

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة الجليلي لياس بلعباس
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم

فرع: إدارة أعمال

تخصص: علوم اقتصادية

إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة عين الكبيرة و روبية -

بإشراف الأستاذ الدكتور:

- بشوندة رفيق

إعداد الطالب:

- بركاني عبد الرحمان

أعضاء لجنة المناقشة

- | | | | |
|---------|-------------------|----------------------|-------------------|
| رئيسا. | جامعة سيدي بلعباس | أستاذ التعليم العالي | أ.د. صالح إلياس |
| مقرا. | جامعة سيدي بلعباس | أستاذ التعليم العالي | أ.د. بشوندة رفيق |
| ممتحنا. | جامعة سيدي بلعباس | أستاذ التعليم العالي | أ.د. بن سعيد محمد |
| ممتحنا. | جامعة معسكر | أستاذ محاضر-أ. | د. يقور أحمد |
| ممتحنا. | جامعة معسكر | أستاذ محاضر-أ. | د. غريسي العربي |
| ممتحنا. | جامعة معسكر | أستاذ محاضر-أ. | د. سنوسي بن عومر |

السنة الجامعية 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

أشكر الله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ الدكتور "بشوندة رفيق" على

قبوله تأطير هذا العمل و توجيهاته الدقيقة.

ثم الشكر والثناء أجه إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بمناقشة هذا

العمل.

كما أقدم شكري و تقديري للأستاذ الدكتور "بورحلة علال" على تحفيزه

المستمر للطلبة.

شكراً

إهداء

أهدي هذا العمل إلى "الوالدين العزيزين" حفظهما الله.

إلى "زوجتي الغالية" وابنتي "هبة الرحمان" قرة عيني.

إلى "إخوتي" و "أخواتي" الأعزاء.

كما أهديه إلى جميع الأهل و الأقارب.

المخلص

عملية تقييم المؤسسات هي مهنة شائعة في الحياة الإقتصادية والإجتماعية المعاصرة. كما يزداد الإهتمام بها يوماً بعد يوم، ليس فقط لكثرة عمليات تحويل الملكية، بل من أجل تسعير المؤسسات لدخولها البورصة، الإندماج، التصفية، إعادة الهيكلة، وهنا تكمن أهمية هذه العملية في تسهيل دوران رؤوس الأموال، وجعلها تتجه نحو القيم الإقتصادية الحقيقية والمعادلة لها.

كون عملية تقييم المؤسسة هي مجرد رأي أو اقتراح للقيمة، ارتأينا من خلال هذه الأطروحة، تسليط الضوء على هذه العملية في إطار تحول الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد السوق، وذلك بمحاولة توضيح أهمية تقييم المؤسسات في إطار هذا التحول، والصعوبات العملية خاصة في تطبيق أهم طرق التقييم، بالإضافة إلى دراسة حالتنا تقييم، الأولى للمؤسسة عين الكبيرة للاسمنت (سطيف) والثانية للمؤسسة روية للعصائر.

الكلمات المفتاحية: القيمة، تقييم المؤسسة، التشخيص، طرق التقييم، القوائم المالية، السوق المالي.

Résumé

L'évaluation des entreprises est une profession très connue dans la vie économique et sociale moderne. Jour après jour, on s'intéresse beaucoup plus à cette opération, non seulement en raison du grand nombre de transferts de propriété qui se fait quotidiennement, mais pour d'autres buts comme : donner un prix aux entreprises qui veulent accéder à la bourse, ou bien les opérations de fusion , de liquidation, ou de restructuration...Et à partir de ce point, on peut voir l'importance de l'évaluation des entreprises dans l'opération de rotation des capitaux, et l'orientation de ces derniers vers les valeurs économiques réelles et équivalentes.

L'évaluation d'une entreprise est considérée comme une opération qui consiste à donner un avis ou proposer une valeur. A travers cette thèse, on a étudié l'évaluation dans le cadre du passage de l'économie algérienne vers l'économie de marché, et on a essayé de montrer l'importance d'évaluation de l'entreprise algérienne dans cette phase de transition, ainsi que les différents obstacles rencontrés dans cette opération, surtout dans l'application des méthodes d'évaluation à travers deux études de cas, la première est celle de la Société des Ciments de Ain El Kebira (Setif) et la seconde est celle de la NCA Rouiba.

Mots clés : la valeur, évaluation d'une entreprise, diagnostic, méthodes d'évaluation, les états financiers, marché financier.

قائمة الجداول

| الرقم | العنوان | الصفحة |
|-------|---|--------|
| 01 | نسبة نجاح عملية خوصصة للفترة 1993-1996. | 68 |
| 02 | تقسيم تدفقات الخزينة حسب مصدرها. | 102 |
| 03 | بيانات التداول في بورصة الجزائر من 2012 إلى 2016. | 116 |
| 04 | أنواع التدفقات و معدل الاستحداث الموافق لها. | 126 |
| 05 | المتغيرات المفتاحية لمخطط الأعمال. | 128 |
| 06 | النتائج الخامة للمؤسسة (SCAEK) 2009-2014. | 198 |
| 07 | المنتجات الرئيسية للمؤسسة (SCAEK). | 205 |
| 08 | تطور إنتاج المؤسسة (SCAEK) 2012-2014. | 205 |
| 09 | مبيعات المؤسسة (SCAEK) لأهم الزبائن 2014. | 206 |
| 10 | تطور عدد عمال المؤسسة (SCAEK) 2012-2014. | 208 |
| 11 | تقسيم عمال المؤسسة (SCAEK) حسب الوظائف الرئيسية. | 209 |
| 12 | تطور التثبيبات المادية و العينية للمؤسسة (SCAEK) 2012-2014. | 210 |
| 13 | تطور مشتريات المؤسسة (SCAEK) 2012-2014. | 211 |
| 14 | تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة (ANCC). | 212 |
| 15 | تقدير معدل استحداث المؤسسة (SCAEK). | 214 |
| 16 | تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة استحداث تدفقات الخزينة. | 215 |
| 17 | تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة مضاعفات التحويل. | 217 |
| 18 | تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة إيرادات الربح الممتاز. | 218 |
| 19 | تحديد المرودية الاقتصادية لأصول المؤسسة (SCAEK). | 220 |

| | | |
|-----|---|----|
| 221 | تقدير القيم الاقتصادية الإضافية (EVA) للمؤسسة (SCAEK). | 20 |
| 221 | تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة (MVA). | 21 |
| 223 | تلخيص قيم المؤسسة (SCAEK). | 22 |
| 236 | توزيع المساحات العقارية للمؤسسة (NCA-Rouiba). | 23 |
| 242 | حجم استثمارات المؤسسة (NCA-Rouiba) 2012-2008. | 24 |
| 244 | التزامات المؤسسة (NCA-Rouiba) خارج الميزانية. | 25 |
| 248 | تقدير معدل استحداث المؤسسة (NCA-Rouiba). | 26 |
| 250 | تقييم المؤسسة (NCA-Rouiba) بطريقة استحداث تدفقات الخزينة. | 27 |
| 251 | اختبار حساسية تقييم (NCA-Rouiba) باستحداث تدفقات الخزينة. | 28 |
| 253 | تقدير القيم الاقتصادية الإضافية (EVA) للمؤسسة (NCA-Rouiba). | 29 |
| 254 | تقييم المؤسسة (NCA-Rouiba) بطريقة (MVA). | 30 |
| 255 | اختبار حساسية تقييم (NCA-Rouiba) بطريقة (MVA). | 31 |
| 257 | الأصول الصافية المعاد تقييمها للمؤسسة (NCA-Rouiba). | 32 |
| 258 | تقدير قيمة المؤسسة (NCA-Rouiba) بإضافة الربح الممتاز. | 33 |
| 258 | حساسية تقييم المؤسسة (NCA-Rouiba) بإضافة الربح الممتاز. | 34 |
| 262 | تقييم المؤسسة (NCA-Rouiba) بطريقة Bates. | 35 |
| 262 | اختبار حساسية تقييم (NCA-Rouiba) بطريقة (Bates). | 36 |
| 264 | تلخيص قيم المؤسسة (NCA-Rouiba). | 37 |

قائمة الأشكال

| الرقم | العنوان | الصفحة |
|-------|--|--------|
| 01 | الفرق بين التكلفة والقيمة والسعر. | 19 |
| 02 | أهمية عامل الوقت في عملية التفاوض. | 30 |
| 03 | الأدوات والمراحل الأساسية في عملية التقييم. | 31 |
| 04 | القوى الخمس المؤثرة على درجة المنافسة في الصناعة. | 43 |
| 05 | أهم مستخدمي معلومات القوائم المالية المحاسبية. | 78 |
| 06 | الخزينة ومجموعاتها الثلاث. | 103 |
| 07 | تطور حجم التداول للسوق الرئيسية في بورصة الجزائر 2012-2016. | 117 |
| 08 | طور القيم المتداولة للسوق الرئيسية في بورصة الجزائر 2012-2016. | 118 |
| 09 | تطور الحجم و القيمة المتداولة للأسهم في بورصة الجزائر 2012-2016. | 119 |
| 10 | ترتيب الوظائف الأساسية في عملية التنبؤ. | 128 |
| 11 | العلاقة بين المردودية والمخاطرة. | 130 |
| 12 | تمويل الأصول الاقتصادية والفائدة المنتظرة. | 131 |
| 13 | طريقة الأصول المحاسبية الصافية (ANC). | 152 |
| 14 | طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR) | 152 |
| 15 | الهيكل التنظيمي للمؤسسة (SCAEK). | 201 |
| 16 | الهيكل التنظيمي للمؤسسة (NCA-Rouiba). | 228 |
| 17 | هيكل سوق العصير والمشروبات في المغرب العربي. | 230 |
| 18 | تطور الطلب على المشروبات في السوق الجزائري. | 231 |
| 19 | تحليل التوزيع الرقمي محليا خلال الثلاثي الثالث 2012. | 232 |

| | | |
|-----|--|----|
| 232 | تطور رقم أعمال المؤسسة 2000-2011. | 20 |
| 237 | استعمال القدرة الإنتاجية للمؤسسة (NCA-Rouiba) 2009 - 2012. | 21 |
| 239 | تطور عدد العمال و كتلة الأجور (NCA-Rouiba) 2003-2013. | 22 |
| 240 | تطور نفقات تكوين العمال (NCA-Rouiba) 2003، 2007-2012. | 23 |
| 241 | نسبة الموظفين حسب الاقدمية (NCA-Rouiba) 2013. | 24 |

قائمة الملاحق

| الرقم | العنوان | الصفحة |
|-------|--|--------|
| 01 | شكل الميزانية | 282 |
| 02 | شكل حسابات النتائج | 284 |
| 03 | جدول تدفقات الخزينة | 286 |
| 04 | جدول تغيرات رؤوس الأموال | 288 |
| 05 | نموذج مخطط الأعمال | 289 |
| 06 | حسابات النتائج مؤسسة عين الكبيرة (2010-2014) | 290 |
| 07 | ميزانيات مؤسسة عين الكبيرة (2010-2014) | 291 |
| 08 | حسابات نتائج مؤسسة عين الكبيرة (2015-06-30) | 292 |
| 09 | ميزانية مؤسسة عين الكبيرة (2015-06-30) | 293 |
| 10 | جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة عين الكبيرة (2015-06-30) | 295 |
| 11 | حسابات نتائج المتوقعة لمؤسسة عين الكبيرة (2015-2020) | 296 |
| 12 | الميزانيات المالية المتوقعة لمؤسسة عين الكبيرة (2015-2020) | 297 |
| 13 | حسابات نتائج مؤسسة روية (2009-2011) | 298 |
| 14 | ميزانيات مؤسسة روية (2009-2011) | 299 |
| 15 | الميزانيات المالية لمؤسسة روية (2009-2011) | 301 |
| 16 | جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة روية (2009-2011) | 302 |
| 17 | حسابات نتائج مؤسسة روية (2012-06-30) | 303 |
| 18 | ميزانية مؤسسة روية (2012-06-30) | 304 |
| 19 | جدول تدفقات خزينة روية (2012-06-30) | 306 |

| | | |
|-----|--|----|
| 307 | حسابات النتائج المتوقعة لمؤسسة رويبة (2017-2009) | 20 |
| 308 | الميزانيات المالية المتوقعة لمؤسسة رويبة (2017-2009) | 21 |
| 309 | تدفقات الخزينة المتوقعة لمؤسسة رويبة (2017-2013) | 22 |

هفتاد و نه

مقدمة عامة

قيمة مؤسسة ما، هي المبلغ النقدي الذي من أجله يمكن شراؤها أو بيعها بالكامل. وبعبارة أخرى، هي ما يقبل المشتري بدفعه لاقتنائها، والبائع للتنازل عنها. نلاحظ أن سعر التبادل الذي يبني على أساسه انتقال ملكية المؤسسة لا يعبر دائما عن قيمتها، بحكم الفرق بين المصطلحين: القيمة، السعر. فقيمة المؤسسة هي إمكانية التثمين أو التقدير عن طريق مبلغ نقدي أو مجال له (من ... إلى...). أما السعر فهو المبلغ المدفوع فعلا (أو المقبوض)، إذن هو حقيقة تمثل نتيجة التفاوض بين الطرفين.

عملية تقييم المؤسسات هي مهنة شائعة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية المعاصرة. ففي الواقع نتيجة للعولمة وتطور الأسواق المالية الدولية تزايد الاهتمام بهذه المهنة لكثرة عمليات تحويل الملكية، الخصوصية، الاندماج، تسعير المؤسسات ودخولها البورصة، إعادة هيكلة المؤسسات،....

من يتولى ممارسة هذه المهنة هو المقيم. حيث يقوم في كل عملية بالحرص على جمع كل المعلومات، والإلمام بكل صغيرة وكبيرة حول المؤسسة محل التقييم. حيث يعتمد بالدرجة الأولى على مخرجات المحاسبة المالية (القوائم المالية) وما تصدره الأسواق المالية، وذلك لأنها ملائمة باعتبارها المصدر الرئيسي للمعلومات ذات الطابع النقدي، وصحيحة كونها مدققة ومصادق عليها من طرف محافظ الحسابات. لذلك غالبا ما يكون المقيم خبير محاسبي ومالي.

من خلال ما سبق، نستنتج نقطتين تمثلان مسؤولية المقيم:

أهمية المهنة، والتي تكمن في جعل رؤوس الأموال تتجه صوب القيم الاقتصادية الحقيقية والمعادلة لها.

حساسية المهنة، فكونها مجرد رأي أو اقتراح للقيمة يجعلها غير قابلة للتحقق. ونعني بذلك سهولة وصول مقيمين متساويين في المؤهلات والخبرة إلى نتائج تقييم مختلفة لنفس

المؤسسة إشكالية عدم التوافق بين درجة أهمية المهنة وطبيعة ممارستها التي لا تستند إلى إطار نظري يحكمها لحظة التطبيق، يفسر طول فترة التفاوض للكثير من العمليات والمعاملات الاقتصادية المبنية على تقييم المؤسسة. ينشأ هذا الاختلاف خاصة من تعدد مناهج التقييم، والطرق المندرجة عنها، والفرضيات التي تبنى عليها. إن التطبيق الصحيح لأهم طرق التقييم يستلزم توفر معلومات مالية بخصائصها النوعية عن المؤسسة محل التقييم. لذلك، تطبيق هذه الطرق لا يطرح إشكالا بالنسبة للاقتصاديات المتطورة، أين تعتبر مخرجات المحاسبة والأسواق المالية أهم المصادر.

بالنسبة للاقتصاد الجزائري، الذي يمر بظروف صعبة نتيجة صعوبة الانتقال إلى اقتصاد السوق والتي تزامنت مع تراجع إيرادات الدولة بانهايار أسعار البترول، تصبح عملية تقييم المؤسسات أهم. تزامن هاذين العاملين، يفرض على الحكومة تشجيع الاستثمار وخلق المؤسسات الخاصة، دون إهمال المؤسسات العمومية النشطة. وعليه تكمن أهمية تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في الدور الذي تلعبه عملية التقييم في إطار هذا الانتقال، والممكن تحليله كما يلي: غالبا ما تتأثر المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة بشكل مختلف ومتفاوت في هذه المرحلة الانتقالية. فيما يخص المؤسسات العمومية، يكمن التأثير في تراجع دعم الدولة لها، خاصة إذا كانت غير إستراتيجية. وبالتالي زيادة احتمال إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات ذات البعد الاستراتيجي، مع زيادة أيضا خصخصة أو إفلاس المؤسسات الأخرى. الصعوبة في رسم سياسة اقتصادية ومالية واضحة في هذه المرحلة، يوفر من خلالهما بيئة أعمال مناسبة، يؤثر على المؤسسات الناشئة، وبالتالي على تحقيقها للمردودية بمعدلات نمو تضمن استمرارها. هذه الوضعية تزيد من احتمال تحويل ملكية المؤسسات الخاصة، أو لجوئها إلى الاندماج لتقوية مركزها التنافسي أمام المنتجات المنافسة.

من خلال ما سبق نستطيع استخراج أهم الحالات الاقتصادية التي تفرض نفسها على المؤسسات الاقتصادية في إطار التحول إلى اقتصاد السوق: تحويل الملكية، خصخصة

المؤسسات العمومية، التصفية، إعادة الهيكلة. كل هذه الحالات تستدعي تقييم للمؤسسة، وعليه تكمن أهمية التقييم في الدور الذي يلعبه في كل حالة.

أهم الطرق المستعملة في تقييم المؤسسات تدرج ضمن ثلاث (03) مناهج أساسية: منهج الممتلكات، منهج الدخل، منهج المقارنة. المنهج الأول، قيمة المؤسسة من قيمة أصولها الصافية (أي بعد إنقاص قيمة الديون)، والمقدرة غالبا بقيمتها العادلة. بالنسبة للمنهج الثاني، تقدر قيمة المؤسسة انطلاقا من مستقبلها، باستحداث تدفقاتها النقدية المستقبلية بمعدل فائدة يعكس المخاطر المرتبطة بتحصيل هذه التدفقات. يقدر هذا المعدل غالبا من السوق المالي. أما منهج المقارنة، فيعتمد فيه المقيم لتقدير قيمة المؤسسة على قيمة مؤسسات أخرى مسعرة، قابلة للمقارنة مع المؤسسة محل التقييم. إذا توفر سوق مالي شرط أساسي لتطبيق هذا النوع من الطرق.

يمكن تلخيص الفترتين السابقتين في نقطتين، هما: حاجة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية إلى التقييم في إطار الانتقال إلى اقتصاد السوق، وكذلك جميع مناهج التقييم الأساسية تركز على القيمة العادلة ومعلومات من السوق المالي.

إذا، الانتقال إلى اقتصاد السوق يستلزم تقييما للمؤسسات، وتقييم المؤسسة يشترط توفر بعض من مقومات اقتصاد السوق كتوفر أسواق نشطة لتقدير الأصول بالقيمة العادلة، وحركية في السوق المالي.

انطلاقا من هذا التحليل، نطرح الإشكالية التالية:

- ما هو واقع تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ؟

الأسئلة الفرعية:

لمعالجة الموضوع، يمكن طرح أسئلة فرعية مكتملة ومفسرة للإشكالية السابقة:

- ما هي مراحل عملية تقييم المؤسسة والعوامل المؤثرة على القيمة ؟

- ما هي مقومات تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر ؟

- ما هي خطوات تطبيق أهم طرق التقييم، وما إمكانية تطبيقها على المؤسسات الجزائرية؟

- هل تقيم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر بهذه الطرق؟ وما مدى صحة تطبيقها؟

فرضيات البحث:

بالرجوع إلى التحليل النظري للموضوع، نطرح الفرضيات التالية:

- في غياب مقومات أهم طرق التقييم (المحاسبة بالقيمة العادلة، سوق مالي نشط)، المؤسسات الجزائرية لا تقيم بشكل صحيح ومنهجي.

- زيادة على طرق التقييم الأساسية، يستعين المقيم بنتائج طرق أخرى في تحديده للقيمة.

أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسي هو محاولة الإجابة على إشكالية البحث المطروحة. للتوصل إلى ذلك استهدف الباحث تقديم أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية وعرض كل الطرق الشائعة المستعملة في التقييم، وتفصيل تطبيقها في الجانب النظري. ثم تحديد إمكانية استعمالها في السياق الجزائري.

بما أن تقييم المؤسسة يعتمد على مخرجات المحاسبة المالية، فالهدف الضمني الثاني هو اختبار مدى مساهمة القوائم المالية المعدة وفق النظام المحاسبي المالي (SCF) في تقييم المؤسسات الاقتصادية، وواقع مساهمته عمليا في الجانب التطبيقي للدراسة. بالإضافة إلى الوقوف على كفاءة السوق المال الجزائري.

حدود الدراسة:

تتمحور الدراسة حول تقييم المؤسسة، والمقصود بتقييمها بتقدير مبلغ نقدي يمكن من خلاله شراء المؤسسة أو بيعها مثلا. لذلك ليس الهدف هنا تقييم أداء المؤسسة.

