$  كقيمة ممتلكاتية على غرار الطريقة السابقة.

### 2.2.1.3. الطرق الأخرى

#### 1.2.2.1.3. طريقة الإتحاد الأوروبي للخبراء المحاسبين UEF

حسب هذه الطريقة يعتبر الفودويل رسمة بنسبة فائدة مركبة للفوائض المحققة كنتيجة للفرق بين المردودية المحققة من قبل المؤسسة وتلك التي كان من الممكن تحقيقها من التوظيف لأموال تساوي القيمة الإجمالية للمؤسسة بنسبة فائدة  $i$  بدون مخاطرة.

$$V = V_p + (B - iV) a_n$$

مع:

$$a_n = \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t}$$

$$V = \frac{(V_p + a_n \cdot B)}{1 + a_n}$$

$n$  : عدد السنوات

$t$  : نسبة التوظيف

ونعلم أن :  $V_p + G = V$

وعليه فالفودويل يساوي

$$GW = \frac{a_n}{1 + a_n} (B_i + V_p)$$

مع الأخذ بعين الاعتبار أن  $B$  و  $V_p$  يتناسبان حسب الحالة فإذا أخذنا

$VS_B = V_p$  فإن :  $CB = B$  :

$$GW = \frac{a_n}{1 + a_n} (CB - iVS_B)$$

وإذا اعتبرنا:  $BNc = B$  فإن  $ANc = V_p$

وعليه نحصل على مايلي:

$$GW = \frac{a_n}{1+a_n}(BNc - i ANc)$$

في حين أن بعض المفكرين الماليين مثل Calba Barnay يعتمدون مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للإستغلال CPNE كأساس لحساب القودويل عوض ANc أو VSB ، وأن الفائض الذي يأخذ بعين الإعتبار هو ذلك الفرق بين المردودية المالية وقيمة التوظيف بدون مخاطرة لأموال تساوي قيمة CPNE.

### 2.2.2.1.3. طريقة Retail

استعملت هذه الطريقة لأول مرة سنة 1946 لتقييم بعض الشركات قصد تأميمها ، ويدور مفهوم القيمة حسب هذه الطريقة بالنسبة للشركات الصناعية بالتأليف بين قيمة التصفية VL وقيمة المردودية Vr ، وكذا سعر البورصة.

فبالنسبة للشركات غير المسعرة في البورصة تكون قيمتها تساوي إلى متوسط مجموع قيمتي التصفية والمردودية فإذا كانت الأولى عادة ما تأخذ ANc كقيمة تصفية بعد خفض الأعباء الناتجة عن العملية التي تقيم لأجلها فإن قيمة المردودية تساوي إلى الأرباح الصافية جداء معدل (PER) وبالتالي تصبح قيمة المؤسسة :

$$V_1 = \frac{ANc + PER. BN}{2}$$

مع :

PER: نسبة الأسعار للأرباح

BN: الأرباح الصافية



إذا كانت الشركة المزمع تقويمها مسعرة في البورصة أنها تدفع وبانتظام عائدات الأسهم فإن قيمة المؤسسة تساوي إلى متوسط مجموع القيمة السابقة  $V_1$  وسعر البورصة.

$$V = \frac{V_1 + P}{2}$$

مع  $P$ : السعر البورصي للمؤسسة

في حين أن الشركات التجارية قيمتها حسب هذه الطريقة تكون كما يلي

$$V = Vp + \frac{B \left( \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \right)}{2} \Rightarrow$$

$$V = Vp + B \frac{1 - (1+t)^{-n}}{2t}$$

### 3.2.2.1.3. طريقة الممارسين: (الطريقة الألمانية)

إن هذه الطريقة تشبه سابقتها إلى درجة كبيرة حيث يتمثل الفرق في اعتماد قيمة ANC كقيمة ممتلكاتية بدل قيمة التصفية VL مضافا إليه الـ GW، هذا الأخير يساوي إلى نصف القيمة الحالية لفائض محسوبا إلى مالا نهاية .

$$V = \frac{ANc + BP/t}{2} = ANc + \frac{Bp - iVp}{2i}$$

وهي الصيغة العامة، فإذا استعملنا  $ANc = Vp$

$$GW = \frac{t}{2i} (BNc - iANc) \quad \text{يكون}$$

$$V = ANc + \frac{1}{2i} (BNc - iANc) \quad \text{وتصبح}$$

$$= \frac{1}{2} ANc + \frac{BNc}{2i} = \frac{1}{2} (ANc + \frac{BNc}{i})$$

مع :

i: تكلفة الأموال الخاصة

Anc: الأصول الصافية المصححة

Vp: القيمة الممتلكاتية

Bnc: الأرباح الصافية المصححة

في حين إذا استعملنا  $V_p = VSB$  فلا بد أن تستعمل  $B_p = CB$

$$GW = \frac{1}{2i} (CB - iVSB)$$

$$V = AN_c + \frac{CB}{2i} - \frac{VSB}{2}$$

مع i في هذه الحالة هو التكلفة المتوسطة المرجحة لرأسمال وعليه وبصفة عامة:

$$GW = \frac{1}{2} (Bp - iVp)$$

### 2.3. المقاربة التحينية

إن قيمة المؤسسة في غالب الأحيان لا تحدد فقط بالممتلكات التي بحوزتها سواء كانت مادية أو معنوية، إنما تحدد أيضا بقيمة التدفقات المستقبلية التي سوف تحصل عليها نتيجة نشاطها فالمستثمرون المحتملون الذين يودون شراء أسهم المؤسسة إنما يودون شراء مستقبلها وليس ماضيها بمعنى آخر أنهم يودون الحصول على التدفقات والأرباح التي تحققها المؤسسة مستقبلا وليس الأصول و الممتلكات التي قد تفقد قيمتها مع مرور الوقت.

وإذا كانت المقاربة الممتلكاتية تتمتع بميزة الوضوح والدقة في التحديد إلى حد ما، فإن المقاربة التحينية تعتمد على معطيات مستقبلية تحدد نتيجة دراسات و تخمينات الخبراء الماليين من جهة ومخطط الأعمال الذي تتبناه المؤسسة كرؤية مستقبلية لتطورها ونموها و سياسة الاستثمار بصفة عامة التي تنتهجها من جهة أخرى.

وتتمحور الفكرة الرئيسية للمقاربة التحينية حول كون القيمة المالية للمؤسسة تتحدد بتطلعاتها المستقبلية ، وفي هذا المجال تعتبر المعطيات التقديرية المبنية على التوقعات و التنبؤات التي يوحى بها

المحيط الداخلي والخارجي والقطاعي أهم محدد للقيمة المالية للمؤسسة ، هذه القيمة تستمد صحتها من صحة التوقعات ومدى فعالية الوسائل الممنوحة لتحقيق أهداف مخطط الأعمال، وعلينا توخي الحذر

في دراسة فعالية وموضوعية مخطط الأعمال وكل العوامل الداخلية والخارجية التي يمكن أن تؤثر على سلامة تحقيقه من جهة ودراسة المحيط القطاعي والخارجي بصفة عامة ، وخاصة عند تحديد المعاملات والنسب التي نعتمد عليها في تحديد القيمة المالية للمؤسسة .

حيث يعد عنصر الزمن من العناصر التي يجب أن نأخذها بعين الاعتبار عند تقويم الاستثمارات، و يصور الاهتمام بالبعد الزمني إلى اختلاف توقيت التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة إلى المؤسسة، ونظرا لاختلاف قيمة التدفقات تبعا لتاريخ استحقاقها، فإن المستثمر يحصل عليها الآن مقارنة بالتدفقات التي يحصل عليها في المستقبل وذلك لسببين أساسيين، الأول هو تكلفة الفرصة البديلة الناجمة عن إمكانية إعادة استثمار الأموال الحالية وتحقيق أرباح إضافية، والسبب الثاني هو اختلاف قيمة النقود نظرا للمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار، والجدير بالذكر أن دينار اليوم يختلف في قيمته بعد مرور سنة أو أكثر، الأمر الذي يجعل المستثمر يذهب إلى دراسة ما يسمى بالتفصيل الزمني للنقود، وذلك لوجود تأثير كبير لتوقيت التدفقات النقدية على قيمة الأصول ومعدل الفائدة<sup>(1)</sup>.

ولقد حاول الكثير من الخبراء تحديد القيمة المالية للمؤسسة انطلاقا من مبادئ ورؤى مختلفة تتمحور حول دراسة عائدات الأسهم، القدرة على تحقيق الأرباح وسياسة توزيعها وهذا ما سنحاول التطرق إليه في المطلب الأول، في حين أننا سوف نتطرق إلى طريقة تحيين التدفقات النقدية المتاحة والقيم المضافة في المطلب الثاني.

### 1.2.3. النماذج الأساسية للتحيين

توجد علاقة خطية بين القيمة الحالية للسهم وصافي الربح المتوقع، بمعنى زيادة القيمة الحالية للسهم إذا كان هناك توقعا بزيادة صافي الربح له، وتتنج هذه القيمة للانخفاض إذا كان هناك اتجاه صافي الربح للسهم سالبا، بافتراض ثبات الظروف الأخرى<sup>(2)</sup>.

لقد تعددت النماذج التي تتناول تحديد القيمة المالية للمؤسسة من خلال تحليل سواءاً عائدات الأسهم أو الأرباح التي ستحققها، وسنحاول التطرق إلى أهمها ابتداء بالعلاقة الأساسية لأرلين-فيشر Irving –Fisher، نموذج فوردن- شاپيرو Gordon-shapiro في الفرع الأول ونموذج باتس Bates ثم نموذج هولت HOLT في الفرع الثاني.

(1) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، ط1 ، عمان 2007، ص175.  
(2) حنفي عبد الغفار ، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى الدار الجامعية، الإسكندرية مصر 2008 ص2.

### 1.1.2.3. النماذج الأساسية

#### 1.1.1.2.3. العلاقة الأساسية لـ ارفين – فيشر Irving-Fisher

تقويم أي استثمار يأتي بتقويم المردودية التي يمكن الحصول عليها انطلاقاً من مبلغ الاستثمارات أي أن مردودية النفقات تتحدد بحجم الإيرادات التي تنتجها، وهذا ما يفرض أن نعطي قيمة للوقت الذي تستغل فيه هذه النفقات ، وهو الحال بالنسبة للمستثمر المحتمل الذي يشتري أسهم المؤسسة موضوع التقويم، حيث أنه بشرائه لهذه الأسهم يسعى إلى الحصول على عائدات المستقبل، ولا بد أن يقوم بحساب قيمة هذه العائدات في الوقت الحاضر، أي أن قيمة أي رأسمال هي القيمة الحالية لمردوديته المستقبلية، وقيمة السهم تتحدد بالقيمة الحالية لعائداته المستقبلية .

إذن فالقيمة الحالية للسهم تتحدد بالعلاقة التالية التي تعرف بـ ارفين – فيشر:

$$V_0 = D_1/(1+t) + D_2/(1+t)^2 + \dots + D_n/(1+t)^n + V_n/(1+t)^n$$

أي

$$V_0 = \sum_{i=1}^n D_i(1+t)^{-i} + V_n(1+t)^{-n}$$

مع:

$V_0$  : تمثل القيمة الحالية للسهم

$D_i$  : تمثل عائد السهم المتحصل عليه في السنة  $i$

$V_n$  : القيمة المتبقية (وهي سعر إعادة بيع السهم)

$t$  : نسبة التحيين

إذا كانت هذه العلاقة من الناحية النظرية تمتاز بالبساطة فإنها من الناحية العملية تبقى جد صعبة التطبيق خاصة إذا ابتعدت عن الصفر أو كانت التوقعات والتقديرات غير واضحة بالنسبة لمستقبل أسهم الشركة، حيث أن هذه العلاقة تحتم علينا المعرفة المسبقة بقيمة عائدات الأسهم التي يتم دفعها من قبل المؤسسة، نسبة التحيين  $t$  وكذا سعر إعادة بيع السهم  $V_n$

إذ أن نماذج التحيين التي نحاول التطرق إليها فيما يلي تنطلق من علاقة فيشر محاولة تجنب هذه الصعوبات والنقائص .

### 2.1.1.2.3. نموذج فوردن – شاييرو-

لقد وضع فوردن و شاييرو هذا النموذج سنة 1956<sup>(1)</sup> إذ يعتبر من أهم النماذج التحينية، وحسب الفرضيات التي يرتكز عليها هذا النموذج يمكن تقسيمه إلى علاقة بسيطة وأخرى معقدة.

#### – العلاقة البسيطة :

كما يدل عليها اسمها تتمثل العلاقة البسيطة لنموذج فوردن – شاييرو امتداد لعلاقة ارفين – فيشر وبفرضيات أكثر تبسيطا تتمثل في:

\* تطور العائدات (عائدات الأسهم) يتكرر بنسبة ثابتة ومع نسبة توزيع PO ثابتة

$$PO ( Pay out) = D_1/ BN_0$$

\* مرحلة الدراسة n تمتد إلى ما لانهاية

حسب الفرضية الأولى يكون لدينا :

$$D_n = D_{n-1}(1-g)$$

وبتعبير الحد الأول يكون لدينا:

$$D_n = D_1 (1+g)^{n-1}$$

وبالرجوع إلى علاقة ارفين – فيشر:

$$V_0 = D_1 (1+t)^{-1} + D_2(1+t)^{-2} + \dots + D_n (1+t)^{-n} + V_n (1+t)^{-n}$$

وبتعويض  $D_n$  بدلالة  $D_1$  يمكن إخراج هذا الأخير كعامل مشترك وتصيح لدينا العلاقة  $V_0$  كما يلي:

$$V_0 = D_1 \left[ \frac{1}{(1+t)} + \frac{(1+g)}{(1+t)} + \dots + (1+g)^{n-1} (1+t)^{-n} \right] + V_n(1+t)^{-n}$$

بضرب طرفي المعادلة في  $(1+g) / (1+t)$  نحصل على المعادلة (2) وبطرح (1) من (2) نحصل على :

$$V_0 = \frac{D_1}{t-g}$$

(1) BESSIERE, V et COISPEAU, O. l'évaluation des entreprises, 3<sup>eme</sup> édition, Seri 1996, P 157

مع:

D<sub>1</sub> : عائدات السهم الذي تدفع عن السنة الجارية

t : نسبة المردودية ذات المخاطر

g : نسبة تطور العائدات إلى ما لانهاية

فقيمة السهم تتحدد بقيمة العائد الذي سوف يتحصل عليه المستثمر في نهاية السنة المالية ويتحدد كذلك بالفرق بين نسبة التحين المتعلقة بالمخاطر ونسبة تطور العائدات (تطور نسبة ثابتة إلى ما لانهاية) فإذا كانت هذه النسبة كبيرة يكون الفرق (t-g) صغيرا وبالتالي قيمة المؤسسة تزداد، والعكس إذا كانت قيمة g ضعيفة يصبح الفرق معتبرا ومن ثم قيمة السهم وبالتالي قيمة المؤسسة تنخفض.

ولكن هذه العلاقة كسابقتها، رغم امتيازها بالبساطة إلا أنها تبقى صعبة التحقيق في الواقع وخاصة فيما يتعلق بتحديد قيمة t و g في المستقبل البعيد، كما أن فرضية النمو الثابت للعائدات وتكرارها الأبدى غير معقولة من الناحية الواقعية وهذا ما تطلب تفكير في تطوير هذا النموذج بوضع فرضيات أخرى وهذا ما يعرف بالعلاقة الجديدة لنموذج فوردن – شابيرو.

### - العلاقة الجديدة لنموذج فوردن – شابيرو Gorden – Shapiro

ولصحتها نفترض أيضا فرضيتين :

- التوقعات حول عائدات الأسهم تمتد من السنة 1 إلى السنة n

- ابتداء من نهاية السنة n (سنة نهاية التوقعات) تتطور العائدات بنسبة ثابتة g مع نسبة توزيع P<sub>0</sub> ثابتة:

ونلاحظ أن الفرضيات الجديدة هي نفسها فرضيات العلاقة البسيطة مع انسحاب في الوقت إلى غاية نهاية الفترة n التي يمكن للخبراء والمحللين الماليين توقع العائدات وتوزيعها .

وفي هذه الحالة ، وحسب العلاقة البسيطة المذكورة أعلاه لدينا :

$$V_0 = D_1 / (t-g) \Rightarrow V_n = D_{n+1} / (t-g)$$

$$D_{n+1} = D_n(1+g) \quad \text{مع}$$

وعليه يكون لدينا:

$$V_n = D_n(1+g) / (t-g)$$

وبتعويض  $V_n$  بقيمتها في عبارة ارفين - فيشر نجد:

$$V_0 = \frac{D1}{1+t} + \frac{D2}{(1+t)^2} \dots + \frac{Dn}{(1+t)^n} + \frac{Dn}{(1+t)^n} + \frac{Dn(1+g)}{(t-g)(1+t)^n}$$

أي:

$$V_0 = \frac{D1}{1+t} + \frac{D2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{Dn}{(1+t)^n} + \left[ \frac{Dn}{(1+t)^n} \right] \left[ \frac{1+t}{t-g} \right]$$

بالرغم من أن هذه العلاقة تتميز بنوع من التعقيد، إلا أنه من الناحية التطبيقية توجد آلات حاسبة مبرمجة خاصة لتسهيل عملية الحساب بإدخال المتغيرات  $n, g, t, Di$ .

ما يميز هذا النموذج كونه يأخذ بعين الاعتبار التدفقات الحقيقية (عائدات الأسهم التي تدفع للمساهمين) وبالتالي إلى تطلعات المستثمرين وذلك بتعيين التدفقات بنسبة المردودية  $t$  حسب درجة المخاطرة للسهم.

وفي المقابل، يبقى نموذج فوردين - شاييرو يواجه نفس العقبات فيما يخص الفرق  $(t-g)$

حيث أنه لو تقرب  $t$  من  $g$  فيكون المقام صغيرا جدا وبالتالي القيمة سترتفع خياليا فماذا لو تعدتها فيصبح النموذج أصلا غير صالح، كما أنه يبقى بعيدا عن معطيات السوق أي أنه يأخذ في مرجعيته سعر السهم في السوق، في حين يعتمد على تحليلات وتوقعات المحللين.

وبصفة عامة فإن نموذج فوردين - شاييرو يتميز بالبساطة من جهة ويبقى صعبا من حيث تحديد عائدات الأسهم مستقبلا من جهة أخرى.

### 2.1.2.3. Holt و Bates نموذجي

#### 1.2.1.2.3. Bates نموذج باتس

يعد نموذج باتس امتداد لنموذج فوردن - شاپيرو إلا أنه يأخذ في الحسبان الأرباح ونسبة توزيعها وليس عائدات الأسهم، كما أنه على طريقة المقارنة بالأسعار الملاحظة في السوق و عدة معالم أخرى.

ويفترض نموذج باتس أن المؤسسة محل التقويم تأخذ خصائص القطاع الذي تنتمي إليه ابتداء من السنة  $n$  التي تنتهي بها إمكانية التنبؤ والتقدير للمحللين خاصة فيما يخص نسبة الأسعار للأرباح للسنة الحالية  $PER_0^{(1)}$  و  $PER_n$  للسنة  $n$  ونسبة توزيع عائدات السهم للسنة الجارية  $PO_0^{(2)}$  و  $PO_n$  للسنة  $n$ .

ويفترض هذا النموذج أيضا أن المحللين الماليين خلال هذه الفترة  $(n-0)$  يمكنهم التنبؤ بنسبة تطور الأرباح  $g$  والنسبة  $t$  المطلوبة في السوق كمرد ودية للسهم، و من خلال كل هذه المعطيات يمكننا التعرف على  $PER_n$  النظري للقطاع في السنة  $n$  وابتداء من هذه السنة يفترض نموذج باتس تنبؤات القطاع هي نفسها تنطبق على المؤسسة أي  $PER_n$  المؤسسة يساوي  $PER_n$  القطاع الذي تنتمي إليه ومن جهة أخرى و انطلاقا من  $PER_0$  للقطاع المسجل حقيقة على مستوى السوق يمكننا استنتاج  $PER_n$  القطاع والذي هو نفسه  $PER_n$  المؤسسة في السنة  $n$ ، هذا الأخير يمكننا من حساب  $PER_0$  الحقيقي الحالي للمؤسسة وبالتالي تحديد سعر السهم مضروبا في عدد الأسهم نحصل على قيمة المؤسسة.

وحسب علاقة أرفين - فيشر فإن القيمة الحالية  $V_0$  تساوي القيمة الحالية لعائدات الأسهم إضافة إلى القيمة النهائية لسعر السهم (سعر إعادة البيع) في السنة  $n$  أي :

$$V_0 = \frac{D_1}{1+t} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

مع العلم أن :

$$D_i = D_0(1+g)^i$$

<sup>(2)</sup>  $PO_0 = \text{Pay Out} = D/\text{BNPA}$ .

Price Earning Ratio  $PER = V/\text{BNPA}$  <sup>(1)</sup>



$$B_i = B_o(1 + g)^i$$

(B : يمثل الأرباح)

وبإخراج  $D_1/1+g$  كعامل مشترك من العلاقة السابقة يصبح لدينا :

$$V_o = \frac{D_1}{1 + t} \left[ \sum_{i=1}^n \frac{(1 + g)^i}{(1 + t)^i} \right] + \frac{V_n}{(1 + t)^n}$$

ولدينا أيضا:

$$D_1 = B_o \cdot PO_o$$

و

$$B_n = B_o (1 + g)^n$$

بتعويض  $D_1$  بقيمته في المعادلة السابقة وضرب  $\frac{V_n}{(1+t)^n}$  بالقيمة  $\frac{B_o(1+g)^n}{B_n}$  نحصل على المعادلة

التالية :

$$V_o = \frac{B_o \cdot PO_o}{1 + g} \left[ \sum_{i=1}^n \frac{(1 + g)^i}{(1 + t)^i} \right] + \frac{V_n}{B_n} \left[ B_o \frac{(1 + g)^n}{(1 + t)^n} \right]$$

ولدينا

$$PER_o = V_o/B_o$$

$$PER_n = V_n/B_n$$

بقسمة الطرفين على  $B_o$  فالمعادلة السابقة تصبح على الشكل التالي :

$$PER_o = \frac{PO_o}{1 + g} \left[ \sum_{i=1}^n \frac{(1 + g)^i}{(1 + t)^i} \right] + PER_n \frac{(1 + g)^n}{(1 + t)^n}$$

أي :

$$PER_n = PER_0 \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} - \frac{PO_0(1+t)(1+t)^n}{(1+g)(1+t)^n} \sum_{i=1}^n \frac{(1+g)^i}{(1+t)^i}$$

وبوضع :

$$\alpha = \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n}$$

و

$$\beta = \frac{1}{10} \frac{(1+t)^n}{(1+g)^{n+1}} \sum_{i=1}^n \frac{(1+g)^i}{(1+t)^i}$$

يصبح لدينا :

$$PER_n = \alpha PER_0 - 10\beta$$

وهي ما تسمى بعقارة Bates باستعمال الرموز التالية :

$$M = m A - (d)B$$

$$B = \beta \quad \text{مع}$$

$$A = \alpha$$

$$(d) = 10PO_0$$

$$M = PER_n$$

$$m = PER_0$$

إن أكبر صعوبة في تطبيق نموذج باتس هي تحديد قيمة  $PER_n$  ، وفي الواقع هذا الأخير يمكن الحصول عليه إما من تحيين تدفقات عائدات الأسهم ابتداء من السنة  $n$  إلى ما لانهاية بنسبة نمو تقديرية ( نموذج فوردن- شاپيرو ) وإما انطلاقاً من متوسط  $PER$  القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة

كما أشرنا إلى ذلك أعلاه. إن استعمال هذا النموذج يسمح بتحديد أحد المتغيرات انطلاقاً من معرفة الخمس متغيرات الأخرى ، مثلاً في حالة دخول المؤسسة إلى البورصة فانطلاقاً من التغيرات والتنبؤات لخمس متغيرات يمكننا تحديد قيمة السعر الحالي للسهم عند الدخول إلى البورصة من قبل المساهمين و آفاق تطور الأرباح وتوزيعها (1)

ومنه يمكن حساب  $PER_0$  للدخول إلى البورصة بالعلاقة التالية:

$$PER_0 = \frac{PER_n + 10\beta \cdot PO_0}{\alpha}$$

ويمكن قراءة قيم  $\alpha$  و  $\beta$  مباشرة من جداول تسمى بجداول باتس Bates وذلك فقط بمعرفة  $t$  ,  $n$  و  $g$  .

ويعتبر نموذج باتس من أهم الطرق المستعملة في الأسواق المالية بمناسبة الدخول إلى البورصة(2) وهذا ما يفسر وجود آلات حاسبة مبرمجة في الأسواق واسعة الاستعمال لحساب  $PER_0$  .

إلا أنه وفي حالة استعمال هذا النموذج بمناسبة الدخول إلى البورصة يفترض وجود استقرار في حالة مؤشرات القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة في السوق، لأن التغيرات الكبيرة في هذه المؤشرات يؤدي إلى عدم دقة النتائج هذا نموذج.

### 2.2.1.2.3. Holt نموذج

يستعمل نموذج هولت لتحديد المدة التي يكون فيها النمو المطرد والاستثنائي لنسبة الأسعار للأرباح  $PER$  الخاص بمؤسسة تتميز بنمو سريع ، وهذا بمقاربة  $PER$  المؤسسة محل التقويم و  $PER_m$  المتوسط للسوق الذي تنتمي إليه ( متوسط  $PER$  مجموعة المؤسسات التي لها نفس الدرجة من المخاطر)

(1) PALON, J. M. les méthodes d'évaluation, p135.

(2) PALON, J. M, OP cit, P 136.

وتعطى علاقة Holt كما يلي :

$$n = \frac{\log \frac{PER}{PERm}}{\log \frac{(1+r)(1+g)}{(1+rm)(1+gm)}}$$

مع :

PER : نسبة الأسعار للأرباح للمؤسسة

PERn : نسبة الأسعار للأرباح للسوق

r : عائد السهم / السعر (المردودية)

g m : نسبة نمو أرباح الأسهم خلال السنوات الأولى

P : سعر البورصة للسهم

وفي الواقع تحسب هذه العلاقة بواسطة جهاز الكمبيوتر أو آلة حاسبة خاصة وإذا كان نموذج هولت يتميز بالبساطة إلا أنه يعاني من فرضيات خاصة فيما يتعلق بثبات نسبة تطور الأرباح الصافية لكل سهم BNPA ومردودية r ثابتة كما أنه في الواقع لا يمكن تصور أن PERm السوق يبقى ثابتا خلال الفترة n فهو يصلح فقط للمؤسسات التي تتميز بـ PER جد عالي مقارنة بـ PERm وهذا لا ينطبق على سوى ذلك من المؤسسات، وحتى PER العالي للمؤسسات سيميل إلى PERm مع مرور الوقت تحت تأثير عامل المنافسة .

### 2.2.3. طرق التدفقات المحيئة

لتغطية بعض النقائص التي تتميز بها الطرق السابقة خاصة فيما يتعلق باعتمادها على عائدات الأسهم الموزعة أو الأرباح المستقبلية لتحديد القيمة المالية للمؤسسة، ظهرت طرق أخرى تعتمد على تحيين التدفقات النقدية التي ستحققها المؤسسة مستقبلا وهذا ما يتناسب أكثر مع انشغالات المساهمين المستثمرين (خاصة أصحاب الأغلبية) في تحديد النجاعة المالية للمؤسسة لأنه حتى الأرباح غير الموزعة على شكل عائدات أسهم تعتبر استثمارا جديدا يعظم عائدات الأسهم المستقبلية .

وسنحاول التطرق في هذا المجال إلى طريقة تحيين التدفقات النقدية المتاحة (DCF) Cash Flow Discounted ، لتتطرق بعدها إلى طريقة القيمة المضافة الاقتصادية للمؤسسة Economic Value Added (EVA) والقيمة المضافة السوقية Market Value Added (MVA) .

### 1.2.2.3. طريقة التدفقات النقدية المحينة DCF :

تعتبر القيمة المالية للمؤسسة حسب هذه الطريقة القيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية التي ستحققها المؤسسة نتيجة لاستغلال مواردها أي :

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{V_n}{(1 + CMPC)^n}$$

مع :

FCFi : التدفقات النقدية للسنة i

CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

Vn : القيمة النهائية المتوقعة في السنة n

### 1.1.2.2.3. تحديد التدفقات النقدية المتاحة

يقصد بالتدفقات النقدية المتاحة الفائض من تدفقات الخزينة المحققة من طرف المؤسسة بنتيجة استغلالها لمواردها بعد تمويل الاستثمارات الضرورية لصيانة أو تطوير وسائل الإنتاج ويمكن حساب التدفقات النقدية المتاحة بطريقتين :

الطريقة الأولى : تحسب التدفقات النقدية المتاحة انطلاقاً من نتيجة التدفقات المتاحة

$$FCF = \text{أرباح الإستغلال قبل المصاريف المالية للدورة}$$

- الضرائب النظرية (على أرباح الإستغلال) (t.RE)

+ مخصصات الإهلاك والمؤونة DAP

- تغيير احتياجات رأس المال  $\Delta BFR$

- استثمارات الإستغلال للدورة I

أي :

$$FCF = RE + DAP - (t.RE) - \Delta BF - I$$

حيث أن التدفقات النقدية المتاحة لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات ذات المنشأ المالي مثل مصاريف الفوائد أو توزيع عائدات الأسهم، فهي تترجم التدفقات الناتجة عن نشاط المؤسسة لصالح أصحاب رأس المال والمقرضين<sup>(1)</sup>

وبناء على هذا، فنسبة التخصيم التي تعتمد عليها طريقة DCF لا بد أن تأخذ نسبة كل من رأس المال والقروض في تحقيق نتيجة الاستغلال وهذا ما يعرف بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال الذي نتطرق إليه في الفترة الموالية.

### الطريقة الثانية :

إن الكثير من المحللين الماليين يعتمدون على مفهوم الفائض الخام للاستغلال EBE في تحديد التدفقات المالية المتاحة وذلك بتقريب قيمة أرباح الاستغلال قبل الضريبة والمصاريف المالية مضافا إليها الأعباء غير المنفقة والتي عادة ما تكون مؤونات الإهلاك والخسائر DAP

أي

$$EBE \approx RE + DAP$$

ومنه يصبح:

$$CF \approx EBE - (t.RE) - \Delta BFR - I$$

ومع المصطلحات المستعملة الآن حسب المقاييس IAS/IFRS يمكننا إعطاء عبارة التدفقات النقدية المتاحة كما يلي :

$$FCF = EBIT + DAP - (t.EBIT) - \Delta BFR - I$$

Earning Before Interest and Tax : EBIT

أي نتائج قبل المصاريف المالية والضرائب

$$NOPAT = EBIT - (t.EBIT)$$

<sup>(1)</sup> TCEMENEI, E. OP cit, p48.

حيث أن: Net Operating Profit After Taxes : NOPAT وتعني نتائج صافية بعد الضريبة.

يمكننا كتابة المعادلة السابقة كما يلي :

$$FCF = NOPAT + DAP - \Delta BFR - I$$

وبما أن:  $EBIT + DAP \approx EBITDA$

مع :

Earning Before Interests, Taxe, Depreciation and Amortisation : EBITDA

وتعني نتائج قبل مصاريف المالية ، الضريبة و المؤونات والإهلاك

فالعبرة السابقة يمكن كتابتها كما يلي :

$$FCF \approx EBITDA - (T.EBIT) - \Delta BFR - I$$

### 2.1.2.2.3. تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

تمثل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال متوسط كلفة الفرصة التي يتحملها المستثمرون عند اختيارهم الاستثمار في أوراق المؤسسة محل التقويم بدل توظيفها أو استثمارها في مشروع آخر، وترتبط هذه الكلفة أيضا بكلفة الديون الطويلة و المتوسطة الأجل التي هي على عاتق المؤسسة، إذ أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لها ارتباط بالهيكل المالي للمؤسسة .

وكما تطرقنا إلى ذلك أعلاه يجب أن تأخذ كل من الديون والأموال الخاصة في تركيبة رأس المال عند حساب التكلفة التي تعطى بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

$$CMPC = \frac{CF_P(CB) + cd(D)}{CB + D}$$

مع : CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

<sup>(1)</sup> BOSSIERE, V. p144.

CB : تمثل رسملة البورصة

Cd : التكلفة المتوسطة للديون

D : الديون

CFp : تكلفة الأموال الخاصة وتساوي  $CFp = Rm + \beta r$

Rm : المرودية المطلوبة من قبل المستثمرين لاستثمار بدون مخاطر

r : علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون

$\beta$  : تمثل  $\beta$  المؤسسة محل التقويم أو  $\beta$  عينة المؤسسات التي تتميز بنفس خصائص المؤسسة محل التقويم وقابلة للمقارنة معها.

### 3.1.2.2.3. تحديد القيمة المالية النهائية $V_n$

إن القيمة الإجمالية للمؤسسة تساوي القيم الحالية للتدفقات النقدية المتاحة خلال فترة تنبؤات الخبراء من 1 إلى n سنة مضافا إليها قيمة نهائية للتدفقات، هذه الأخيرة يمكن حسابها بعدة طرق نذكر منها :

#### الطريقة الأولى :

بعض الخبراء يستعملون مباشرة تحيين نتائج الاستغلال قبل المصاريف المالية بنسبة تساوي إلى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال CMPC أي قيمة المؤسسة تعطى بـ<sup>(1)</sup>:

$$V_{ter} = \frac{NOPAT}{CMPC}$$

و

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+CMPC)^i} + \frac{\frac{NOPAT}{CPMC}}{(1+CMPC)^n}$$

أي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{NOPAT}{CMPC(1 + CMPC)^n}$$

<sup>(1)</sup> TCHEMENI, E. OP cit, p50.



وبهذا تكون الطريقة سهلة لكنها لا تعتمد على مرجعية نظرية في التقدير.

### الطريقة الثانية :

تستعمل هذه الطريقة مفهوم النمو السرمدي للتدفقات النقدية المتاحة بنسبة ثابتة  $g$  وعليه تكون القيمة النهائية

$$V_{ter} = \frac{FCF_n}{CMPC - g}$$

مع فرض أن :  $CMPC > g$

وبالتالي فالقيمة الاقتصادية للمؤسسة تساوي إلى:

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{\frac{FCF_n}{CMPC - g}}{(1 + CMPC)^n}$$

أي:

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{FCF_n}{(CMPC - g)(1 + CMPC)^n}$$

لكن هذه القيمة الاقتصادية الكلية للمؤسسة، في حين القيمة التي ترجع للمساهمين تساوي إلى القيمة الاقتصادية الكلية منقوصا منها قيمة الديون خلال نفس الفترة  $n$ ، وتعطى القيمة النهائية للمؤسسة كما يلي:

$$V_o = V_E - V_D$$

$V_E$  : القيمة الاقتصادية للمؤسسة

$V_D$  : قيمة الديون

$V_o$  : القيمة التي تعود للمساهمين

إن طريقة تحيّن التدفقات تعتبر سهلة وعملية بحسابات بسيطة نتحصّل على قيمة المؤسسة التي تأخذ بعين الاعتبار النجاعة المالية المستقبلية للمؤسسة . وبالرغم من ذلك فإنها لا تنجو من انتقادات عديدة لعل أبرزها تتمثل في كونها تعتمد على توقعات وتخمينات الخبراء التي قد لا تتطابق مع مستقبل المؤسسة خاصة فيما يخص تحديد القيمة النهائية للتدفقات في السنة التي تنتهي عندها إمكانية التوقعات وبالتالي فهي تعتمد على افتراضات على ما ستحققه المؤسسة دون الأخذ بعين الاعتبار مرجعية السوق، وأمام هذه الانتقادات أصبح المحللون الماليون يعتمدون طريقة أخرى أكثر عملية بإدماجهم بعض المؤشرات المستنتجة من السوق خاصة سعر الأسهم إن كانت المؤسسة مسعرة أو أسعار أسهم شركات قابلة للمقارنة معها.

### الطريقة الثالثة :

تعتمد هذه الطريقة في تحديد القيمة النهائية على الأسعار المتداولة في السوق وبتعبير أدق إن القيمة النهائية للتدفقات النقدية في السنة  $n$  لا تحسب وفق مبدأ نسبة التطور السرمدي لهذه التدفقات وإنما مرجعية إلى أسعار السوق التي يمكن توقعها من خلال PER النظري للقطاع في تلك السنة.

أي أن :

$$V_n = PER_n \times B_n$$

مع:

$B_n$  : الأرباح المتوقعة في السنة  $n$ .

وباستبدال  $V_n = \frac{FCF_n}{1+CMPC}$  بقيمتها الجديدة في المعادلة السابقة فتصبح كما يلي :

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{PER_n B_n}{(1 + CMPC)^n}$$

وبهذا أصبحت طريقة تحيّن التدفقات النقدية تأخذ بعين الاعتبار إضافة إلى الوضعية المالية والاقتصادية للمؤسسة سعر السوق، فأصبحت تجمع بين القيمة الذاتية والتبادلية، وهذا ما يسمح لها بأن تصبح من بين أهم الطرق المعتمدة في التقويم المالي للمؤسسات بمختلف أحجامها والقطاعات التي تنتمي

إليها ، من الناحية العملية وحتى من الناحية النظرية تعتبر فرضياتها مقبولة وواقعية وسهلة التبرير والبرهان.

ولكن بالرغم من هذا فهي لا تسلم من النقد الموجه إلى كل الطرق التي تعتمد على التحين فيما يخص تحديد التدفقات، تحديد نسبة التحين وخاصة القيمة النهائية.

### 2.2.2.3. طريقة الأرباح الاقتصادية

إضافة إلى مقارنة التدفقات النقدية التي تطرقنا إليها أعلاه تعتبر طريقة الأرباح الاقتصادية من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها لقياس مدى نجاعة إدارة أعمال المؤسسة، هناك مؤشرين عند الربح الاقتصادي في المؤسسة هما القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA

#### 1.2.2.2.3 القيمة الاقتصادية المضافة

يقصد بالقيمة الاقتصادية المضافة تلك القيمة المنشأة من قبل المؤسسة والتي تعود إلى المساهمين إضافة إلى المكافأة العادية لرأسالمهم المستثمر، أي أنها تكون مقابل المخاطر الإضافية التي تحملوها للاستثمار في الأوراق المالية للمؤسسة محل التقويم، وبهذا فالقيمة الاقتصادية المضافة تأخذ شكل ربح الفودويل الذي تطرقنا إليه سابقا، إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة ليست قيمة مالية للمؤسسة وبعبارة أخرى ، القيمة المالية للمؤسسة التي تأخذ القيمة السوقية كما سنرى في الفقرة القادمة تساوي إلى القيمة الحالية مجموع القيم الاقتصادية المضافة مستقبلا .

ولهذا اقترحت القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للدلالة على مدى نجاعة المؤسسة وتسمح بقياس مكافأة رأس المال المستثمر ، وهي ترتبط بمفهوم الربح الاقتصادي الذي عرفه الفراد مارشال Alfred Marshall على أنه الربح المتاح للمساهمين بعد خصم مكافأة رأس المال المستثمر.<sup>(1)</sup>

وبهذا يمكن أن تعطى عبارة حساب القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي:

القيمة الاقتصادية المضافة = رأس المال المستثمر (مردودية رأس المال – تكلفة رأس المال)

$$EVA = CI ( Rci - Cci)$$

<sup>(1)</sup> ALBOUY, M. Décisions financière et création de la valeur, édition économique 2000, p367.

مع:

CI : رأس المال المستثمر

Rci : مردودية رأس المال المستثمر

Cci : تكلفة رأس المال المستثمر

حسب Joel Stern و Beunt Stewart اللذان جاءا بمصطلح القيمة الاقتصادية المضافة سنة 1991، تعتبر القيمة الاقتصادية أكثر دقة وعملية مقارنة بالأدوات التقليدية المستعملة في قياس نتائج نشاط معين، إذ أنها تبيّن بوضوح للمسير على أن استثمار أو توسع خارجي لا يمكن الشروع فيها إلا إذا كان يحقق مردودية أكبر من تكلفة الموارد المرصودة أي تكلفة رأس المال (1).

وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الموجبة عن زيادة ثروة المساهمين إضافة إلى مكافأة المخاطر التي يتحملونها لقاء استثمارهم (2)، وبقدر ما تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الموجبة عن خلق القيمة من قبل المسيرين لفائدة المساهمين فإن EVA السالبة تعبر على أن المسيرين يقومون بتحطيم رأس مال المؤسسة أو أنهم لم يحسنوا استغلال فرص التوظيف ، ويبين الجدول التالي كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة:

(1) TCHERNI, E. Op cit p53.

(2) RICHARD, J . SIMONS, B. et associés, Secafi Alfa et associés, Analyse financière er gestion de groupe, economica 2000, P 115.

الجدول رقم 05: مكونات القيمة الاقتصادية المضافة [17]

N+3	N+2	N+1	N	
$Y_4$	$Y_3$	$Y_2$	$Y_1$	Ebit
$I_m$	$I_m$	$I_m$	$I_m$	$I_m$
				NOPAT <sub>t</sub>
				AIN
				BFR
$AINBFR_4$	$AIN_3+BFR_3$	$AIN_2+BFR_2$	$AIN_1+BFR_1$	$CI_t$
				$Re_t = \frac{NOPAT}{CI}$
				$Rp_t = CMPC$
$EVA_4$	$EVA_3$	$EVA_2$	$EVA_1$	$EVA = (Ret - Rpe)CI_t$

حيث:

$$EVA_t = \left( \frac{y_t(1 - I_m)}{AIN_{t-1} + BFR_{t-1}} - CMPC \right) (AIN_{t-1} + BFR_{t-1})$$

وبما أن  $ROIC = \frac{NOPAT}{CI}$  فالعبارة السابقة يمكن كتابتها على الشكل التالي<sup>(1)</sup>:

$$EVA = (ROIC - CMPC) \cdot IC$$

مع: ROIC نسبة المردودية المرجوة من الاستثمارات الصافية الجديدة

<sup>(1)</sup> TCHEMNI, E. Op cit, p55.

كما يمكن حساب EVA من خلال الفرق بين NOPAT و  $RCI_t$  كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم 06: حساب القيمة الاقتصادية المضافة [17]

.....	N+3	N+2	N+1	N	
.....	$Y_4(1-lm)$	$Y_3(1-lm)$	$Y_2(1-lm)$	$Y_1(1-lm)$	NOPAT
.....	$AIN_2+BFR_2$	$AIN_1+BFR_1$	$AIN_0+BFR_0$	$AIN_{-1}+BFR_{-1}$	$CI_t$
.....	$CMPC(AIN_0 + BFR_0)$	$CMPC(AIN_0 + BFR_0)$	$CMPC(AIN_0 + BFR_0)$	$CMPC(AIN_0 + BFR_0)$	$RCI_t = Rpt.CI_t$
.....	$EVA_4$	$EVA_3$	$EVA_2$	$EVA_1$	$EVA_t = NOPAT + RCI$

$$EVA_i = Y_1 (1-lm) - (AIN_{i-1} + BFR_{i-1}) .CMPC$$

أي :

$$EVA = NOPAT - CMPC.IC$$

ويمكن الحصول على هذه العبارة انطلاقاً من العبارة المستنتجة من الجدول (1) كما يلي:

$$EVA=(ROIC-CMPC)CI$$

$$=ROIC.CI-CMPC.CI$$

$$= \frac{NOPAT}{CI}CI -CMPC.CI$$

$$EVA=NOPAT- CMPC.CI$$

عند حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA يجب أن نأخذ بعين الاعتبار عند معالجة بعض الأصول مايلي<sup>(1)</sup>:

- 1- المصاريف المتعلقة بالأبحاث والتنمية التي تتحملها المؤسسة خلال خمسة إلى عشر سنوات الأخيرة يجب أن يتم تحينها وإضافتها إلى الأصول الثابتة إذا تعلق بتطوير النشاط خلال مدة تفوق السنة.
- 2- إذا حققت المؤسسة خسائر استثنائية في السنوات الأخيرة السابقة يجب أن تضاف هذه الخسائر إلى الأصول الاقتصادية .
- 3- فائض القيمة على مستوى الميزانية يجب أن يسجل بالقيمة الإجمالية ومن ثم فهي تتضمن الاهتلاكات المتراكمة وفوائد القيمة السالبة المتعلقة بالأصول فقط.
- 4- عند تحديد النتيجة يجب أن يتم معالجتها بعد ربطها بالأصول الاقتصادية المحققة سابقا.

هذا فيما يخص تقدير قيمة EVA في حين أن القيمة المالية للمؤسسة المرجحة لرأس المال CMPC أي :

$$V_E = CPNE_0 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}$$

أي أن قيمة المؤسسة تساوي قيمة رأس المال المستثمر (أموال خاصة + ديون) مضافا إليها القيم المضافة المحينة، لكن ما يعود إلى المساهم ليس كل القيمة الاقتصادية بل يجب أن تحذف تكلفة الديون التي عادة ما تحسب بالتكلفة المتوسطة المرجحة للديون المحاسبة وتكون قيمة المؤسسة:

$$V_0 = V_E - V_D$$

(1) VERNIMERN, P. Finance d'entreprise, 3<sup>ème</sup> édition, Dalloz 1998 p476.

### 2.2.2.2.3. القيمة السوقية المضافة

يقصد بالقيمة السوقية المضافة تلك القيمة الملاحظة على مستوى السوق المالي بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة بعد خصم الأصول الاقتصادية المستعملة أي أن المستثمرين يحصلون على عائدات من السوق المالي خلال فترة معينة أكبر من القيمة المحققة نتيجة الاستثمار في الأصول الاقتصادية (النشاط الاقتصادي للمؤسسة) أي أن :

القيمة السوقية المضافة = الرسملة البورصية + القروض - القيمة المحاسبية للأصول الاقتصادية

وفي معظم الحالات وفي غياب المعلومات الكافية نفترض أن القروض تأخذ بقيمتها المحاسبية ومنه فالقيمة السوقية المضافة تصبح كما يلي (1) :

القيمة السوقية المضافة = الرسملة البورصية + القيمة الحاسبية للقروض - (الأموال الخاصة + القيمة المحاسبية للقروض) ، أي :

القيمة السوقية المضافة = الرسملة البورصية - الأموال الخاصة

ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة باعتبار القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المستقبلية أي بفرض أن السوق يتميز بالفاعلية والكفاءة تفسر القيمة السوقية المضافة السالبة على أن السوق المالي يتوقع أن مردودية المؤسسة تكون أقل من تكلفة رأسمالها، في حين إذا كانت القيمة السوقية المضافة موجبة فالسوق يتوقع العكس أي أن المردودية في المؤسسة أكبر من تكلفة رأس المال وهذا ما يزيد في القيمة المالية للمؤسسة من خلال زيادة الطلب على أسهمها على الأقل خلال مرحلة التفوق التنافسي.

إن القيمة السوقية المضافة تسمح بمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة من الناحية الاقتصادية وليس فقط من خلال النتائج المحاسبية المتحصل عليها حيث أن هذه الأخيرة يمكن للمسيرين التلاعب في تحديدها من جهة ومن جهة أخرى قد تحقق المؤسسة نتائج سلبية وبالرغم من ذلك فصحتها المالية تبقى جيدة وهذا حال مؤسسات الاقتصاد الجديد ( Start up ) التي تعتمد على تكنولوجيا سريعة التطور خاصة في مرحلة الانطلاق، فقد تحقق نتائج سلبية حالها حال مؤسسة اقتصادية أخرى على أبواب الإفلاس، لكن MVA للمؤسسة الأولى تكون ايجابية على خلاف المؤسسة الثانية التي تكون قيمتها السوقية المضافة سالبة.

(1) VERNIMERN, P. Finance d'entreprise, 3<sup>ème</sup> édition, Dalloz 1998 p478.



### 3.3. المقاربة المقارناتية

بالرغم من المزايا التي تتمتع بها بعض الطرق التي تطرقنا إليها في المبحث السابق إلا أنها صارت عاجزة عن التقويم المالي لبعض المؤسسات خاصة تلك التي لا تملك ماضي يمكننا من دراسة تطورها، فالمؤسسات حديثة النشأة قد تكون قيمتها جد عالية بالرغم من أنها لا تضرب جذورها في الماضي وهذا لا يمنعها أبداً أن تحقق نتائج باهرة، وأمام تعذر تطبيق المقاربات السابقة يمكن استعمال المقاربة المقارناتية لتحديد قيمة نسبية للمؤسسة في السوق والقطاع اللذان تنشط فيهما وبالمقارنة مع مرجعيات ومؤشرات محددة.

فإذا كانت المقاربة المقارناتية تهدف إلى إظهار قيمة المؤسسة بين مثيلاتها، حيث أن قرار الاستثمار الذي سيتخذه المساهمون المحتملون في المؤسسة الداخلة إلى البورصة ينتج عن المقاربة بين عدة مشاريع استثمارية . فبالرغم، في بعض الأحيان ، من القيمة الإيجابية للمؤسسة إلا أن المستثمرين يتوجهون إلى مؤسسات أخرى أكثر مردودية منها، وهذا ما يؤدي بالقيمة المالية لهذه المؤسسة إلى الانخفاض تحت عامل المنافسة الاستثمارية (درجة الجاذبية لرؤوس الأموال والمساهمين) وباعتبار أن السوق المالي يلعب دور المنظم فهو ذاته يعتبر مقوم للمؤسسات التي تنشط فيه.