في هذه الرسالة اختبار تقييم المؤسسات يكون خاص بالمؤسسات الاقتصادية في الجزائر. ونظرا للعدد القليل لعمليات التقييم في الاقتصاد الجزائري، حاول الباحث في الجانب التطبيقي للدراسة عرض عمليات تقييم جرة في ماضي قريب نسبيا، وذلك لإعطاء البحث واقعية أكثر. كانت عمليات التقييم المدروسة تخص المؤسسات التالية: مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة بسطيف (عملية التقييم سنة 2015)، مؤسسة روية للعصائر (تقييم سنة 2012).

الدراسة السابقة:

■ دراسة فليز عبد القادر 2001، رسالة دكتوراه بعنوان " قيمة المؤسسة وطريقة الخصصة في سياق الانتقال إلى اقتصاد السوق ". قام الباحث في هذه الدراسة بتوضيح ومعالجة علاقة التأثير التبادلية بين قيمة المؤسسة وسعر تبادلها من جهة وطرق الخصصة من جهة أخرى. حيث كان هدفه هو البرهنة ان قيمة المؤسسة لها مفهومان:

المفهوم الأول يخص مسالة تقدير قيمتها ومخاطر الوقوع في الخطأ، وبالتالي الابتعاد عن القيمة الجوهرية للمؤسسة. وربط أهم مصادر الخطأ بطبيعة مرحلة الانتقال بحد ذاتها، والتي تتميز بصعوبات تطبيق طرق التقييم في ظل عدم توفر معلومات ذات مصداقية تسمح بإجراء التنبؤ، وغياب سوق مالي نشط. بالإضافة إلى مدى اتساع برنامج الخصصة.

المفهوم الثاني، يمثل تأثير قيمة المؤسسة على أهداف عملية الخصصة، إذ يمكن استعمال قيمة المؤسسة وسعر تبادلها الناتج من هذه الأخيرة كأداة في يد الحكومة للتقليل من أهم المخاطر المرتبطة بالخصصة، وهما:

اختيار الجهة الخاصة، أين يكون السعر بدلالة عدد الطلب. والخطر المحتمل في عدم الإبقاء على نشاط المؤسسة وتطويرها، وهنا يلعب السعر دور مهم في الإنقاص من تكلفة الوقوع في هذا الاحتمال.

ركز الباحث في هذه الدراسة على المفهوم الثاني، حيث استعرض بالتفصيل تأثير قيمة المؤسسة على كل طريقة (نموذج) من طرق الخوصصة.

من أهم النتائج المتوصل إليها هي أن، عملية الخفض من قيمة المؤسسة العمومية لإنجاح برنامج الانتقال إلى اقتصاد السوق، يضع الحكومة في كل مرة أمام موقف الترحيح بين الفائدة المنتظرة من الخوصصة وتكلفة الإنقاص من قيمة المؤسسة محل التنازل لفائدة الخواص.

■ دراسة **Georges Legros 2012**، كتاب بعنوان "تقييم المؤسسات" يرى هذا الباحث أن الإشكالية الرئيسية في تقييم المؤسسة هي نتائج طرق التقييم المختلفة، والتي غالبا ما تكون متباعدة. نلاحظ أن هذا المشكل يطرح حتى بتوفر مقومات التقييم كسوق مالي نشط ومعلومات محاسبية ذات جودة... باستبعاد الطرق المبنية على أساس المقارنة باعتبارها غير مرتبطة كثيرا بالافتراضات، فهي غالبا ما تفرض قيمتها على جميع الأطراف، يبقى هامش القيمة المحصور بين طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR) وطرق الاستحداث معوق في اشتقاق القيمة النهائية للمؤسسة وحتى في عملية التفاوض على السعر. حتى تتساوى نتائج هاتين الطريقتين يشترط تحقق المعادلة التالية: معدل الاستحداث = معدل المردودية المالية = معدل المردودية الاقتصادية = تكلفة الاستدانة. واقعيًا، نادرا ما تتساوى هذه المحددات، ففي حالة تحقيق الربح تكلفة الاستدانة تكون أدنى من المردودية الاقتصادية مما ينتج عنه مردودية مالية أعلى منهما بتفسير الرافعة المالية الموجبة. من جهة أخرى، الاختلاف بين المردودية المالية والمردودية المالية المطلوبة من المساهمين.

■ **التقييمات الأولى في الجزائر:** في سياق الأمر رقم 25-95 في 25 سبتمبر 1995، والمتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة، تم قبول ثلاث مؤسسات للدخول في بورصة الجزائر هي: المجمع صيدال، مؤسسة الرياض، وفنادق الاوراسي. فيما يلي سنحاول باختصار الإشارة إلى كيفية تقييم كل منها:

- تقييم المجمع صيدال: اعتمد في تقييم هذا المجمع على طريقة التدفقات النقدية المستحدثة بمعدل تكلفة رأس المال 18,74%. استعمل في تقدير هذا الأخير على تكلفة أموال خاصة 19%، وهي مقدرة كما يلي:

- ❖ معدل الفائدة دون مخاطرة : 6%
- ❖ علاوة الخطر المتوسطة في الأسواق الغربية: 5%
- ❖ علاوة الخطر الدولية: 4%
- ❖ علاوة خاصة بمرحلة الانتقال: 2%
- ❖ علاوة عدم اتساع السوق: 2%

قدر معدل تكلفة الأموال الخاصة بجمع هذه المعدلات الخمسة. في تقرير التقييم لم يتم الإشارة إلى أسس تقدير علاوات الخطر الثلاث الأخيرة.

نلاحظ كذلك، انه لم يتم إدراج معامل المخاطرة (β)، لكن ضمنا يساوي 1,22، في حين معامل المخاطرة في الدول الغربية التي أخذت كمرجع في تحديد علاوة خطر السوق لا يتعدى 1,18 في تلك الفترة.

- تقييم مؤسسة الرياض: تم تقييم هذه المؤسسة بالترجيح بين ثلاث طرق كما يلي:
قيمة المؤسسة = (0,6) قيمة الممتلكات الصافية.

+ (0,3) قيمة استحداث النتيجة الصافية بعد توزيعات 1997.

+ (0,1) قيمة استحداث النتائج المستقبلية.

قيمة استحداث النتيجة الصافية لسنة 1997 كانت بقسمة نتيجة السنة على 0,08. قيمة استحداث النتائج المستقبلية كانت بقسمة متوسط النتائج الصافية لسنة 1998، 1999، 2000 والتي افترض أنها تنمو بمعدل 14,55% على 0,08.

أهم النقاط الواجب الإشارة إليها هي معاملات الترجيح، الطرق المختارة ومعدل الاستحداث. إتباع أسلوب الترجيح في تقييم المؤسسة غالبا ما يزيد في احتمال الابتعاد عن القيمة الجوهرية للمؤسسة، بحيث دائما ما يتم التساؤل عن أسس تحديد المعاملات. بالنسبة لتقييم مؤسسة الرياض، المقيم لم يوضح هذه النقطة. بالنسبة

لاختيار الطرق، نلاحظ أن الطريقة الثانية والثالثة متماثلتان. أما معدل الاستحداث 8% المأخوذ كتكلفة الأموال الخاصة، نلاحظ انه معدل منخفض جدا مقارنة بمعدل المؤسسة صيدال (19%)، فهو أدنى من حتى من مجموع المردودية دون مخاطرة وعلاوة خطر السوق.

- **تقييم فندق الاوراسي:** اعتمدت الجهة التي كانت مكلفة بالتقييم على أسلوب الترجيح أيضا. بحيث:

$$\text{قيمة الفندق} = (1/4) \text{ قيمة الممتلكات} + (3/4) \text{ استحداث التدفقات الصافية.}$$

استحداث التدفقات كان بقسمة النتيجة الصافية لسنة 1997 على 0,0925. زيادة على أسلوب الترجيح ومعدل الاستحداث المنخفض، سنشير إلى نقطتين مهمتين. الأولى تخص تقدير قيمة الممتلكات. بحيث القيمة المحاسبية لأصول الفندق ارتفعت بضعف مبلغها بعد إعادة التقييم. هذا من شأنه خفض مستوى الثقة لدى المستثمرين المحتملين. النقطة الثانية هي اعتماد فرضية ثبات النتيجة الصافية لسنة 1997 إلى ما لا نهاية. نفس الملاحظة فيما يخص تقييم مؤسسة الرياض.

صعوبات الدراسة:

- أهم الصعوبات التي واجهة الباحث في إعداد هذه الدراسة هي:
- قلة المراجع باللغة العربية فيما يخص التقييم المالي للمؤسسة.
- قلة الدراسات الميدانية التي تعالج تقييم المؤسسات الجزائرية، وبالتالي محدودية الدراسات السابقة.
- صعوبة إيجاد مؤسسات اقتصادية جزائرية كانت محل تقييم في السنوات القليلة الماضية لاستكمال الجانب التطبيقي.

منهجية الدراسة:

تماشياً وطبيعة الموضوع (مالية المؤسسة)، سنعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي القائم على التحليل فيما يخص الجانب النظري. فلتغطية هذا الجانب تم الاستعانة بالمواضيع ذات العلاقة، الموجودة في الكتب والمداخلات ورسائل جامعية، فضلاً عما تيسر من معلومات عبر شبكة الانترنت والمجلات. بالإضافة إلى منهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي، فلإجابة على إشكالية البحث الرئيسية والحكم على فرضيات البحث سنحاول نقد تطبيق الطرق المستعملة في لتقييم المؤسستين المختارتين للدراسة، وذلك استناداً على الجانب النظري للموضوع وما توفره قوائمها المالية .

للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا البحث في هذه الدراسة إلى أربعة (4) فصول مرتبة كما يلي :

الفصل الأول، بعنوان الإطار العام لتقييم المؤسسة. يعتبر هذا الفصل تمهيداً للموضوع، بعرض أهم المفاهيم حول القيم وتقييم المؤسسة. وكذا مراحل عملية التقييم والعوامل المؤثرة على نتائجه.

أما في **الفصل الثاني**، ندخل الدراسة في السياق الجزائري بالإشارة إلى أهمية تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. ثم التطرق إلى مقومات تقييم المؤسسات في الجزائر، ونخص بالذكر النظام المحاسبي المالي وأهمية مخرجاته، والسوق المال الجزائري باعتبارهما أهم مصادر المعلومات التي تركز عليها اغلب طرق التقييم.

الفصل الثالث، خصصناه لعرض الخطوات التطبيقية لأهم الطرق المندرجة تحت المناهج الثلاث الأساسية لتقييم المؤسسات، إذ بدأنا بمنهج الاستحداث ثم منهج الممتلكات فمنهج المقارنة. في نفس الوقت حاولنا تحليل إمكانية تطبيق هذه الطرق على المؤسسات الجزائرية استناداً إلى المقومات التي تحوزها والتي تطرقنا لها في الفصل السابق.

وأخيرا **الفصل الرابع**، والذي يمثل الدراسة الميدانية لهذا البحث. والتي تكمن أهميتها في معرفة واقع تقييم المؤسسة الجزائرية. اختار الباحث حالتها في تقييمها وكانت في المؤسسة عين الكبيرة لصناعة الاسمنت، والمؤسسة روية المختصة في صناعة العصائر.

الفصل الأول

الإطار العام لتقييم المؤسسة

تمهيد:

تقييم مؤسسة ما يعني تقدير واقتراح قيمة معبر عنها بالوحدات النقدية، والتي من أجلها يمكن شراء أو بيع هذه المؤسسة، أو لأغراض أخرى تستدعي تقييمها. وبالرجوع إلى كلمة تقدير يتضح لنا أن عملية تقييم المؤسسة عملية حساسة وغير ثابتة ومحددة، لأنها تتوقف على عدة عوامل تؤثر بالدرجة الأولى على القيمة بحد ذاتها. وبذلك كنا ملزمون منهجياً للتطرق المبحث الأول للقيمة في إطار تقييم المؤسسة ثم مراحل التقييم والعوامل المؤثرة. في المبحث الثاني سنشرح كيفية إجراء عملية التشخيص الداخلي والخارجي. بما أن الموضوع يتناول التقييم النقدي للمؤسسة ارتأينا تخصيص المبحث الثالث لعرض أهم النقاط في التشخيص المالي للمؤسسة تحت عنوان تشخيص الفعالية.

المبحث الأول: القيمة وتقييم المؤسسة

المطلب الأول : الإطار النظري للقيمة.

يستعمل مصطلح القيمة في كل العلوم و المجالات، و يعتبر محور العلوم الاجتماعية منذ ظهوره. لذلك لا يمكن حصره في معنى واحد، لأنه يتغير حسب مجال استعماله.

1- القيمة ومفاهيمها:

كلمة قيمة اشتقاقاً من فعل قوّم، وقوّم الشيء يعني أعطاه قيمة وتقديراً. في سياق تقدير قيمة المؤسسة :

"القيمة هي عبارة عن المبلغ معبّر عنه بالوحدات النقدية والذي يمكن دفعه مقابل الحصول على أصل أو مؤسسة بأكملها، أو المبلغ المطلوب مقابل التنازل عنها"¹. وتتوقف قيمة أي أصل على عدة عوامل يمكن أن تتغيّر بمرور الزمن مثل²:

- البيئة الاقتصادية الكلية.
- الاستخدام المحتمل للأصل.
- توقيت تقدير القيمة.
- موقع أو مكان الأصل.
- الندرة النسبية وقيم البدائل.
- سيولة السوق الخاصة بالأصل.
- الحالة المادية للأصل.

إن مفهوم القيمة ليس واضحاً ومباشراً، فهي أكثر تعقيداً من مجرد كونها "ما يساويه الشيء"، وهذا راجع لعوامل أخرى ساكنة تؤثر فيها (القيمة). فقيمة مؤسسة ما قد تختلف باختلاف المقيم الذي يقوم بتقدير القيمة، الغرض من التقييم (شراء، بيع،...) نوعية القيمة الجاري قياسها، الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لحسابها.

¹ <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/value>

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 11.

من المهم تحديد المفاهيم المختلفة للقيمة، و التي تستعمل في تقييم المؤسسة:

1. القيمة الدفترية:

هو مصطلح محاسبي يطلق على رصيد حساب الأصل أو الالتزام في الميزانية. تعتمد طريقة حساب هذه القيمة على السياسة المحاسبية المتبعة في تقييد الأصل أو الخصم، فقد تكون مساوية لثمن شرائه ناقص مجموع الاهتلاكات المتراكمة، أو قيمته السوقية (قيمه في السوق)، أو قيمته النفعية. أما بالنسبة للمؤسسة فقيمتها الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية، مما يساوي مبلغ رأس مالها المكتوب في الميزانية.

إن القيمة الدفترية هي مفهوم ضريبي ومحاسبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي، وبالتالي استخدام هذا المفهوم للقيمة في إطار تقييم المؤسسة يعد الأكثر تضليلا.

2. القيمة السوقية:

وتسمى أيضا بالقيمة العادلة، وهي المبلغ الذي من أجله يتم تبادل أصل (أو خصم) بين طرفين على دراية كاملة بالمعلومات والحقائق المتصلة بذلك الأصل (أو خصم)، ومستعدان للتبادل ضمن المنافسة العادية¹. وهو نفس التعريف الذي جاء به المعيار المحاسبي (IAS₃₂).

وتجدر الإشارة فقط إلى توضيح فكرة مهمة جدا تتعلق بالمشتري والبائع:² إن تعريف القيمة السوقية العادلة لا يأخذ بعين الاعتبار بائع أو مشتري معين، حتى لا يكون المدفوع مقابل أصل ما يعكس عوامل شاذة وليس القيمة السوقية العادلة.

ولذلك تركز مختلف تعاريف القيمة السوقية على المشتري أو البائع الأكثر احتمالا، أي أن القيمة السوقية العادلة هي سعر المعاملة الأكثر احتمالا.

¹Wolfgang Dick et Franck Missonier-Piera, comptabilité financière en IFRS, 2^{ème} édition, Pearson éducation, paris, 2010,p69.

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 13.

3. القيمة الاستثمارية:

يمكن أن نعرف القيمة الاستثمارية على أنها تقدير وتوقع المنافع أو العوائد المالية المستقبلية لأصل ما في نظر مشتري معين، وبذلك يظهر الاختلاف الجوهرى بينها وبين القيمة السوقية، فالقيمة الاستثمارية هي قيمة أصل ما بالنسبة لمشتري معين وليس المشترون الأكثر احتمالاً. وبذلك تختلف القيمة الاستثمارية من مشتري لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية لمؤسسة مثلاً، ويمكن توضيح أهمها فيما يلي:¹

- فرص خلق القيمة المتصورة.
 - مدى إدراك المخاطر واحتمالات تقلب القدرة الإرادية للأصل.
 - تفاؤل المشتري.
 - رغبة المشتري في دخول سوق جديدة.
 - الوضع الضريبي للمشتري.
4. القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية:

بغض النظر عن هاتين القيمتين في سياق تقييم المؤسسة، يمكن استعراض الاختلاف بينهما بشكل عام بفضل "آدم سميث" الذي استطاع التمييز بين هاتين القيمتين والبرهنة على أن القيمة الاستعمالية تعبر عن المنفعة الكلية لسلعة معينة، وتتميز عن قيمتها التبادلية باعتبار أن هذه القيمة هي انعكاس لقوتها الشرائية إزاء السلع الأخرى، ولذلك نجد أن للماء قيمة استعمالية كبيرة جداً ولكن قيمته التبادلية ضعيفة. وأطلق "سميث" على هذه الظاهرة بلغز القيمة². وبالرجوع إلى موضوعنا (تقييم المؤسسة) ترتبط القيمة الاستعمالية³: باستخدام الأصول ذات الطابع الإنتاجي بالنسبة لعملية الاستغلال الحالية وبذلك فهي ليست نوعاً من القيمة، وإنما ظرفاً تجري في ظله افتراضات معينة عند تقدير قيمة الأصول. ونقصد بالقيمة الاستعمالية هي قيمة أصل معين كجزء من كيان تشغيلي ما. أمّا القيمة التبادلية فهي ترتبط

¹ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 14.

² http://www.ibisonline.net/research_tools/glossary .

³ http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_valeur_d_usage.html.

بقيمة الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته منفصلا عن وجود مشروع كامل. غالبا ما تكون القيمة الاستعمالية أعلى من القيمة التبادلية لأصل ما في مؤسسة مستمرة.

5. قيمة التصفية:

قيمة التصفية، هي المبلغ الذي يمكن الحصول عليه عن طريق تصفية المؤسسة، أي بيع أصولها. وعموما تكون هذه القيمة منخفضة عن القيمة الحقيقية للأصل (القيمة الاستعمالية، السوقية، الاستثمارية)، وذلك بسبب سرعة الانتهاء من بيع الأصول وعدم إمكانية تعظيم سعر البيع، وغالبا ما تستعمل هذه القيمة لتقدير قيمة الأصول الاقتصادية لمؤسسة على وشك الإفلاس¹.

ويوجد نوعان لقيمة التصفية²:

- **التصفية المنظمة:** "قيمة التصفية التي يباع بها الأصل أو الأصول عبر فترة زمنية معقولة لتعظيم العائدات المستلمة".
- **التصفية الإجبارية:** "قيمة التصفية التي يباع بها أصل أو الأصول في أسرع وقت ممكن من خلال المزاد العلني مثلا".

6. قيمة شهرة المحل³:

الشهرة نوع خاص من الأصول الغير مادية (المعنوية)، وتنشأ عندما تكون للمؤسسة ككل قيمة أكبر من قيمة أصولها المادية والمعنوية الأخرى. وقد جاء في حكم قضائي قضت به محكمة في 1960 التعريف التالي لشهرة المحل: "هي مجموع الصفات الغير قابلة للوزن أو القياس بدقة، التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب". ومن منظور عملية تقييم المؤسسة، يتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنّها الفرق بين السعر المدفوع نظير مؤسسة مكتسبة والقيمة السوقية العادلة لأصولها المكتسبة (سواء مادية أو معنوية) مع استبعاد الخصوم.

¹ http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_valeur_liquidative.html.

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 41.

³ المرجع نفسه، ص 15-16.

7. القيمة القابلة للتأمين¹:

القيمة القابلة للتأمين مباشرة وواضحة جداً، فهي ببساطة القيمة بالوحدات النقدية للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض صاحب الملكية في حالة الخسارة. وهذا الفرع من القيمة له علاقة ضعيفة لعملية تقييم المؤسسات، باستثناء مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات ومختلف الأصول القابلة للتأمين عقب إتمام الصفقة وانتقال ملكية المؤسسة من طرف لآخر.

العديد من المفاهيم و العبارات الخاطئة يتداولها جمهور هذا الموضوع، وأشهرها ما يلي:²

المفهوم الخاطئ الأول: التقييم هو بحث موضوعي عن القيمة "الحقيقية".