بالإضافة إلى ذلك، تعتبر المقاربة المقارناتية واسعة الاستعمال بين معظم المتدخلين في الأسواق المالية نظراً لسهولة الأدوات التي تعتمد عليها لتحديد قيمة المؤسسة من جهة وبحثاً عن القيمة السوقية للمؤسسة من جهة أخرى.

ويمكن الاعتماد في البحث عن المركز المقارناتي للمؤسسة، على عدة مصادر مرجعية قد تكون المعاملات التي حدثت أخيراً في السوق (مقارنة نسب المؤسسة مع نسب مجموعة من المؤسسات التي لها نفس الخصائص، كما قد تكون مؤشر مرجعي أو خصائص قطاعية (أي مقارنة المؤسسة تكون بالنسبة للمؤسسة التي تنشط في نفس القطاع الاقتصادي بالرغم من أنها ليست في نفس السوق).

ورغم تنوع المصادر المرجعية للمقاربة المقارناتية إلا أنها تعتمد على نفس الأدوات والتقنيات، لذا سنحاول التطرق في المطلب الأول إلى هذه الأدوات والتقنيات قبل أن نتطرق في المطلب الثاني إلى أهم أصناف المقاربات المستعملة في التقويم المالي للمؤسسات الداخلة إلى البورصة.

### 1.3.3. أدوات المقاربة المقارناتية

إن محترفي الأسواق المالية يعتمدون، من أجل التقويم المالي للمؤسسات، على عدة مؤشرات ونسب مالية.

#### 1.1.3.3. أهم مضاعفات المقارنة: سنتناول في هذا المجال أربعة مضاعفات:

##### 1.1.1.3.3. نسبة سعر الأرباح (PER) Price Earning Racio

يعتبر المضاعف البورصي PER أهم مضاعف معروف والأكثر استعمالاً في الأسواق المالية حيث يمثل عدد السنوات من الأرباح الذي يمكن به المساهم من شراء السهم، أي مدة استرجاع قيمة السهم، وتعطى عبارة المضاعف البورصي PER بالعلاقة بين سعر السهم إلى الأرباح الصافية لهذا السهم أي :

$$PER = \frac{V_0}{BNPA}$$

مع :  $V_0$  : قيمة السهم

BNPA : الأرباح الصافية للسهم الواحد

ويمكن أن يحسب انطلاقاً من الرسملة البورصية بالنسبة لجميع الأسهم المسعرة في البورصة بالعلاقة التالية :

$$PER = \frac{CB}{RN} = \frac{V}{RN}$$

$$\Rightarrow V = PER \cdot RN$$

مع :

CB : الرسملة البورصية = عدد الأسهم x السعر البورصي

V : قيمة المؤسسة

RN : النتيجة الصافية

ومن الناحية العملية، لا تؤخذ الأرباح الصافية للسنة الماضية ولكن يتم تقدير الأرباح للسنة الجارية، وبهذا يكون المضاعف البورصي PER معتمدا على مرجعية واقعية تتمثل في الأسعار المسجلة في السوق وكذا الأرباح المحققة أو التي ستحققها المؤسسة خلال السنة الجارية، وكلما اقتربنا من نهاية الدورة يصبح PER المستعمل معبرا عن السنة القادمة<sup>(1)</sup> باعتبار أن السعر البورصي يساوي إلى تحيين مجموع الأرباح لكل سهم في المستقبل أي :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} BPA_i (1 + k)^{-i}$$

وليكن g نسبة تزايد الأرباح من سنة إلى أخرى فلما n تؤول إلى ما لانهاية يصبح :

$$PER = \frac{P_0}{BPA_0} = \frac{1 + g}{k - g}$$

$$\Rightarrow K = g + \frac{1 + g}{PER}$$

وفي حالة الأرباح تبقى ثابتة أي : g = 0 فإن 1/K = PER

أي أن PER يصبح مقلوب نسبة التحيين وهذا هو الأساس النظري لمفهوم المضاعف البورصي PER<sup>(2)</sup> في حين أن علاقة تطور المضاعف البورصي PER عبر الزمن فيعطى بالعلاقة التالية :

$$PER_n = \frac{PER_{n-1}}{1 + g_n}$$

وهي علاقة المضاعف بتطور الأرباح

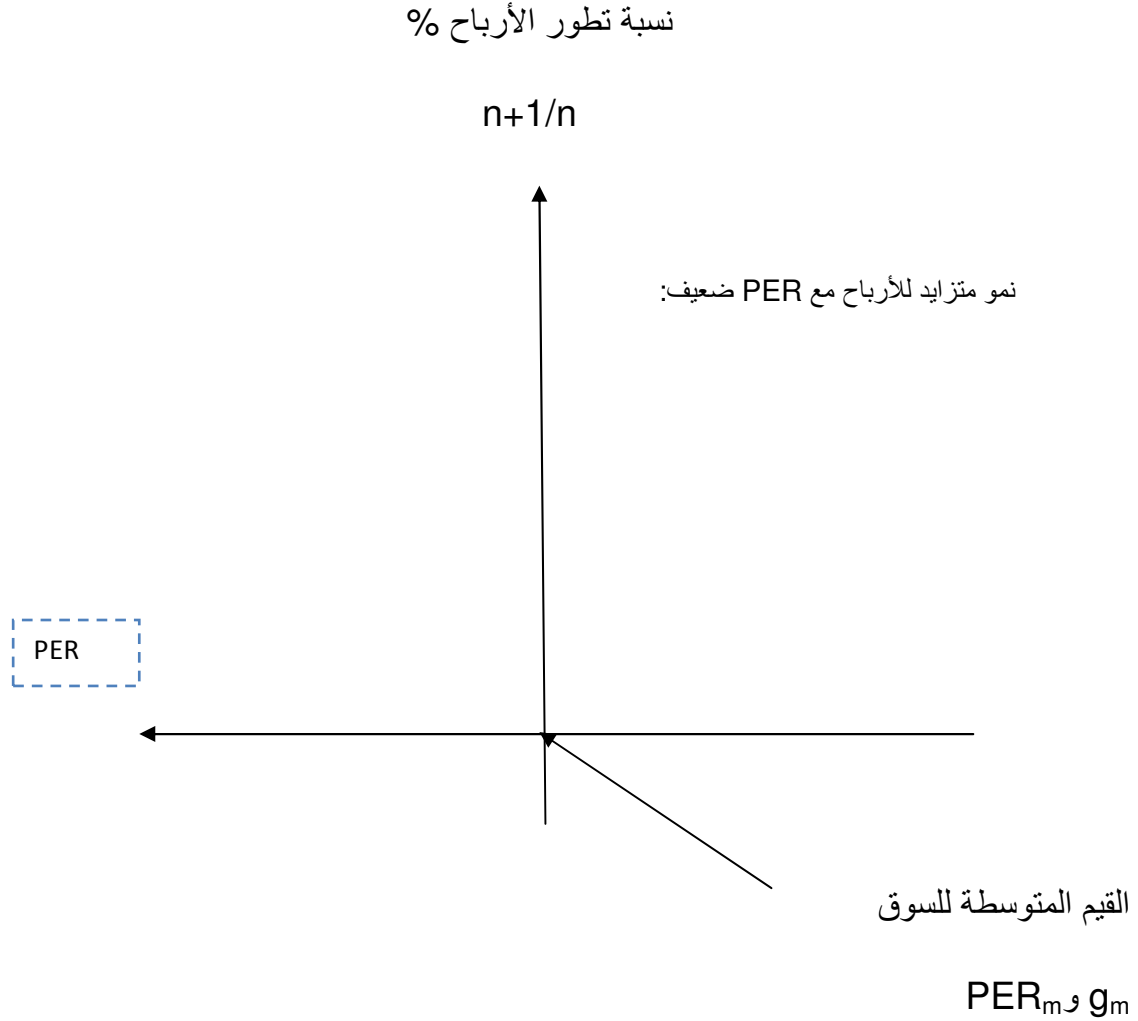
وإذا كان المضاعف البورصي PER مرتفعا يعني هذا أن المؤسسة جذابة وهناك طلب متزايد على أسهمها في السوق وذلك لكون قيمتها الاقتصادية مرتفعة مقارنة بمثيلاتها إلا أن هذا الطرح ليس دائما صحيح إذ يمكن أن يرجع ارتفاع المضاعف البورصي PER إلى انخفاض في الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وهذا الانخفاض في الأرباح لا يعني دائما القيمة المتدنية للمؤسسة وبصفة عامة لا بد أن

(1) BESSIERE, V. COISPEAU, O. OP cit, p171.

(2) DELACHAPPELLE, P. l'évaluation des entreprises 2<sup>ème</sup> édition, economica, Paris2004 p113.

يفسر المضاعف البورصي بشكل نسبي مقارنة مع جميع محدداته من جهة ومقارنة مع خصائص المؤسسات الأخرى أو السوق من جهة أخرى.

والشكل الموالي يعطي صورة موجزة عن العلاقة بين تطور الأرباح والمضاعف البورصي وقيمة الأسهم في كل حالة (1).



الشكل رقم 12 : تحليل السوق حسب PER ونسبة تطور الأرباح [24]

وفي المقارنة يمكن الاعتماد على ما يسمى بالمضاعف البورصي النسبي  $PER_{relatif}$  والذي يساوي إلى العلاقة النسبية بين المضاعف البورصي محل الدراسة إلى مضاعف بورصي لسوق مالي آخر. أو المضاعف البورصي المتوسط لقطاع معين إلى المضاعف البورصي للسوق أو بالنسبة للمنافسة فيعطى المضاعف البورصي  $PER$  النسبي بالعلاقة النسبية لـ  $PER$  السهم إلى المضاعف البورصي للقطاع.

(1) BATSH, L. finance et stratégie, Economica, Paris 1999 p347.

وبقدر ما هو مؤشر من مؤشرات المقارنة بين المؤسسات، الأسواق، والقطاعات فإنه يعتبر وسيلة لتحديد القيمة المالية للمؤسسة كما سيتم التطرق إلى ذلك لاحقاً.

وبالإضافة إلى ذلك يعتبر المضاعف البورصي وسيلة لتحديد المخاطر التي تميز المؤسسة حيث تعطى العلاقة بينهما كما يلي<sup>(1)</sup>:

$$PER = \frac{1}{T} (1 + g)^n \frac{1}{R}$$

حيث يمثل : T : نسبة المردودية بدون مخاطر.

R : معامل المخاطر المتعلقة بالمؤسسة

فكلما زادت المخاطر نقصت قيمة المؤسسة وبالتالي يزداد المضاعف البورصي PER والعكس صحيح.

### 2.1.1.3.3. نسبة سعر المبيعات : PSR Price Sales Ration

يتمثل هذا المضاعف في العلاقة بين الرسملة البورصية ورقم الأعمال المحقق من طرف المؤسسة وهذا لمعرفة ماتمثلة الأموال الخاصة إلى المبيعات ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الرسملة البورصية}}{\text{رقم الأعمال}} = PSR$$

وتستعمل هذه النسبة مكملة إلى المضاعف البورصي PER الذي تطرقنا إليه سابقاً عندما تكون المبيعات لها أكثر مصداقية من الأرباح لأن هذه الأخيرة يمكن تغييرها وتحسينها من قبل المسيرين

وهذا حسب الخيارات المنتهجة، وهناك استخدام واسع لـ PSR إضافة إلى PER.

لكن هذه النسبة لم تسلم أيضاً من الانتقادات خاصة كون مؤسستين تحققان نفس المبيعات إلا أن مردوديتهما تختلف وذلك حسب التكلفة لرأس مال ومالها من علاقة بالبنية المالية للمؤسسة حيث أن المؤسسة التي تلجأ إلى الديون أكثر تكون مردوديتها أقل نظراً لتكلفة الديون، ولهذا يرجع المحللون

<sup>(1)</sup> BESSIERE, V. COISPEAU, O. p178.

الماليون في حساب نسبة سعر المبيعات إلى إضافة الديون في البسط إلى الرسمة البورصية وتصيح العلاقة كالتالي<sup>(1)</sup>:

$$\frac{\text{الرسمة البورصية} + \text{الديون الصافية}}{\text{رقم الأعمال}} = PSR$$

وتكون الديون الصافية تساوي إلى الديون المالية منقوصا منها الخزينة ويصبح هذا المضاعف يأخذ بعين الاعتبار الاستدانة باعتبار أن رقم الأعمال المحقق كان نتيجة لاستخدام الديون إلى جانب الأموال الخاصة ومن الناحية الرياضية عندما يرتفع مقدار الديون فإن قيمة المؤسسة تنخفض باعتبار أن هذا الارتفاع يعتبر من المخاطر ولهذه الديون أولوية في التسديد بالنسبة للأسهم.

ويستعمل المحللون الماليون هذا المضاعف بصفة آلية كمؤشر تقريبي للقيمة عندما تتضاعف المعاملات على المؤسسات في اقتصاد معين حيث تعطي قيمة المؤسسة الاقتصادية (الأموال الخاصة + الديون) حسب القطاع الذي تنتمي إليه فمثلا تكون قيمة المؤسسة مساوية إلى مرة واحدة من مبيعاتها في القطاع الزراعي في حين تساوي ضعف قيمة مبيعاتها أو أكثر في مجال التكنولوجيات الحديثة.

كما أن هذا المضاعف يستعمل بصفة تلقائية من قبل المحللين إذ يعتبر استعمال المضاعف البورصي وذلك في حالة المؤسسات التي لا تحقق أرباحا أو تلك التي تحقق خسائر استثنائية فهذا لا يعني أن قيمتها معدومة، بل في بعض الأحيان تكون قيمتها المالية أكبر من تلك التي تحقق أرباحا، ولهذا فلا بد أن يستعمل أي مضاعف كتكملة لمؤشرات أخرى تكون في مجملها معبرة عن القيمة المالية للمؤسسة.

### 3.1.1.3.3. مضاعف سعر الأصول الصافية PBR :

مضاعف سعر الأصول الصافية PBR يقصد به نسبة السعر البورصي (سعر السوق) إلى قيمة الأصول الصافية لكل سهم من أسهم المؤسسة أي القيمة المحاسبية المصححة للأموال الخاصة مقسومة على عدد الأسهم وتعطى العبارة الرياضية بالعلاقة التالية :

<sup>(1)</sup> LANTZ , J . valorisation des entreprises, p17.

$$PER = \frac{P}{ANPA} = \frac{CB}{AN}$$

P : السعر البورصي

$$\frac{AN}{\text{عدد الأسهم}} = \text{ANPA : الأصول الصافية لكل سهم}$$

CB : الرسملة البورصية = السعر البورصي x عدد الأسهم

AN : الأصول الصافية

- إذا كان PBR أقل من 1 يعني أن سعر الأسهم مقوم بقيمة أقل من قيمته من طرف السوق ويمكننا القول أن السوق يسعر بأقل من قيمتها وهذا يعني أن هناك إشارة شراء مقدمة من طرف السوق للمستثمرين ويعني أن هذا السعر سوف يرتفع.

- إذا كان PBR أكبر من 1 يعني أن السوق يسعر الأسهم بأكبر من قيمتها المحاسبية وقد تكون هذه إشارة إلى تدني السعر في المستقبل وتصبح إشارة بيع لكن هذا من الناحية النظرية وكموشر فقط في حين أن المستثمرين لا بد أن يدرسوا في كل الاحتمالات متغيرات أخرى وخصوصية المؤسسة، فهذا المؤشر ولا غيره يعتبر جامعا مانعا بل تدرس عدة معطيات وعند توافقها يؤخذ القرار الاستثماري من عدمه.

وما يعاب على هذا المضاعف أنه يجمع بين مجموعين مختلفين، فالأصول الصافية أو الأموال الخاصة المصححة تعتبر معطيات محاسبية تاريخية في حين أن السعر البورصي هو تعبير عن التدفقات المستقبلية التي ستحققها المؤسسة وبالتالي يفترض أن لا يوجد علاقة آلية بين الأموال الخاصة والسعر البورصي، إلا أنه تبقى هناك علاقة اقتصادية باعتبار أن الأموال الخاصة المصححة تعبر عن أصول وخصوم المؤسسة حتى أنه في بعض المجالات هذا المضاعف يعتبر مهما في تحديد القيمة المالية للمؤسسة مقارناتيا وذلك إذا توفرت المعلومات بصفة واسعة عن الأسعار حتى خارج البورصة مثل القطاع العقاري فالسعر البورصي ما هو إلا سعر الأموال الخاصة أي أن المسير على غرار المستثمر المحتمل يحاول أن يعرف من خلال هذا المضاعف القيمة السوقية لأمواله الخاصة.

وبصفة عامة، يعتبر هذا المضاعف أكثر ملاءمة في القطاعات التي تكون فيها العقارات المستعملة أهم مكون للصفحة<sup>(1)</sup>.

(1) DELACHAPELLE, P. OP cit, p114.

وتوجد نظرة أخرى تطرق إليها Tobin حيث قام هذا الأخير بدراسة تأثير البورصة على الاستثمارات الصناعية وهناك نسبة Q تعرف بـ Q de Tobin تساوي إلى نسبة الرسملة البورصية للمؤسسة إلى الأصول الصافية المقومة بالقيمة الإحلالية أي السعر التعويضي لرأس المال.

فإذا كان  $Q > 1$  فإن الرأسمال الجديد أعلى من القيمة السوقية (الرسملة السوقية) وبالتالي يستحسن أن يبحث عن شراء مؤسسة موجودة في السوق على استثمار جديد.

أما إذا كان  $Q < 1$  ، فالعكس أي ينصح بالاستثمار عوض شراء مؤسسة موجودة في السوق لأن النتائج الايجابية التي يترجمها السعر البورصي أكبر من التكلفة.

### 4.1.1.3.3. مضاعف سعر التدفقات النقدية

بعض المحللون يعوضون الأصول الصافية لكل سهم بالتدفقات النقدية لكل سهم في تحديد المضاعف البورصي باعتبار أن التدفقات النقدية أكثر ملاءمة في التقويم من الأصول الصافية التي لها مرجعية تاريخية.

ويصبح المضاعف البورصي يساوي إلى نسبة الرسملة البورصية إلى التدفقات النقدية في مفهومها التقليدي أي النتائج الصافية مضافا إليها الأعباء غير المنفوقة مثل الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي<sup>(1)</sup>.

$$\text{مضاعف التدفقات النقدية} = \frac{\text{الرسملة البورصية}}{\text{التدفقات النقدية}}$$

وبما أن هذا المضاعف له مرجعية ذات مصداقية فغالبا ما يستعمله المحللون الماليون إلى جانب المضاعفات والطرق الأخرى للتقويم المالي إلا أنه يعاب عليه كونه يعتمد على التدفقات التي قد تتغير بنسبة كبيرة من سنة إلى أخرى في حين أن القيمة المالية للمؤسسة لا تتغير بنفس النسبة لذا يقترح الممارسين استعمال متوسط التدفقات النقدية لعدة سنوات بدل التدفقات النقدية للسنة الواحدة.

توجد نسب أخرى تستعمل في المقاربة المقارناتية مثل نتيجة الاستغلال Rex أو ما يعرف في النظام المالي والمحاسبي الجديد بـ EBITD أو رقم الأعمال CA وتكون القيمة الإقتصادية للمؤسسة مساوية إلى :

$$VE = X.EBITD - Y.CA = Z . EBIT$$

<sup>(1)</sup>DELACHAPELLE, P. OP cit, p114



أي :

$$VE = X \cdot R_{ex} = Y \cdot CA = Z \cdot EBE$$

ونفس المبدأ لهذه النسب مع المضاعفات التي تطرقنا إليها على أن نأخذها بنوع من التحفظ من جهة والتحكيم بينهما من جهة أخرى.

### 2.1.3.3. قيمة المردودية وأجل التحصيل

جاء هذان المفهومان على إثر الانتقادات التي وجهت إلى المضاعفات السابقة خاصة المضاعف البورصي PER وكلاهما يهتم بمردودية المؤسسة مقارنة مع نظيرتها فقيمة المؤسسة تحدد بمردودية عائدات أسهمها أو أرباحها مقارنة بمردودية السوق أو هذه المؤسسات القابلة للمقارنة معها.

### 1.2.1.3.3. قيمة المردودية

على غرار الطرق البورصية التي تطرقنا إليها أعلاه المبنية على النتائج الصافية، التدفقات النقدية أو رقم الأعمال فهذه الطريقة تعتمد في مقارنتها على عائدات الأسهم الموزعة على المساهمين، حيث نقوم بتحديد مردودية مجموعة من المؤسسات القابلة للمقارنة مع المؤسسة محل التقويم ولها نفس الخصائص وذلك بتحديد النسبة بين عائدات الأسهم الموزعة والسعر البورصي أي :

$$\frac{\text{عائدات الأسهم}}{\text{السعر البورصي}} = \text{المردودية}$$

$$= \frac{\text{عائدات متوسط الأسهم}}{\text{المؤشر البورصي}}$$

$$= \frac{\text{مجموع عائدات الأسهم}}{\text{الرسلة البورصية للسوق أو مجموعة المؤسسات المقارنة}}$$

وتكون قيمة المردودية لأسهم المؤسسة بقسمة عائدات أسهمها التي تكون معلومة أو مقدرة على نتيجة المردودية المتحصل عليها بالنسبة للسوق أو مجموعة المؤسسات المقارنة.

$$VR = \frac{D}{r}$$

وتصبح قيمة المؤسسة تساوي إلى :  $V = VR \cdot n$

مع:

D : عائدات أسهم المؤسسة

VR : قيمة المردودية

r : مردودية السوق أو المؤسسات المقاربة

n : عدد أسهم المؤسسة

وكما هو معمول به في كل المقاربة المبنية لابد أن تكون الحسابات متجانسة فمثلا نأخذ عائدات للأسهم لنفس السنة وتكون من نفس الطبيعة أي خام (دون الأخذ بعين الاعتبار الضرائب) أو صافية في كلتا الحالتين<sup>(1)</sup>.

وبالرغم من أن هذه الطريقة سهلة الاستعمال ، إلا أنه في الواقع لا تستعمل منفردة ، بل تستعمل للترجيح مع طرق أخرى خاصة طريقة الأصول الصافية المصححة وهذا ما يعرف بطريقة روتاي RETAIL الذي يرجح بين القيمة الممتلكاتية وقيمة المردودية التي هي قيمة مقارناتية .

$$V = k \cdot ANC - (1 - k) VR$$

$$V = k (ANC - VR) + VR$$

حيث K هو معامل الترجيح بين القيمتين.

### 2.2.1.3.3. أجل التحصيل

هذا المصطلح قريب من مصطلح أجل الاسترجاع Pay back المستعمل في مجال اختيار الاستثمارات جاء به Rainsy SAM على إثر دراسته لقصور المضاعف البورصي PER سنة

<sup>(1)</sup> BESSIERE, V. OP cit. P 184.

1984 ويقصد به "عدد السنوات اللازمة من الأرباح لكل سهم BPA حتى يسترجع المستثمر مبلغ الاستثمار الأساسي"<sup>(1)</sup>.

حيث أدخل SAM على مفهوم المضاعف البورصي متغيرات أخرى مثل آفاق المؤسسة والمخاطر المتعلقة بها. هذه الطريقة لا تستعمل إلا بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة، في حين أن المؤسسات غير المسعرة فيستعمل أجل التحصيل المتوسط للسوق أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة لتحديد مدة التحيين التي نستعملها في المقاربة التحيينية. ويترجم أجل التحصيل مدة تحصيل الاستثمارات بدلالة السعر البورصي الحالي، نسب نمو الأرباح  $g$  ونسبة التحيين  $i$  ويتطور أجل التحصيل تاريخيا ما بين 10 و 12<sup>(2)</sup> وقد يكون أكثر، ففي بداية 2001 كان متوسط SBF250 يساوي إلى 15,2 سنة<sup>(3)</sup>.

وباعتبار أن السعر الحالي يساوي مجموع الأرباح المحينة التي تحققها الفترة  $n$  التي تدعى أجل التحصيل، وانطلاقا من هذه المساواة يمكننا استخراج قيمة  $n$  حيث لدينا :

$$V_0 = \frac{B_1}{(1 + R_0)} + \frac{B_2}{(1 + R_0)^2} + \dots + \frac{B_n}{(1 + R_0)^n}$$

$R_0$  : يمثل نسبة التحيين ويساوي اتفاقيا إلى عائد السندات الحكومية طويلة الأجل ( 10 إلى 15 سنة)

$B_i$  : يمثل الأرباح التقديرية للمؤسسة.