- الحقيقة الأولى: جميع التقييمات متحيزة. والسؤال الوحيد هو ما مقدار التحيز وفي أي اتجاه.
- الحقيقة الثانية: اتجاه وحجم التحيز في التقييم يتناسبان مباشرة مع الشخص الذي يدفع، وكم سيدفع.

المفهوم الخاطئ الثانية: يوفر التقييم الجيد تقدير دقيق للقيمة.

- الحقيقة الأولى: لا يوجد تقدير دقيق.
- الحقيقة الثانية: إن القيمة الإعلامية من التقييم تزداد عندما يكون التقدير أقل دقة.

المفهوم الخاطئ الثالثة: كلما يكون نموذج التقييم كمي، كلما كان التقدير جيد.

- الحقيقة الأولى: فهم نموذج يتناسب عكسيا مع عدد من المؤشرات الداخلة والمطلوبة لتطبيقه.
- الحقيقة الثانية: تعمل نماذج التسعير البسيطة على نحو أفضل بكثير من المعقدة.

¹ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 20 .

² Damodaran.A., Damodaran on Valuation – Second Edition , Editions Wiley, USA, 2006, p 685.

2- الفرق بين القيمة والسعر والتكلفة:

يختلف مفهوم القيمة عن مفهوم السعر، فقيمة مؤسسة ما هي المبلغ الذي من أجله يكون شخص ما من أهل المهنة (مقيم) مستعدا لدفعه من أجل الحصول عليها. أمّا السعر، فهو المبلغ المدفوع فعلا أثناء عملية التبادل وانتقال الملكية من شخص إلى شخص واعي وعارف بحاضر المؤسسة وتوقعها في المستقبل، دون الإدعاء أنه يفعل ما هو أفضل من الملاك السابقين¹.

وبهذا فإن القيمة إمكانية تثمان أو تقدير مؤسسة أو أصل معين، وبالتالي هي مسألة ذاتية. أمّا السعر فهو حقيقة ناتجة عن تلاقي العرض والطلب، وبالتالي هو هدف. فكثيرا ما نسمع أن شخصا أتم مبادلة (شراء أصل مثلا) مربحة، هذا يعني أنه دفع سعر أقل من القيمة المقدره لموضوع المبادلة، وهذا هو الفرق بين القيمة والسعر. أما التكلفة فهي المبلغ النقدي المدفوع للحصول على عوامل إنتاجية مطلوبة لخلق أصل معين. ومن جهة أخرى:² هناك فرق بين السعر المتفق عليه والتكلفة المالية الإجمالية للمؤسسة، فهذه الأخيرة تتضمن السعر المتفق عليه زائد بعض التكاليف.

التكلفة المالية الإجمالية = السعر المتفق عليه + أموال مصروفة من أجل:

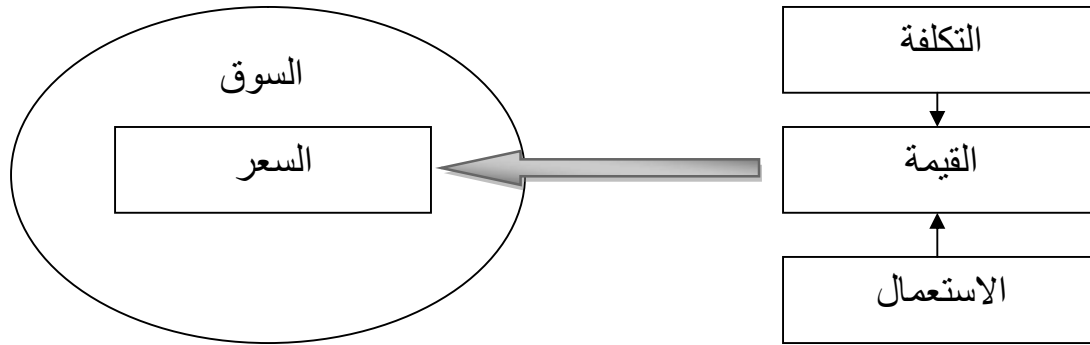
- تحسين الهيكل المالي للمؤسسة.
- تمويل الخسائر المحتملة وصولا إلى التوازن.
- تسديد الحسابات الجارية للمسيرين السابقون.
- تغطية أي مصاريف إضافية محتملة.

إنّ القيمة والسعر والتكلفة مفاهيم مختلفة تماما، ونادرا ما يكون لها مبالغ نقدية متساوية.

¹ <http://ebookbrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise.pdf>

² Philippe Triponel, ordre des experts comptables, comment valoriser une entreprise et sur quels critères, ISEC-22 novembre 2011, P 9.

https://www.isec-aix.fr/wp-content/uploads/2012/.../ISEC_-_22-11-11_TRIPONEL.pdf



الشكل رقم (01): التكلفة و القيمة و السعر

3- مبادئ نظرية التقييم:

تتأثر قيمة أي أصل بالمبادئ الأربعة (04) التي سيتم التطرق لها تحت هذا العنوان، ولكن مبادئ الاقتصاد الأساسية (كالعرض والطلب) تؤثر على قيمتها كذلك. وفيما يلي نشرح هذه المبادئ:¹

1. مبدأ وجود البدائل: ويعني هذا المبدأ أنه لحظة القيام بأي نقل للملكية يكون أمام كل من الطرفين (البائع والمشتري) بدائل متاحة لإتمام الصفقة. ولا يعني هذا المبدأ أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعني أن البائع ليس مجبراً على البيع لمشتري معين، وإن المشتري ليس مجبراً هو أيضاً على الشراء من بائع بعينه. فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آلية السوق سوف تنتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

2. مبدأ الاستبدال: نفهم من هذا المبدأ أن المشتري العاقل لا يدفع في أصل مثلاً ما يزيد عن تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة. وأبسط مثال توضيحي لهذا المبدأ هو قيمة الأجهزة أو المعدات المستعملة، فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز أو أداة أكثر ممّا يمكن أن يدفعه مقابل جهاز أو أداة جديدة تؤدي نفس الوظائف، ولكن

¹ طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 24-25-26.

تطبيق هذا المبدأ على المؤسسة ككل أصعب بكثير، حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة بأخرى أمر بالغ التعقيد.

3. مبدأ الإحلال: هو مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الملك أو الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية.

فمثلا مجموعة من المستثمرين يدرسون إمكانية شراء مؤسسة ما، وباعتبارهم مستثمرين فنيين فإنهم لن يدرسوا فقط المؤسسة المستهدفة في حد ذاتها، بل أيضا السعر المدفوع في المؤسسات المماثلة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة متساوية)، ومبدأ الإحلال يمثل الأساس النظري لمنهج السوق في تقدير القيمة.

4. مبدأ المنافع المستقبلية: يقضي هذا المبدأ الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية تقييم المؤسسة أو أصل، بأن قيمة كل واحد منهما تعكس بالضرورة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك مؤسسة أو أصل أو السيطرة عليهما. ومن هذا المنظور فإن القيمة هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة. من الناحية النظرية لا يكون لما حققته مؤسسة مثلا من منافع (أرباح) في الماضي علاقة بالقيمة، ولكن من الناحية العملية فإن الأداء والنتائج السابقة تكون عادة مؤشر جيد للأداء في المستقبل، ما لم تكن أحداث خارجية غير عادية قد شوهت الاتجاهات الماضية.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمر معقدا جدا ويتطلب عمل افتراضات عديدة بشأن مستقبل المؤسسة، ومع ذلك فإن القيمة الصافية الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون غالبا أفضل مؤشر للقيمة.

المطلب الثاني : أغراض تقييم المؤسسات و المناهج المعتمدة تقدير القيمة.

1- أغراض تقييم المؤسسة:

رغم أهمية مهنة تقييم المؤسسات في الحياة الاقتصادية بما توفره من خدمات للمتعاملين الاقتصاديين في إطار معاملاتهم التجارية، وبالتالي عولمة وتطوير الأسواق المالية العالمية. يعتمد عليها كذلك في حل المشاكل أو النزاعات الاجتماعية التي تستدعي تقييما للمؤسسة. ويمكن ذكر أهم الأسباب والمواقف التي تقود الأفراد إلى الاستعانة بأصحاب المهنة (مهنة التقييم) فيما يلي¹:

- تقييم المؤسسة غالبا أثناء رغبتها لعرض أسهمها للبيع في السوق المالي، وبالتالي تقوم بتحديد السعر الأدنى للتنازل (O.P.V) (ouverture publique de) (vente)
- ويمكن تقييم المؤسسة من أجل رفع رأس مالها إذا كانت غير مسعرة (non cotée)، حتى تستطيع إعطاء سعر للأسهم الجديدة على أساس الأسهم القديمة المتداولة.
- لغرض تصفية المؤسسة، التي يحدد فيها سعر التنازل عن الأصول.
- لغرض إعادة الهيكلة.
- لغرض الاندماج الذي يستدعي إعادة تقييم الأصول، وكذا الاستحواذ.
- للفصل بين النزاعات التي تدور حول مؤسسة معينة والتي تكون بدورها على سبيل المثال "ميراث" ينبغي تقسيمه لعدم تفاهم الورثة حول استمرارية ملكيتهم، أو قضايا اضطهاد حملة الأسهم.
- من الجانب الضريبي، قيمة المؤسسة هي وعاء جبائي.

¹ Thierry Meloux, Analyse 360° : Pratique de l'Analyse Financière des Entreprises, Editions Books on Demand, France, 2008, P 130.

■ التقييم لغرض التسيير.

2- مناهج التقييم:

حسب توجد 3 مداخل فقط لتقييم أصل أو مؤسسة أو حصة هناك ثلاث (03) مناهج أساسية، وهي:¹

1. منهج الدخل (طرق الاستحداث).

2. منهج السوق (طرق المقارنة).

3. منهج المحاسبة (طرق الممتلكات).

لا توجد مناهج (approches) أخرى ما عدى هذه حسب النظام الكلاسيكي، ولكن هذا لا يعني تعدد طرق ضمن كل واحد من المناهج الثلاثة المذكورة، فوفقا لمنهج الدخل يستطيع المقيم استعمال كل من طريقة التدفقات النقدية المخصومة أو التدفقات النقدية المرسمة، وحسب كل منهما إما طريقة مباشرة أو غير مباشرة، وفي منهج السوق الذي يقيم المؤسسة بناء على المقارنات التي يعقدها المقيم بين المؤسسة محل التقييم ومؤسسات أخرى مشابهة لها في الحجم، نوع النشاط، رأس المال.... الخ، شرط أن تكون هذه المؤسسات المقارن لها قد تم بيعها مثلا، أو تم تقييمها أو تسعيرها بالأسهم والسندات في البورصة، أما في منهج المحاسبة الذي يهتم بتقييم الموجودات المالية وممتلكات المؤسسة، وإهمال كل التوقعات حول مستقبلها يستطيع المقيم استخدام عدة طرق كحساب صافي الأصول المعاد تقييمها مباشرة ناقص الديون، أو القيمة السوقية للأموال الخاصة مباشرة. إن اختيار المنهج والطريقة المناسبة لخطة التطبيق العملي يتأثر بعاملين أساسيين هما:

■ نوع وحجم المؤسسة (صغيرة، متوسطة، كبيرة).

■ الغرض من التقييم فباعتبار المشتري والبائع هما الأكثر طلبا لتقييم المؤسسة وتقدير قيمتها أثناء عمليات المبادلة، فتختلف الطرق المستعملة من طرف المقيم لكل منهما. فالمشتري يعمل على تدنية قيمتها، أما الثاني (البائع) على رفع قيمتها.

¹ De La Chapelle.P, l'évaluation des entreprises, 3e édition, ECONOMICA, 2007,P 53.

واختلاف هذه الطرق ناتج عن اهتمام المشتري بمستقبل المؤسسة (طرق الاستحداث) بينما البائع يركز اهتماماته على الممتلكات الحالية الراغب في نقل ملكيتها (طرق الممتلكات).

المطلب الثالث : مراحل تقييم المؤسسة والعوامل المؤثرة على القيمة.

1- مراحل تقييم المؤسسة:

قبل التطرق لشرح مختلف مراحل عملية التقييم، تجدر الإشارة إلى أن مهنة التقييم هي عملية لا تستند إلى منهج نظري في تطبيقها، أي أنه لا يوجد خطوات أو مراحل محددة نظريا تقود هذه المهنة لحظة التطبيق، وكما سبق وأن أشرنا إلى أن تقييم المؤسسة هي عملية حساسة بطبيعتها لأن نتائج هذه العملية يعتبر تقديرا للقيمة أو رأي فيما يخص هذه الأخيرة، وهذا ما يسمى بقيود عملية تقدير القيمة. فإذا أخذنا مقيمين متساويين في المؤهلات والخبرة يمكن بسهولة أن يتوصلا إلى تقديري قيمة مختلفين لنفس الأصل أو المؤسسة (وإن كانا قابلين للمساندة).

ويرجع هذا الاختلاف في التقدير إلى أن عملية التقييم تتطلب إصدار الأحكام، وعمل الافتراضات، وتكوين الآراء، والتي بدورها تتأثر بعوامل عديدة، منها ذاتية تخص نضرة المشتري أو البائع للمؤسسة محل التقييم، وأخرى موضوعية تتمثل في الجانب الاقتصادي وطرق الحساب التي تسمح بتحديد القيمة الصحيحة للمؤسسة.

حتى يكون رأي المقيم مستنير، أي مبني على تحليلات وأساليب مقبولة يجب عليه اتباع مجموعة الخطوات الأساسية التي تستند عليها عملية التقييم في التطبيق العملي، وفيما يلي نذكر أهم المراحل التطبيقية لتقييم المؤسسة:

1. أخذ معلومات عامة:

من المهم بدأ عملية التقييم بجمع معلومات عامة عن المؤسسة ومحيطها وهي أطول مرحلة وأكثرها حساسية، وذلك راجع إلى أن صعوبة تقييم المؤسسة لا يكمن في الطرق

والأساليب المتبعة، بل في جمع المعلومات الملائمة وتصنيفها لتطبيق هذه الطرق، ومن الخطأ اعتبار القوائم المالية وحدها كفيلة بتقييم المؤسسة.

وتزداد مدة عمل هذه المرحلة مع ازدياد حجم وتعقيد المؤسسة وأن المقيم غريب عن المؤسسة في معظم الحالات، ولذلك يمكن للخبير المحاسبي أو محافظ الحسابات تزويد المقيم بالمعلومات المطلوبة، والتي تستدعي من المقيم القيام في هذه المرحلة بـ:

- زيارة الموقع بالنسبة للمؤسسة المراد تقييمها وهي خطوة تسمح للمقيم بالتقدير المبدئي لحالة العقارات، آلات الإنتاج، جو العمل.¹
- معرفة الموجودات داخل هذه المؤسسة ومقارنتها بالقوائم المالية.
- التحليل المبدئي لمستوى نمو المؤسسة ومقارنتها بالمؤسسات المنافسة.
- فرصة الالتقاء بالمسؤولين داخل المؤسسة.

إن الهدف من هذه المرحلة هو جمع أكبر عدد ممكن من المعلومات المفيدة حول المؤسسة وصولاً إلى مستوى اتخاذ القرار حول متابعة المهمة أولاً. وعلى سبيل المثال، إذا كان الغرض من التقييم هو عملية شراء المؤسسة واستغلالها كما هي، يجب على المقيم التركيز على وضع المؤسسة حالياً و القيام بالتنبؤات المبدئية حول مستقبلها. فكثيراً ما تكشف زيارة المؤسسة محل التقييم عدة جوانب سلبية، يستطيع المقيم من خلالها مقارنة ذلك مع احتياجات المشتري، وتتوقف المهمة دون خسارة المال والوقت.

2. تحرير رسالة المهمة:

وهي رسالة يحررها المقيم بالقبول المبدئي أو الرفض لعملية التقييم وذلك حسب نتائج المرحلة الأولى وبالأخص النقاط التالية:²

¹Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », 2° édition, ECONOMICA, Paris, France, 2007, P17.

² <http://ebookborrow.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise-pdf> .

- المراقبات السابقة: الخلافات داخل المؤسسة، استجابة وقبول العميل، إدارة وتسيير المخاطر، القواعد الأخلاقية، التزامات قانونية.
- التحديد المناسب لنطاق التقييم: محيط المؤسسة، حصة مبيعة من رأس المال، التفاهم والثقة بين إدارة المؤسسة المعنية بالتقييم والمقيم.
- نوعية المعلومات الداخلية المقدمة من المؤسسة، واحترام المواعيد المتفق عليها.
- كمية ونوع المعلومات التي تم جمعها من البيئة.

3. التشخيص:

يقوم المقيم في هذه المرحلة بتحليل المؤسسة بشكل دقيق وذلك على المستوى الداخلي بالتطرق لكل وظيفة على حدا وعلى المستوى الخارجي بتحليل بيئتها حتى يستطيع المقيم صنع معرفة بالعناصر والعوامل التي تؤثر بالزيادة أو النقصان على قيمة المؤسسة الخاصة سواء كانت هذه العناصر يمكن إعادة تصحيحها في القوائم المالية أو لا (كتحليل العنصر البشري) ولذلك يسبق هذا التحليل التطبيق العددي للطرق المستعملة في تقييم المؤسسة.

يتم تحليل البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة على شكل تشخيص داخلي وخارجي لها، فالأول هدفه هو اكتشاف نقاط قوة وضعف المؤسسة محل التقييم، أمّا الثاني فالوقوف أمام الفرص المتاحة لها والتهديدات الممكن اعتراض تحقيقها للأهداف المسطرة.¹

تختلف مدة هذه المرحلة من مؤسسة لأخرى حسب درجة تعقيد نشاطها والقطاع الذي تنتمي إليه، حجم المؤسسة، العلاقة بين المقيم والمؤسسة. ولذلك فإن كان المقيم سبق وأن تعامل مع المؤسسة محل التقييم أو خبير محاسبي لها، يقوم بالتركيز على التشخيص الخارجي (السوق، المنافسين، التطور التكنولوجي) وعلى العناصر المعنوية اللاحقة لها في

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P17.

المحاسبة. سوف نتطرق بالتفصيل لهذه المرحلة (التشخيص) في المبحث الموالي بالتطرق لمختلف أنواع التشخيص الداخلي وبعض نماذج التشخيص الخارجي.

وفي نهاية هذه المرحلة وبفضل معلومات ونتائج التشخيص الداخلي والخارجي للمؤسسة، يقوم المقيم بتكوين تقرير مرحلي يقدمه لزبونه (المعني بعملية التقييم) لاتخاذ قرار مواصلة المهنة أم لا. إذا كان القرار هو لا، فإن الزبون سيقدم أتعاب المقيم حتى هذه المرحلة (التشخيص الداخلي والخارجي) وهو مبلغ متفق عليه غالبا. وإذا أراد الزبون متابعة المقيم أداء مهمته، يقوم هذا الأخير بتحرير رسالة مهمته أكثر تفصيلا من الأولى والتي تضم النقاط التالية¹:

- هدف التقييم.
- مستلم التقرير.
- العمل المطلوب وتخطيط جدول الأعمال المناسب والكافي للعمل.
- تاريخ التقييم.
- المعلومات التي يستند عليها التقييم.
- شكل ومحتوى التقرير الذي سيصدره.
- تفاصيل القيود المفروضة على العمل الميداني.
- حدود المسؤولية.

من خلال هذه الرسالة يستطيع الزبون الحكم على مدى فهم واستيعاب المقيم لاحتياجاته، كنوع العملية، درجة الإلحاح في إتمام الصفقة.

4. اختيار طرق التقييم:

قبل اختيار الطرق المناسبة لعملية التقييم، من الضروري أن يكون المقيم ملم ومراجعا لكل طرق التقييم، وإن استدعى الأمر تكوينه في هذا المجال. فنظرا لتعدد مناهج التقييم

¹ <http://ebookbrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise-pdf>.

(منهج الدخل، منهج المقارنة، منهج المحاسبة) وتعدد الطرق المندرجة تحت كل منهج يقوم المقيم باختيار المنهج والطرق المحاسبية في عملية التقييم وذلك حسب:

- غرض التقييم (شراء أو بيع)، نوع وحجم المؤسسة (صغيرة، كبيرة) بسبب خصوصيات المؤسسات الصغيرة في ارتباطها الوثيق بالمسير. ولهذا يجب على المقيم أن يتميز بمعرفة كافية حول كل المناهج والطرق حتى يستطيع استخدام الطرق المناسبة واستبعاد الطرق الأخرى.

بعد اتخاذ القرار حول الطرق المناسبة، يشرع المقيم في تطبيق هذه الأساليب بأخذ المعلومات من القوائم المالية المصححة والمعاد ترتيبها دون إهمال المنظور الإستراتيجي، مخطط أعمال المؤسسة، وكل ما له علاقة بمستقبل المؤسسة، خاصة إذا كان الغرض من التقييم هو شراء المؤسسة.

وفي حالة استعماله لعدة طرق يجب:¹ دراسة فروقات التقييم وتحليل أسباب حدوثها، وهذا ما يسمح بالتأكد من أن الفرضيات المعمول بها (المختارة) متناسقة ومتماثلة للمناهج المختلفة.