وباعتبار أن الأرباح تتطور بنسبة ثابتة  $g$  تصبح المعادلة السابقة على الشكل التالي :

$$V_0 = B_1 \left( \frac{1}{(1+R_0)} + \frac{1+g}{(1+R_0)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+R_0)^n} \right)$$

وهي متتالية هندسية أساسها  $\frac{1}{(1+R_0)}$  ويمكن كتابتها على الشكل التالي:

<sup>(1)</sup>TCHEMNI, E. OP cit, p 42.

<sup>(2)</sup> BESSIERE, V. Et COISPEAU, O. OP cit, p 185.

<sup>(3)</sup>DELACHAPELLE, P. OP cit, p 118

$$P_0 = B_0 \frac{\left(\frac{1+g}{1+R_0}\right)^n - 1}{\frac{1+g}{1+R_0} - 1}$$

مع :

$$B_0 = B_1(1+g)$$

ويمكن كتابة العبارة السابقة على الشكل التالي

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{q^n - 1}{q - 1}$$

ومنه:

$$q^n = PER_0(q - 1) + 1$$

وبالتالي يمكن الحصول على قيمة  $n$  بالعبارة التالية :

$$n = \frac{\log(PER_0(q - 1) + 1)}{\log q}$$

مع:  $0 < q < 1$  و  $1 \neq$  وهذا محقق دائما تقريبا .

### 2.3.3. مرجعية المقارنة

هناك عدة مرجعيات يمكن أن نعتمد عليها في تحديد القيمة المقارناتية للمؤسسة مثل الصفقات الحديثة المبرمة على مؤسسات مماثلة للمؤسسة محل الدراسة، أو المقارنة مع مؤسسات أخرى مسعرة في البورصة أو بالنسبة إلى مؤشر بورصي أو مقارنتها بالمؤسسات التي تنشط في نفس القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة .

### 1.2.3.3. المقارنة مع الصفقات الحديثة

من أجل إيجاد قيمة نسبية للمؤسسة محل الدراسة يمكننا الرجوع إلى الصفقات الحديثة التي كان موضوعها عمليات على المؤسسة مماثلة، هذه الصفقات تمثل قاعدة الانطلاق لنقوم بعدها دراسة الفروقات الممكنة التي تكون نتيجة اختلاف بعض الظروف والمعطيات .

ومن أجل إجراء هذه المقارنة يجب أن نأخذ بعين الاعتبار النقاط التالية:

#### \* الوحدة الزمنية :

حيث يجب أن تكون الصفقات المرجعية حديثة نسبيا باعتبار أن العامل الزمني له تأثير بالغ الأهمية في تغيير الأسعار مما قد يبطل إمكانية اللجوء إلى المقاربة المقارناتية أصلا، والوحدة الزمنية تعتبر نسبية في حد ذاتها فليست هناك مدة محددة يجب احترامها وإنما هذا يؤخذ من خلال المعاملات وحجمها ودرجة تدخل العامل الزمني في تغيير الأسعار .

#### \*الوحدة المكانية :

فهذه المرجعية أيضا يجب أن تحترم فالتغير المكاني له تأثير على الأسعار خاصة أن هذا التغير يعني تغير كل المحيط بما فيه الاقتصادي، السياسي، القانوني والثقافي، وبالتالي فبالرغم من الخصائص التي تبدوا متماثلة بين المؤسسة محل الصفقة الحديثة والمؤسسة محل التقويم إلا أن القيمة قد تكون مختلفة وبقدر جد واضح .

#### \*وحدة الهوية :

أي أننا نأخذ بعين الاعتبار الخصائص التي تتميز بهما المؤسسة محل التقويم إذا كانت تتقارب مع المؤسسة محل الصفقة الحديثة فقد تكون كلتا المؤسستين تنتميان إلى نفس قطاع النشاط ومع ذلك يختلفان كلياً من حيث الحجم، رقم الأعمال، عدد المستخدمين وغيرهم .

من الناحية التطبيقية، تؤخذ مجموعة من المؤشرات التي تطرقنا إليها في الفرع السابق كأساس للمقارنة، وذلك بحساب متوسط هذه الأداة لمجموعة الصفقات الحديثة واعتباره مؤشراً للمؤسسة محل التقويم، لكن هذه الطريقة لا يجب أن نطبقها بصفة آلية أوتوماتيكية فقد يكون المرجع آخر صفقة فقط نظراً لقربها وبالتالي احتوائها على نفس الخصائص، وبالتالي فالمقوم المالي لا بد أن يأخذ كل المعطيات بعين الاعتبار ويختار المنهجية أو الطريقة التي يراها ملائمة .

لنفرض أن متوسط نسبة السعر إلى رقم الأعمال لمجموعة من المؤسسات يساوي  $M$  أي :

$$M = \frac{\sum \frac{P}{CA}}{N}$$

ومع أخذ الاعتبارات الأخرى التي قد تتدخل يمكننا اعتبار  $M$  هو نسبة سعر المؤسسة إلى رقم أعمالها

$$V_E = \frac{M.CA_0}{100} \text{ وبالتالي تصبح قيمة المؤسسة تساوي إلى}$$

### 2.2.3.3. المقارنة بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة

يمكن أيضا الاعتماد على المؤسسات المسعرة في البورصة والتي تكون قابلة للمقارنة مع المؤسسة محل التقويم لتحديد القيمة المالية للمؤسسة وذلك بنفس الطريقة المستعملة سابقا أي بتحديد المضاعف المتوسط لمجموعة المؤسسات التي لها نفس الخصائص واعتمادها في تحديد القيمة المالية للمؤسسة محل التقويم.

وتعتبر هذه الطريقة سهلة الاستعمال لسهولة الحصول على المعلومات في حالة وجود المؤسسات المماثلة المسعرة في البورصة من جهة وسهولة تحديد الأدوات المستعملة كمرجعيات، وبالتالي فالقيمة المتحصل عليها تعبر عن سعر المؤسسة في ذات السوق وليس القيمة الحقيقية للمؤسسة والفرق بين السعر والقيمة قد يكون واضحا ، هذا إضافة إلى مدى تطابق نفس الخصائص بين عينة المؤسسات المختارة كمرجعية والمؤسسة محل التقويم.

وللقضاء على هذه الفروقات أو التقليل منها ، يعتمد المحللون على طرق التقويم المالي التي تطرقنا إليها في المبحث السابق إلى جانب النتائج المتحصل عليها في المقاربة المقارناتية وذلك بتحديد القيمة المالية للمؤسسة محل الدراسة انطلاقا من مجموعة من المتوسطات لمؤشرات يتم اختيارها من طرف المحللين لنأخذ مثلا رقم الأعمال  $CA$  ونتيجة الاستغلال  $Rex$  كمرجعين في تحديد القيمة المقارناتية للمؤسسة فيكون لدينا  $M$  متوسط نسبة سعر الأسهم إلى رقم الأعمال المحقق من قبل 4 مؤسسات قابلة للمقارنة و  $M'$  متوسط نسبة سعر السهم إلى نتيجة الاستغلال أي:

$$M = \frac{1}{4} \sum \frac{P}{CA}$$

$$M' = \frac{1}{4} \sum \frac{P}{Rex}$$

وباعتبار أن المؤسسة تحقق رقم أعمال  $CA_e$  نتيجة استغلال  $Rex_e$  فإن سعر سهمها يساوي إلى :

$$P_e = \frac{1}{2}(M.CA_e + M' . Rex_e)$$

وتصبح قيمتها  $V$  :

$$V = n.P_e = n/2(M.CA_e + M' . Rex_e)$$

مع  $n$  : عدد أسهم المؤسسة محل التقويم.

### 3.2.3.3. المقارنة بالنسبة لمؤشر مرجعي :

قد يتعذر في بعض الأحيان إيجاد صفقات حديثة أو شركات مسعرة في البورصة لها خصائص المؤسسة المزمع تقويمها وبالتالي يستحيل علينا إيجاد قيمة مرجعية للمؤسسة، مما يضطرنا إلى الاعتماد على مؤشر بورصي ترتبط به المؤسسة لنقوم بعد ذلك بإجراء مقارنة بورصية بين المؤشرات المالية للمؤسسة محل التقويم وهذه المؤشرات المرجعية التي يتميز بها السوق المالي.

والمؤشر المستعمل بكثرة في هذا المجال هو  $PER$  ونسبة التدفقات النقدية المتاحة، أما بالنسبة إلى الطريقة فهي نفسها المستعملة بالنسبة للمرجعيات السابقة أي اعتبار المؤشر هو نفسه مؤشر مؤسسة وبالتالي تحديد سعر سهمها ومنه قيمتها السوقية فمثلا  $PER = 15$  يعني أن سعر السهم يساوي 15 مرة من الأرباح المحققة لكل سهم  $BNPA$  مما يعني أن قيمة المؤسسة  $V = 15.n.BNPA$  أي

$$. V = 15.BN$$

وإضافة إلى المرجعيات الثلاث السابقة قد يستعمل المحللون الماليون مرجعية قطاع النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة وأخذ خصائصه كمرجع لتحديد مؤشرات مؤسسة وبالتالي قيمتها ولكن دائما مع الأخذ بعين الاعتبار الفروقات التي قد تكون والتأكد من أن المؤسسة تحمل في طبيعتها خصائص القطاع الذي تنتمي إليه.

وفي الواقع يعتمد المقومون الماليون على أكثر من مرجعية واحدة في تقويم مؤسسة ما وفي بعض الأحيان يعتمدون معاملات ترجيح بين هذه المرجعيات من أجل تحديد قيمة للمؤسسة تكون أقرب للمؤسسة تكون أقرب إلى قيمتها الجوهرية.

وبالرغم من السهولة والبساطة التي تتميز بها المقاربة المقارناتية إلا أنها تعتمد على معطيات السوق لتحديد سعر المؤسسة على عكس المقاربة التحينية التي تحاول إيجاد قيمة مالية للمؤسسة كقيمة اقتصادية ليتم مقارنتها مع أسعار السوق وبالتالي القول أنها مقومة بأكثر من قيمتها أو العكس، وبعبارة أخرى فإن المقاربة المقارناتية، على عكس المقاربة التحينية، لا تحدد قيمة جوهرية للمؤسسة وإنما تحاول إعطاء تقريب لسعرها في السوق.

كما أنه من الناحية التطبيقية قد يتعذر وجود مرجعية تتلاءم وتتناسب خصائصها مع خصائص المؤسسة محل التقييم، وحتى تلك التي تقول أنها تمثل عينة قابلة للمقارنة معها تحمل في طياتها خصائص مخالفة، وبعبارة أخرى فإن وجود مؤسسة أو عينة صورة طبق الأصل للمؤسسة محل التقييم أمر يتعذر الحصول عليه.

ولهذا فالطرق التي تعتمد على المقاربة المقارناتية تستعمل دائما مع طرق أخرى تعتمد على المقاربة التحينية أو الممتلكاتية أو معهما معا، وفي بعض الأحيان يتم الترجيح بين القيم المتحصل عليها من هذه الطرق عن طريق معاملات الترجيح.

وبالرغم من هذا ، تعرف المقاربة المقارناتية استعمالا واسعا في تقويم المؤسسات الداخلة إلى البورصة، خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تتميز بحركية وعدد كبير من المؤسسات المسعرة، لأن عدم وجود عدد كافي من المؤسسات المسعرة في البورصة يرهن استعمال طرق المقاربة المقارناتية.

### خلاصة الفصل الثالث:

إن القيمة المالية للمؤسسة تتحدد بتقاطع مصالح المتدخلين في إجراء العمليات الاستثمارية والمالية التي يكون موضوعها المؤسسة محل التقييم، فالغاية من التقييم له أثر على تحديد القيمة، إضافة إلى الظروف التي تحيط بهذه العمليات الاستثمارية.

وعليه فالقيمة المالية للمؤسسة لا تتحدد فقط بمكوناتها بل تتعدى إلى المحيط الذي تنشط فيه، إلا أن هناك طرق يمكن من خلالها تحديد مجال لهذه القيمة وذلك بأخذ بعين الاعتبار ظروف التقييم المالي و غاية العملية الاستثمارية التي أجري لأجلها.

ويتحدد هذا المجال بالقيمة الممتلكاتية للأصول المادية على الأقل أو ما يعرف بقيمة التصفية حيث لا يعقل أن تقوم المؤسسة بأقل من مجموع قيم أصولها في السوق .



إلا أن هذه القيمة تكاد أن تهمل، خاصة في حال بعض مؤسسات الاقتصاد الحديث التي لا تعتمد كثيرا على الاستثمارات المادية، أمام القيمة الحقيقية للمؤسسة و هذا من خلال تقويم الأرباح التي ستحققها المؤسسة مستقبلا، حيث أن المستثمر الذي يشتري أوراق المؤسسة المزمع تقويمها إنما يشتري الأرباح التي قد تحققها مستقبلا وليس أدوات ومعدات الإنتاج.

وعليه ، ففي مثل هذه الحالة تعتبر المقاربة التحينية بمختلف طرقها، الوسيلة الأنجع في تحديد القيمة المالية للمؤسسة وذلك من خلال تحيين الأرباح المستقبلية.

إلا أن الخبراء الماليين، وأمام صعوبة التنبؤ بالأرباح التي قد تحققها المؤسسة الداخلة إلى البورصة يلجؤون إلى مقارنة أوراقها مع أوراق المؤسسات المسعرة في البورصة، وبالتالي فالقيمة المالية للمؤسسة ما هي إلا قيمة مؤسسة مسعرة في البورصة والتي لها نفس الخصائص و الميزات، ويكمن عمل الخبير المالي في هذه الحالة على تحديد نقاط التشابه و الاختلاف بين هذه المؤسسات ودرجة التناسب بينها.

## الفصل 4

### دراسة حالة مجمع صيدال

يعتبر دخول مجمع صيدال إلى البورصة شكل من أشكال الخصوصية الجزئية يندرج ضمن إطار البرنامج الوطني للخصوصية تطبيقا للأمر رقم 95-22 الصادر بتاريخ 26 فيفري 1995 خاصة المواد 25 و 26 منه المتعلقة بالخصوصية عن طريق البورصة.

وباعتبار صيدال مؤسسة عمومية، فالتقويم المالي لها يعتبر بالغ الأهمية ليس فقط لتحديد السعر التداولي ، بل لحفظ حقوق الخزينة العمومية من جهة، والحفاظ على مصالح المستثمرين المحتملين ومستقبل بورصة الجزائر الفتية من جهة أخرى.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى دراسة حالة المجمع، حيث سنتناول في المبحث الأول التعريف بالمجمع وبالبيئة التي ينشط فيها وكذا أهم مؤشرات الكلية، في حين أننا سنتطرق في المبحث الثاني إلى التقويم المالي للمجمع عند وبعد دخوله إلى البورصة.

#### 1.4. تشخيص واقع مؤسسة صيدال قبل الدخول إلى البورصة

سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بمجمع صيدال، تاريخه و أهدافه وهيكله التنظيمي في المطلب الأول في حين أننا سنتناول تشخيص المجمع من خلال المؤشرات الكلية في المطلب الثاني.

##### 1.1.4. نظرة عامة حول المجمع:

##### 1.1.1.4. التعريف بالمجمع و تنظيمه:

المجمع الصناعي صيدال هو شركة اقتصادية عمومية EPE ذات أسهم SPA رأسمالها يقدر بـ 25 00 000 000 دج موزعة على 10 000 000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج يقع مقرها الإجتماعي بالدار البيضاء بالجزائر. يعتبر رائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر يقوم بإنتاج، تصدير واستيراد وتسويق المواد الصيدلانية والكيميائية على شكل مواد أولية، مصنعة وشبه مصنعة للاستعمال البشري والحيواني.

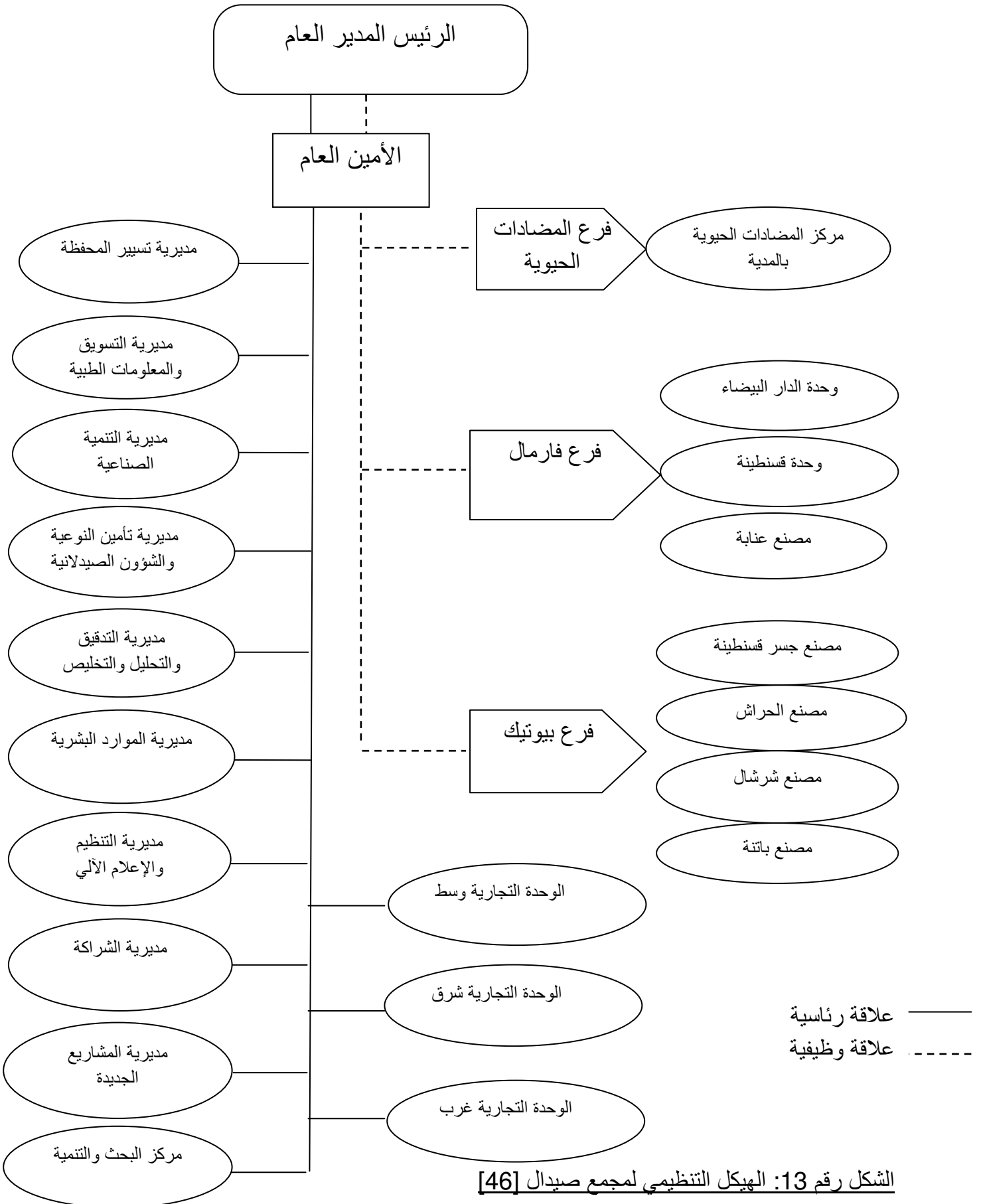
يعود أصل المجمع إلى الصيدلية المركزية الجزائرية la pharmacie centrale algérienne سنة 1969 التي أنشأت لضمان احتكار الدولة لاستيراد، إنتاج وتوزيع المنتجات الصيدلانية للاستعمال البشري، وأنشأت وحدة للإنتاج بالحراش، وحدة بيوتيك سنة 1971 وبعدها أنشأت وحدة فارمال سنة 1975 .

في أبريل 1982 خضعت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى إعادة هيكلة أين تم تحويل فروع الإنتاج إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 ليتم في سنة 1988 تحويل مركب المدينة الذي كان ملكا للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيميائية (SNIC) معطيا ميلاد شركة صيدال في 15 فيفري 1989.

واختيرت حينئذ صيدال من أولى المؤسسات التي أصبحت شركات ذات أسهم تحتكر صناعة وتوزيع الأدوية والمنتجات المشابهة في السوق الجزائري ليتم في 05 ماي 1993 تغيير في القوانين الأساسية التي تحكمها بما يسمح لها المساهمة في كل العمليات الصناعية و التجارية المتعلقة بنشاطها وذلك بإنشاء فروع لها أو مؤسسات جديدة. ومنذ 1996 أصبحت الشركة ملكا لهولدينغ الكيمياء والصيدلة بنسبة 100% لتنتقل بعد سنة من ذلك مخطط لإعادة هيكلة المؤسسة لتتحول إلى مجمع صناعي صيدال ابتداء من 02 فيفري 1998 .

حيث أن صيدال حققت سنة 1997 نتائج استثنائية في إنتاجها (+16%) ومبيعاتها (+23%) مقارنة بسنة 1996 وتحقيق صادرات فاقت 950 000 دولار أمريكي.

وخلال الاجتماع غير العادي للجمعية العامة المنعقد بتاريخ 22 جوان 1998 رخص للمجمع بالدخول إلى البورصة لجزء من رأسماله (20%) وذلك تطبيقاً لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة بتاريخ 18 جوان 1998 في إطار برنامج الخصخصة بعد صدور الأمر رقم 95-22 الصادر بتاريخ 26 فيفري 1995 المتعلق بالخصخصة خاصة المواد 25 و 26 منه.



#### 2.1.1.4. أهداف المجمع واستراتيجيته

##### 1.2.1.1.4. أهداف المجمع :

بعد إعادة الهيكلة التي خضعت لها المؤسسة سنة 1998، سطرت هذه الأخيرة عدة أهداف تدرج ضمن رؤية مستقبلية من أجل مضاعفة تواجد المجمع في الأسواق الوطنية ومحاولة اقتحام السوق الدولية من خلال تصدير منتجات نهائية أو مواد أولية، ومن بين أبرز هذه الأهداف المسطرة نذكر مايلي:

- تنويع تشكيلة المنتجات من خلال تحديد سياسة خاصة بالبحث والتطوير لمنتجات جديدة وإقامة نظام لليقظة التكنولوجية.
- الرفع من الحصة السوقية الحالية للمجمع.
- إدماج المجمع في السوق الإقليمية والدولية في إطار الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة
- تحويل التكنولوجيا والحصول على المعرفة العلمية.
- تحقيق أرباح مالية وتوسيع النشاط.
- تطوير الشراكة من خلال الاشتراك في مشاريع مع مخابر ذوي شهرة عالمية، سواء على شكل استثمار مباشر أو عن طريق اتفاقيات التكيف (le façonnage).
- المساهمة في تطوير الصحة العمومية.

##### 2.2.1.1.4. استراتيجية المجمع:

من أجل تحقيق الأهداف المسطرة رسم المجمع إستراتيجية شاملة مبنية على استخدام أنجع الطرق في التسيير واعتماد اللوحة المستقبلية<sup>(1)</sup>. BSC (Balanced score card) وهذا من أجل التحكم في الوقت، الجودة والإنتاجية وكذا محاولة كسب حصة أكبر في السوق من خلال تحسين الصورة، الخدمة وكذا جودة المنتج وسعره.

كما حاول المجمع وضع العنصر البشري المحور الأساسي في إستراتيجيته وذلك من خلال سياسة للتكوين المتواصل المكثف والمستمر من أجل متابعة ومسايرة التطورات والتغيرات الحاصلة في مجال نشاطه.

(1) [www.Saidalgroup.Com](http://www.Saidalgroup.Com) le 06.04.2007.

كما أن البحث والتطوير يعتبر من أهم ركائز الإستراتيجية المتبعة من خلال إنشاء مركز للبحث والتطوير واعتماده مجلس علمي يتكون من عدد كبير من الأساتذة المختصين، وكذا البحث عن التكنولوجيات الجديدة في ميدان الصيدلة والصناعة الكيمائية من أجل ربط شراكة مع أشهر المخابر والمؤسسات العالمية.

#### 2.1.4. تشخيص حالة المجمع لدى دخوله البورصة

بعدما تطرقنا في المطلب السابق إلى التعريف بالمجمع ونشأته وكذا أهدافه وإستراتيجيته لتحقيق هذه الأهداف نحاول من خلال هذا المطلب التعريف به أكثر من خلال المؤشرات الكلية التي يتميز بها. وسنحاول التطرق في الفرع الأول إلى التشخيص العام للمجمع في حين نتناول التشخيص المالي في الفرع الثاني.

#### 1.2.1.4. التشخيص العام للمجمع لدى دخوله البورصة

##### 1.1.2.1.4. التشخيص القانوني:

المؤسسة محل التقويم عبارة عن شركة أموال طبقا للقانون التجاري الجزائري فهي مؤسسة عمومية اقتصادية EPE ذات أسهم SPA وهي عبارة عن مجمع صناعي يتكون من ثلاثة فروع إنتاجية.