5. إعداد تقرير التقييم:

وهو تقرير نهائي يلخص نتائج عملية التقييم، ورأي المقيم حول قيمة المؤسسة محل التقييم، ولا بد أن يذكر في هذا التقرير النقاط الأساسية والملخصة في مضمون تقرير عملية التقييم:

مقدمة:

- تاريخ التقييم.

- مستلم التقرير.

- التعريف بالمؤسسة.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P17.

- الغرض من عملية التقييم.

العرض:

- الأعمال المنجزة.

- المعلومات المقدمة والمتاحة للمقيم.

- حدود عملية التقييم بناء على طلب الزبون أو بسبب غياب خبراء تقنيين

المختصين في نقاط محددة كالتدقيق البيئي مثلا وكل العوامل القابلة لحصر ثقة المقيم في

ختام أعماله:¹

- كعدم توافر معلومات معينة.
- حدود معينة في نطاق العمل أو التناقضات.
- معلومات غير مدققة.
- إجراء تقييم لغرض محدد.
- الطرق المستبعدة مع شرح الأسباب والطرق المعمول بها.
- ملخص الافتراضات الرئيسية وتبرير استخدامها في تنفيذ عملية التقييم.
- ملخص للحسابات مع الإشارة لها في الملاحق بالتفصيل.
- مدى تحقق معايير التقييم.

خاتمة:

رأي المقيم وتقديره لقيمة المؤسسة، وهي ليس قيمة محددة أو ثابتة بل مجال للقيمة

(fourchette de valeur). فإذا كان الغرض من التقييم هو الشراء فإن المقيم يركز على

الحد الأعلى للقيمة، والتي من أجلها ينصح المشتري بإتمام الصفقة أمّا بالنسبة للبائع فالعكس.

¹ <http://ebookbrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise-pdf>.

في حالة استعانة المقيم المعتمد مع جهات مهنية أخرى، فهو:¹ ملزم بذكر إلى أي مدى تم التعاون مع هذه الأخيرة في تحديد رأيه حول قيمة المؤسسة محل التقييم.

إن اقتراح المقيم لمجال للقيمة سببه مجموعة العوامل التي لا يمكن تقديرها بدقة كالمنظور الإستراتيجي، كفاءة العمال مثلا،...بالإضافة إلى:² استعماله المحتمل لمجموعة من الطرق التي يتولى عنها مجموعة من القيم حيث لا يجوز له تقديم متوسط القيمة لنتائج الطرق المستخدمة. مثال: 3/1 قيمة الممتلكات + 3/2 قيمة المردودية.

تطبيقيا غالبا ما يعتمد على متوسط القيم من كل طريقة لتحديد القيمة النهائية للمؤسسة. لكن منهجيا يعتبر ذلك خطأ، لان³ الجمع بين قيمة الممتلكات وقيمة العائد منها معناه الجمع بين تكهنين متناقضين هما: توقف نشاط المؤسسة واستمرارها، وبالتالي نتيجة دمجهما (متوسط القيم) غير صحيحة.

الوصول إلى تحديد مجال للقيمة هي آخر نقطة في عملية التقييم، ولذلك فقط تطرقنا إلى أهم المراحل التطبيقية في تقييم المؤسسة. من هنا يقوم المستفيد من التقييم (بائع أو مشتري) بتحديد لسعر التبادل مع الطرف الآخر وإتمام الصفقة. إن تحديد السعر وجها لوجه مع الطرف الآخر يمر بمرحلة التفاوض على السعر. يمكن توضيح مصطلح التفاوض (La négociation) بالتعريف التالي:⁴ " التفاوض هو عملية يتفاعل من خلالها طرفان أو أكثر لديهم اعتقاد بوجود مصالح مشتركة متداخلة، وأن ذلك يتطلب منهم الاتصال فيما بينهم كوسيلة لتضييق مساحة الاختلاف وتوسيع منطقة الاشتراك بينهم من خلال المناقشة والحجة والإقناع والاعتراض، للتوصل إلى اتفاق مقبول للأطراف بشأن موضوعات أو قضايا

¹ J.Marko , L'évaluation des sociétés en pratique . p 12

www.uhpc.be/.../20100520_-_L_évaluation_des_societes_en_pratique_-_J.Marko.pdf

² www.entreprisevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

³ Jean-François Pansard et Pierre Péau, Convergence Revue de la CCEF, Les 10 erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise, N° 06, Novembre, Paris, 2012, Pages 07 .

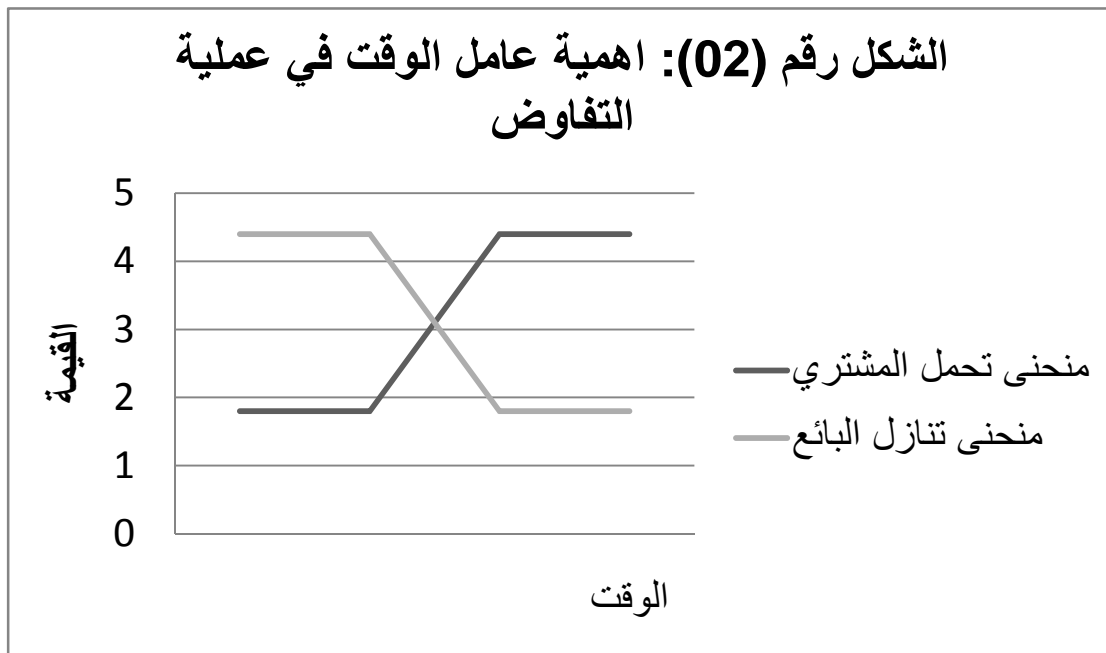
⁴ سامح عبد المطلب عامر و آخرون، إدارة التفاوض، الطبعة الأولى، دار النشر "دار الفكر"، عمان-الأردن، 2010، ص 16.

التفاوض" . إذن، التفاوض في بحثنا هذا يدور حول المعنى نفسه للتفاوض مع ربطه بموضوع سعر تبادل المؤسسة. يأخذ التفاوض مكانته كوسيلة لصنع القرار في عدم وجود:¹

▪ لا سلطة أو تأثير من طرف معين.

▪ لا سعر محدد للتبادل.

يعتمد كل من البائع والمشتري على التفاوض من اجل تحديد سعر المبادلة على أساس مجال القيمة المتوصل إليه من عملية التقييم. نحن نعتقد دائما أن تحديد السعر يكون بالتقاء العرض و الطلب فقط. لكن لا يجب أن ننسى عامل الوقت. بالنسبة للمشتري أو البائع، من يمتلك الوقت الكافي لاتخاذ القرار حول إبرام الصفقة هو من يمتلك الأفضلية الحاسمة في التفاوض. يمكن تمثيل أهمية عامل الوقت بالمنحنى التالي:



¹ William I.Zartman, revue française de gestion, lavoisier, volume30, numéro153, novembre/décembre, 2004, P15.

الشكل رقم (03)¹: الأدوات و المراحل الأساسية في عملية التقييم



¹ Jean-Etienne Palard et Franck Imbert, Guide pratique D'évaluation d'entreprise, Edition Eyrolles, Paris, 2013, P 80.

2- العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة:

تتأثر قيمة المؤسسة بعدة عوامل، يمكن التطرق لها بتقسيمها إلى عوامل ذاتية (subjectifs) و أخرى موضوعية (objectifs):

1. العوامل الذاتية:

تقوم هذه العوامل على أساس مفهوم المنفعة، فإذا كان الغرض من البيع هو تحويل الملكية، فتمثل هذه العوامل زيادة الرغبة في الشراء أو البيع. تقودنا هذه النقطة إلى طبيعة العلاقة بين المشتري و البائع، حيث يحاول المشتري دفع أدنى سعر ممكن، أما البائع فيتبع عكس هذه السياسة، ثمرة الحديث بينهما بما يسمى التفاوض يحدد من خلالها سعر التبادل.

إن هذه الفكرة لا تعني أن البائع والمشتري سيحققون عملية تبادل مرضية، ففي غالب الأحيان يتعرض أحدهما للضرر.

السؤال المطروح هنا يكمن في معرفة العوامل الحساسة التي تزيد من الرغبة في الشراء، وبالتالي تزيد في قيمة المؤسسة.

من أهم العوامل التي تزيد من الرغبة في شراء المؤسسات هي الشهرة أو السمعة التي تتمتع بها هذه الأخيرة. فمن أجلها يكون المشتري على استعداد بدفع ما يفوق السعر، بمعنى قيمة نقدية تفوق القيمة الاقتصادية للمؤسسة. ومن جهة البائع فتقييمه لمؤسسته يكون كذلك بزيادة قيم نقدية تعبر عن هذا العامل. هذا التأثير الناجم من سمعة المؤسسة قد يزيد من قيمتها أو العكس.

إن كل من ثقافة المؤسسة، مستوى مؤهلات عمالها وانضباطهم، علاقة المؤسسة مع الغير كالموردين والبنوك، مصلحة الضرائب والمنظمات الاجتماعية... الخ، هي كلها عوامل بسيكولوجية تؤثر على قيمة المؤسسة لحظة التقييم والمفاوضة.

هناك كذلك عوامل ذاتية يمكن تحليلها من وجهة نظر اقتصادية. مصطلح الندرة هنا هو مرادف لمصطلح الاستدامة، لأن إمكانية التواجد في موضع الاحتكار يرفع من قيمة المؤسسة، يمكن الاستعانة ببعض الأمثلة لتوضيح هذه العوامل¹:

- شراء مؤسسة منافسة، يعطي للمؤسسة المشتري الحافز على زيادة السعر.
- شراء مؤسسة موردة، يسمح بتخفيض تكاليف الإنتاج، وبالتالي فتح أمام المؤسسة المشتري أسواق جديدة نتيجة احتمال تطبيق سعر بيع منخفض لمنتجاتها.
- امتصاص مؤسسة تتميز بتنظيمها الجيد أو امتلاكها لشبكة تجارية هامة، (مبدأ: $5=2+2$).

في نفس السياق يمكن الإشارة إلى نقطة أخرى تتمثل في الفرق الموجود بين التوظيف والاستثمار. فالأول يقصد به توظيف الأموال دون المشاركة في تسييرها، فحسب هذه الحالة قيمة المؤسسة تكون منخفضة عن قيمتها الحقيقية من وجهة نظر المشتري لأنه يكتفي بانتظار عوائد مستقبلية متواضعة. أما الحالة الثانية نقصد بالاستثمار المشاركة في تسيير الأموال، فسيكولوجيا قيمة المؤسسة تزيد عن قيمتها الاقتصادية من وجهة نظر المشتري، لأنه يطمح دائماً من خلال مشاركته تحقيق عوائد مالية مستقبلية تفوق الإمكانيات الاقتصادية المتاحة للمؤسسة. في نفس السياق، قيمة المؤسسة العائلية من وجهة نظر مالكيها أعلى من قيمتها الاقتصادية، فهدف² المساهمين في هذا النوع من المؤسسات لا يقتصر على تعظيم الربح فقط بل وضع إستراتيجية تضمن لهم استقرار واستدامة نشاط المؤسسة.

تتأثر قيمة المؤسسة كذلك بشخصية القائم بالتقييم. فإغلب طرق التقييم تبنى على وضع الافتراضات و التكهانات خاصة طرق الاستحداث. إذا مستوى تفاؤل المقيم ونظرته

¹ Patrice Vizzavona, évaluation des entreprises, édition ATOL, Paris, 1990, p 2 .

² Gérard Hirigoyen, Revue française de gestion, N° 242, Valeur et évaluation des entreprises familiales, Paris, 2014, P 1.

<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-119.ht>

لمستقبل المؤسسة يؤثر لا محالة على نتائج تقييمها، و قد يؤثر حتى على سعرها. فإذا كان:¹
سعر أصول مالية (أو مؤسسة) يمثل قيمة، و يمكن تمثيل ذلك بصدق، يرجع ذلك نسبيا إلى
كونه نتائج لتقييم فردي.

2. العوامل الموضوعية:

تتأثر قيمة المؤسسة بعوامل موضوعية مترابطة فيما بينها، والناجمة عن اختلاف
منهج التقييم والطريقة المندرجة تحته. ومن جهة أخرى عن عوامل تؤثر على سياق عملية
التقييم، وبالتالي على نتائجه.

تطبيق مناهج التقييم (منهج الممتلكات، منهج الاستحداث، منهج المقارنة) يؤدي في
غالب الأحيان إلى نتائج تقييم مختلفة. اختيار منهج معين يتأثر بعوامل أساسية هم: موضوع
التقييم، الغرض منه، وطبيعة نشاط المؤسسة. فيما يخص موضوع التقييم، فإذا كانت
المؤسسة محل تصفية مثلا، فهنا يتم استخدام منهج الممتلكات لأن أصول المؤسسة ستباع
بشكل منفصل عن بعضها، مع التأكيد على تطبيق قيمة التصفية. أما الغرض، فإذا كان تقييم
المؤسسة بغرض شرائها، يعتمد المقيم منهج استحداث التدفقات المستقبلية لتقدير قيمتها. لأن
المهم بالنسبة للمشتري هو تحقيق المردودية مستقبلا. وفي حالة ما إذا كان الغرض هو بيع
المؤسسة فيكون التركيز على قيمة المؤسسة المقدره من استخدام منهج الممتلكات.

تؤثر طبيعة نشاط المؤسسة على المنهج المختار في التقييم. المؤسسات ذات الطابع
الخدمي تحقق أرباح كبيرة بالرغم من عدم اعتمادها على موجودات ملموسة ذات قيم نقدية
هامة كشركات التأمين مثلا، لذلك من غير المناسب استخدام منهج الممتلكات لتقدير قيمتها،
فالأجدر اعتماد منهج استحداث التدفقات النقدية.

¹ Oracio Ortiz, " Valeur financière et vérité Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse", Editions Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Paris, 2014, P 57.

هذا التباين في اختيار المنهج المطبق في التقييم لا يؤثر على قيمة المؤسسة من وجهة نظر المشتري والبائع بشكل منفصل فقط، بل على عملية التفاوض بينهما وتحديد سعر التبادل، بحيث يعتمد كل طرف على منهجه المختار في التقييم و نتائجها في التفاوض. هذا لا يعني أن المقيم يعتمد على نتائج تقييم وطريقة واحدة فقط، لأن الاعتماد على مناهج مختلفة يثري وجهة النظر حول قيمة المؤسسة. وكما هو مناسب استعمال منهج الممتلكات من طرف البائع ومنهج استحداث التدفقات المستقبلية من طرف المشتري، تعتبر نتائج التقييم عن طريق المقارنة له أهمية بالغة لحظة التفاوض على سعر التبادل.

البحوث العلمية المطبقة على تقييم المؤسسة محصورة في غالبيتها على النماذج وطرق حساب القيمة. فإذا نظرنا من زاوية أن عملية التقييم كأي عملية تنظيمية، تمر بعدة مراحل متتابعة، يمكن لهذه العملية أن تتأثر بعدة عوامل ديناميكية كما حددها منزيرج MINTZBERG سنة 1971 وهي ستة عوامل¹: الانقطاع، التأخيرات المخططة، تأثير ردود الفعل، التسارع و التباطؤ، دورات الفهم، رجوع المعوقات.

¹ Jean-Jacques Pluchart, Latifa Barbara, Vers une approche constructionniste du processus d'évaluation de l'entreprise, revue Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión, n°100, p 6.

المبحث الثاني: أساليب التشخيص الداخلي و الخارجي للمؤسسة

يقوم المقيم بتشخيص المؤسسة بغرض جمع المعلومات المفيدة في تطبيق أساليب وطرق التقييم، وتعزيز المعرفة الضرورية بذلك، الأهداف الأساسية للتشخيص في إطار عملية تقدير قيمة المؤسسة هي:

■ التوصل من خلال تحليل المؤسسة (الداخلي) ووظيفة بوظيفة، إلى تشخيص نقاط قوة وضعف المؤسسة (Points : Forces, Faiblesses).

■ تحليل المؤسسة (الخارجي) وسط محيطها التنافسي، بهدف كشف الفرص والتهديدات (Opportunités / Menaces) المنبثقة من الوضعية الاقتصادية لقطاع النشاط الذي تنتمي إليه، والحدود أو المعلومات المرتبطة بالمهنة (الابتكار).

إن هذه العوامل تؤثر على القيمة الخامة للمؤسسة بالزيادة أو النقصان بعد تصحيح الأرقام وإعادة ترتيب الحسابات في القوائم المالية بالنسبة للعناصر التي تظهر في هذه الأخيرة، أما بالنسبة للعناصر التي لا تظهر في الميزانية (إتقان العمل مثلا) تساهم في التحديد الموضوعي لمجال قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: التشخيص الداخلي:

المصدر الأول للمعلومات بالنسبة للمقيم هو بالطبع المؤسسة نفسها، ولذلك يبدأ المقيم في هذه المرحلة بالتشخيص الداخلي بتحليل كل الوظائف الأساسية داخل المؤسسة، وعادة يكون التركيز على الوظائف التالية: التشخيص التجاري، تشخيص في الإنتاج، تشخيص الموارد البشرية، تشخيص مالي، تشخيص قانوني.

1- التشخيص التجاري:

يعمل المقيم في الدراسة إلى التطرق للعناصر التالية¹: السوق، المنتج، شروط البيع.

¹ <http://www.entreprisevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-démarche-d'évaluation>.

السوق: الهدف من تحليل هذا العنصر هو تحديد موقع المؤسسة بالنسبة لقطاع نشاطها، وبعبارة أدق بالنسبة لسوقها.

دراسة أسباب تغير حصتها السوقية عبر الزمن، هو مؤشر يساعد المقيم على التكهّن بمستقبل المؤسسة. علاوة على ذلك تحديد الزبائن الرئيسيين للمؤسسة ومدى وفائهم لمنتجاتها.

وهنا محاولة كشف مدى اعتماد المؤسسة على هذا النوع من الزبائن، فإذا كان عددهم كبير نستنتج تبعية المؤسسة لهم وتسجيل خطر كبير على مستقبلها، ولذلك يجب على المقيم تدوين هذه الملاحظات وإدراجها ضمن التقييم النهائي، وتطبيق خصم شامل في القيمة إذا لزم الأمر.

المنتوج: دراسة ما إذا كانت منتوجات المؤسسة تحقق بعض النجاحات في الحاضر، وطرح السؤال: كيف سيتطور الطلب عليها؟ لمعرفة ذلك، يجب على المقيم تحليل محفظة منتوجات المؤسسة وتحديد موقع كل منتوج في منحنى حياته (مرحلة النضج، التراجع، الثبات). ولا ينصح باستخلاص النتائج المستقبلية للمؤسسة فقط ولكن التأكد أيضا من أن المؤسسة تقدم على تجديد هذه المنتجات وإلا فإن زيادة خطر عدم الاستدامة يفرض على المقيم تطبيق خصم أعمق في القيمة.

البيع وشروطه: على المقيم معرفة كل نقاط البيع التي تعتمد عليها المؤسسة في بيع منتجاتها وكذلك التطرق لتقنيات التوزيع المستعملة، ومن جهة أخرى دراسة ما إذا كانت هناك قواعد أو لوائح خاصة تنظم تسويق منتوج معين، وبالتالي معوقات بيع هذا الأخير في ظل فرض هذه القواعد، كقانون التأمين المالي هو أفضل مثال لأسواق المنتجات المالية.

2- التشخيص في الإنتاج:

يهتم المقيم بهذا النوع من التشخيص فيما إذا كانت المؤسسة محل التقييم صناعية، فمختلف النقاط المهمة الواجب دراستها هي: حالة الآلات ومعدات الإنتاج المستعملة

وصيانتها وذلك حسب العمر، الاهتلاك، النوعية، مستوى الاستعمال، وكذلك تحديد¹: تكلفة ترقيتها أو استبدالها (ميزانية الاستثمار الضرورية) وهذا ما يسمح بتقييم قدرة المؤسسة على احترام التكاليف، مدة الإنتاج، جودة المنتج. زيارة أماكن العمل (الورشات) وتشخيص طبيعتها، حجمها، نوعها، ومختلف الإجراءات يصنع معرفة حول التطور التكنولوجي للمؤسسة. يمكن للمقيم الاستعانة بالخبراء التقنيين لغرض المعاينة الدقيقة لآلات ومعدات الإنتاج وبعض النقاط الأخرى²:

- ما إذا كان الإنتاج خاص، قياسي، وحدات محددة (en série)، موسمي،...

- وجود عمليات أو إجراءات أفضل أو أرخص.

- قدرة المؤسسة على تطبيق تكنولوجيا جديدة مع موظفيها الحاليين. استنادا إلى

الإجابة عن النقاط الثلاث (03) السابقة، يمكن تبرير المؤونات الخاصة بإعادة الهيكلة.

الأخذ بعين الاعتبار مستوى وأساليب تسيير المخازن لما لهذه الوظيفة من أهمية في

مراقبة تسيير المؤسسة.

إن التكلم عن الإنتاج يقودنا بالضرورة للتطرق إلى الموردون بصفته مسؤولون عن

الامتدادات الداخلية من المواد الأولية، ولهذا يتوجب على المقيم معرفة نوعية الموردين،

عددهم، موقعهم، وقت التسليم...الخ.

أثناء عملية الإنتاج يقوم المقيم بكشف ما إذا كانت المؤسسة تحترم المعايير البيئية

وقواعد النظافة والأمن.

انطلاقا من مواطن التشخيص السابقة، يتم التوصل تقريبا إلى تحديد قدرة المؤسسة

على الإنتاج والتصرف ورد فعلها لحدث غير متوقع كانقطاع الإمدادات (التموين)، تعطل

الآلات، ارتفاع كبير للطلب.

¹ www.entrepriseevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

² <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d'evaluation>.

3- تشخيص الموارد البشرية:

الهدف العام من تشخيص هذه الوظيفة في إطار مهمة تقييم المؤسسة هو معرفة قيمة الموظفين داخل المؤسسة ومدى مشاركتهم في إنجاز نشاطها، ولذلك يبحث المقيم عن كافة الأخطار الاجتماعية في المؤسسة بالإضافة إلى تحديد مميزات كل موظفيها الممثلون للموارد البشرية. يمكن استعراض أهم النقاط الأساسية في تشخيص هذه الوظيفة كالتالي:¹

في البداية يجب على المقيم الكشف عن مختلف النزاعات الحالية والماضية التي وقعت داخل المؤسسة والاستفسار حول أسبابها. ولكن تحليل هذه النزاعات غير كافي، لأنه قد يكون هناك مشاكل أخرى والتي تتسبب في إضعاف حالتها الاقتصادية.

ولذلك يجب على المقيم تحليلها هي الأخرى مثلاً: تحليل المناخ الاجتماعي (معدل دوران العمال، التغيب، الإضرابات)، العلاقة مع الهيئات الممثلة للموظفين، ثقافة المؤسسة، وسائل الاتصال بين الموظفين، مدى ارتباط العمال مع المسير وحضور الموظفين الرئيسيين (Clés)، بتحليل وضعية كل فرد داخل المؤسسة، أي مكانته داخل الهيكل التنظيمي (في الورق وفي الواقع). وبعد ذلك يقوم المقيم بالدخول صلب كل وضعية وذلك بتحليل المهام لكل وظيفة، مستوى التأهيل، درجة المسؤولية، بهدف التعرف على عمل كل فرد، عدد العمال في مختلف الوظائف، موائمة كل عامل بالنسبة للوظيفة المخصصة له وبالنسبة لأهداف واحتياجات المؤسسة، ويكون من فائدة المقيم لو رسم هرم الأعمار موظفي المؤسسة المعنية للتعرف على المشاكل الناجمة عن هذا العنصر كالتقاعد، وبالموازاة توفر الوسائل البرمجة (Logiciels) التي تساعد على احتساب معدل الخروج إلى التقاعد، معدل التغيب الإجباري ومثل هذه الأمور. بالإضافة إلى التطرق لمخططات التكوين الخاصة بالعمال وسياسات دفع الأجور. وأخيراً لا يجب على المقيم أن ينسى التطرق للجوانب القانونية كالتدقيق في التصريحات السنوية للأجور (Les DAS)، أنواع عقود العمل (ثابتة، مؤقتة)،

¹ <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/méthodologie/la-démarche-d'évaluation>.

بالإضافة إلى عقود العمل الخاصة والتي قد ينتج عنها تكاليف مستقبلية، ولذا من الواجب إدخالها في التقييم كمنحة الخروج أو التسريح.

وبذلك يكون المقيم قد ألم بعدة جوانب (تنظيمية، مالية، قانونية ومن ناحية الاتصال).

4- التشخيص القانوني:

هذا النوع من التشخيص لا يقل أهمية عن سابقه، فبفضله يستطيع المقيم الوقوف أمام كل الوثائق والتأكد من صحتها. ولمزيد من الدقة يشمل هذا التشخيص¹: قانون العقود، الاتفاقيات المنظمة، والضمانات المقدمة، وغير ذلك كثيرا ما ينطلق المقيم بدراسة هذه القضية القانونية من منظور قانون الشركات، وذلك بالتدقيق في القوانين التأسيسية والعقود من خلال مجموعة من الوثائق القانونية الموضحة لذلك، مثل²: التشريعات القانونية، محضر اجتماع الجمعية العامة، مجلس الإدارة، تقارير التسيير، تقارير لمحافظي الحسابات.

وبعد ذلك يركز اهتمامه على هيكل رأس المال وتطوره عبر الزمن بالتدقيق في المعاملات التي أدت لتغيره، من نقل أو تحويل للملكية بمراعاة ما إذا تمّ ذلك بين قائمة المساهمين القدماء أو الداخلين الجدد، أو في حالة الزيادة في رأس المال مباشرة. ومن جهة أخرى معرفة علاوات نقل الملكية العائدة على أصحاب هذه الأخيرة الأمر الذي يشير إلى القيمة المعطاة للمؤسسة.

بعد الانتهاء من ذلك، يجب على المقيم معرفة ودراسة كل العقود التي تلزم المؤسسة على المدى الطويل، بما في ذلك العقود المبرمة مع شروط خاصة كشروط حق التصرف، الكفالة أو رهن الحيازي، وكذلك العقود الموقعة مع المسير، من الضروري تحديد الضمانات الشخصية المقدمة من طرف هذا الأخير للدائنين، وإمكانية توفير بدائل لهم حسب المبلغ والوقت المتفق عليه، يمكن للمقيم الاستفادة من استدعاء محامي مختص في قانون العقود عند اللزوم.

¹ www.entreprisevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

² <http://www.entreprisevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d-evaluation>

الاستفادة من المعلومات الموفرة من محامي المؤسسة حول النزاعات الراهنة، وجلسات الحكم في ذلك، ومقارنة ذلك مع الجلسات المحاسبية. بالإضافة إلى التطرق للوضع الجبائية مع مصلحة الضرائب، الطلب من المصلحة التقنية لإنتاج التقارير الأخيرة الصادرة من هيئات الرقابة الصحية والأمن المحلي، على سبيل المثال:

بالنسبة للمنتجات، التحقق من الامتثال لمعايير الصناعية، بطريقة تسمح بتقييم وجود مخاطر ومقارنتها مع تشكيل المؤونة¹.

و بالموازات يجب عليه ضمان أن المخاطر المدنية مغطاة من طرف مختلف أجهزة التأمين المتعاملة مع المؤسسة، وإلا فيجب قياس حجم المخاطر المعنية.

وأخيرا أخذ معلومات عن الاتفاقيات التنظيمية وخاصة في حالة ما إذا كانت المؤسسة محل التقييم ضمن مجموعة، والهدف من هذه النقطة تقدير قيمتها الحقيقية لمعرفة علاقتها مع المؤسسات الأخرى في إطار تقييم الآثار المحتملة على تكاليفها ومنتجاتها، ولذلك ينصح بالتساؤل عن وضعية المالية الأخيرة لهذه المؤسسات، وبالتركيز عن النقاط الأساسية لنشاطها التشغيلي كرفع الأعمال، المصاريف المالية².

5- التشخيص المحاسبي والمالي:

بما أن الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تحقيق الأرباح والعوائد المالية، فإن هذا النوع من التشخيص يعتبر الأهم من سابقه، لأنه ترجمة للعوامل أو الوظائف الأخرى في شكل مبالغ محاسبية أو نسب ومؤشرات مالية من جهة، وكأساس أو مرحلة انطلاق في استخدام الطرق المختلفة في التقييم. ويمكن الفصل في هذا إلى تشخيص محاسبي وآخر مالي.

■ **التشخيص المحاسبي:** حسب رأي هذه التسمية مغلوط فيها، فمن الأحسن استعمال مصطلح التدقيق المحاسبي بدل التشخيص المحاسبي. يهدف المقيم من إجراء هذا التدقيق إلى: "التأكد من أن القوائم المالية تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية

¹ www.entreprisevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

² <http://www.entreprisevaluation.com/menu-gauche/méthodologie/la-démarche-d'évaluation>

للمؤسسة، و أن إعدادها يتوافق مع المرجع المحاسبي الساري التطبيق "1. وذلك بالتطرق لاختبار نقدي (Critique) للحسابات السنوية للمؤسسة، بما في ذلك الطرق المحاسبية للاهتلاكات وتقييم المخزونات، وتاريخ إقفال الحسابات، الميزانية الجبائية. إذا كان المقيم خبير محاسبي للمؤسسة أو محافظ حسابات لها، فإن²: هذه المهنة ستسهل كثيرا الوقوف على صحة هذه الحسابات، ويجب أيضا على المقيم أن يكون على علم بكل التقارير المقدمة من المدقق سواء كانت تقارير داخلية أو خارجية، والتي تتيح كذلك خفض درجة الرقابة على الحسابات. في غياب الإحتمالات السابقة، يجب على المقيم المدقق³ تكريس وقت كافي يسمح بتحديد نطاق الإختبارات التي سيقوم بها في هذه المرحلة.

■ **التشخيص المالي:** التسمية هنا صحيحة (التشخيص المالي)، لأن الهدف من ذلك هو⁴: تقويم الحالة المالية للمؤسسة والحكم عليها من جهة، وإمكانيتها في خلق القيمة وما سيحدث في المستقبل من جهة أخرى، فلتحقيق ذلك يعتمد المقيم أو المحلل المالي على مجموعة من التقنيات والمعادلات والنسب وحتى النظريات، ولهذا يتوجب عليه اختيار منها ما يناسب احتياجاته (أهدافه)، وعلى أساس طبيعة وحالة المؤسسة ووضعها التنافسي، وهذا عكس الواقع المحاسبي الذي يستدعي التطبيق الحرفي والمباشر لقواعد التقويم والتسجيل والإفصاح.

لتحقيق الهدفين السابق ذكرهما، يجب دراسة وضعية ممتلكات المؤسسة وتوازنها المالي، تحليل النتائج والمردودية، وأخيرا تحليل قدرتها على التمويل الذاتي ومقارنة ذلك مع الغلاف المالي الإجمالي للمشروع. إن تحليل هذه الوضعية الأخيرة (التمويل الذاتي) يتعلق

¹ Robert Obert et Marie- Pierre Mairesse, Comptabilité et audit, édition DUNOD, 4ém éd, Paris, 2012, p419.

² www.entreprisevaluation.com/content/download/.../1_les_essentiels.pdf

³ Antoine Mercier et Philippe Merle, Audit et commissariat aux comptes, éditions Francis Lefebvre, Paris, 2010, p533.

⁴ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 23

باحتمالات المشتري المحتمل في توفير أموال لصالح المؤسسة للحصول على توازن مالي عادي¹. سنتطرق لهذا بالتفصيل في المطلب الموالي تحت عنوان تشخيص الفعالية.

المطلب الثاني: التشخيص الخارجي (Le diagnostic Externe):

يمكن تحقيق التشخيص الخارجي لأي مؤسسة بإتباع عدة أساليب أهمها نموذج Meachel Porter (1982) لتحليل هيكل الصناعة. طور بورتر من مدرسة هارفرد للأعمال منهجا تحليليا معروف باسم نموذج بورتر لتحليل وتقييم مخاطر المؤسسات المرتبطة بهيكل الصناعة، يقسم بورتر هيكل الصناعة إلى 5 قوى² تؤثر على مردودية المؤسسة هي:

1- المنافسة بين المؤسسات الحالية العاملة في السوق.

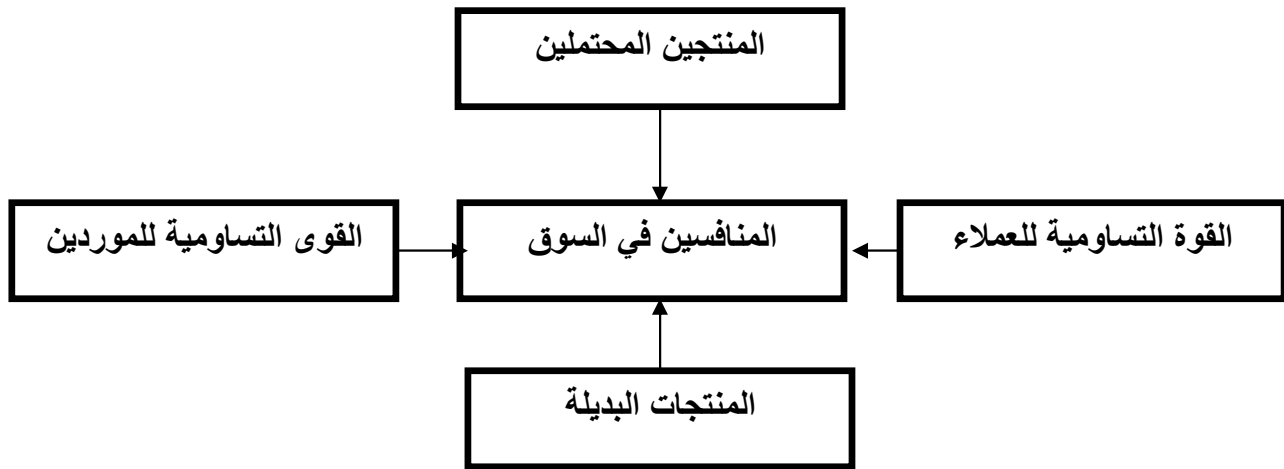
2- تهديد المؤسسات الجديدة الوافدة إلى السوق.

3- القوة التفاوضية للعملاء.

4- القوة التفاوضية للموردين.

5- تهديدات المنتجات البديلة.

الشكل رقم (04): القوى الخمس المؤثرة على درجة المنافسة في الصناعة.



¹ <http://www.entreprisevaluation.com/menu-gauche/méthodologie/la-démarche-d'évaluation>

² Alain Desreumaux et autres, Stratégie, 2^o édition, Editions Person, France, 2009, P77.

1. المنافسة في السوق:

وهو مجموعة المؤسسات العارضة لمنتجات مشابهة أو بديلة للمنتجات المقدمة من طرف المؤسسة محل التشخيص يزداد حجم هذا التهديد على المؤسسة مع انخفاض تكاليف واحتياجات الدخول في قطاع الصناعة الذي تنتمي إليه، سواء كانت وجهة نظر تكنولوجية، تجارية، أو مالية¹.

تتوقف حدة المنافسة بين المنتجين الحاليين على عدة اعتبارات أهمها عدد هؤلاء المنتجين، درجة تعلقهم بالصناعة أو النشاط، مدى التنوع في المنتجات والخدمات المعروضة، وجود عوائق للخروج، ومن جهة أخرى تتوقف على نمو السوق ودورة حياة المنتجات.

2. القوة التساومية للعملاء:

يؤثر العملاء على الميزة التنافسية لأنهم يبحثون دائما على التقاط جزء من أرباح المؤسسة، عن طريق خفض أسعار مبيعاتها. فكلما كانت قدرتهم التفاوضية عالية كلما انخفض الربح المحقق من طرف المؤسسة، ترتفع القدرة التساومية للعملاء في عدة حالات أهمها:

- عندما تمثل مشترياته نسبة كبيرة من حجم أعمال البائع.
- وجود عدد كبير من البائعين قياسا على عدد المشترين.
- عندما يمتلك العميل معلومات كاملة عن عمليات المنتج من حيث الأسواق والتكلفة والطلب.

3. القوى التساومية للموردين:

يستطيع الموردون امتلاك قوة تفاوض يطبقونها على المؤسسات المتعاملة معهم في حالة ندرة المواد الأولية أو بإتباع أساليب غير قانونية بهدف الرفع من قيمة هذه المواد، وبالتالي قد يرتفع الضغط على المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الربح.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P20.

4. المنتجين المحتملين:

يتمثل أحد مصادر المنافسة المحتملة في أولئك الذين يودون الدخول في مجالات أنشطة الصناعة، ويتوقف دخولهم الفعلي للصناعة على عدّة اعتبارات أهمها الحجم وطبيعة عوائق الدخول للصناعة، ومن ثم فإن تحليل العوائق يعتبر أمرا هاما في تحليل درجة المنافسة المحتملة وبالتالي مستويات الربحية في المستقبل أيضا يتم تحليلها. وتتضمن تلك العوائق ما يلي:

- حجم رأس المال المطلوب.
- إقتصاديات الحجم.
- قنوات التوزيع.
- تنوع المنتج.

5. المنتجات البديلة:

ونقصد بهم مجموعة المنتجات التي تشبع نفس الرغبة التي تشبعها منتجات المؤسسة المعنية بالتشخيص، حيث تعتبر المؤسسات المنتجة لها مصدرا للمنافسة أقل حدة من المنافسين المباشرين، إلا أنها تؤثر على أرباح ومستقبل المؤسسة، والتقليص من حجم الصناعات في بعض الحالات.

إن تحديد وتحليل القوى الخمس المؤثرة على الميزة التنافسية في الصناعة غير كافية لمعرفة كل التهديدات والمعوقات الممكن أن تصادفها المؤسسة على المدى المتوسط والقريب، إن تحليل عناصر البيئة العامة أو البيئة الكلية لأمر هام للتنبؤ بمستقبل المؤسسة ومثيلاتها من نفس الصناعة، دون تأثير هذه المؤسسات عليها كالتكنولوجيا، الدولة، الطبيعة الاجتماعية والثقافية، البيئة الاقتصادية.

المبحث الثالث: تشخيص الفعالية:

إن الهدف من تشخيص الفعالية هو إجراء تقييم للحالة المالية للمؤسسة، ومعرفة أيضا إمكانيتها في إعطاء أو تحصيل قيمة، وهو مبني على دراسة الوثائق المالية (الميزانية، حسابات النتائج، وملحقات أخرى) وفي إطار تقييم المؤسسة الهدف من هذا التشخيص قبل كل شيء هو تقديم مفاتيح لفهم وتفسير الوضع الحالي والماضي للمؤسسة، مما يسمح لها بالتنبؤ الأفضل لمستقبلها ولذلك وفي نفس الإطار يقال أن التحليل المالي ذو طابع نوعي أكثر منه كمي، حيث يهتم بالمعلومات الموجودة في القوائم المالية وتركيزه على مؤشرين للقيمة هما، المردودية الاقتصادية ومعدل نمو الأرباح.

المطلب الأول: إعادة ترتيب القوائم المالية:

قبل حساب الأرصدة والنسب المختلفة اللذان يعتبران قاعدة التشخيص المالي يكون من الضروري البدء بإعادة ترتيب وبناء القوائم المالية، لأن هذه الأخيرة تعطي رؤية اقتصادية جديدة تعبر عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة، وذلك بتخطي الجوانب القانونية في إعداد القوائم المحاسبية. هذه المرحلة تنطوي على إعادة بناء أو تشكيل جدول حسابات النتائج وميزانية المؤسسة محل التقييم.

1- إعادة تشكيل حسابات النتائج:¹

إعادة بناء هذا الجدول يسمح بتحليل أدق وأفضل للنتائج، وتسليط الضوء على البنود الأكثر دلالة. إن الاختلاف في إعداد جدول حسابات النتائج ناجم عن بعض العمليات المختلفة مما يستدعي تعديلها، وهي:

1-1 الموظف المؤقت: (Le personnel intérimaire):

يسجل مصاريف هذا الأخير في خدمات خارجية أخرى لأن المؤسسة لا تدفع له أجر بل تسدد فاتورة المؤسسة التابع لها.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 24-25.

2-1 الوكالة: (La Sous-traitance):

الهدف من إعادة ترتيب هذا العنصر هو جعل المقارنة ممكنة بين المؤسسة المستدعاة لتقديم خدماتها (الموكلة) في حالة ما إذا لم تتولى المؤسسة إنتاج أو خدمة نفسها، ولهذا يعتبر التوكيل طريقة تسيير. تسجل مصاريف التوكيل بتقسيمها بين تكاليف الشراء ومصاريف العمال، يمكن أن يكون هذا التعديل تقريبي، ولكنه الأفضل.