أما فيما يخص التقنيات التي تحكم قطاع الإنتاج الصيدلاني فهي جد صارمة وهذا من أجل حماية الصحة العمومية حيث نجد القانون 85-05 الصادر بتاريخ 16 فيفري 1985 المتعلق بحماية وترقية الصحة، والمرسوم التنفيذي رقم 285.92 الصادر في جويلية 1992 المعدل للمرسوم التنفيذي-114-93 الصادر في 12 ماي 1993 الخاصين برخصة الإنتاج وتوزيع المواد الصيدلانية، وكذا القرارين رقم 57 و 58 الصادرين في 23 جويلية 1995 .

في حين أن هناك لجنة مركزية لمدونة الأدوية متكونة من مختصين في المجال الطبي يحددون مدونة الأدوية المسموح بها في الجزائر (مدونة تضم حوالي 1500 دواء تحين دوريا). كما أن إنتاج أي مادة صيدلانية يجب أن يتم تسجيله برخصة من وزير الصحة بعد أخذ الرأي المطابق للجنة خبراء، كما يفرض التشريع إعداد نشرة إعلامية عن استعمال الدواء.

في حين أن الترخيص باستيراد الدواء يتم وفق برنامج سنوي، ويفرض المشرع على المستوردين أن يستثمروا ويقيموا مخابر للإنتاج محليا كما أن المدير التقني للشركة لا بد أن يكون مختصا (صيدليا).

كما أن سياسة تحديد الأسعار محددة قانونيا حيث حدد الهامش بالنسبة للإنتاج بـ 20% من تكلفة الإنتاج.

أما فيما يخص النزاعات، فمجمع صيدال لحظة دخوله إلى البورصة سجل نزاعين لم يتم الفصل فيهما مع شركتين أجنبيتين الأولى شركة بلغارية chimcoplect لم توفي بالتزاماتها فيما يخص المساعدة التقنية لصيدال وتقدر القيمة المتنازع عليها بـ 209 مليون دينار والثانية تتمثل في شركة STOLSE التي مونت ب مواد تغليف غير مطابقة بمبلغ 75,6 مليون دينار وكلا النزاعين لم يتم رصد مؤونة لهما بنسب 100 %<sup>(1)</sup>.

#### 2.1.2.1.4. التشخيص الصناعي والتجاري:

##### - التشخيص الصناعي:

يتكون المجمع من ثلاثة فروع إنتاجية ففرع للمضادات الحيوية يملك مركب المضادات الحيوية بالمدية يتربع على مساحة 24 هكتار ومصنع الدار البيضاء يتربع على مساحة 3,5 هكتار، في حين مصنع الحراش يتربع على مساحة 1,3 هكتار ومصنع جسر قسنطينة على 4,5 هكتار إضافة إلى وحدات أخرى في شرشال، قسنطينة، باتنة وعنابة.

كما تملك المؤسسة مركز للبحث والتطوير، وساهمت في إنشاء مؤسسات شراكة مع شركات عالمية نسبة مساهمتها فيها كما يلي :

<sup>(1)</sup> SAIDAL Notice d'information.



الجدول رقم 07: مساهمة صيدال في مؤسسات الشراكة [46]

النسبة %	مبلغ المساهمة (مليون دينار)	الشركة
30	283	SAIDAL Pfizer
30	225	SAIDAL Rhône-Poulenc Rorer
30	180	SAIDAL GP
10	132	SAIDAL NovoNordisk & Pierre Fabre
25	143	SAIDAL Acdim
	963	المجموع

– التشخيص التجاري:

المنتج:

يهتم المجمع بصناعة الأدوية خاصة الجنيسة منها ، كما يقوم بعمليات التكييف *façonnage* لصالح شركات عالمية بورشاته . وبما أن السعر محدد بموجب التشريع ولأن منتجات صيدال تعتبر جنيسة فإن سعرها يقل بأكثر من 30% من قيمة الأدوية الأصلية، وتتنوع منتوجات صيدال كما يلي:

الجدول رقم 08 : أشكال الأدوية المنتجة من طرف صيدال [46]

النسبة من رقم الأعمال %	الشكل الصيدلاني
24	أقراص
23	حقن
13	شراب
12	كبسولات
08	مراهم
06	محاليل
14	أشكال أخرى

السوق:

تعتبر الجزائر من أهم الدول المستوردة للدواء وتكلفة استيراده في ارتفاع مستمر، حيث تمثل الأدوية الجنيسة 35% من مجموع الأدوية الموزعة في الجزائر و 65% أدوية أصلية، وتمثل نسبة

الأدوية المستوردة 80 % ، في حين أن 20 % المتبقية من الاحتياجات عبارة عن إنتاج محلي تغطي مؤسسة صيدال ما مقداره 61 % منها في حين أن 39 % أخرى يتكفل بها منتجين محليين آخرين.<sup>(1)</sup>

أما شبكة التوزيع في الجزائر تتكون من :

- 500 تاجر جملة خاص.
- تاجر جملة عمومي DIGROMED.
- الصيدلية المركزية للمستشفيات PCH.
- حوالي 5300 صيدلية منها 984 ملك للمؤسسة الوطنية للتوزيع بالتجزئة للأدوية .ENDIMED

وفي إطار التقليل من الاستيراد فرضت الحكومة على المستوردين الاستثمار في الجزائر من أجل بلوغ نسبة تغطية وطنية 80 % مما يعني أن المنافسة سوف تكون قوية بعد لجوء هؤلاء المستوردين إلى الإنتاج محليا.

بالنسبة للسوق الخارجي، تعتبر سنة 1997 بداية لمؤسسة صيدال في تجربة التصدير نحو الأسواق الخارجية.

وفي المقابل تعتمد مؤسسة صيدال على السوق الخارجية خاصة أوروبا (فرنسا، إيطاليا، ألمانيا، اسبانيا) في مجال التموين بالمواد الأولية ومواد التكييف وقطع الغيار بما قيمته أكثر من 4507 طن بقيمة 1032,5 مليون دينار، وهذا ما يجعلها غير مستقلة من حيث التموين وكما أن صعود وهبوط سعر الصرف يبقى له تأثير مباشر على ميزانيتها.

### - التشخيص البشري:

قدر عدد مستخدمين مؤسسة صيدال عند دخولها إلى البورصة 2471 عامل موزعين كما يلي:

<sup>(1)</sup> منشورات صيدال 2008.

الجدول رقم 09: توزيع مستخدمي صيدال حسب الفئات المهنية [45]

النسبة %	العدد	الصنف الإجتماعي المهني
25,5	629	إطارات
43,3	1070	أعوان التحكم
17,1	422	أعوان التنفيذ
14,1	350	المتعاقدين
100	2471	المجموع

في حين قدرت الأجور والأعباء الاجتماعية بـ 793,4 مليون دينار جزائري موزع كما يلي:

الجدول رقم 10: توزيع نفقات المستخدمين [45]

المبلغ (مليون دينار)	البيان
297,0	أجور
8,2	ساعات إضافية
126,4	علاوات
78,3	عطل مدفوعة
118,8	تعويضات وخدمات مباشرة
34,1	المساهمة في النشاطات الاجتماعية
130,6	الاشتراكات في الضمان الاجتماعي
793,4	المجموع

أما بالنسبة لتكاليف نقل العمال فقدت بـ 21,7 مليون دينار، وتقوم المؤسسة بمنح ميدالية وكذا منحة الذهاب إلى التقاعد قصد إرساء ثقافة الوفاء لمستخدميها وحتى تحمي نفسها من نزيف بشري تفرضه المنافسة مستقبلا.

## 2.2.1.4. التشخيص المالي

### 1.2.2.1.4. الميزانية وجدول حسابات النتائج :

لقد حققت صيدال نتائج إيجابية خلال السنوات التي سبقت تقدمها بطلب الدخول إلى البورصة، ونعرض فيما يلي الميزانية وجدول النتائج المختصرين للسنوات الخمس السابقة لطلب الدخول إلى البورصة.

#### الجدول رقم 11 : الميزانية المختصرة (الوحدة: مليون دينار) [45]

1997	1996	1995	1994	1993	الأصول (الصافية)
6087	6989	2035	2149	2395	الاستثمارات
1912	1939	1904	918	645	المخزونات
1670	1463	645	833	449	الحقوق
9669	10391	4584	3900	3489	المجموع
1997	1996	1995	1994	1993	الخصوم
6539	7289	1896	1164	852	الأموال الخاصة
3130	3102	2688	2736	2637	الديون
9669	10391	4584	3900	3489	المجموع

#### الجدول رقم 12 : جدول حساب النتائج (الوحدة: ألف دينار) [45]

1997	1996	1995	1994	1993	البيان
12936	12651	4324	9577	3763	الهامش الخام
3600172	2929353	2350165	2017549	1405658	المنتوج المباع
2073680	1776290	1786137	1323764	865251	القيمة المضافة
793354	661174	571763	436270	395085	مصاريف المستخدمين
794148	596637	824230	417167	(48157)	نتيجة الاستغلال
(149373)	(247298)	(162545)	(254705)	(212935)	نتيجة خارج
644774	349339	661685	162461	(260092)	الاستغلال
(247314)	(120458)		(58056)		النتيجة الخام للدورة
					الضريبة على الأرباح
397460	228881	661685	104405	(260092)	النتيجة الصافية

نلاحظ من خلال الجدول أن الهامش الخام تضاعف بثلاث مرات في سنة 1997 مقارنة مع سنة 1993 في حين أن الإنتاج المباع تضاعف بأربع مرات خلال نفس الفترة، أما بالنسبة للمصاريف فنلاحظ أن تلك المتعلقة بالمستخدمين إرتفعت إلى الضعف، و هي نفس النسبة لنتائج الإستغلال خلال فترة 1994-1997، في حين أن النتيجة الصافية فقد تضاعفت أربع مرات خلال نفس الفترة.

#### 2.2.2.1.4. تقويم الأصول:

لقد قُومت الاستثمارات بقيمة تكلفة الحصول عليها أو قيمة إنتاجها أي أن الطريقة المعتمدة هي القيمة التاريخية.

- الأراضي: بالرغم من أن مصانع صيدال تتربع على أراضي شاسعة نذكر على سبيل المثال مركب المدينة 24 هكتار، مصنع الدار البيضاء 3,5 هكتار، الحراش 1,3 هكتار وجسر قسنطينة 4,5 هكتار، إلا أن صيدال لا تملك عقود ملكية، بل هي ملكية عمومية وبالتالي لا يمكن تقويم أراضي ليست ملك للمؤسسة ولا تضاف إلى قيمتها رغم انتفاعها بها.

- وسائل الإنتاج: لقد كانت وسائل الإنتاج محل إعادة تقويم سنة 2005 وتعطى قيمتها الخام حسب الجدول التالي:

الجدول رقم 13: جدول تطور قيمة وسائل الإنتاج (الوحدة: مليون دينار) [45]

البيان	1995	1996	1997
مباني	1445,9	3580,1	3620,2
تجهيزات	1013,1	4479,5	4337,9
أدوات ومعدات	923,6	3481,9	3703,8
وسائل النقل	142,8	487,9	440,3
تجهيزات أخرى	166,5	670,6	544,3
المجموع	3694,9	12700,0	12646,5

في حين أن الإهلاكات المتراكمة يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم 14 : جدول تطور الإهلاكات (الوحدة: مليون دينار) [45]**

البيان	1995	1996	1997
مصاريف إعدادية	59,1	63,7	64,0
قيم معنوية	46,8	52,6	58,4
مباني	510,4	1113,8	1298,7
تجهيزات	606,3	2021,7	2358,1
أدوات ومعدات	522,3	1914,4	2339,2
وسائل النقل	105,4	388,5	380,4
تجهيزات أخرى	95,7	407,7	402,0
أغلفة قابلة	0,3	1,1	1,2
للاسترجاع	10,2	31,3	33,8
تجهيزات اجتماعية			
المجموع	1956,5	5994,8	6935,8

- **المخزونات** : إن القيمة المعتبرة للمخزونات 1 912 220 دينار ترجع إلى مدة التمويل التي تساوي بالنسبة للمواد الأولية 3 أشهر في حين أن مخزونات المواد المصنعة فهي مرتبطة بالوقت الضروري لاختبارات النوعية قبل التسويق.

يتم تخصيص مؤونات لتغطية المخاطر المتعلقة بالمخزونات مثل انقضاء تاريخ الصلاحية للدواء أو هبوط قيمته نتيجة المنافسة، والجدول التالي يوضح قيمة هذه المؤونات خلال السنوات الثلاث التي سبقت طلب الدخول.

**الجدول رقم 15: جدول تطور مؤونات المخصصة للمخزونات (الوحدة: مليون دينار) (من إعداد الطالب)**

البيان	1995	1996	1997
مواد وتوريدات	187,9	228,2	246,1
منتجات نصف نهائية	18,4	5,8	4,1
منتجات نهائية	43,4	56,4	98,0
المجموع	249,7	290,4	348,2

- الحقوق: تسجل الحقوق بقيمتها الاسمية في حين أن الحقوق المشكوك فيها فيتم رصد مؤونة لها.

أ- حقوق الإستثمار: الجدول التالي يبين قيمة الحقوق الإستثمارية

الجدول رقم 16 : جدول تطور حقوق الإستثمار (الوحدة: مليون دينار) [45]

البيان	1995	1996	1997
سند المساهمة	83,9	131,6	131,6
قروض السيارات	1,7	0,8	0,7
تسبيقات/الإستثمار	6,9	5,9	12,2
الضمانات	11,3	2,3	2,0
المودعين	85,0	56,5	56,5
حقوق أخرى للإستثمار	0	6,7	5,3
المجموع	188,8	203,8	208,3

في حين تبلغ قيمة الحقوق على المساهمين 10 مليون دينار وهي تمثل جزء من الرفع من رأس المال غير المحرر.

ب- حقوق على الزبائن: تمثل قيمة الحقوق على الزبائن بـ 881,9 مليون دينار موزعة كما يلي:

الجدول رقم 17 : جدول تطور الحقوق على الزبائن ( الوحدة: مليون دينار) [45]

البيان	1995	1996	1997
بائع بالجملة خاص	74,9	190,5	277,6
قطاع عام	228,8	540,6	455,5
زبائن مختلفة	21,2	64,2	78,6
زبائن أجنب	0	0	70,2
قيم للتحويل	7,9	0	0
المجموع	332,8	795,3	881,9

ويقدر متوسط أجل التحصيل بالنسبة للقطاع العام بثلاث أشهر في حين أنه يتراوح بين شهر أو شهرين بالنسبة للقطاع الخاص وقد تم رصد ما قيمته 95,7 مليون دينار كمقابل للحقوق على الزبائن المشكوك فيها.

**جـ المتاحات:** يوضح الجدول التالي قيمة المتاحات المتوفرة للمؤسسة لثلاث سنوات السابقة لطلب الدخول إلى البورصة.

**الجدول رقم 18 : جدول تطور المتاحات (الوحدة: مليون دينار) [45]**

البيان	1995	1996	1997
حسابات بنكية مدينة		321,2	353,8
حساب بريدي جاري	4,6	5,1	8,8
صندوق	0,3	0,3	0,3
قيم اعتماد	178,5	92,0	177,5
المجموع	183,4	418,6	540,4

- **تقويم الديون:** كل ديون المؤسسة تعتبر ديون قصيرة الأجل ماعدا ديون الاستثمار.

أ- ديون الاستثمار: وتتراوح مدتها وقيمتها حسب ما يلي:

**الجدول رقم 19 : جدول تطور ديون الاستثمار (الوحدة: مليون دينار) [45]**

البيان	أقل من عامين	من 2 إلى 5 سنوات	من 6 إلى 10 سنوات	أكثر من 10 سنوات	المجموع
ديون Snic				1424,90	1424,90
سندات الخزينة			200,0		200,2
قروض بنكية	30,3	11,7			42,0
ديون أخرى	105,5				105,5
المجموع	135,8	11,7	200,0	1424,90	1772,4

وقدرت المصاريف المالية المدفوعة لسنة طلب الدخول إلى البورصة بـ 46 مليون دينار

جزائري.



ب - ديون المخزونات:

الجدول رقم 20 : جدول تطور ديون المخزونات (الوحدة: مليون دينار) [45]

البيان	1995	1996	1997
موردين محليين	93,3	134,1	92,2
موردين أجانب	293,7	253,8	208,9
فواتير للاستلام	37,3	4,6	5,7
المجموع	424,3	392,5	306,8

ويقدر متوسط أجل التسوية بالنسبة للموردين المحليين بشهر إلى ثلاثة أشهر في حين أنه يتراوح بين 3 و 6 أشهر بالنسبة للموردين الأجانب.

ج - ديون على الشركاء: وهي تمثل قيمة عائدات الأسهم وقيمة المساهمات غير المحررة، وقدرت بالنسبة لسنة 1997 على التوالي بـ 40 و 47,7 مليون دينار.

د - ديون الإستغلال: ويمكن حصرهم حسب طبيعة كل دين في الجدول التالي :

الجدول رقم 21 : جدول تطور ديون الإستغلال (الوحدة: مليون دينار) [45]

البيان	1995	1996	1997
دائنوا الخدمات	22,8	21,1	20,6
المستخدمين	26,2	63,5	60,1
ضرائب ورسوم	81,3	133,4	345,1
دائنوا مصاريف مالية	94,7	116,7	138,2
دائنوا مصاريف مختلفة	0,1	0,03	0,03
هيئات إجتماعية	21,3	33,3	21,3
المجموع	585,33	251,7	368,53

نلاحظ أن ديون إستغلال مجمع صيدال قد إنخفضت في سنة 1996 إلى أقل من النصف على ما كانت عليه في سنة 1995 ، إلا أنها إرتفعت قليلا سنة 1997.

هـ- ديون مالية:الجدول رقم 22 : جدول تطور الديون المالية (الوحدة: مليون دينار) [45]

البيان	1995	1996	1997
حسابات بنكية	312,8	311,4	108
أوراق للدفع	17,3	36,9	46,8
المجموع	330,2	348,3	154,8

خلال سنة 1997 عرفت الديون المالية لمجمع صيدال إنخفاضا محسوسا إلى أقل من النصف إلى ما كانت عليه من قبل.

- جدول الموارد و الإستخدامات:الجدول رقم 23 : جدول الموارد و الإستخدامات لصيدال (الوحدة: ألف دينار)

(أعد إنطلاقا من وثائق صيدال )

البيان	1995	1996	1997
النتيجة الصافية	661 685	228 882	397 460
الإهلاكات	248 155	275 290	2133
تغير احتياجات رأس المال العامل	(975 370)	(374 193)	( 57 378)
<b>تدفقات الخزينة المتعلقة بالاستغلال</b>	<b>(65350)</b>	<b>129 979</b>	<b>342 215</b>
استثمارات مادية ومعنوية	(139 221)	(82 054)	(39 389)
تنازل عن استثمارات مادية ومعنوية	-	3180	3 350
استثمارات مالية	(46 220)	(14 935)	(4 515)
<b>تدفقات الخزينة المتعلقة بالاستثمار</b>	<b>(185 441)</b>	<b>(93 809)</b>	<b>(40 554)</b>
ديون الإستثمار	(162 852)	(56 992)	(104 479)
الزيادة في رأس المال	75 089	14 911	-
ديون على الشركات الحليفة	(40 000)	47 676	(57 224)
<b>تدفقات الخزينة المتعلقة بالعمليات المالية</b>	<b>(127 763)</b>	<b>(5 595)</b>	<b>(161 703)</b>
<b>ارتفاع (انخفاض) صافي المتاحات</b>	<b>(378 734)</b>	<b>41 765</b>	<b>139 958</b>
متاحات الإفتتاح	407 299	28 565	70 330
متاحات الإغلاق	28 565	70 330	210 288

نلاحظ من خلال الجدول أن تدفقات الخزينة المتعلقة بالإستغلال خلال السنوات الثلاث إرتفعت بحوالي خمس أضعاف أما تلك المتعلقة بالإستثمار فنلاحظ أن كل من الإستثمارات المادية ، المعنوية والمالية عرفت تراجعا محسوسا خلال السنوات الثلاث.

### - الصلابة المالية للمجمع:

بدون التطرق إلى نسب التحليل المالي، نحاول أن نذكر ثلاثة اختبارات كلاسيكية والأكثر استعمالا في ميدان البورصة لكونها تهتم المستثمرين المحتملين.

### أ – نسبة التغطية:

يتمحور مفهوم هذه النسبة حول مدى تغطية المداخيل المتاحة (النتيجة الصافية + الضريبة على الأرباح + أعباء الفوائد) لأعباء الفوائد خلال السنوات الثلاث الماضية، ويفترض أن تكون هذه التغطية تفوق الثلاث مرات من قيمة أعباء الفوائد.  
وبالنسبة لصيدال لدينا :

الجدول رقم 24 : جدول تطور نسبة التغطية (الوحدة: مليون دينار)

(أعد إنطلاقا من وثائق صيدال)

البيان	1995	1996	1997
النتائج الصافية	662	229	397
الضريبة على الأرباح	-	120	247
أعباء الفوائد	165	193	153
المجموع	827	542	797
نسبة التغطية %	5,01	2,81	4,36

باستثناء سنة 1996 مؤسسة صيدال تتوفر على نسبة تغطية جيدة.

### ب – نسبة تسديد الديون:

ويقصد بهذه النسبة مدى القدرة على تسديد الديون وذلك من خلال تحقيق التدفقات النقدية السنوية، يفرض الخبراء أن تغطي هذه التدفقات على الأقل 30 % من مجموع الديون بما فيها المؤونات للخسائر و الأعباء خلال السنوات الثلاث الأخيرة.

فبالنسبة لمؤسسة صيدال لدينا:

الجدول رقم 25 : جدول تطور نسبة تسديد الديون (الوحدة: مليون دينار)  
(أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

البيان	1995	1996	1997
التدفقات النقدية	910	504	666
مجموع الديون	3185	3655	3417
النسبة (%)	29	14	19

ونلاحظ أن هذه النسب بعيدة كل البعد عن النسبة المتعارف عليها (30 %) فيما يخص النسبتين الأخيرتين، والملاحظ أن التدفقات النقدية انخفضت بشكل محسوس وارتفاع طفيف للديون.

#### ج - نسبة الاستقلالية المالية:

تفرض قاعدة هذه النسبة كون أنها لا تتجاوز القيمة الإجمالية للديون نسبة 150 % أي 1,5 من القيمة المحاسبية لرأس مال الشركة.  
بالنسبة لمؤسسة صيدال لدينا:

الجدول رقم 26 : جدول تطور نسبة الاستقلالية المالية (الوحدة: مليون دينار)  
(أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

البيان	1995	1996	1997
مجموع الديون	3185	3655	3417
رأس المال	585	600	600
النسبة %	5,44	6,09	5,70

ونلاحظ أن نسبة مؤسسة صيدال بعيدة كل البعد عن ما هو متعارف عليه و متعامل به في البورصات العالمية (1.5%).

#### 2.4. التقويم المالي للمجمع عند دخوله إلى البورصة

بعدما تطرقنا في المبحث السابق إلى التعريف بالمجمع وكذا تشخيص حالته المالية بصفة موجزة سوف نحاول خلال هذا المبحث التطرق إلى القيمة المالية لسهم صيدال و بالتالي القيمة المالية للمؤسسة لدى دخولها إلى البورصة وسيرورة هذا الدخول في المطلب الأول، في حين أننا سوف نتطرق إلى تطور أسعار أسهم صيدال بعد الدخول ومحاولة إعطاء قيمة اقتصادية حالية للسهم في المطلب الثاني.

#### 1.2.4. تقويم صيدال لدى دخولها إلى البورصة

##### 1.1.2.4. التقويم المالي لصيدال

من أجل تحديد القيمة الاقتصادية لمؤسسة صيدال بمناسبة دخولها إلى البورصة استعملت طريقتين الأولى بناء على المقاربة الممتلكاتية والثانية اعتمدت على تحين التدفقات النقدية المستقبلية .

##### 1.1.1.2.4. المقاربة الممتلكاتية :

وهذا من أجل تحديد القيمة المالية لأصول الشركة في تاريخ محدد انطلاقا من القيمة المحاسبية الصافية بعد إجراء بعض التعديلات الضرورية خاصة فيما يتعلق بعمليات إعادة التقويم فإذا كان الفرق ايجابيا ترتفع القيمة المالية والعكس صحيح.

كما أن تصحيح الأصول المحاسبية يشمل أيضا إلغاء بعض الأصول التي ليست لها قيمة مثل المصاريف الإعدادية.