3-1 النتيجة المالية (Le Résultat financier):

وتمثل الفرق بين النتائج المالية والمصاريف المالية، فهو رصيد غير اقتصادي (دلالة اقتصادية) لأنه يضم مجاميع عمليات غير متجانسة، فمثلا المصاريف المالية تشمل رسومات السحب على المكشوف، فوائد القروض، خسائر سعر الصرف. فبالنسبة للأولى تعكس سوء تسيير الخزينة، الثانية هي نتيجة طبيعية للتمويل عن طريق البنك، أما الأخيرة جراء سوء تسيير خسائر سعر الصرف. يدرس المقيم في هذه الحالة إمكانية استبدال مصروف مالي بآخر، كاستبدال مصاريف السحب على المكشوف بدين أكثر ثبات، كما هو الحال كذلك بالنسبة للمنتوجات المالية المختلفة والتي تستدعي دراسة الملاحق بنمغن.

4-1 إعانات التشغيل (Les subventions d'exploitation)

تستعين بعض القطاعات الاقتصادية بإعانات التشغيل كالفلاحة والنقل العمومي ومن المستحسن أن تضاف إلى المنتوجات المباعة (أو الخدمات)، أي مكملة لسعر البيع للحصول على المستوى الحقيقي لإنتاج الدورة.

5-1 النتيجة الخاصة (Le résultat exceptionnel):

لغرض تحليل النتائج الخاصة يجب أولاً التمييز بين الحسابات الاجتماعية والحسابات المجمعة. ضمن الحسابات الاجتماعية تشتمل النتيجة الخاصة على العناصر التي تتميز بالتكرار وعناصر أخرى غير ذلك، وأي تحويل للأصول يصنف بأنه استثناء، إذن على الرغم من أنه يعد في إطار نشاط الجاري للمؤسسة.

عند التشخيص المالي، يجب على المقيم (أو المحلل) التمييز في هذه النتيجة (النتيجة الخاصة) بين النتائج الاستثنائية ونتائج الأنشطة العادية. وعلى مستوى الحسابات المجمعة الوضع أسهل بوجود الشركات، فإتباع متطلبات مجلس معايير المحاسبة الدولية، تصنف ضمن "نواتج وتكاليف أخرى".

2- تشكيل الميزانية الاقتصادية: ¹

مثل جدول حسابات النتائج تبني الميزانية على أساس مقارنة اقتصادية، يمكن عرض أصول الميزانية بالعناصر الأساسية التالية:

- التثبيات الصافية.
 - احتياجات رأس المال العامل (BFR).
 - الخزينة الموجبة.
- أما من جهة الخصوم فب: - الأموال الخاصة.
- الديون المالية.

1-2 التثبيات الصافية (Les immobilisations Nettes)

الهدف الرئيسي من الميزانية الاقتصادية هو تقدير مردودية المؤسسة، تقدر الأصول الاقتصادية بقيمتها الصافية وليست الإجمالية (الخامة)، ولذلك يجب أن يأخذ بعين الاعتبار الحالة الآنية للأصول المتاحة للمؤسسة، أي بعد طرح مخصصات الاهتلاك والمؤونات التي تمثل استهلاكها، وكذا إخراج التثبيات المنتهية من الميزانية، في المقابل يجب تخفيض قيمة الأموال الخاصة.

2-2 احتياجات رأس المال العامل (BFR):

يمثل هذا الأخير نتيجة الاختلال أو الفرق الموجود بين المشتريات والمبيعات وتدفقات الأموال الداخلة والخارجة بسببهم، وبالتالي من الضروري تشكيل مخزون وإظهار نم

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 26-27-28-29.

الزبائن وديون الموردين في الميزانية. يمثل (BFR) الحاجة إلى التمويل المرتبط بدورة الاستغلال، ويتم احتسابه بالعلاقة التالية:

احتياجات رأس المال العامل = المخزونات + ذم الأصول المتداولة (الزبائن)
- الديون الغير مالية.

نقصد بالديون الغير المالية كل من الديون الجبائية والاجتماعية (دون ديون الضرائب على المؤسسات) وديون الموردين.

من اجل التوصل إلى تحليل مالي ملائم ومفيد يجب التركيز على تأثير العوامل التي تسبب خطأ في الحساب، والتي يجب على المقيم (أو المحلل) إعادة ترتيبها، ونقصد بذلك ذم الزبائن التي يمكن أن يتوقف تسديدها لأي سبب من الأسباب ولذلك إخراجها من أصول الميزانية (زبون معدوم).

3-2 الخزينة الموجبة (الأصول):

وتسمى أيضا بالخزينة النشيطة (Active) وتتضمن قيمة التثبيات الموظفة (UMP) وكذلك الأموال المتاحة، إن قيمة التثبيات تعتبر شبيهين بأموال الخزينة المتاحة عندما تكون قابلة للتحويل إلى سيولة بشكل سريع ولا تمثل أي تهديد بفقدان القيمة.

4-2 الأموال الخاصة (les capitaux propres) :

تحسب هذه الأخيرة بعد توزيع نتيجة الدورة وحذف الأصول الوهمية، ويجب أيضا خصم (إنقاص) قيمة أسهم المؤسسة التي تحتفظ بها لنفسها أو لبعض فروعها، ولذلك غالبا ما تكون عملية المعالجة (إعادة الترتيب) قد تمت فعلا في الحسابات المجمعة.

5-2 الديون المالية (Les dettes financières):

الديون المالية تشمل كل الديون التي تحمل أو تتضمن الفائدة، بما في ذلك التعاملات البنكية الجارية، إذن هي لا تمثل الديون اتجاه الموردين، والديون الجبائية أو الاجتماعية.

لكن للحد من تأثير الموسم المحتمل للنشاط على الحسابات من المستحسن الاحتفاظ بمتوسط سنوي للحسابات البنكية (C. Bancaire)، يجب نقل الفوائد المستحقة من الديون المالية إلى الديون المتداولة وتتم خصمها من احتياجات رأس المال (BFR).

6-2 مؤونات الخسائر والتكاليف: (Les Provisions pions risque et charge)

فالسؤال هو ما إذا كانت هذه المؤونات ضمن الأموال الخاصة أو الديون المتداولة. يتم تصنيفها وفقا لتسجيلها المحاسبي ما إذا كان له ما يبرره أم لا.

المؤونات الغير مبررة تسجل نتيجة لأخطاء محاسبية لا تتفق مع القواعد المحاسبية الحالية، فلديها خصائص الاحتياطات ولذلك يجب معالجتها على هذا النحو، تشمل إذا مؤونات التامين الذاتي والتي تغطي "المخاطر التي من الصعب تحديد درجة أو نسبة توقع حدوثها، أي ما إذا كانت ذات طبيعة واردة الحصول أو العكس". جبائيا هذا النوع من المؤونات غير قابل للخصم (الاقطاع) ؟ (non déductibles).

إذا لم يتم إعادة إدماجها في النتيجة الجبائية وقت تسجيلها المحاسبي يجب أخذها على أنها دين جبائي مستتر (غير ظاهر). المؤونة الغير مبررة يعاد تصنيفها إذن، جزء في الأموال الخاصة والجزء الآخر في الديون المتداولة. وفي حالة ما إذا كانت مبررة، تصنف ضمن الديون المتداولة، وبالمقابل خصمها من احتياجات رأس المال العامل (BFR).

3- بعض النقاط الأخرى:

بالموازاة مع ما ذكر في كيفية إعادة ترتيب جدول حسابات النتائج وبناء الميزانية الاقتصادية، بعض النقاط تستوجب معالجة خاصة، حيث يمكن أن تنجم عنها اختلافات في التحليل ومن أهم هذه النقاط:

1-3 فارق الشراء (good Will)¹: عند اقتناء المؤسسة لأصل ما، أو استحواذها على مؤسسة أخرى، يظهر من هنا فارق بين الثمن المدفوع والقيمة الحقيقية لمختلف

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 31-32.

الأصول والديون التي تمثل ممتلكات المؤسسة المستحوذ عليها، وهذا ما يسمى بفارق الشراء. والسؤال المطروح هنا هو: في إطار التشخيص المالي ما إذا كان أخذه بعين الاعتبار (فارق الشراء) في حساب الأصول الاقتصادية و بالتالي المردودية، وماذا بشأن احتمال اهتلاكه؟ إن احتساب فارق الشراء ضمن الأصول الاقتصادية يتوقف على ما نبحت عنه. إذا كنا في صدد تقدير مردودية الاستغلال (الاقتصادية) للمؤسسة ومقارنتها مع أخرى، يجب استبعاد فارق الشراء حتى لا تكون المقارنة متحيزة لجهة معينة. في المقابل، يجب أخذ good Will بعين الاعتبار عند محاولة قياس استخدامات الأموال المتاحة للمؤسسة وقياس فعالية المسير الذي يعتبر مصدر سياسة النمو داخل المؤسسة وبالتالي فارق الشراء.

أما فيما يخص اهتلاكه، فحسب مقادير المحاسبة الدولية (IFRS) هذا الفارق لا ينبغي اهتلاكه، فالعامل الوحيد الذي ينقص من قيمته هو تقدير خسارة في القيمة، على الأقل مرة كل سنة عن طريق إجراء (Tests de dépréciation) اختبار الانقاص، هذا الاختبار بمثابة ضمان أن تكون القيمة المحاسبية للمؤسسة التي تتعلق بهذا الفارق أقل بكثير من استيرادها، وبالتالي لا يوجد خسارة في القيمة.

وبالرجوع إلى التشخيص المالي الذي يسبق مرحلة التقييم، يجب أخذ الفارق ضمن الأصول الاقتصادية بقيمته الإجمالية، أي قبل الاهتلاك.

2-3 عقود الإيجار التمويلية: (Crédit-Bail)

فيما يخص تعريف هذا النوع من العقود الإيجارية، تم شرحه في المطلب الأخير من المبحث الأول للفصل الثاني، والذي يقتضي باختصار كل المنافع والمخاطر للأصل المؤجر للمستأجر، مع خيار شرائه.

على مستوى التحليل المالي، يعتبر الإيجار التمويلي نوع من التمويل بنفس خصائص القرض. وعلى هذا الأساس يفضل اختيار الطريقة المطبقة من طرف المجلس (IASB) الذي يعتبره كأصل بتغليب الجوهر الاقتصادي على الشكل القانوني (التأجير) وذلك في (IAS₁₇) ولذلك يجب على المقيم أخذ هذه العقود بعين الاعتبار وإظهارها في جانب

الاستثمارات وفي جانب الديون. أما على مستوى جدول حسابات النتائج (TCR) تقسم المصاريف إلى جزئين، جزء يمثل الاهتلاكات وآخر يمثل المصاريف المالية على هذا الدين، وفي نفس السياق يتم معالجة عقود إيجار الاستغلال (-Contrats de location-exploitation).

3-3 الضرائب المؤجلة: (Les impôts différés)

في الحسابات المدمجة، تجمع الضرائب على النتيجة كل الضرائب الثابتة على النتيجة إذا كانت مستحقة أو مؤجلة.

عندما تكون ضرائب واجبة الأداء (أو المأخوذة) وتسويتها غير تابعة لتحقيق عمليات مستقبلية تنعت بالضرائب المستحقة (Exigible)، حتى وإن كانت تسويتها ممتدة على عدة دورات.

وفي بعض الحالات، العمليات المحققة من طرف المؤسسة يمكن لها إحداث نتائج ضريبية موجبة أو سالبة، والتي تأخذ بعين الاعتبار في حساب الضرائب المستحقة، والنتيجة هي أصول أو خصوم ضريبية تسمى بالضرائب المؤجلة (Différés).

على مستوى التحليل المالي، من الفطنة اعتبار الأصول الضريبية دون القيمة بسبب عدم استرجاعها الأكيد في شكل سيولة، ولذلك هي قابلة للخفض (الإنقاص) من الأصول والأموال الخاصة، أما في حالة الضرائب المؤجلة خصوم يتم تصنيفها على شكل ديون.

4-3 مصاريف البحث والتطوير: (Les Frais de recherche et développement)

تختلف المعالجة المحاسبية لهذه المصاريف من دولة لأخرى، فمنهم من يصنفها على أنها تكاليف، والآخرين على أنها أصول، والكثير منهم بالفصل بين مصاريف البحوث ومصاريف التطوير.

فيما يخص التحليل المالي، فإذا تم تسجيل هذه المصاريف على أنها تكاليف رغم تأثيرها الممتد على عدة سنوات في المستقبل، والذي يعطيها خصائص الاستثمار.

من المستحسن معالجتها بإظهارها في الميزانية ضمن التثبيات المعنوية على شكل أصول. لهذا يجب علينا أولا تحديد متوسط المدة الضرورية لإنفاق هذه المصاريف عمليا، حيث تتوافق هذه المدة مع مدة اهتلاك الإنفاق الذي يعتمد بالدرجة الأولى على قطاع نشاط المؤسسة، فمن الضروري حساب مجموع نفقات البحث والتطوير المسجلة محاسبيا مع تغير مدة الاهتلاك، وذلك بالحفاظ في كل مرة على قيمتها المحاسبية الصافية للحصول على المبلغ المراد إضافته لأصول المؤسسة. بالموازاة يتعين علينا تسوية وضبط نتيجة الدورة، بإعادة إدماج نفقات الدورة وحذف المخصص النظري للاهتلاكات.

المطلب الثاني: المردودية الاقتصادية، المالية و اثر الرافعة:

المردودية بصفة عامة هي العلاقة بين دخل متحصل عليه أو متوقع، مع الموارد المستخدمة للحصول عليه (الدخل)، ولذلك فهذا المفهوم لا ينطبق على المؤسسات فقط بل على أي استثمار آخر. إن حساب المردودية يقيس قدرة المؤسسة على توليد نتيجة باستخدام المواد المتاحة لها، وتقيما لأداء المواد المستثمرة.

تمثل الموارد المستثمرة الموارد المتاحة للمؤسسة، والتي تنقسم بدورها إلى نوعين:¹ الأموال الخاصة والديون المالية.

إذن نستنتج نوعين فقط من المردودية في إطار تقييم الأداء، وهي المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

1- المردودية الاقتصادية: (La rentabilité Economique)

تمثل المردودية الاقتصادية والتي يرمز لها حسب اللغة الإنجليزية (ROCE Return on capital employed) قياسا للأداء الاقتصادي للمؤسسة بتكامل العوامل: رؤوس أموال المساهمين والديون المقترضة من جهة وباقي عوامل الإنتاج الأخرى كالعمال، المسير، المعلومات المتاحة، وبالتالي حساب هذه المردودية (R_{eco}) هو قياس المردودية الإجمالية

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 39 .

للمؤسسة، والتي تمثل الأرباح الواجب تقاسمها من طرف المساهمين والدائنين الماليين (المقرضين) كالبنوك، والالتزامات الأخرى.

إن حساب هذه المردودية يتوقف على تحديد كل من النتيجة الاقتصادية (RE) ما يسمى كذلك بنتيجة الاستغلال، أو النتيجة العملية بعد احتساب الضريبة على الأرباح (IMP)، والأصول الاقتصادية (AE). وأخيرا قسمة الأول على الثاني كما هو موضح في القانون التالي:

$$\text{Reco} = \frac{\text{RE} - \text{IMP}}{\text{AE}}$$

بحيث:

Reco : المردودية الاقتصادية.

RE : النتيجة الاقتصادية.

IMP : الضريبة على الأرباح.

AE : الأصول الاقتصادية.

- النتيجة الاقتصادية = نتيجة الاستغلال + النواتج المالية - المصاريف المالية (دون احتساب الفوائد) - الضرائب (بعد تعديلها).
- الأصول الاقتصادية = الأموال الخاصة + الديون المالية أو = الأصول الثابتة (تقييمها) + احتياجات رأس المال العامل BFR.

تجدر الإشارة إلى ثلاث (03) نقاط مهمة فيما يخص حساب النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة¹:

1. لا يأخذ بعين الاعتبار اهتلاكات الربح الممتاز (فارق الشراء) Good Will

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 41-42.

2. نقصد بالضرائب بعد تعديلها، في حالة امتلاك المؤسسة لفروع أو دخولها في شراكة مع مؤسسات أخرى في دول أخرى، وبالتالي تطبيق معدل ضرائب على الأرباح مختلفة من مؤسسة لأخرى. حتى لا يقع المحلل أو المقيم في خطأ منهجي، لابد عليه تعديل معدل الضريبة أولاً ثم ضربه في النتيجة الاقتصادية (RE).
3. إذا اشتملت الأصول الاقتصادية عند الحساب على التثبيتات المالية وقيم التثبيتات الموظفة VMP، يجب كذلك أن تتضمن النتيجة الاقتصادية على النواتج المالية.

معدل المردودية الاقتصادية هو ناتج ضرب لاثنين من النسب هما¹:

هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول الاقتصادية.

$$\text{Reco} = \frac{RE}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$

\Downarrow
2

\Downarrow
1

بحيث CA يمثل رقم الأعمال.

(1) هامش الاستغلال والذي يحسب بقسمة النتيجة الاقتصادية على رقم الأعمال، وهو يعبر عن النتيجة العملية بعد الضريبة.

(2) معدل دوران الأصول الاقتصادية، ناتج بقسمة رقم الأعمال على الأصول الاقتصادية. يعد هذا التقسيم للمردودية الاقتصادية بالغ الأهمية، لان في الكثير من الأحيان، وبسبب الضغوط التنافسية يميل المعدل الأول للتآكل عبر الزمن، أما المعدل الثاني فيقيس كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 43.

ملاحظة¹: لا يجب الخلط بين مفهوم المردودية والهامش.

- الهامش، هو نسبة نتيجة معنية إلى مستوى النشاط كرقم الأعمال مثلا.
- المردودية، هي نسبة نتيجة معنية إلى رأس المال المطلوب لتحقيق هذه النتيجة.

2- المردودية المالية: (La rentabilité Financière)

في الكثير من الأحيان لا تعتبر المردودية الاقتصادية المقاسة بنتيجة الاستغلال الإجمالية، والتي تمثل المكاسب التي سوف يتقاسمها المساهمون في رأس المال والدائنين الماليين هامة بالنسبة للمساهمين. ما هو هام بالنسبة لهم، هي المردودية التي لا تأخذ بعين الاعتبار الديون المالية بل الأموال الخاصة (CP) فقط.

المردودية المالية والتي تسمى أيضا بمردودية الأموال الخاصة (ROE : Return on Equity) هي المؤشر الذي يهتم به المساهمون الماليون أو مشتروا الأسهم، لأن التغير في هذا المعدل يؤثر على استحقاقاتهم، فهي تقيس معدل تدفق الأرباح على المساهمين فقط، وبالتالي تعبر عن قدرة الأموال المستثمرة من قبل الشركاء على تحقيق مستوى معين من الأرباح. تحسب هذه المردودية بقسمة النتيجة الجارية بعد احتساب الضريبة أو النتيجة الصافية على الأموال الخاصة فقط.

$$RF = \frac{RN}{CP}$$

بحيث:

RF : المردودية المالية.

RN : النتيجة الصافية.

CP : الأموال الخاصة.

¹ [Http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilite-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html](http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilite-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html)

إذا تمت العملية في إطار النتيجة الخاصة (Exceptionnel) يتم تعديل العناصر المتكررة المتصلة بنشاط المؤسسة وتبين أنها تحوي الكثير من العناصر ذات الطبيعة الاستثنائية (Extraordinaire) والتي من المرجح أنها ستفسد أي محاولة في تقدير الأداء العادي، فمن الأحسن استخدام النتيجة الجارية بعد خصم الضريبة بدل النتيجة الصافية¹. يمكن تحليل المردودية الاقتصادية على أنها مردودية مالية إذا كانت الديون تساوي الصفر (0). وتعتمد هذه الأخيرة (المردودية المالية) على المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومستوى الديون وتكلفتها، وهنا تكمن العلاقة بين المردوديتين والتي يمكن تناولها من خلال علاقة أثر الرافعة المالية.

3- الرافعة المالية (L'effet de levier):

قبل كل شيء يعتمد على هذه الرافعة كتقنية في حساب المردودية المالية، ولكن الاستغلال الأهم لها هو: معرفة ما إذا كانت لديون المؤسسة تأثير سلبي أو إيجابي على مردودية الأموال الخاصة، والعلاقة مشكلة كالتالي:

المردودية المالية (R_F) = المردودية الاقتصادية + (المردودية الاقتصادية - معدل الفائدة) x الديون المالية / الأموال الخاصة.

معدل الفائدة أو معدل الديون (K_d) يحسب بقسمة الفوائد المرتبطة بالديون المالية بما في ذلك الفوائد على القرض الإيجاري على مبلغ هذه الديون (DF). يمثل الكسر الظاهر في العلاقة السابقة (DF/CP) الهيكل التمويلي للمؤسسة. تجدر الإشارة إلى ان المردودية المالية يستحسن حسابها بقيمتها الصافية (R_{Fn})، وذلك بفصل الطرف الثاني من العلاقة عند الإشارة زائد (+) وضرب كل جهة في (T-1)، مع T معدل الضرائب.