كما أن تسيقات المساهمين المقدرة بـ 1424 مليون دينار ندمجها في الأموال الخاصة للشركة. و انطلاقا من الميزانية العامة للمؤسسة تقدر الأموال الخاصة بـ :

الجدول رقم 27 : جدول مكونات الأموال الخاصة لصيدال في 1997.12.31 (مليون دينار)

(أعد إنطلاقا من وثائق صيدال)

600	رأس مال اجتماعي
936	احتياطات
4 247	فرق إعادة التقييم
470	أخرى
6253	المجموع

ونظرا لكون الملكية القانونية للأراضي لم تحول إلى شركة صيدال فقيمتها يتعذر تحديدها في عملية التقويم المالي للمؤسسة، كما أن الفرق في تقويم الأراضي والمباني يؤخذ مع الكثير من الحذر، ولهذا لا يمكن إجراء تصحيحات على الأموال الخاصة.

في حين أن الديون المترتبة عن انتقال تحويل مركب المدينة من شركة SNIC إلى صيدال مع أن هذه الأخيرة غير مكلفة بدفعها يمكن اعتبارها حصة في الحساب الجاري الدائم للمساهم وبالتالي يمكن ادماجها في الأموال الخاصة.

وعليه تكون الأموال الخاصة المصححة كما يلي:

الجدول رقم 28 : جدول الأموال الخاصة المصححة لصيدال (مليون دينار)  
(أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

6253	الأموال الخاصة
1425	إدماج الحساب الجاري الدائم للمساهم
7678	الأموال الخاصة المصححة
10 000 000	عدد الأسهم
767,8 (دينار)	القيمة لكل سهم

#### 2.1.1.2.4. طريقة الـ Goodwill

ويمكننا استعمال إحدى الطرق الممتلكاتية الأخرى وذلك بالترجيح بين طريقة الأصول الصافية وطريقة قيمة المردودية أو ما يعرف بطريقة إتحاد المحاسبين الأوربيين لتحديد الـ Goodwill أي :

$$V = a A_n + b V_r$$

مع  $a$  و  $b$  معاملان وليكونا 0.65 لقيمة الأصول الصافية المصححة و 0.35 لقيمة المردودية حيث:

$$V_r = B/i$$

وتصبح لدينا :

$$V = 0,65 * 6253 + (0,35 * 397,5) / 0,12$$

$$= 5223.825$$

أي أن قيمة المؤسسة تساوي إلى 5223.8 مليون دينار وبالتالي فقيمة السهم يساوي إلى 522 دج .

#### 3.1.1.2.4. المقاربة المقارناتية

يتعذر استعمال المقاربة المقارناتية لعدم وجود مؤسسات أو مؤشرات مرجعية.

#### 4.1.1.2.4. المقاربة التحينية

عدة دراسات قام بها خبراء أجنب ومكاتب دراسات من أجل تحديد التدفقات النقدية التي ستحققها المؤسسة سمحت بتحرير مخطط الأعمال Busniss plan للمؤسسة نتطرق فيما يلي إلى الملخص المالي له.

## أملخص مخطط الأعمال:

حساب النتائج										
البيان										
2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997		
8223,0	8189,8	8156,6	8127,4	7736,2	5547,7	5507,0	4709,6	3600,2	انتاج مباع	
(3102,5)	(3090,0)	(3077,5)	(3066,5)	(2918,9)	(2470,4)	(2077,8)	(1776,9)	(1358,5)	مواد مستهلكة	
5120,5	5099,8	5079,8	5079,1	5060,9	4077,3	3429,2	2932,6	2241,7	القيمة المضافة	
(667,0)	(650,0)	(633,2)	(616,7)	(600,3)	(584,2)	(568,3)	(552,7)	(475,6)	أعباء مباشرة للإنتاج	
(459,7)	(449,0)	(438,9)	(429,4)	(420,7)	(413,8)	(389,1)	(357,0)	(261,0)	اهتلاكات	
(343,5)	(338,4)	(333,4)	(328,5)	(320,5)	(312,7)	(297,8)	(283,6)	(302,8)	أخرى، طاقة	
3650,2	3662,4	3673,6	3686,4	3475,8	2766,6	2174,0	1739,4	1202,4	الهامش الخام	
(475,8)	(469,7)	(452,7)	(446,8)	(432,1)	(397,5)	(366,6)	(342,0)	(339,4)	أعباء عامة وإدارية	
(146,2)	(141,0)	(147,0)	(142,3)	(137,7)	(133,3)	(129,0)	(114,8)	(95,4)	أعباء تجارية	
(76,5)	(71,9)	(67,7)	(62,7)	(58,2)	(53,6)	(49,0)	(44,5)	(43,0)	البحث والتطوير	
2951,7	2979,8	3006,6	3034,5	2847,9	2182,3	1629,2	1238,1	724,7	نتيجة الاستغلال	
(10,0)	(23,2)	(39,0)	(64,9)	(80,1)	(75,4)	(65,4)	(-58,6)	15,8	منتجات مالية	
								(153,3)	أعباء مالية	
								57,6	استثنائية	
2941,7	2956,6	2967,5	2969,6	2767,7	2106,9	1563,9	1180,0	644,8	النتيجة قبل الضريبة	
(1117,8)	(2956,6)	(1127,7)	(1128,5)	(1051,7)	(800,6)	(594,3)	(448,4)	(247,3)	الضريبة على الأرباح (38%)	
1823,8	1833,1	1839,9	1841,2	1716,0	1306,3	969,6	731,6	397,5	النتيجة الصافية	

الجدول 29: جدول حساب النتائج التقديري (أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)



الاحتياجات رأس المال العامل التقديرى:

البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
بضائع ومواد أولية	838,3	877,2	769,3	914,7	1080,7	1139,5	1139,5	1144,1	1148,7
منتجات شبه نهائية ونهاية	1073,8	1239,2	1344,2	1471,2	1604,7	1648,2	1648,2	1651,6	1654,9
زيمان	786,2	857,1	801,7	953,3	1126,3	1183,2	1187,5	1192,3	1197,2
حقوق أخرى	134,6	176,1	205,9	244,8	289,2	303,9	304,9	306,2	307,4
موردون	(306,8)	(401,3)	(469,3)	(357,9)	(699,2)	(692,5)	(695,0)	(697,9)	(700,7)
ديون أخرى	(432,4)	(434,8)	(506,5)	(604,5)	(714,3)	(753,1)	(753,1)	(756,2)	(759,2)
احتياجات رأس المال العامل	2093,7	2313,5	2143,4	2421,4	2727,5	2824,8	2832,2	2840,2	2848,3
عدد أيام رقم الأعمال	209,4	176,8	140,1	133,1	126,9	125,1	125,0	124,8	124,7
تغير احتياجات رأس المال العامل	0,0	219,8	(170,1)	278,0	306,0	97,3	7,2	8,2	8,2

الجدول رقم 30 : جدول احتياجات رأس مال التقديرى (الوحدة: مليون دينار)

( أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال )

مخطط الاستثمارات :

الجدول رقم 31 : جدول مخطط الاستثمارات (الوحدة: مليون دينار)

(أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	البيان
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	370,0	633,8	389,5	144,5	استثمارات التجديد والتهيئة
213,1	212,2	211,4	210,7	200,9	34,2	29,0	25,0		استثمارات تكرارية
213,1	212,4	211,4	210,7	200,9	404,2	662,8	414,5	144,5	المجموع

تحديد نسبة التحيين :

حددت نسبة التحيين وفق الجدول التالي :

الجدول رقم 32 : حساب نسبة التحيين (أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

	<b>مكافأة الأموال الخاصة</b>
13 %	نسبة الاقتراض من دون مخاطر
(07) %	نسبة التضخم
06 %	النسبة من غير المخاطر خارج التضخم
05 %	علاوة المخاطر المتوسطة (الأسواق الغربية)
2 %	علاوة مخاطر الدولة
4 %	مخاطر التغير المفاجيء
2 %	ضيق السوق
19 %	نسبة التحيين
	<b>مكافأة الديون</b>
12,5 %	النسبة المتوسطة
	<b>حساب الرافعة</b>
6253,4	الأموال الخاصة
1424,0	تسييق المساهم
7677,4	الأموال الخاصة المصححة
325,8	ديون مالية
4,07 %	أثر الرافعة (ديون مالية/الأموال الخاصة)
	و عليه تصبح
<b>18,74 %</b>	<b>نسبة تحيين التدفقات المعتمدة</b>

تحيين التدفقات النقدية :

انطلاقاً من مخطط الأعمال يمكن استخراج التدفقات المستقبلية، أي تحديد التدفقات النقدية التي تنتجها المؤسسة وتضعها تحت تصرف مانحي الأموال (المساهمين والمقرضين)

ويبين الجدول التالي قيمة التدفقات المستخرجة من مخطط الأعمال :

تدفقات الخزينة التقديرية

البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
النتيجة الصافية	397,5	731,6	969,6	1306,3	1716,0	1841,2	1839,9	1833,1	1823,8
الاهلاكات	261,0	357,0	389,1	413,8	420,7	429,4	438,9	449,0	459,7
الهامش الخام	658,4	1088,6	1358,7	1720,1	2136,7	2270,6	2278,7	2282,1	2283,6
قدرة التمويل الذاتي									
النتيجة المالية	137,5	58,1	65,4	75,4	80,1	64,9	39,0	23,2	10,0
تغير احتياجات رأس المال	0,0	(219,8)	170,1	(278,0)	(306,0)	(97,3)	(7,2)	(8,2)	(8,2)
العامل									
استثمارات	(144,5)	(414,5)	(662,8)	(404,2)	(200,9)	(210,7)	(211,4)	(212,2)	(213,1)
تدفقات الخزينة للاستغلال	651,4	512,4	931,4	1113,2	1710,0	2027,4	2099,2	2084,9	2072,3

الجدول رقم 33: جدول تدفقات الخزينة التقديرية (الوحدة: مليون دينار) (أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

تدفقات الخزينة للاستغلال = نتيجة الاستغلال + مخصصات الاهلاك - التغير في احتياجات رأس المال - استثمارات

وبتطبيق نسبة التحيين نحصل على القيم التالية :

الجدول رقم 34 : جدول تحيين التدفقات النقدية (الوحدة: مليون دينار )  
(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

المجموع	القيمة النهائية	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	البيان
	11061	2072,3	2084,9	2099,2	2027,4	1710	1113,2	931,4	512,4	التدفقات النقدية
9184,4	2800	622,9	744,9	889,5	1020,1	1021,5	789,6	784,4	512,4	التدفقات النقدية المحينة

### تحديد قيمة السهم :

بناءً على ما سبق يمكن تحديد قيمة السهم باعتبار أن قيمة المؤسسة ماهي إلا قيمة التدفقات النقدية المستقبلية المحينة، أي أن قيمة مؤسسة صيدال تساوي:

### الجدول رقم 35 : تحديد قيمة السهم

9184,4 مليون دينار	مجموع التدفقات النقدية المحينة
(325,8)	- الديون المالية
8858,6 مليون دينار	قيمة مجمع صيدال
(245,4)	- قيمة المؤسسات المختلطة
8613,2 مليون دينار	القيمة المالية للمجمع دون الشركات المختلطة
10 000 000	عدد الأسهم
861,32 دينار	قيمة السهم

أي أن القيمة الاقتصادية لسهم صيدال تساوي إلى 861,32 دينار وهي القيمة المعتمدة بالتقريب ( 800 دج) من قبل صيدال كسعر ثابت للدخول إلى البورصة.

#### 2.1.2.4. دخول صيدال إلى البورصة:

##### 1.2.1.2.4. سيرورة الدخول

يعتبر دخول صيدال إلى البورصة بفتحها 20 % من رأسمالها للجمهور شكل من أشكال الخوصصة الجزئية طبقاً للأمر رقم 95-22 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بالخوصصة خاصة المواد 25 و 26 منه، حيث جاء قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة بتاريخ 18 جوان في هذا السياق.

وبهذا باشرت صيدال إلى تحضير ملف الدخول إلى البورصة خاصة تقرير التقويم والمذكرة الإعلامية، وتقديم الملف إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي أعطت موافقتها (التأشير على المذكرة الإعلامية).

ولقد رافق مؤسسة صيدال في الدخول إلى البورصة بنك الاستثمار الوسيط في عمليات البورصة، الشركة المالية العامة SOGEFI، في حين أن الشركات المالية المكلفة بجمع أوامر الشراء فهي كل من الشركة المالية العامة SOGEFI، الشركة المالية للإرشاد و التوظيف SOFICOP وشركة الراشد المالي ومؤسسة توظيف القيم المنقولة SPDM، ويتم تسجيل هذه الأوامر من خلال شبابيك البنوك العمومية التالية: CPA، CNEP، BEA، BNA، BADR، BDL، CNMA

واختارت صيدال إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت حيث حددت سعر السهم بـ 800 دينار بناء على اعتماد طريقة تحيين التدفقات المستقبلية كما تطرقنا إلى ذلك في الفرع السابق. كما وضعت شروط للاكتتاب في سنداتها من حيث الكمية وذلك من أجل ضمان توزيع أسهمها على أكبر عدد من المستثمرين.

والجدول التالي يبين نسبة كل فئة من الأسهم المعروضة للبيع:

#### الجدول رقم 36 : جدول توزيع العرض بين الفئات [45]

30 %	الهيئات المالية
30 %	الأشخاص المعنوية الأخرى
05 %	عمال صيدال
35 %	أشخاص طبيعيين آخرين

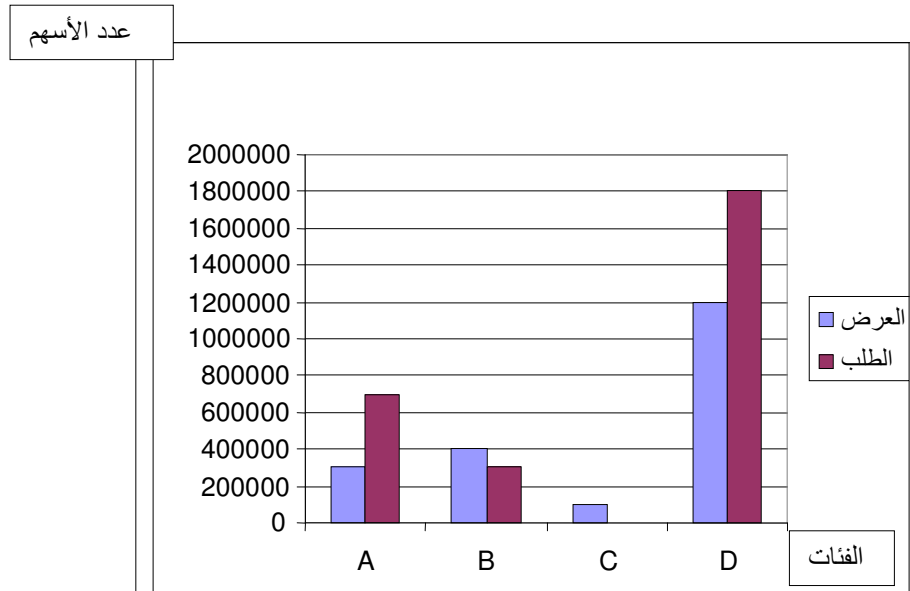
كما حدد الحد الأدنى والحد الأعلى للطلب وذلك حسب التقسيم الآتي :

الجدول رقم 37 : جدول تحديد كميات الإكتتاب [45]

البيان	الكمية المرصودة	الحد الأدنى للاكتتاب	الحد الأعلى للاكتتاب
A الهيئات المالية	300 000	10 000	100 000
B الأشخاص المعنوية	400 000	200	20 000
C عمال صيدال	100 000	1	100
D الأشخاص الطبيعيين الآخرين	120 000	1	2000
المجموع	2 000 000		

ولقد حددت فترة الاكتتاب بـ 30 يوما ابتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999 على أن هذه الأسهم تأخذ أثرها ابتداء من 15 فيفري 1999 (فيما يخص توزيع عائدات الأسهم).

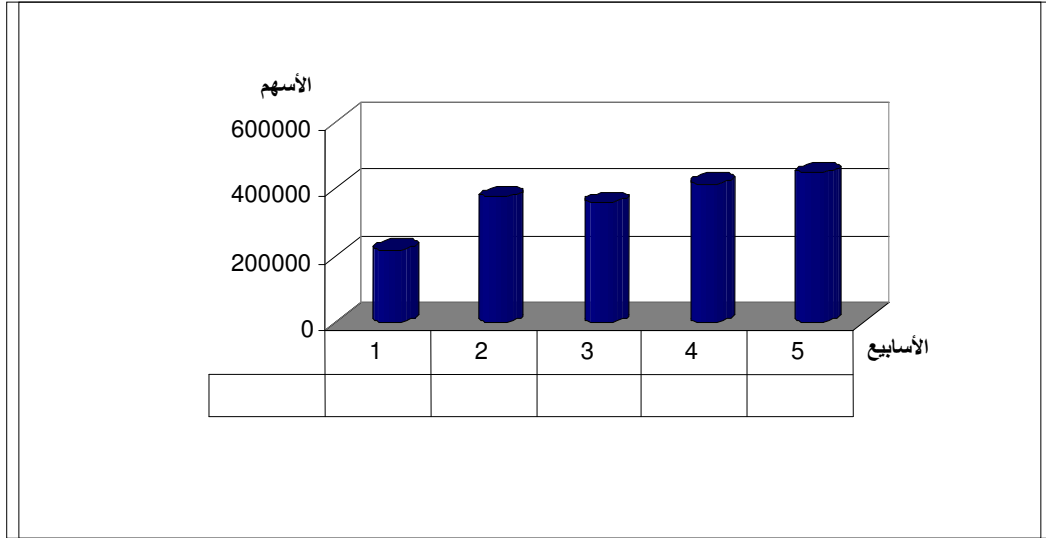
ولقد كانت عملية الدخول إلى البورصة ناجحة حيث فاق الطلب على أسهم الشركة 2 851 256 سهم أي بنسبة تفوق 142% وهي موزعة حسب الأعمدة البيانية التالية:



الشكل رقم 14: توزيع العرض والطلب على أسهم صيدال حسب الفئة

(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

ومن خلال الشكل الموالي يتضح تطور الطلب على أسهم شركة صيدال بالأسبوع خلال فترة الاكتتاب.



الشكل رقم 15: تطور الطلب (من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

وقد تم تلبية أوامر الشراء حسب الجدول التالي:

الجدول رقم 38 : جدول تلبية أوامر الشراء [45,46]

القسم	مانحي الأوامر	عدد الأسهم الملباة	مانحي الأوامر	عدد الاسهم
A	3	102 978	10	717 500
B	46	89615	57	309 115
C	1 662	16514	1662	16 514
D	17 581	1790 893	17 752	1 808 107
المجموع	19292	2 000 000	19 481	2 851 256

#### 2.2.1.2.4. تكلفة الدخول إلى البورصة:

نلخص التكاليف التي تحملتها صيدال كتكلفة مالية للدخول إلى البورصة في الجدول التالي:



الجدول رقم 39 : جدول تكاليف الدخول إلى البورصة (الوحدة: مليون دينار) [45,46]

البيان	الكلفة
مصاريف تأشيرة الـ COSOB (0,075 %)	1,2
عمولة القبول للتفاوض 0,05 %	1,0
عمولة التوظيف (الواسطات في البورصة 1,5)	7,5
مصاريف التسجيل	0,3
المجموع	10
الإشهار ( تلفزيون، إذاعة، جرائد... الخ)	20
تكلفة الطبع	30
تكلفة التقييم المالي للمؤسسة	18
المجموع	78

وعليه يكون الناتج الصافي 1522 مليون دينار

أي : الناتج الخام (1600) - التكاليف (78) = 1522 مليون دينار

#### 2.2.4. تقويم صيدال بعد دخولها إلى البورصة :

نحاول من خلال هذا المطلب تناول تطور مؤسسة صيدال بعد دخولها إلى البورصة حيث سنتطرق في الفرع الأول إلى التشخيص العام للمؤسسة في حين أننا نتناول التقييم المالي لها في الفرع الثاني

#### 1.2.2.4. التشخيص العام لصيدال بعد دخولها إلى البورصة

نتناول تطور أهم مؤشرات صيدال خلال فترة ما بعد الدخول إلى البورصة دون التطرق إلى التشخيص القانوني ، الذي تطرقنا إليه سابقا ولم يحدث عليه تطورات كبيرة.

#### 1.1.2.2.4. السوق:

يعتبر السوق الجزائري واعد بالنسبة لمنتجي الأدوية إذ أن الأمراض التي يعاني منها المرضى الجزائريين تجمع بين أمراض المجتمعات السائرة في طريق النمو و أمراض المجتمعات المتقدمة (السكري، السرطان...)

ولقد ارتفع الإستهلاك لدى الفرد الجزائري من 1.15 وحدة في الشهر سنة 2000 (370 مليون وحدة ) إلى 1.8 وحدة شهريا لكل فرد سنة 2005 (700 وحدة)، وحسب التقديرات فإن هذا الإستهالك سيتضاعف خلال العشرية القادمة.

حيث يمثل إنتاج صيدال 42 % من الإنتاج الوطني إلى جانب مخابر أجنبية وبعض المخابر المحلية التي تبقى مساهمتها محتشمة رغم وجود 54 وحدة لصناعة المواد الصيدلانية أنشأت بعد قرار إلزامية الإنتاج مقابل الترخيص بالإستيراد<sup>(1)</sup>.

إلا أن تغطية الجزء الأكبر من الإستهلاك المحلي يتم عن طريق الإستيراد (65%) بتكلفة فاقت 1.4 مليار دولار سنة 2007 ، حيث تحصي الجزائر 58 مستوردا . أما في مجال التوزيع يتكون السوق الجزائري من 469 موزع جملة، ثلثين منهم يتمركزون في العاصمة، وهران وقسنطينة. وفي إطار تطلعاتها إلى الإنضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة تراجعت الجزائر سنة 2005 عن قراراتها التي كانت تهدف إلى تنمية الصناعة الصيدلانية في الجزائر مثل:

- إلزام المستوردين على إنشاء مخابر إنتاج محلي
- حظر إستيراد الأدوية المنتجة محليا

إلا أن هذه الإجراءات أعيد العمل بها من طرف الحكومة ، وبالرغم من كل هذا يبقى السوق الجزائري جذابا وأن المنافسة لا تشكل أهم المخاطر التي تواجه صيدال ، بل انها تتميز بريادة لا بأس بها وهي مطالبة بالحفاظ عليها والزيادة من حصتها في السوق المحلي و إقحام الأسواق الجهوية والدولية.

#### 2.1.2.2.4. الشراكة:

- بعد تعديل قانون الصرف والنقد سارعت صيدال إلى إبرام عدة عقود مع أهم المخابر والشركات العالمية المعروفة في مجال صناعة الأدوية وذلك لتحقيق الأهداف التالية:
- الرفع من حصتها في السوق المحلي و خاصة منافسة الأدوية المستوردة
  - إدماج المجمع في السوق الجهوي والدولي تحضيرا للدخول المرتقب للجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة.
  - نقل التكنولوجيا وإكتساب المعرفة والخبرة
  - تحضير المجمع للإندماج في مجال البحث والتطوير لمنتجات جديدة
  - توسيع تشكيلة منتجاتها وتحسين النوعية

<sup>1)</sup> منشورات صيدال 2007

وفي هذا المجال تم عقد إتفاقيات مع المخابر التالية<sup>(1)</sup> :

- Pfizer الأمريكية
- SANOFI Aventis الفرنسية
- المجموعة الصيدلانية الأوربية GRE
- SPIMACO السعودية
- Acdim, JMP ، دار الدواء الأردنية

والجدول التالي يلخص تكلفة كل مشروع

الجدول رقم 40 : جدول تكاليف مشاريع الشراكة

(أعد إنطلاقاً من وثائق صيدال)

الشركاء	التسمية	الموقع	التكلفة (مليون دج)
Pfizer-Saidal manufacturing	PSM	الدار البيضاء	912
Winthrop-Pharma Saidal	WPS	جسر قسنطينة	400
Saidal-Groupe Pharmaceutique Europeen	SOMEDIAL	جسر قسنطينة	980
صيدال – دار الدواء	JORAS	جسر قسنطينة	120
Saidal-Acdima-SPIMACO-JPM-DIGROMED	TAPHCO	روبية	1100
SAIDAL-SOLUPHARM	SOLUPHARM	سيدي قاسي (الطارف)	500

وإضافة إلى عقود الشراكة ابرمت صيدال عقود أخرى مع مخابر عالمية قصد إنتاج أدوية من

قبل هذه المخابر ولحسابها في مصانع وورشات صيدال (façonnage)

<sup>(1)</sup> [www.saidalgroup.dz](http://www.saidalgroup.dz) le 06/04/2007

الجدول التالي يمثل حجم الإنتاج وعدد الأدوية المنتجة حسب كل عقد

الجدول رقم 41 : جدول حجم الإنتاج وعدد الأدوية المنتجة

(من إعداد الطالب انطلاقاً من وثائق صيدال)

الشريك	عدد الأدوية المنتجة	الإنتاج السنوي (مليون وحدة)
Généric Lab	7	5
UNI Lab	2	5
SOULUPHARM	5	6
LAD PHARM	2	1
LAM	5	1.5
BK LAB	7	3

#### 3.1.2.2.4. البحث والتطوير:

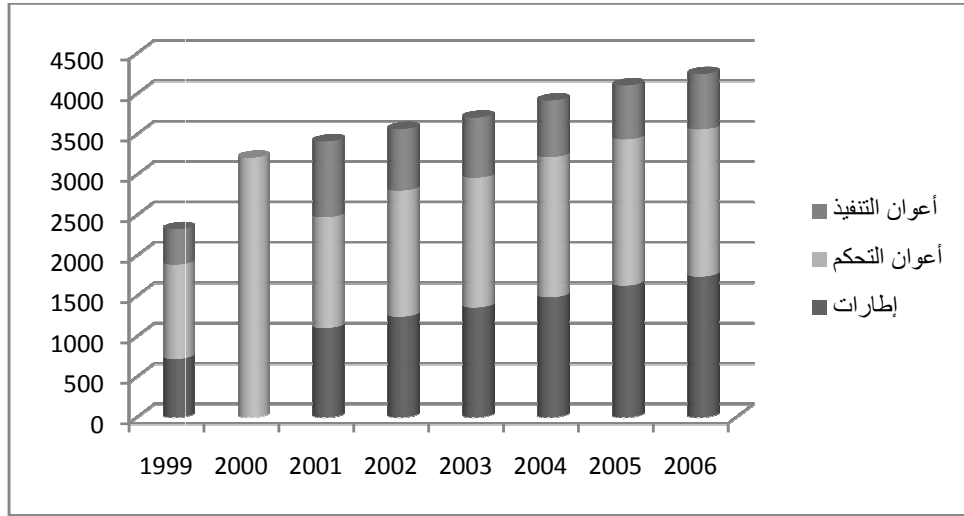
مع دخولها مباشرة إلى البورصة عمدت صيدال إلى الإهتمام بالبحث والتطوير كوسيلة لضمان الديمومة والإستمرار حيث أنشأت مركز البحث و التطوير خلفاً لوحدة البحث في مجال الأدوية والتقنيات لصيدلانية، كما أنشأت المجلس العلمي للمجمع كشكل من أشكال الشراكة بين المؤسسة والجامعة.

ومنذ ذلك الحين أصبحت صيدال تخصص 3 % من رقم أعمالها لفائدة البحث والتطوير، وخلال فترة 2000 و2007 تحصل مركز البحث والتطوير لصيدال على خمسة براءات إختراع ، ويتكون الطاقم العامل في المركز من 252 عامل ، 166 منهم في البحث و التطوير ، 10 في الصيانة و76 في الإدارة بصفتهم عمال دائمين ، في حين يتعامل مع 13 باحثين مشاركين و10 أساتذة يشاركون في المجلس العلمي للمجمع.

#### 4.1.2.2.4. الموارد البشرية

لقد تضاعف عدد مستخدمي صيدال خلال هذه الفترة من 2121 مستخدم سنة 1997 إلى 3046 عامل سنة 1999 ليصل سنة 2006 إلى 4243 عامل أي بأكثر من 100 % . ويوضح الشكل التالي تطور المستخدمين خلال نفس الفترة بما فيهم الإطارات ، أعوان التحكم وأعوان التنفيذ، والملاحظ

من خلال الأعمدة أن مؤسسة صيدال ضاعفت من مستخدميها خاصة الإطارات حيث قفز العدد من 629 سنة 1997 إلى 1737 سنة 2006 .



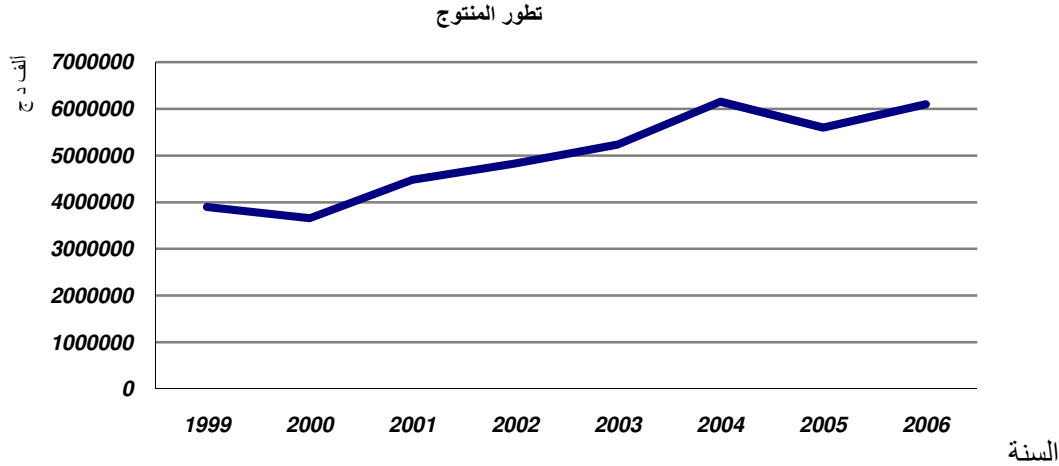
الشكل رقم 16: تطور عدد مستخدمي صيدال بعد دخولها البورصة.

(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

#### 5.1.2.2.4. المبيعات و الإنتاج :

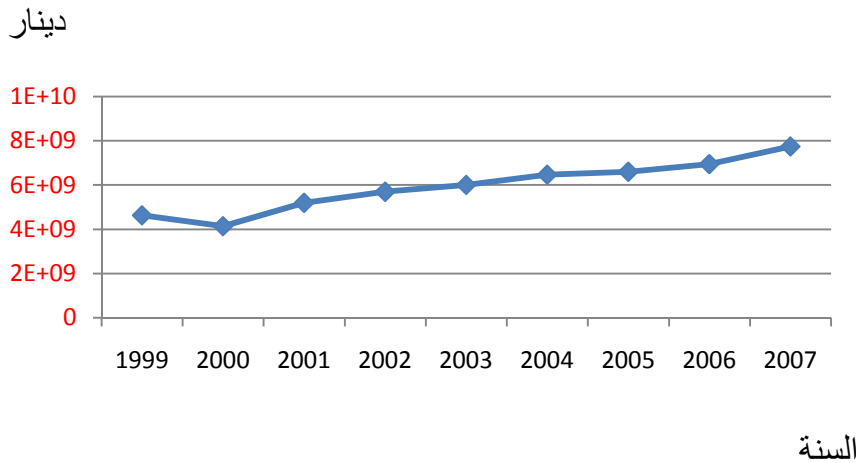
منذ الدخول إلى البورصة إلى غاية 2006 تضاعفت قيمة المبيعات حيث قدرت بـ 3650 مليون دينار سنة 1997 و 4630 مليون دينار في نهاية سنة 1999 لتصل في سنة 2006 إلى 6 942 750 ، إلا أن سنة 2000 كانت استثنائية حيث كان هناك انخفاض محسوس.

أما فيما يخص الإنتاج فهو الآخر عرف تطوراً في نفس السياق حيث قدر سنة 1997 بـ 2959 مليون دينار وسنة 1999 بـ 3898 مليون دينار ليتجاوز سنة 2006 قيمة 6096 مليون دينار ونفس الملاحظة بالنسبة لسنة 2000 وسنة 2005، ولقد إنطلقت صيدال في إنتاج مادة الأنسولين بطاقة أولية 4000000 وحدة سنوياً وذلك بمصنع قسنطينة الذي يتربع على مساحة 4100 متر مربع، كلف صيدال أكثر من 1.3 مليار دينار ويشغل 70 مستخدماً.



الشكل رقم 17: تطور المنتج  
(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

والشكل الموالي يبين تطور رقم أعمال صيدال خلال مرحلة ما بعد الدخول إلى البورصة.

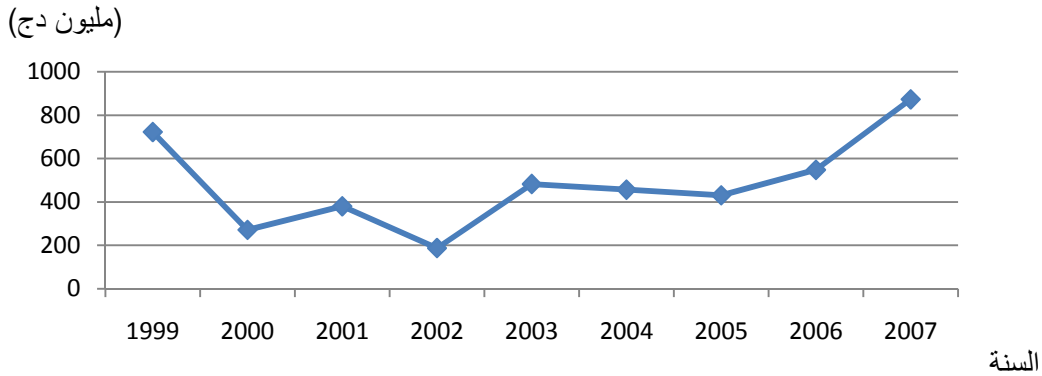


الشكل رقم 18 : تطور رقم أعمال صيدال  
(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

### و- تطور النتائج :

بعد دخول صيدال البورصة عرفت أرباحها انخفاضا كبيرا حيث نزل من 721 774 513 دج سنة 1999 إلى 271 109 221 دج سنة 2000 ، ورغم ارتفاعه الطفيف سنة 2001 إلا أنه في سنة 2002 سجل هبوطا أكبر من ذلك المسجل سنة 2000 حيث لم تسجل صيدال إلا 187 339 238 دج

والمنحنى الموالي يبين تطور أرباح صيدال خلال الفترة الممتدة بين 1997 و 2007

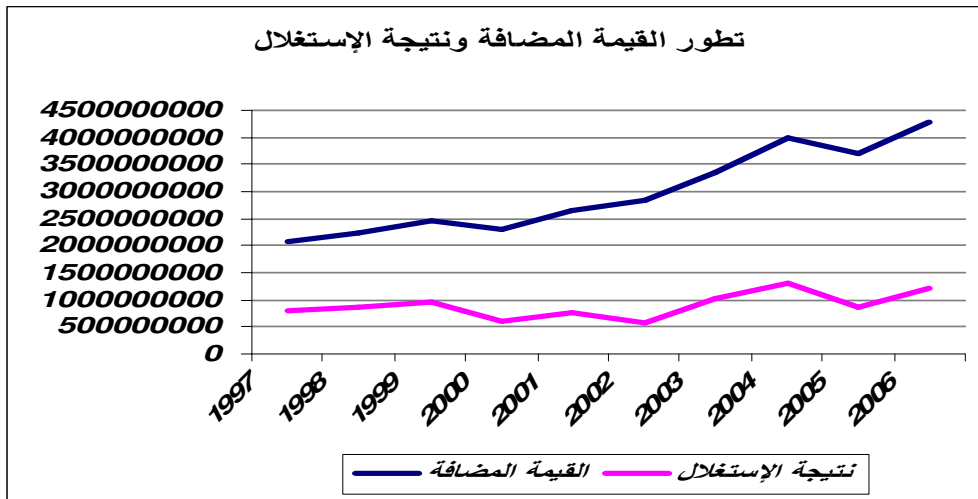


الشكل رقم 19: تطور أرباح الأرباح صيدال

(من إعداد الطالب إنطلاقا من وثائق صيدال)

أما فيما يخص تطور القيمة المضافة فإن المؤسسة سجلت هبوطا سنة 2000 ولكن ليس بنفس الحدة مقارنة بالنتائج الصافية، فنتائج خارج الاستغلال السلبية أثرت كثيرا على النتيجة، ونفس الملاحظة بالنسبة لسنة 2005.

والمنحنى الموالي يبين تطور القيمة المضافة خلال تلك الفترة وكذا نتيجة الاستغلال



الشكل رقم 20 : تطور القيمة و نتيجة الإستغلال

(من إعداد الطالب إنطلاقا من وثائق صيدال)

أما فيما يخص عائدات الأرباح فقد عرفت هي الأخرى نزولا حادا بعد تلك المدفوعة في السنة الأولى أين سجلت 36 دينار لتتنزل مباشرة سنة 2000 إلى 20 دينار وسنة 2002 إلى 9 دينار وهذا ما يفسر هبوط أسعار أسهم صيدال في السنة الموالية .

#### 2.2.2.4. التقويم المالي للمجمع

لقد قوم سهم صيدال عند دخولها البورصة بأكثر من 800 دج وذلك بناء على فرضيات وتوقعات لم يؤكدتها الواقع بل العكس تماما ؛ حيث سجلت أرباح صيدال وكل مؤشرات تراجع ملحوظا ابتداء من السنة الأولى ( الموالية لسنة دخولها أي سنة 2000) فماهي القيمة الحقيقية لسهم صيدال عند دخولها إلى البورصة، وما تطورات هذه القيمة بعد ذلك ؟

نحاول أولاً أن نعطي صورة وجيزة عن تطور بعض النسب المالية المعمول بها في مجال السوق المالي و التي تميزت بها صيدال خلال فترة ما بعد الدخول إلى البورصة لتنتظر فيما بعد إلى القيمة المالية الحالية لسهم صيدال.

#### 1.2.2.2.4. الصحة المالية لصيدال بعد الدخول إلى البورصة

يستعمل خبراء الأسواق المالية عدة مؤشرات في هذا المجال نذكر منها مايلي:  
السيولة المالية :

هناك ثلاث نسب يمكننا من خلالها قياس السيولة لأصول صيدال نحاول أن نلخصهم في الجدول

التالي

الجدول رقم 42 : تطور نسب سيولة أصول صيدال بعد دخولها إلى البورصة  
(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السيولة الإجمالية	2,179	0,0597	1,32	0,676	1,384	2,178	1,85	1,934
السيولة الوسيطة	0,327	0,034	0,397	0,422	0,362	0,906	0,367	0,392
السيولة الآنية	0,081	0,0065	0,042	0,085	0,041	0,031	0,052	0,053

نلاحظ من خلال الجدول أن السيولة الإجمالية ( يعني نسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الديون ماعدا ديون الإستثمار ) عرفت إنخفاضا كبيرا سنة 2001 و 2002 وهما السنتان اللتان تليتنا السنوات التي عرفت فيهم ارباح صيدال إنخفاضا محسوسا (2000 و2002)وهي نفس الملاحظة



بالتقريب لكل من السيولة الوسيطة (نسبة الحقوق إلى مجموع الأصول) وكذا السيولة الأنية (نسبة المتاحات إلى مجموع الأصول). إلا أنه خلال سنة 2005 و 2007 يمكننا القول أن صيدال تتوفر على سيولة كافية ، بل مفرطة إذ أن جزء من الأموال الدائمة يمول الأصول المتداولة حيث فاقت النسبة الضعف سنة 2005 وقاربت ذلك سنة 2007.

### تغطية أعباء الديون :

يمثل الجدول التالي تطور نسبة تغطية أعباء الديون التي تميزت بها صيدال خلال فترة 2000 و2007.

الجدول رقم 43 : تطور نسبة تغطية أعباء الديون لصيدال (الوحدة: مليون دينار)  
(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
872.15	547.48	430.55	456.23	482.29	263.57	379.81	271.10	الأرباح الصافية
291.61	227.68	230.89	274.48	303.82	197.44	233.64	192.58	الضرائب على الأرباح
205.81	223.70	255.01	379.88	267.95	283.68	149.60	98.19	أعباء الديون
1369.57	998.87	4791.46	1110.60	1054.06	744.69	763.06	561.88	المجموع
<b>6,65</b>	<b>4,47</b>	<b>3,59</b>	<b>2,92</b>	<b>3,93</b>	<b>2,63</b>	<b>5,10</b>	<b>5,72</b>	النسبة التغطية %

نلاحظ أن صيدال تمتاز بتغطية جيدة لأعباء ديونها إذ أن كل نسبها تفوق النسبة المطلوبة "3" ماعدا سنة 2002 ولكن بفارق ضئيل .

### القدرة على تسديد الديون:

يبين الجدول التالي نسبة تغطية التدفقات النقدية لصيدال لديونها

الجدول رقم 44 : تطور نسبة القدرة على تسديد الديون (الوحدة: مليون دينار)

(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
1456.63	1084.67	870.57	842.14	832.70	590.00	796.8	62.38	التدفقات النقدية
7999.11	9888.77	8542.32	6882.48	6225.74	5562.70	7888.77	4347.84	مجموع الديون
<b>18,2</b>	<b>10,96</b>	<b>10,19</b>	<b>12,23</b>	<b>13,37</b>	<b>10,6</b>	<b>10,1</b>	<b>1,4</b>	النسبة %

تبقى صيدال بعيدة كل البعد في تغطية ديونها عن طريق التدفقات النقدية التي تحققها خاصة في السنوات الأولى بعد دخولها البورصة حيث لم تتعدى النسبة 1.4 % وأعلى نسبة مسجلة هي 18.2 سنة 2007 والتي لم تصل إلى الثلث المتعارف عليه.

تغطية الديون والإستقلالية المالية لصيدال

يقصد بتغطية الأموال الخاصة للديون درجة الضمان التي تمنحه المؤسسة لمقرضيها ، وفي نفس الوقت يمكن للمستثمرين في أسهم المؤسسة أن يلاحظوا درجة المخاطر التي قد يتحملونها نتيجة المديونية المفرطة ، في حين يقصد بالإستقلالية المالية للمؤسسة في نفس السياق عدم الإعتماد الكلي أو بشكل كبير على الديون ، حيث أن الجدول الموالي يوضح النسب التي تميزت بها صيدال خلال فترة ما بعد الدخول إلى البورصة في هذا المجال

الجدول رقم 45 : تطور تغطية الديون، الهيكلية المالية والإستقلالية المالية لصيدال (الوحدة: مليون دج)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
مجموع الديون	4347.84	7888.77	5562.70	6225.74	6882.48	8542.32	9888.77	7999.11
رأس المال	6248.18	5906.73	5396.89	5455.50	5665.06	2798.34	5906.73	6143.33
مجموع الأصول	10867.13	1075.36	11146.94	12163.53	13003.78	11539.57	14343.00	150145.9
نسبة تغطية الديون	0,69	1,33	1,03	1,14	1,21	3,05	1,67	1,30
نسبة الإستقلالية المالية	0,40	0,073	0,49	0,51	0,52	0,74	0,689	0,532

(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

من خلال الجدول يتضح أن رأس مال صيدال يغطي جزء كبير من الديون ونسبة التغطية تبقى معقولة وتتجاوب مع النسب المثالية إلا أن سنة 2005 كانت كارثية سواء بالنسبة للإستقلالية المالية (نسبة الإعتماد فاقت 74%) أو نسبة التغطية حيث فاقت الديون ثلاثة أضعاف الأموال الخاصة متجاوزة النسبة القصوى بأكثر من الضعف.

تطور المردودية

يبين الجدول التالي تطور المردودية المالية و الإقتصادية التي تميزت بهما صيدال خلال مرحلة ما بعد الدخول إلى البورصة

الجدول رقم 46 : تطور المردودية المالية و الإقتصادية

(من إعداد الطالب إنطلاقاً من وثائق صيدال)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
المردودية المالية %	4,339	6,43	4,883	8,84	8,05	7,11	9,27	14,2
المردودية الإقتصادية %	2,499	3,5	2,364	3,97	3,51	1,72	3,82	5,81

نلاحظ من خلال الجدول أن المردودية المالية والإقتصادية وبالرغم من أنها موجبة إلا أنها عرفت تذبذبات متتالية في السنوات 2000، 2002، 2004 نزول خفيف ليتبعه نزول آخر

سنة 2005، ونلاحظ أن المردودية التي تتميز بها صيدال تبقى دون المستوى المطلوب من طرف المساهمين والمردودية التي يمنحها سوق الأموال من دون مخاطر.

#### 2.2.2.2.4. القيمة المالية لسهم صيدال :

قبل التطرق إلى القيمة المالية الحالية لسهم صيدال ، نحاول أن نعود إلى التقويم المالي لصيدال عند دخولها إلى البورصة ، حيث أن الخبراء إعتدوا فقط على طريقة تحيين التدفقات المالية التي توقعوا أن تحققها المؤسسة بعد دخولها إلى البورصة .

#### قيمة سهم صيدال عند الدخول إلى البورصة:

بمقارنة النتائج المتوقعة من خلال مخطط الأعمال والمحقة فيما بعد يمكننا التوصل إلى أن صيدال قومت بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، حيث أن الجدول الموالي يبين الفرق بين النتائج

الجدول رقم 47 : مقارنة النتائج المتوقعة والمحقة ( الوحدة: مليون دينار)

(من إعداد الطالب إنطلاقا من وثائق صيدال)

البيان	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	القيمة النهائية
التدفقات النقدية المتوقعة	512,4	931,4	1113,2	1710	2027,4	2099,2	2084,9	2072,3	11061
التدفقات المحققة	512.4	1072.26	623.83	796.86	590	832.70	842.14	870.57	
التدفقات المحينة	512.4	903,33	442,75	476,46	297,20	353,37	301,07	262,20	1400

وذلك بأخذ القيمة النهائية تساوي إلى نصف القيمة النهائية المتوقعة ، إذ يتعذر علينا حسابها بإعتبار أن النتائج لا تعرف تطورا مستمرا و ثابتا .

وعليه نحصل على النتائج التالية :

مجموع القيم المحينة ..... = 4948819113 دينار  
 - الديون ..... = 325800000 دينار  
 - قيمة المؤسسات المختلطة = 2454 000000 دينار  
 = قيمة صيدال ..... 4703415855 دينار  
 / عدد الأسهم ..... 10000000

=> قيمة سهم صيدال حسب طريقة التدفقات النقدية المحين يساوي إلى .... **470.34 دينار**

وبالتالي يمكننا القول أن سهم صيدال قوم بقيمة أكبر من قيمته الإقتصادية ، حيث أنه في الأسواق الكفاءة التقويم بقيمة أكبر من القيمة الإقتصادية للسهم يكلف المؤسسة غالبا ، و بالرغم من حالة السوق المالي الجزائري إلا أنه قوم المؤسسة بقيمتها ولو بعد فترة.

### التقويم المالي الحالي لسهم صيدال

بما أن صيدال لا تتوفر على نسبة نمو أرباح ثابتة ولا نسبة توزيع ثابتة و مع تعذر الحصول على مخططات الأعمال المستقبلية لصيدال لا يمكننا اللجوء إلى المقاربة التحيينية ، وبالتالي نكتفي في حدود المعطيات المتوفرة، بالتطرق إلى بعض الطرق من المقاربة الممتلكاتية .

### - الأصول المحاسبية الصافية المصححة :

في غياب معلومات عن الملكية القانونية للأراضي ، حالة البنائيات و الألات ووسائل الإنتاج وغيرها لا يمكننا إجراء التصحيحات اللازمة وبالتالي نكتفي بإعتبار الأصول المصححة تساوي الأموال الخاصة مضافاً إليها الإلحقيات و فرق إعادة التقويم و حساب بين الفروع ، إلا أن النتيجة قيد التخصيص يمكننا أن نعتبرها ديونا ستوزع لاحقا وبنسبة 100% .

- الرأسمال الإجتماعي: .....2500000000 دج
- الإحتياطيات : .....2965513404 دج
- إعانات : .....27699329 دج
- فرق إعادة التقويم:.....620193156 دج
- حساب بين الوحدات:.....5887289 دج
- المجموع:.....**6119293178** دج
- عدد أسهم صيدال : .....10000000 سهم
- قيمة السهم : .....**611.92** دج

أي يمكننا إعتبار قيمة صيدال تساوي إلى **6119293178 دج** في حين أن قيمة سهمها يساوي إلى **611.2 دج**.