أثر الرافعة التي نحن بصدد دراستها هي عملية تبين استعمال الديون، وقدرة هذا المصدر في توليد وتراكم المردودية المالية، ولذلك يطلق عليها بأثر الرافعة المالية. إن أثر الرافعة على المردودية المالية أو الأموال الخاصة، يعمل بالفرق الواضح بين المردودية

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P44

الاقتصادية ومعدل الفائدة، فإذا كان هذا الفرق موجب فإن اللجوء للديون له تأثير إيجابي على المردودية المالية، والعكس صحيح، فإذا كان الفرق سالب فنقول أن الاستعانة بالديون له أثر سلبي على المردودية. أمّا ما يسمى بالرفع المالي والذي نتكلم عنه عموماً في الحالة الأولى (تأثير إيجابي) يتأثر بهيكل التمويل (DF/CP) الذي يزيد تأثير الرفع المالي¹. بالمقابل كل ما تقدم في هذا العنصر، يبقى أثر الرافعة المالية مجرد تقنية لها أهداف، فلا يجب أن ننسى بأن استعمال الديون كمصادر للتمويل يزيد من المخاطر المرتبطة بالأموال الخاصة، ولا يخلق القيمة².

المطلب الثالث: دراسة النمو (l'étude de la croissance)

دراسة نمو المؤسسة يتحقق بحساب و تقدير معدل نمو النتائج المتوصل إليها من خلال تضافر الجهود داخلها، في إطار تقييم المؤسسات تلعب هذه الدراسة دوراً رئيسياً في التنبؤ بمستقبل وآفاق المؤسسة لما لذلك التنبؤ من أهمية في تقييمها. بالرجوع إلى الجملة الأولى وتحديدًا لكلمتي حساب و تقدير معدل نمو، يمكن الفصل في تحليل هذا العنصر إلى: حساب معدل نمو نتائج السنوات السابقة و تقدير النمو المستقبلي.

1- حساب معدل نمو السنوات السابقة³:

تحديد النمو الذي حققته المؤسسة في الماضي يكون عن طريق إمّا:

تطور رقم الأعمال، النتيجة العملية، النتيجة الصافية، ثم حساب المتوسط لـ 3 أو 5 سنوات للحصول على معدل نمو متوسط. لاعتبارات كثيرة من الباحثين (المقيمين) ينصح باستعمال المتوسط الهندسي على المتوسط الحسابي.

$$\text{معدل نمو متوسط} = \left(\frac{\text{رقم الأعمال } T}{\text{رقم الأعمال } n-T} \right)^{1/n} - 1$$

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P44.

² [http:// www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_effet_de_levier.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_effet_de_levier.html) .

³ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P45.

مع: T: سنة حساب المعدل.

n: عدد السنوات.

2- تقدير النمو المستقبلي :

يمكن تقدير النمو المستقبلي لمؤسسة ما على أساس العوامل المرتبطة مع بعضها والمؤثرة بشكل مباشر على نموها. في الواقع، إن النمو ليس ظاهرة دخيلة فهو مرتبط مباشرة مع السياسة المالية داخل المؤسسة والمتمثلة في سياسة الاستثمار، سياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح¹. فيمكن من خلال سياسة استثمار المؤسسة تقدير معدل نمو المؤسسة، لأن دراسة النمو مرتبطة بالمدى الطويل لذلك هي مرتبطة بسياسة الاستثمار، والاستثمار بدوره مرتبط بسياسة التمويل، وهذا الأخير مرتبط أيضا بسياسة الأرباح.

من المهم تميز نمو نتيجة الاستغلال (أو رقم الأعمال) من النتيجة الصافية (أو النتيجة الجارية بعد الضريبة)، المتأثرة بالهيكل المالي للمؤسسة. فالأول يقدر قبل اقتطاع مصاريف الفوائد، في حين الثاني منقوص منه مصاريف هذه الفوائد.

■ تقدير معدل نمو النتيجة الصافية:

يمكن تقدير معدل نمو النتيجة الصافية (G_{RN}) من خلال المردودية (R_F) والجزء من النتيجة الذي لن يوزع (b).

فبافتراض : 1- المردودية المالية والمعدل b ثابتان في المستقبل.

2- زيادة رأس المال يكون مصدره الاحتياطات فقط.

معدل نمو النتيجة الصافية: المردودية المالية x معدل دوران الأرباح.

$$G_{RN} = R_F \times b$$

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, p 46

إذا كانت زيادة رأس غير محصورة بالاحتياطات فقط، ومن أجل رفع هذه الفرضية يجب تقدير نسبة رأس المال المعاد استثماره في التثبيتات واحتياجات رأس المال للعامل (BFR).

معدل نمو النتيجة الصافية $(G_{RN}) =$ المعدل المعاد استثماره \times المردودية المالية (R_F) . مع:
المعدل الاستثماري = رأس المال المعاد استثماره / النتيجة الصافية.

رأس المال المعاد استثماره = تغيرات التثبيتات الإجمالية

- مخصصات الاهتلاك

+ تغيرات احتياجات رأس المال العامل (ΔBFR)

- تغيرات الديون

■ تقدير معدل نمو نتيجة الاستغلال¹:

بنفس الطريقة يمكن تقدير هذا المعدل بضرب المردودية الاقتصادية (R_{eco}) في معدل الاستثمار داخل المؤسسة (TI) الذي يمثل حصة من النتيجة الاقتصادية (الاستغلال) التي تستخدم في تمويل الزيادة في الأصول الاقتصادية.

معدل نمو النتيجة الاقتصادية $(G_{REX}) =$ المردودية الاقتصادية $(R_{eco}) \times$ معدل الاستثمار (TI).

مع TI: استثمار الدورة / النتيجة الاقتصادية.

استثمار الدورة = الاستثمار الخام + التغيرات في احتياجات رأس المال (ΔBFR)
- مخصصات الاهتلاك.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, p 47 .

خاتمة الفصل:

تعتبر مهمة تقييم المؤسسات الاقتصادية دراسة تطبيقية شاملة. فمن خلالها يكون المقيم ملزم بالوقوف على كل العوامل المؤثرة على المؤسسة وبالتالي على قيمتها. لذلك، يشترط في الجهات المحترفة لهذه المهنة:

- الإلمام بكل التخصصات الممكن إجادها على مستوى المؤسسة (الموارد البشرية، الإنتاج، المحاسبة و المالية، القانون، التكنولوجيا، التسويق،...).
- القدرة على جمع المعلومات المتعلقة بالأطراف الخارجية (الموردون، الزبائن، المنافسون، البنوك، مصلحة الضرائب،...) وتحليلها في إطار البيئة الكلية.

نظرا لتعدد المجالات، والوقت الطويل الممكن استغراقه في مرحلة التشخيص، غالبا ما تتم مهمة التقييم بتضافر جهود مجموعة تضم عدة تخصصات.

تتأثر قيمة المؤسسة بعدة عوامل، يمكن تصنيفها إلى عوامل ذاتية وأخرى موضوعية. بما أن عملية التقييم مبنية على وضع الافتراضات وتكوين الآراء، يمكن لمقيمين لهما نفس الكفاءة والخبرة الوصول بسهولة إلى نتائج تقييم مختلفة لنفس المؤسسة. بالإضافة إلى الجانب السيكولوجي الذي يرافق البائع والمشتري لحظة التفاوض، خاصة في بعض الحالات الاقتصادية كالاستحواذ على مؤسسة منافسة أو موردة لها.

فيما يخص العوامل الموضوعية، نستطيع حصرها في مدى توفر المعلومات الكمية والنوعية الصحيحة وطريقة التقييم المستعملة. فتطبيق طرق التقييم له علاقة مباشرة بتوفر المعلومات ذات الطابع النقدي.

الفصل الثاني

أهمية ومقومات تقييم المؤسسة

الإقتصادية في الجزائر

تمهيد:

تكمن أهمية التقييم في تقدير القيمة الجوهرية للمؤسسات لتسهيل معاملاتها الاقتصادية وجعل رؤوس الأموال تتجه نحو القيم الاقتصادية الحقيقية والمعادلة لها. تطبيق المناهج الثلاث الأساسية في التقييم يرتكز على وجود مقومات أهمها التعبير الصادق للقوائم المالية عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة وفعالية السوق المالي.

في هذا الفصل سنحاول إدخال موضوع الدراسة في السياق الجزائري. بالتطرق أولاً إلى أهمية تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، بشرح أهم الحالات التي تفرض نفسها على المؤسسات المحلية في سياق الانتقال إلى اقتصاد السوق، وتوضيح أهمية التقييم في كل حالة. المبحثين الثاني والثالث خصصناهما لعرض المقومين المذكورين أعلاه. المبحث الثاني أهم النقاط التي جاء بها النظام المحاسبي المالي (SCF)، والتي تخص عملية تخص عملية التقييم كالإدراج في الحسابات، التقييم، عرض القوائم المالية. أما في المبحث الثالث الذي يخص السوق المال الجزائري، سنحاول الوقوف على واقع نشاطه بالإشارة إلى المؤسسات المسعرة و عرض حجم التداول فيه.

المبحث الأول: أهمية تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائرية

الظروف الصعبة للاقتصاد الجزائري، وتحدي الانتقال إلى اقتصاد السوق، يفرضان عليها تشجيع الاستثمار وخلق المؤسسات الخاصة، دون إهمال المؤسسات العمومية النشطة. وعليه تكمن أهمية تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في الدور الذي تلعبه عملية التقييم في إطار هذا الانتقال.

غالبا ما تتأثر المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة بشكل مختلف ومتفاوت في هذه المرحلة الانتقالية. فيما يخص المؤسسات العمومية، يكمن التأثير في تراجع دعم الدولة لها، خاصة إذا كانت غير إستراتيجية. وبالتالي زيادة احتمال إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات ذات البعد الاستراتيجي، مع زيادة أيضا خصخصة أو إفلاس المؤسسات الأخرى.

الصعوبة في رسم سياسة اقتصادية ومالية واضحة في هذه المرحلة، يوفر من خلالهما بيئة أعمال مناسبة، يؤثر على المؤسسات الناشئة، وبالتالي على تحقيقها للمردودية بمعدلات نمو تضمن استمرارها. هذه الوضعية تزيد من احتمال تحويل ملكية المؤسسات الخاصة، أو لجوئها إلى الاندماج لتقوية مركزها التنافسي أمام المنتوجات الأجنبية.

من خلال ما سبق نستطيع استخراج أهم الحالات الاقتصادية التي تفرض نفسها على المؤسسات الاقتصادية في إطار التحول إلى اقتصاد السوق: تحويل الملكية، خصخصة المؤسسات العمومية، التصفية، إعادة الهيكلة. كل هذه الحالات تستدعي تقييم للمؤسسة، وعليه تكمن أهمية التقييم في الدور الذي يلعبه في كل حالة.

المطلب الأول: التقييم و خصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية:

1- خصصة المؤسسات الجزائرية:

قامت الجزائر منذ الثمانينات بإجراء سلسلة من الإصلاحات الهيكلية وسياسات صحيحة بغرض إعادة توجيه المؤسسة الاقتصادية لاختصاصها، وكذا الرفع من النمو الاقتصادي. إلا أنه ورغم الزمن عن هذه الإصلاحات، إلا أنها اتصفت بعدم الثبات، والغموض، ولم تحقق النتائج المنوطة منها، مما أدى إلى اللجوء إلى عملية الخصصة

كحلقة من سلسلة إصلاحات اقتصادية طويلة، تهدف إلى إبعاد الدولة عن التدخل في الاقتصاد وفتح المجال أمام اقتصاد السوق.

بدأت عملية الخصخصة في الجزائر لأول مرة مع القانون 84/81 المتعلق بتحويل الممتلكات العامة للأفراد الخواص بالدينار الرمزي تقريبا.

غير أن القانون الخاص بخصخصة المؤسسات العمومية هو القانون الوارد في المرسوم رقم 22/95 المؤرخ 26 أوت 1995. وقد تم تنقيح هذا القانون وتعديله بموجب المرسوم رقم 10/96 المؤرخ في جانفي 1996. وقد مكن من توضيح طرائق الخصخصة، فضلا عن الفروع التي سيتم خصصتها والإجراءات المختلفة المتعلقة بهذه العملية.

مفهوم الخصخصة واسع، ولا يقتصر على تحويل الملكية فقط، لكن، استجابنا لمتطلبات الدراسة يمكن تعريف ماهية الخصخصة كما يلي:¹ "الخصخصة هي وسائل التعاقد أو البيع للقطاع الخاص، للعمليات و المؤسسات الخاضعة للوصاية الحكومية والمملوكة من طرفها". ويمكن تعريفها أيضا:² "تظهر الخصخصة كنقل لمساهمات الأغلبية التي تملكها الدولة بشكل مباشر أو غير مباشر من مؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص، إما باستبدال السندات بالتنازلات دون قيد أو شرط، أو برفع رأس المال، أو زد على ذلك الانفتاح على الاستثمار الأجنبي مع احترام القوانين المطبقة عليه"، تتم انتقال الملكية عن طريق البيع، أو التنازل عن أصول المؤسسة أو جزء منها، أو عن رأس مالها أو جزء منه، أو عن تسيير المؤسسة ويدفع المقابل من قبل مكتسب الملكية.

2- دوافع الخصخصة وأهدافها في الجزائر:³

يمكن تلخيص دوافع الخصخصة في الجزائر فيما يلي:

- حالة الركود الاقتصادي الذي أصاب القطاع العام والذي أصبح يستلزم إعادة النظر في هيكلته وميكانيزماته بهدف إنعاشه.

¹ <http://www.startimes.com/?t=9089558>

² غرداين عبد الواحد، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية "خصخصة المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، جامعة وهران، 2012-2013، ص 16.

³ <http://www.startimes.com/?t=9089558>.

- طبيعة الاتفاقات والالتزامات وكذا البرامج التي أبرمت مع الهيئات المالية والنقدية الدولية والتي تفرض سياسة الخوصصة في جل برامجها التنموية الموجهة للبلدان النامية.
 - القناعة السياسية بأن الخوصصة ظاهرة علمية ليست حكرا على منطقة معينة أو نظام معين.
 - فشل الديناميكية الاشتراكية في تطوير علاقاتها الإنتاجية بما يتناسب وتطور قواها.
 - انهيار أسعار النفط في 1986م، إلى نصف قيمتها وانهارت من خلالها إيرادات الجزائر الخارجية من المحروقات والتي كان يعتمد عليها الاقتصاد الوطني.
- أما أهداف الخوصصة في الجزائر في مجملها ذات طابع مالي واقتصادي وسياسي نذكر أهمها:

- رفع الكفاءة الإنتاجية ومستويات الأداء.
- تحسين نوعية الإنتاج.
- الفعالية في اتخاذ القرارات.
- التقليل من هيمنة واحتكار المؤسسات العمومية بفرض المنافسة لتحسين نوعية الخدمات وتطوير الإدارة والتسيير والاستفادة من الشراكة الأجنبية.
- تخفيض العجز من ميزانية الدولة.
- خلق بيئة أكثر ملائمة للاقتصاد وجلب رؤوس الأموال الخاصة الوطنية والأجنبية.
- رفع الفعالية للمؤسسات الاقتصادية.
- الاستغلال الأمثل للموارد النادرة وعادلة توزيعها بسبب المنافسة (بين القطاع العام والخاص).
- إحداث مناصب شغل على المدى الطويل.
- فرض مبدأ التخصص وجلب التكنولوجيا.

3- تطور الخصخصة في الجزائر:¹

إن عملية الخصخصة في الجزائر تبقى إلى اليوم في بدايتها، حيث يعمل مجلس الخصخصة الذي يشرف على هذه العملية في تحضير المؤسسات التي يرى بأنها ممكنة لنقل ملكيتها من القطاع العمومي إلى القطاع الخاصة. زيادة على كون عقود الشراكة هي الميزة الوحيدة التي تتم بها إلى اليوم بين الشركات الجزائرية والمستثمرين الأجانب، خاصة المؤسسات التي تنشط في مجال الأدوية، أعلن مجلس الخصخصة عن أول عملية خصخصة وذلك في يوم إعلاني حول الخصخصة بتاريخ 28 جوان 1998، والذي قدم فيه رقم 33 مؤسسة معروضة للبيع يوم 10 جويلية 1998، في مناقصة دولية في معظمها مصانع للأجر ومعامل للمياه المعدنية ومؤسسات سياحية (فنادق) في شكل تنازل تام في ملكية كاملة. بعد ذلك وفي شهر سبتمبر 1998، تم نشر قائمة للحصة الثانية الخاصة دائما بمصانع الأجر والمياه المعدنية ومعامل المشروبات الغازية في شكل تنازل تام في ملكية كاملة. كما نشير عن عملية التنازل عن بعض مؤسسات البناء والمؤسسات المحلية لصالح العمال والتي تمت فعلا بمساهمة الوزارات المعنية والشركات القابضة بالتعاون مع العمال.

كما نشير عن عملية التنازل عن بعض مؤسسات البناء والمؤسسات المحلية لصالح العمال التي تمت فعلا بمساهمة الوزارات المعنية والشركات القابضة بتعاون العمال. وفي 2001 أعلن مجلس الخصخصة عن 184 مؤسسة عامة معظمهم منشآت عامة للبناء والفندقة ستعرض للبيع. ففي عام 2002، شرع في فتح قطاع الصلب والتعدين للطاقة على الاستثمار الخاص. وقد اقترح جدول الخصخصة سنة 2002 ببيع قرابة 100 شركة ملك للدولة، حيث كانت هناك عطاءات في (2003) لخصخصة المناجم ومصانع الاسمنت غير أن القرارات أجلت توفقا للانتخابات الرئاسية لأفريل 2004".

من جهة أخرى فقد تم حل عدد كبير من المؤسسات التي اعتبرت مفلسة ونتج عنها تسريح عدد معتبر من العمال هذا الأخير كان له أثر كبير على الاقتصاد الوطني.

¹ <http://www.startimes.com/?t=9089558>.

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

وبالنظر إلى هذه المعطيات مستندين إلى أحد الدراسات التي قامت بها مجموعة من الخبراء برئاسة رئيس المجلس الوطني للخصوصية حول حصيلة خصوصية المؤسسات العمومية في الفترة الممتدة من 1993 إلى 1996، والتي قدمت نسب نجاح ضعيفة جدًا تؤكد مدى التأخر في الخصوصية أنظر الشكل أدناه

فنه يتضح جليا بأنه لا يزال هناك عمل كبير ينتظر مجلس الخصوصية والشركات القابضة والمجلس الوطني لمساهمات الدولة المعنيين بعملية الخصوصية مباشرة، كذلك السلطات التنفيذية، هذا العمل يركز أساس على التعريف ببرنامج الخصوصية سواء الكلية أو الجزئية، نتيجة لملاحظة نوع من سوء الفهم ونقص المعلومات لدى المتعاملين الاقتصاديين، والعمال حول القوانين والمراسيم الصادرة في هذا المجال:

الجدول رقم (01): نسبة نجاح عملية خصوصية للفترة 1993- 1996.

| نوع المؤسسة | العدد | فترة حل هذه المؤسسات أو الوحدات | عدد عمليات الخصوصية | نسبة النجاح |
|---------------------------|-------|---------------------------------|---------------------|-------------|
| المؤسسات العمومية المحلية | 696 | 1996/93 | 363 | أقل من 25 % |
| وحدات محلية غير مستقلة | 2715 | 1996/94 | 116 | أقل من 5 % |

4- أهمية التقييم في عملية الخصوصية:

بما أن الخصوصية هي تحويل للملكية بصفة عامة من البائع إلى المشتري، سواء شمل هذا الانتقال جزء من المؤسسة أو بأكملها. يلجأ الطرفان (البائع والمشتري إلى الجهات المختصة في التقييم، من أجل تقدير قيمة للمؤسسة المعنية بالتحويل. فبافتراض أن الطرفان يجهلان طرق وأساليب التقييم، تكون مسؤولية المقيمين الموكلان من طرف البائع والمشتري في تقدير قيمة تقترب من الواقع الاقتصادي والمالي الحقيقي للمؤسسة المعنية.

بالنسبة للمشتري و هو الخواص، يرغب دائما في دفع أدنى سعر ممكن، تكمن أهمية التقييم في تحديد الحد الأقصى للتبادل. أما بالنسبة للبائع الممثلة في الدولة، فتنبع عكس السياسة السابقة. تقييم المؤسسة واستنتاج أدنى قيمة للتبادل مهم جدا لإبرام الصفقة. عملية التفاوض بين الطرفين غالبا ما تتم ضمن الحد الأقصى للقيمة المحددة للمشتري والحد الأدنى لها المحدد للبائع. وبالتالي نتائج تقييم المؤسسة تعتبر مرجعا في اتخاذ قرار الشراء والبيع. تأخذ عملية التفاوض مكانتها كوسيلة لصنع قرار في عدم وجود¹: لا سلطة أو تأثير من طرف معين، لا سعر محدد مسبقا.