### - طريقة الربيع المختصر للـ Goodwill :

نعلم أن قيمة المؤسسة تساوي إلى مجموع القيمة الممتلكاتية ( الأصول المحاسبية المصححة مثلا) والقودويل ، فهذا الأخير يساوي حسب هذه الطريقة إلى تحيين مجموع الأرباح المستقبلية لمدة  $J=5$  وبنسبة من غير مخاطر  $i=5.175$  (نسبة أدونات الخزينة لمدة 10 سنوات) في حين أن نسبة التحين ذات المخاطر  $t=12$  .

$$V = A + GW$$

مع

$$GW = \sum_{j=1}^n (B - iA)(1 + t)^{-j}$$

$$V = A + \sum_{j=1}^n (B - iA)(1 + t)^{-j}$$

وبالرغم من النتيجة الإيجابية التي حققتها صيدال بعنوان سنة 2007، وأمام صعوبة التوقع للأرباح المستقبلية ، نأخذ متوسط الأرباح المتزايدة أي نأخذ  $B=616729600$  وعليه نحصل على قيمة

$V = 7200928546.32$  أي أن قيمة صيدال تساوي إلى  $7200928546.32$  دج في حين

أن قيمة السهم فتساوي إلى **720.09 دج**

- طريقة الممارسين: حسب هذه الطريقة قيمة المؤسسة تعطى بالعلاقة التالية :

وعادة تأخذ  $B$  قيمة أرباح آخر سنة أي سنة 2007 ومنه تصبح

$$V = \frac{AN_c + B/i}{2}$$

$$V = 6264701685.61$$

وهي قيمة مؤسسة صيدال حسب هذه الطريقة في حين أن قيمة السهم تساوي إلى **626.47 دج**

- الطريقة الأنجلوسكسونية

$$V = Anc + (B - iAnc) \times K \quad \text{لدينا}$$

مع :

$$K = \frac{1 - (1+t)^{-j}}{t} \quad \text{و} \quad GW = B - iAnc$$

$$k = 4.73 \leq$$

$$V = 4413649393.31 \quad \text{و}$$

وهي قيمة صيدال حسب هذه الطريقة، في حين أن قيمة السهم تساوي إلى **441.36** دج

- طريقة الخبراء الأوربيين

$$GW = (B - iV) an \quad \text{حسب هذه الطريقة}$$

$$an = 1/t * (1 - 1/(1+t)^n) \quad \text{مع}$$

$$V = (A + anB) / (1 + i an) \quad \text{و منه}$$

$$\text{حيث : } an = 3.60$$

$V = 7029857319.39$  وهي قيمة صيدال حسب هذه الطريقة ، أي أن قيمة السهم تساوي

إلى **702.98** دج

- طريقة Retail

تكون  $V$  حسب هذه الطريقة تساوي إلى نصف مجموع القيمة الممتلكاتية وجداء  $PER$  و قيمة

الأرباح أي  $V = \frac{1}{2}(A + PER * B)$  وحيث أن السعر البورصي لصيدال لسنة 2007

يساوي إلى 4.586 دج فإن القيمة المالية لمؤسسة صيدال يساوي إلى 5059486013.9 دج أي أن

قيمة السهم الواحد تساوي إلى **505.94** دج .

## خلاصة الفصل الرابع :

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل أن ندرس القيمة المالية لمجمع صيدال عند دخوله إلى البورصة وتطوره خلال العشرية التي تلت هذا الدخول. وذلك بالتطرق إلى أهم الطرق المستعملة في التقويم المالي التي يمكن أن تطبق في مثل هذه الحالة.

حيث أن التقويم المالي للمؤسسات، وحتى يكون موضوعيا و يعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة، لا بد أن يعتمد على معلومات دقيقة عن كل المعطيات والتعاملات التجارية والمالية التي تقوم بها المؤسسة وحتى تلك التي تصنف في خانة السرية وفي غياب مثل هذه المعلومات حاولنا أن نتطرق ، باستعمال المعطيات المتوفرة ، إلى المنهجية المستعملة من طرف الخبراء في التقويم المالي ولم نعط أهمية كبيرة للقيمة الرياضية للسهم.

كما أن غياب سوق مالي حقيقي، وغياب مؤسسات مثيلة لمجمع صيدال تنشط في هذا السوق كان سببا في غياب المقاربة المقارناتية عن بحثنا هذا في جانبه التطبيقي.



## خاتمة

أصبح التقييم المالي للمؤسسات مهما للمستثمرين، الذين يريدون الاستثمار في البورصة وذلك من أجل معرفة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق أو تلك التي ستطرح للتداول، وعلى أساس هذا التقييم يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية وإصدار الأوامر للشراء أو البيع أو الاحتفاظ بهذه الأوراق؛ أي أن التقييم الموضوعي للمؤسسة وبالتالي أوراقها المالية المطروحة للتداول في السوق يوجه الطلب والعرض على هذه الأوراق ليستبعد تلك الفوارق التي يمكن أن تكون بين القيمة الاقتصادية والقيمة المالية التداولية للورقة المالية، وبهذا يعتبر التقييم المالي محذرا للمستثمرين في تعاملاتهم مع المضاربين الذين يحاولون توجيه العرض والطلب في غالب الأحيان لتحقيق فوائض مالية، حيث أن المستثمرون يقومون بشراء الأوراق المالية التي تكون قيمتها الاقتصادية أكبر من السعر التداولي في حين أنهم يقومون ببيع الأوراق التي يكون سعرها أكبر من قيمتها الاقتصادية.

وبقدر ما يحاول التقييم المالي ضمان حقوق المستثمرين فهو يحافظ على حقوق المؤسسة المصدرة ذاتها، حيث أنه يساعد على معرفة ما مدى تكوين القيمة داخل المؤسسة وتطورها، وبهذا يكون معيارا لتحديد مدى نجاعة الإستراتيجية التي يعتمدها المسيررون.

و إن التقييم المالي المجحف في حق المؤسسة يعني تنازل عن جزء من أصول المؤسسة من دون مقابل ويعتبر تحطيم لرؤوس مال المساهمين، في حين أن التقييم المالي للمؤسسة المبالغ فيه يعتبر إجحافا في حق المستثمرين الذين يودون شراء أوراقها بمناسبة دخولها إلى البورصة، و في هذه الحالة وإذا كان السوق كفوفا فالمؤسسة ستلقى رد فعل قوي قد يؤدي إلى إفلاسها.

ولقد أصبح التقييم المالي الخاطئ للمؤسسات المتعددة الجنسيات خاصة المالية منها من أبرز أسباب الأزمات المالية العالمية، إذ تعتبر المؤسسة الاقتصادية البنية الأساسية التي يعتمد عليها اقتصاد السوق، وغياب الثقة بالأسواق المالية نتيجة التقييم التضخمي لهذه المؤسسات قد يدفع المستثمرين للتخلي الكلي عن أوراق هذه المؤسسات مما يعرضها للإفلاس.

ولهذا فتحديد القيمة المالية للمؤسسة يعتبر ضروريا ومهما على المستوى الاقتصادي الجزئي والذي قد يكون له تأثيرا على المستوى الكلي، مما دفع بالكثير من الخبراء إلى البحث عن طرق و آليات لتحديد القيمة المالية للمؤسسة.

### إختبار فرضيات:

- بالرغم من أن عملية الدخول إلى البورصة تعتبر إلى حد ما عملية تجارية بين مؤسسة عارضة لأسهمها ومستثمرين يودون الإكتتاب وشراء هذه الأسهم، وعليه تحديد سعر المؤسسة البورصي يمكن أن يتحدد سويقيا أي بموجب قانون العرض والطلب، إلا أن حقيقة الدخول إلى البورصة في غالب الأحيان لا تحتكم إلى هذا القانون في صيغته البسيطة، إذ أن كيفية تحديد السعر تتحدد مسبقا من قبل الجمعية العامة للمؤسسة وقد يكون العرض بسعر ثابت OPF أو بتحديد السعر الأدنى OPM بتحديد مجالا للسعر أو ما يعرف بسعر مفتوح OPO، وبالتالي يمكننا أن نستخلص أن قيمة المؤسسة لا تتحدد بسعر دخولها إلى البورصة وإنما العكس، إذ أن سعر الدخول يتحدد بالقيمة المالية للمؤسسة، وبعبارة أخرى تحديد القيمة المالية للمؤسسة يقوم به مختصون ماليون وذلك قبل الدخول إلى البورصة، ويعتبر ذلك من بين الأعمال التحضيرية لهذا الدخول، وعليه ففرضية أن الدخول إلى البورصة يُمكن من تحديد القيمة المالية للمؤسسة غير صحيحة.

- وباعتبار أن التشخيص العام للمؤسسة وخاصة المالي منه، يحاول أن يتطرق إلى جميع الجوانب التي تخص الصحة المالية للمؤسسة إلا أنه لا يمكن أن يكون عملا كافيا لتحديد قيمة جبرية للمؤسسة، فالتشخيص المالي للمؤسسة يعطينا صورة عن صحتها المالية ولكن لا يهتم المستثمر الذي يود أن يكتتب في أسهم المؤسسة، وبالتالي يبحث عن قيمتها المالية إضافة إلى نوعيتها وبعبارة أخرى يمكن القول أن التشخيص المالي للمؤسسات يعتبر ضروريا ولكن يبقى عملا تحضيريا لعملية التقييم المالي للمؤسسات خاصة الداخلة منها إلى البورصة ولا يمكن أن يكون بأي حال من الأحوال بديلا لها، ومما سبق يتضح لنا أن التقييم المالي بالرغم من اعتماده على التحليل المالي، إلا أنه أصبح مستقلا بذاته إذ أصبح يتميز عنه بطرقه، منهجه وأدواته، وبالتالي فإنه يمكن القول أن الفرضية التي مفادها أن التشخيص المالي يمكنه تحديد القيمة المالية للمؤسسة تبقى غير صحيحة.

- مع تعدد المعاملات التي يكون موضوعها المؤسسة الاقتصادية، ظهرت طرق ومقاربات عديدة من أجل إيجاد تقنيات لتحديد القيمة المالية للمؤسسة المزمع بيعها، شراؤها، خوصصتها،... الخ، وتبقى صحة الفرضية التي مفادها أن هذه الطرق يمكن أن تحدد قيمة المؤسسة الاقتصادية مرتبط بكيفية إستعمالها حسب طبيعة وخصائص المؤسسة ذاتها و المحيط الذي تنشط فيه.

- لم يُقوّم بقيمته الحقيقية لدى حيث إعتد مكتب الدراسات المكلف بتقويم مجمع صيدال على النتائج الإيجابية المحققة قبل فترة دخوله إلى البورصة في بناء توقعاته ، هذه الأخيرة لم تتحقق في الواقع ويستشف هذا أيضا من الهبوط السريع لأسعار أسهم صيدال في البورصة إلى أقل من سعر الدخول، وبالتالي ففرضية أن مجمع صيدال قوّم بقيمته الحقيقية لدى دخوله إلى البورصة غير صحيحة.

### النتائج:

إن التقويم المالي أصبح فرع من فروع الإقتصاد المالي له طرقه ومنهجه وأدواته مستقلا عن التحليل المالي وازدادت أهميته أكثر مع ظهور الأزمات المالية الدولية مما دفع بالخبراء الماليين إلى البحث عن طرق و آليات جديدة لتحديد القيمة المالية للمؤسسة تمحورت حول ثلاث مقاربات: ممتلكاتية، تحبينية و مقارناتية.

- فتحديد القيمة الممتلكاتية للمؤسسة بتحديد القيمة المالية للأصول المحاسبية المصححة، في غالب الأحيان لا يعبر عن القيمة المالية الحقيقية للمؤسسة (إلا في حالة إفلاس هذه الأخيرة) وإلا كان أي مستثمر جديد يمكنه ، بإمتلاكه لنفس الأصول المادية، أن ينافس المؤسسة التي يفترض أن تكون لها خبرة في مجال نشاطها، إلا أن هذه القيمة الممتلكاتية تعتبر الحد الأدنى الذي يمكن أن يركز عليه المساهمين كتحديد للقيمة الدنيا لحصصهم وتعتبر في نفس الوقت ضمان للمقرضين، ولهذا يستعمل الخبراء الماليون ، إضافة إلى القيمة الممتلكاتية، القيمة المالية للأصول المعنوية التي تملكها المؤسسة من غير تلك المسجلة محاسبيا وهذا ما يعرف بالـ Goodwill.

- في حين أن محللون آخرون لا يستعملون المقاربة الممتلكاتية إطلاقا وإنما يبنون معالم القيمة إنطلاقا من الأرباح أو التدفقات التي يمكن للمؤسسة أن تجنيها مستقبلا بغض النظر عن الأصول التي تملكها (المقاربة التحبينية)، باعتبار أن الإستثمار في الأوراق المالية للمؤسسة ما هو إلا مراهنة على الحصول على المداخل وليس تملك للأصول ، وهذا خاصة بالنسبة لبعض المؤسسات التي لا تملك أصولا مادية ضخمة ولكن في المقابل تحقق أرباح هائلة، و نفس الشيء بالنسبة للمضاربيين الذين يحققون عائدات نتيجة الفرق بين سعر الشراء و البيع بغض النظر عن القيمة الحقيقية للمؤسسة.

- ويعتمد محللون آخرون، خاصة العاملين في مجال البورصة، إلى تحديد القيمة المالية للمؤسسة بمقارنتها مع مجموعة من المؤسسات التي لها نفس الخصائص، بأخر معاملة تمت في السوق أو بمؤشرات القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، وبالرغم من إيجابيات هذه الطريقة نظرا لسهولة تطبيقها إلا أنه يجب أخذ الحيطة والحذر في إختيار المؤسسات أو المؤشرات المرجعية في عملية المقارنة.

- إن محدودية السوق المالي الجزائري يؤثر سلبيًا على تبادل الأوراق المالية للمؤسسات المسعرة فيه، وهذا ما يفرض انتهاج سياسة تحفيزية للاستثمار في البورصة وتشجيع مؤسسات القطاع الخاص للدخول إليها، وذلك بنشر ثقافة استثمارية مبنية على المخاطرة والمنافسة بدل الثقافة الريعية والربح الأكيد

### التوصيات:

لا يمكن اعتبار أن كل طرق التقييم صالحة لتقييم مؤسسة إقتصادية معينة، ولهذا يكمن دور المقوم المالي في إختيار الطرق الأكثر ملائمة للمؤسسة محل التقييم، وفي غالب الأحيان يستعمل المقومون الماليون عدة طرق تمزج بين مقاربتين أو أكثر لتحديد القيمة المالية للمؤسسة، ويتم اعتماد هذه الطرق بنفس الأهمية أو بالترجيح بينها عن طريق معاملات الترجيح وذلك حسب أهمية و ملائمة كل طريقة على حدى.

كما أن أي طريقة، ومن أجل أن يكون استعمالها صحيحا، لا بد أن تكون المؤشرات، النسب والمعطيات التي تعتمد عليها صحيحة ودقيقة، إذ أنه يتعذر الوصول إلى نتائج صحيحة انطلاقا من معطيات خاطئة.

فالطرق التي تعتمد على التنبؤات والتخمينات المستقبلية لا بد أن يراعي فيها الخبير المالي تلك المخاطر التي قد تؤثر على نتائج المؤسسة حتى وإن كانت تخرج عن النطاق الإقتصادي، كالأستقرار السياسي وتطور الترسانة القانونية مثلا.

كما أن المؤسسات المسعرة في البورصة لا بد أن تنشأ قنوات إعلامية مستمرة مع المستثمرين، البورصة والمحيط الذي تنشط فيه حتى تضمن وصول معلومات صحيحة ودقيقة إلى كل المستثمرين وفي نفس الوقت من أجل ضمان منافسة نزيهة.

### أفاق الدراسة:

إن بعض مؤسسات الإقتصاد الحديث و التي تتميز بحركية فائقة ( شركات الأنترنت، الإعلام و الإتصال، وكل ما يتعلق بالتكنولوجيات الحديثة... ) أصبحت تجد صعوبة في التقييم المالي بإستعمال المقاربات والطرق "التقليدية" التي تناولناها في بحثنا هذا، ولذا أصبح بعض المحللين الماليين يستعملون طرقا جديدة أو ما تعرف بالمقاربات الحديثة النظرية منها و التطبيقية، والتي تعتمد على نظرية الخيارات الحقيقية *les options réelles* ( مقارنة بالخيارات المالية الكلاسيكية) كمنهج للتقييم محاكاة لعملية تقييم المشاريع الإستثمارية. إلا أن هذه المقاربة أصبحت تواجه حدودا في الواقع مما أدى بالمحللين

الماليين للإستئناس دائماً بالمقاربات الكلاسيكية في تحديد القيمة المالية لمؤسسة ، وقد يكون التقويم المالي لمؤسسات الاقتصاد الحديث موضوع دراسة لاحقة.

في حين تبقى بعض المواضيع التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتقويم المالي للمؤسسات مهمة بالنسبة لقيمة المؤسسة وتطوراتها وتأثيرها على السعر البورصي مثل إنشاء وتسيير القيمة التي تستحق الدراسة ،التعمق والبحث. حيث أن تحديد القيمة المالية للمؤسسة لا يكفي بالنسبة للمسيرين والمساهمين خاصة الذين يريدون الإستثمار طويل الأجل، بل يجب قياس درجة إنشاء القيمة و المحافظة عليها وبالتالي المحافظة على رأسمال المساهمين و تطويره.

كما أن موضوع الإعلام المالي جدير بالبحث والدراسة حيث أن الإستثمار في البورصة يفرض إنشاء قنوات إعلام مالية متواصلة حتى يسمح للمستثمرين التقويم الآني للمؤسسة وليس بناء قراراتهم على معطيات تجاوزها الزمن.

ويعتبر موضوع علاقة الأزمة المالية العالمية بطرق التقويم المالي للمؤسسات جدير بالإهتمام والدراسة.

## قائمة الرموز

الرمز	الدلالة
ANCc	الأصول الصافية المحاسبية المصححة
ANPA	الأصول الصافية لكل سهم
BFR	احتياجات رأس المال العامل
BNPA	الأرباح الصافية للسهم الواحد
BPA	أرباح سهم واحد
CMPC	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
CPNE	الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال
DAP	مخصصات الإهلاك والمؤونة
DCF	طريقة التدفقات النقدية المتاحة
EBE	الفائض الخام للاستغلال
EBIT	نتائج قبل المصاريف المالية والضرائب
EBITDA	نتائج قبل مصاريف المالية ، الضريبة و المؤونات والإهلاك
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
FCF	التدفقات النقدية المتاحة
IOB	الوسطاء في عمليات البورصة
MVA	القيمة السوقية المضافة
NOPAT	نتائج صافية بعد الضريبة
OPA	عرض عمومي للشراء
OPE	عرض عمومي للتبادل
OPF	العرض بالسعر الثابت
OPM	العرض بالسعر الأدنى
OPO	العرض بالسعر مفتوح
OPV	العرض العمومي للبيع.
PBR	مضاعف سعر الأصول الصافية
PER	نسبة الأسعار للأرباح
PO	نسبة توزيع عائدات السهم
PSR	نسبة سعر المبيعات
ROIC	نسبة مردودية المرجوة من الاستثمارات
SIG	الأرصدة الوسيطة للتسيير
V.S.B	القيمة الجوهرية الخام
actif net comptable corrigé	
actif net par action	
besoin en fond de roulement	
bénéfices nets par action	
bénéfices par action	
cout moyen pondéré du capital	
commission de l'organisation et des opérations de la bourse	
capitaux permanents nécessaires à l'exploitation	
dotation aux amortissements et aux provisions	
Cash Flow Discounted	
excédent brut d'exploitation	
Earning Before Interests and Tax	
Earning Before Interests, Tax, Depreciation and Amortisation	
la valeur économique ajoutée	
free cash flow	
les intermediaries en operations de bourse	
Market value added	
Net Operating Profit After Taxes	
offre publique d'achat	
offre publique d'échange	
offre publique à prix fixe	
offre publique à prix minimal	
offre publique à prix ouvert	
offre publique de vente	
Price book Racio	
Price Earning Racio	
Pay Out	
Price Sales Ration	
Return On Invested Capital	
Soldes intermediaries de gestion	
valeur substantielle brute	

## قائمة المراجع

### المراجع باللغة العربية:

#### المؤلفات:

- 1 - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي للتقارير والقوائم المحاسبية لأغراض تقييم أداء الشركات وخططها المستقبلية والاستثمار في الأوراق المالية بالبورصة، دار النهضة العربية ومكتبة الأكاديمية، القاهرة 1998.
- 2 - السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي للمنظمات، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000.
- 3 - جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.
- 4 - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية ، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الطبعة الأولى ، الجزائر، 2002.
- 5 - جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.
- 6 - حسين مصطفى غانم، الثمن والقيمة، مجلة " آفاق اقتصادية" العدد 58 ، إتحاد غرف التجارة، مصر، 1994.
- 7 - حنفي عبد الغفار ، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 8 - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، 2007.
- 9 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات ، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، 2005.
- 10- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر، مصر، 1999.
- 11- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2000 .

12- منير ابراهيم هندی : الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف بالإسكندرية 1997.

13- منير ابراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر 2006.

#### المنشورات:

14- منشورات شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

15- منشورات صيدال.

16- منشورات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

#### المراجع باللغة الفرنسية :

#### المؤلفات:

17- ALBOUY, M. Décisions financières et création de la valeur, édition economica, Paris 2000.

18- BARREAU , J. DELAHYE, J. gestion financière, DEFC n° 4, 5ème édition , édition DUNOD , France, 2001.

19- BATSCH ,L. le diagnostic financier, 2ème édition, Paris, 1997.

20- BATSCH ,L. finance et stratégie, Economica, Paris 1999.

21- BESSIERE, V. COISPEAU, O. l'évaluation des entreprises, 3<sup>ème</sup> édition, Seri , France 1996.

22- BURLAUD, A. EGLEM, J. Y .MYKITA, P. dictionnaire de gestion, édition foucher, Paris 1995.

23- COUSO, P . LAUVAUD, R . fonds de roulement et politique financière Dunod, Paris, 1982.

24- DE LACHAPELLE , P . l'évaluation des entreprises 2ème édition, economica, Paris 2004.

25- DELATAYE, J. et F. « finance d'entreprise ; manuel et application », DUNOD, France, 2007.

26- DEPALLENS , G . JOBARD, J. gestion financière de l'entreprise , édition Sirey Paris 1990

27- EDVINSSON, L. et MALOUE, M. le capital immatériel de l'entreprise, identification, mesure et management, édition MAXIMA, France 1999.



- 28- GRANDGUILLOT, B et F. L'essentiel de l'analyse financière, Gualino éditeur, 6ème édition, Paris 2006.
- 29- GUEDJ, N. finance d'entreprise, les règles du jeu, édition d'organisation, 2ème édition, France 2002.
- 30- LANTZ, J.s. la valorisation stratégique et financière, édition Maxima, France 2004.
- 31- PELVERDIERM-LATREYTE, J. finance d'entreprise 8ème édition, Economica, France, 2002.
- 32- PEYRARD, J. analyse financière, librairie Vuibert, 8ème édition, paris 1989.
- 33- PILYERDIER-LATREYTE, J. le marché Boursier, collection gestion poche, éd Economica, Paris 1997.
- 34- Redjem, N. méthodes d'analyse financières, édition Dar El Ouloum, Algérie 2005.
- 35- RICHARD , J . SIMONS, B. et associés , Secafi Alfa et associer , Analyse financière et gestion de groupe, Economica, Paris 2000
- 36- TCHEMENI, E . l'évaluation des entreprises, 2ème édition, édition economica, Paris 1998.
- 37- TEULIE, J. et TOPSACALIAN, P. finance, Vuibert, 2ème édition France 1997.
- 38- TOURNIER ,J.C et J. l'évaluation des entreprises, le guide, que veut une entreprise ? édition d'organisation, France1998.
- 39- VIZZAVONA, P. Gestion financière, Berti édition, 8ème ed, Alger 1993.
- 40- VERNIMERN ,P . Finance d'entreprise, 3ème édition, Dalloz 1998.
- 41- GALESNE Alain, le diagnostic bancaire de l'entreprise, 4eme édition, France 2001.
- 42- PALON, J. M, les méthodes d'évaluation d'entreprise. revue fiduciaire groupe, France 2008.

## المنشورات:

- 43 - COSOB, guide d'admission, Anep, Alger, Novembre 1997.
- 44 - COSOB, Rapports annuels 2003 ,2004, 2005, 2006.
- 45 - SAIDAL, Notice d'information.
- 46 - SAIDAL, rapports annuels, 2000-2006

## المقالات :

- 47- BRICARD Agnès et autres, revue RF comptable, réussir une évaluation d'entreprise, N° 297, France, Juillet Aout 2003.
- 48- Falvie fabre azema , etude des méthodes d'evaluation employées par les analystes financiers lors des introductions sur le second marché de la bourse de paris , ATER CEREG N°9 paris 2002.
- 49- JORION Paul, « Le prix et la « valeur » d'une action boursière », Revue du MAUSS permanente, 11 avril 2007 [en ligne].  
<http://www.journaldumauss.net/spip.php?article95>
- 50- JORION Paul, « Le rapport entre la valeur et le prix », Revue du MAUSS permanente, 11 avril 2007 [en ligne].  
<http://www.journaldumauss.net/spip.php?article39>
- 51- MADER, F. statistique du fond de roulement, analyse financière, n° 14 , 3ème trimestre, France 1973 .