يمكن رؤية خصخصة المؤسسات العمومية من زاوية² وجود علاقة وكالة بين المجتمع والحكومة. فبعد اتخاذ الحكومة قرار الانتقال إلى اقتصاد السوق، وبالتالي خصخصة عدد من المؤسسات العمومية، يقوم المجتمع باعتباره الأصل (المالك الفعلي) بتوكيل الحكومة بانجاز هذه العملية. الحكومة هنا مضطرة بطمأنة المجتمع، وذلك بان بيع الأصول التي ترجع ملكيتها لعامة الناس سيتم في ظروف عادلة، وان السعر العادل هو الذي ستحصل عليه. لكن، من أجل إنجاح الانتقال، غالبا ما تضطر الحكومة إلى منح بعض الامتيازات للمشتري أهمها العرض بأسعار منخفضة. الإنقاص من قيمة المؤسسات العمومية لخصخصتها يمكن اعتبارها الثمن المدفوع من طرف المجتمع لضمان انتقال الملكية للخواص. بالتالي تكمن أهمية التقييم المالي للمؤسسات في الفصل بين مصالح الطرفين. بالرجوع إلى اختيار طرق التقييم وتطبيقها نقول أن³ عملية تقييم المؤسسات في إطار الخصوصية لا تثير مشاكل تقنية بسيطة تتمحور حور تقدير القيمة فقط. فوجود اعتبارات سياسية و فرص اقتصادية تزداد أهمية التقييم في إنجاح حالات الخصوصية .

¹ William I.Zartman, revue française de gestion, lavoisier, volume30, numéro153, novembre/décembre, 2004, P15.

² Gliz Abdelkader, Thèse de doctorat d'état en sciences économiques " valeur de l'entreprise et methode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marche", université d'Alger, 2001, P 117.

³ Hamamda Mohamed Tahar, "Privatisation des entreprises publiques en Algérie", revue Géoéconomie, Editions Choiseul, n 56, 2011, p 133-157.

<https://www.cairn.info/revue-geoéconomie-2011-1-page-133.ht>

المطلب الثاني: التقييم وإعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

تعتبر مرحلة إعادة الهيكلة أولى مراحل الإصلاحات التي تمر بها المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية والتي اعتبرت كمنقذ للمؤسسة العمومية من الأزمات التي تعيشها.

1- إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر:

عرف المرسوم 80-242 إعادة الهيكلة بأنها:¹ " إجراء يهدف إلى تلبية احتياجات الاقتصاد والسكان المتزايدة بواسطة تحسين شروط سير الاقتصاد والتحكم الأمثل في الجهاز الإنتاجي، وخلق تجانس بين نتائج المؤسسة والأهداف المسندة إليها وفقا للمخطط الوطني للتنمية، ولا يتأتى ذلك إلا بالتخفيف من الضغط الإداري على المؤسسات وتحرير إدارة المسيرين عند إعداد البرامج والخطط الإستثمارية".

وهي بشكل بسيط: برنامج مخطط ومراقب من طرف الإدارة، هدفه تغيير نشاط المؤسسة أو تغيير كيفية القيام بنشاطها².

نظرا للأداء السيئ للمؤسسات العمومية في مرحلة المخطط الثلاثي والرابعي الأول والثاني. تم اعتماد عملية إعادة الهيكلة كحل لانقراض هذا النوع من المؤسسات. حيث تمر عملية إعادة الهيكلة بمرحلتين: إعادة الهيكلة العضوية ثم إعادة الهيكلة المالية. فالأولى هدفها:³ تقليص حجم المؤسسات، عن طريق اختيار تخصصها حسب الوظائف الاقتصادية الرئيسية. أما إعادة الهيكلة المالية التي بدأت في الجزائر سنة 1983 فهي:⁴ إعادة هيكلة الموارد المالية كتعزيز القروض والديون المتعاقد عليها مع جميع الدائنين مثلا. والغرض الرئيسي من هذه العملية المالية هو تفادي حالات الإفراط في المديونية.

2- أسباب إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

أهم الأسباب التي تدفع إلى إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الجزائرية هي:⁵

¹ المادة الثانية (02) من المرسوم 80-242، المؤرخ في 04 أكتوبر 1980 المتعلق بإعادة الهيكلة، ج.ر. الصادرة في 04 أكتوبر 1980.

² Louis Ménard et autre, Dictionnaire de la comptabilité et de la gestion financière, 2^{ème} édition, 2004, p1014.

³ http://theses.univ-lyon2.fr/documents/getpart.php?id=lyon2.2008.kasmi_d&part=149239

⁴ <https://www.petite-entreprise.net/P-3157-88-G1-definition-la-restructuration-financiere.html>

⁵ <http://fdsp.univ-biskra.dz/images/revues/mf/r3/mf3a9.pdf>

- ضخامة حجم المؤسسات الوطنية الجزائرية، مما ينتج عنه صعوبة التحكم في تسييرها.
- تعدد مهامها ووظائفها، مما يؤدي إلى تراكم بعض المشاكل كنقص الفعالية والنجاعة، نتيجة عدم الاستفادة من مبدأ التخصيص وتقسيم العمل. وأيضا نقص معدلات الإنتاجية بالنسبة لعوامل الإنتاج (فمثلا تخصيص حافلة لنقل عمال المؤسسة يؤدي إلى استغلالها في أوقات معينة فقط و توقفها في اغلب الأوقات. في حين لو أن نفس الحافلة كانت تحت تصرف مؤسسة مختصة في النقل، فاستغلالها يكون بقصى درجة ممكنة).
- النتائج السيئة المحققة بسبب التخطيط المركزي بسبب صعوبة معرفة الوحدات المرعبة من الوحدات الخاسرة.
- ضخامة الاستثمار وطول فترة الانجاز.
- صعوبة انتقال المعلومات بين الوحدات المتداخلة.
- العمالة الزائدة نتيجة سياسة التوظيف المتبعة من طرف الدولة.

ترتبط عملية إعادة هيكلة المؤسسات بصفة عامة مع تقييم المؤسسات في نقطة أساسية هي إعادة الهيكلة المالية. لذلك، وقبل توضيح أهمية التقييم في هذه العملية يجب الإشارة إلى أهمية إعادة الهيكلة المالية.

3- أهمية إعادة الهيكلة المالية:

الهدف الأساسي لإعادة الهيكلة المالية للمؤسسة العمومية الاقتصادية هو تحسين الوضعية المالية التي كان سببها الأساسي تراكم الخسائر وتضخم القروض مع العجز عن تسديدها. لإعادة الهيكلة المالية أهداف تتعلق بالمؤسسات العمومية الاقتصادية خاصة وأهداف تتعلق بالاقتصاد الوطني عامة، وتتمثل هذه الأهداف في :

1-3 الأهداف المتعلقة بالمؤسسات العمومية الاقتصادية :

يمكن حصر هذه الأهداف في:

- التطهير المالي لديون المؤسسات العمومية الاقتصادية محل عمليات إعادة الهيكلة المالية، وذلك عن طريق إعادة هيكلة ديونها.
- تصفية الحسابات المالية بين المؤسسات وبناء قاعدة مالية سليمة تركز عليها المؤسسة العمومية الاقتصادية.
- التخفيف من حدة النقص المسجل في رؤوس أموال المؤسسات العمومية عن طريق تخصيص رؤوس هذه الأموال .

2-3 الأهداف المتعلقة بالاقتصاد الوطني:

تتمثل هذه الأهداف بالدرجة الأولى في:

- إنعاش الاقتصاد الوطني عن طريق تحسين الوظائف الحديثة للمؤسسات العمومية الاقتصادية كالتسويق ودفع المؤسسات للبحث عن التجديد والتطوير.
- التخلص من التبعية الاقتصادية للدول الأجنبية عن طريق العمل على رفع إنتاجية المؤسسات المعنية بإعادة الهيكلة.
- وضع نظام أسعار متناسق يخدم الأهداف السابقة.

4- أهمية تقييم المؤسسة في إعادة الهيكلة:

كنتيجة لضعف تسيير هذا النوع من المؤسسات نلاحظ التراجع المستمر في العوائد المطلوب تحقيقها، بما فيها المؤسسات العمومية الاحتكارية، لذلك تلجأ الحكومة كل مرة إلى إصدار قرار إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية ذات الطابع الاستراتيجي. يلعب التقييم المالي للمؤسسات في هذه الحالة دور محوري، فبتقدير القيمة الإجمالية للمؤسسة محل إعادة الهيكلة من خلال تقدير قيمة كل فرع لها، يتم اتخاذ القرار المناسب فيما يخص توقيف نشاط بعض الفروع، دمج بعضها مع بعض، إنشاء فروع جديدة، تحديد قيمة

الإعانة المالية. من جهة أخرى، تقييم المؤسسة في إطار إعادة هيكلتها يخدم أهداف هذه الأخيرة. هل الهدف هو تعظيم عائدات الدولة، أو الحفاظ على مناصب العمل.

المطلب الثالث: التقييم وتصفية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

1- تصفية المؤسسات الجزائرية:

كثيرا ما نسمع بحالات تصفية لمؤسسات اقتصادية جزائرية، وخاصة العمومية منها. ففي إطار الانتقال إلى اقتصاد السوق غالبا ما يتأثر هذا النوع من المؤسسات لتعرضه لنوع من الإهمال في مجال التسيير والمراقبة، فالهدف هو تقليص الاستثمار العام مع تشجيع المؤسسات الخاصة.

في حالة استحالة استمرار نشاط المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ، مع وجود توقعات متشائمة حول إمكانية إعادة هيكلتها ومواصلة النشاط، تصبح تصفية المؤسسات المعنية أمرا حتمي لضمان حقوق الأطراف ذات العلاقة.

عملية التصفية هي:¹ "إنهاء نشاط المؤسسة، وبيع جميع موجوداتها، واستخدام المتحصلات النقدية في سداد ما عليها من التزامات. ثم تقسيم ما تبقى بين الشركاء. حيث بإنهاء التصفية تحل المؤسسة". وبتصفية أصول المؤسسة، يمكن إعادة النظر في إمكانية إستخدامها مرة أخرى ولكن بأسلوب آخر (تحت ملكية جديدة ، ولإنتاج سلع جديدة ، أو تقديم خدمات ، أو تنظيم جديد).

إن حل المؤسسات لا ينتج آثار على الغير إلا ابتداء من اليوم الذي ينشر فيه في السجل التجاري. وهذا ما جاء في نص المادة 776 من القانون التجاري الجزائري:² تعتبر الشركة في حالة تصفية من وقت حلها، ويتبع عنوان أو اسم الشركة بالبيان التالي " شركة في حال تصفية ". وتبقى الشخصية المعنوية للشركة قائمة لاحتياجات التصفية إلى أن يتم إقفالها، ولا ينتج حل الشركة آثاره على الغير إلا ابتداء من اليوم الذي تنشر فيه في السجل التجاري.

¹ أمينة بن بوتلجة، محاسبة الشركات وفق النظام المحاسبي المالي SCF ، دار النشر Pages Bleues، الجزائر، 2011، ص 100.

² <https://www.joradp.dz/TRV/ACom.pdf>.

هناك نوعين من التصفية، التصفية الإجبارية و التصفية الاختيارية. الفرق بينهما موضح في الفصل الأول.

2-أسباب التصفية:

يتم انقضاء المؤسسات وتصفياتها لأسباب عديدة يمكن تقسيمها إلى أسباب عامة وخاصة:¹

أسباب عامة: وهي أسباب تسري على جميع الشركات، شركات الأشخاص وشركات الأموال.

- انتهاء الأجل المحدد للشركة في العقد.
- انتهاء الغرض الذي قامت من اجله الشركة.
- هلاك رأس مالها كله أو معظمه، بحيث لا تستطيع الاستمرار.
- اتفاق الشركاء على حل الشركة قبل الأجل.
- صدور حكم قضائي بحل الشركة.

أسباب خاصة: وهي حالات تسري على شركات الأشخاص فقط، كوفاة احد الشركاء أو انسحابه.

3- مهام المصفي:

نقصد بمهام المصفي تحديد مسؤوليته، و المتمثلة في:²

- احترام العقود التي بدا انجازها قبل التصفية.
- تحصيل الديون المستحقة للشركاء.
- بيع ممتلكات الشركة بالطريقة الأنسب.
- تسديد الديون المستحقة على الشركة.
- تمثيل الشركة أمام القضاء في كل ما يتعلق بأعمال الشركة.

¹ <https://accdiscussion.com/acc9046.html>.

² أمينة بن بوثلجة، مرجع سابق، ص 101.

- تقديم كشف حساب تفصيلي للشركاء عن أعمال التصفية اعتماده و إبراء إدارة المصفي و إعفائه من الوكالة و التحقق من اختتام التصفية.
- سداد ما على المؤسسة من التزامات على أن يراعي أولوية السداد وفقا للترتيب التالي: أتعاب المصفي ومصاريف التصفية، الديون الممتازة والمتمثلة في المصاريف القضائية والضرائب واشتراقات الضمان الاجتماعي والأجور والايجار...، ثم الديون العادية المستحقة لدائني الشركة كالموردين.
- توزيع أموال الشركة الباقية على الشركاء طبقا لحقوقهم.

4- أهمية تقييم المؤسسة في عملية التصفية:

كنتيجة لإفلاس العديد من المؤسسات العمومية والخاصة في هذه المرحلة الانتقالية، توقف نشاطها وتصفيتها أمر حتمي. قيمة المؤسسة محل التصفية من قيمة أصولها الصافية المتبقية. هنا، يلعب التقييم المالي للمؤسسة دور مهم في ضمان حقوق الأطراف ذات العلاقة (مقرضون، موردون، عمال،...) من خلال تحديد قيمة التنازل لكل أصل، أو لمجموعة من الأصول.

تحديد القيمة الجوهرية للأصل المعروض للبيع في المزاد مهم جدا لتحديد واتخاذ القرار حول مستوى المنافسة في شرائه. بشكل دقيق، لا يمكن بيع أصول ذات جودة دون تحديد سعر أدنى للتنازل. فكلما ارتفعت القيمة الجوهرية لأصول المؤسسة المعوضة للبيع في المزاد كلما تطلب ذلك ارتفاع العدد الأدنى للمشتريين المحتملين الضروري لهذه الصفقة. لضمان بيع أصول ذات جودة بأسعار عادلة لعدد قليل من المشتريين، يجب تحديد السعر الأدنى للتنازل. احتمال وجود تواطؤ بين المشتريين يعادل انخفاض عددهم.

المبحث الثاني: التقييم و الإفصاح حسب النظام المحاسبي المالي الجزائري (SCF).

1- تعريف النظام وأسباب تبنيه

يمكن التطرق لتعريف النظام المحاسبي المالي (SCF) من ناحيتين: قانونية واقتصادية.

- **من الناحية الاقتصادية:** عرفت المادة الثالثة (3) من القانون رقم 11/07 المحاسبة المالية على أنها¹: « نظام لتنظيم المعلومة المالية، يسمح بتخزين معطيات قاعدية عددية، وتصنيفها، وتقييمها، وتسجيلها، وعرض كشوف تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية، وممتلكات المؤسسة، ونجاعتها، ووضعية خزيرتها في نهاية السنة المالية ». و« يتضمن هذا النظام المحاسبي المالي إطارا مرجعيا للمحاسبة المالية ومعايير محاسبية ومدونة حسابات تسمح بإعداد قوائم مالية على أساس الفروض و المبادئ المحاسبية المعترف بها وهي: محاسبة التعهد- استمرارية الاستغلال- قابلية الفهم- الدلالة- المصادقية- قابلية المقارنة- التكلفة التاريخية- أسبقية الواقع الاقتصادي على المظهر القانوني²».

- **من الناحية القانونية³:** يمكن تعريف النظام المحاسبي المالي على أنه:

«مجموعة من الإجراءات والنصوص التنظيمية التي تنظم الأعمال المالية المحاسبية للمؤسسات المجبرة على تطبيقه وفقا لإحكام القانون 11 /07».

ويهدف قانون المحاسبة الجديد إلى تحديد النظام المحاسبة المالي الذي يدعى في صلب النص القانوني بالمحاسبة المالية وكذا شروط وكيفيات لتطبيقه.

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المادة رقم 03، ص 3.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المادة رقم 06، ص 3-4.

³ نسيلي خديجة، مداخلة "أهمية متطلبات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد في الجزائر"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"، 29 و30 نوفمبر 2010، جامعة الجيلالي ليايس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ص 14.

الإطار المفاهيمي للنظام المحاسبي المالي (SCF)

يعرف القانون رقم 11/07 الخاص بالنظام المحاسبي المالي في مادته السابعة (07) الإطار المفاهيمي كالتالي:¹ « يشكل الإطار التصوري للمحاسبة المالية دليلا لإعداد المعايير المحاسبية و تفسيرها، واختيار الطرق المحاسبية الملائمة، عندما تكون بعض المعاملات وغيرها من الأحداث غير معالجة بواسطة معيار أو تفسير.

الإطار المفاهيمي يعرف: - مجال التطبيق.

- المبادئ و الاتفاقيات المحاسبية.

- الأصول، الخصوم، الأموال الخاصة، الإيرادات، التكاليف.

يحدد الإطار التصوري للمحاسبة المالية عن طريق التنظيم.»

1. مجال التطبيق:²

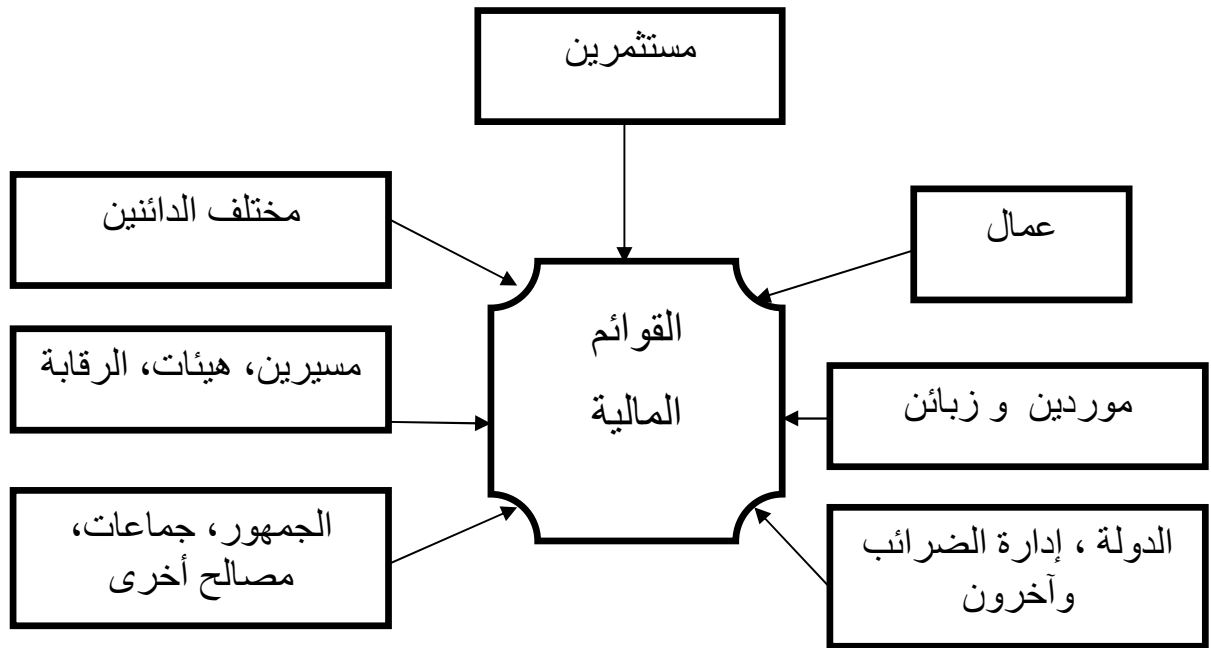
بموجب نص المادة 2 و 4 و 5 من القانون 11/07، تلتزم كل المؤسسات التالية بمسك المحاسبة المالية و هي:

- الشركات الخاضعة لأحكام القانون التجاري.
- التعاونيات.
- الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون المنتجون للسلع أو الخدمات التجارية والغير تجارية، وفي حالة ممارستهم لنشاطات اقتصادية مبنية على عمليات متكررة.
- وكل الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الخاضعين لذلك بموجب نص قانوني أو تنظيمي. أما المؤسسات الصغيرة والتي لا يتعدى رقم أعمالها وعدد عمالها ونشاطها حد معين، أن تمسك محاسبة مالية مبسطة.

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، مرجع سابق، المادة رقم 07، ص 4.
² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، مرجع سابق، المادة رقم 04-05، ص 3.

أما مستعملو المعلومات المحاسبية و المالية الناتجة عن هذا النظام الجديد (SCF) هم مجموعة غير متجانسة تضم: المستثمرون- الدولة وإدارة الضرائب - التأمين والجمهور - الزبائن والمورد - أعضاء الإدارة والمسيريون - مختلف الدائنين.

الشكل رقم (05)¹: أهم مستخدمي معلومات القوائم المالية المحاسبية.



2. الفروض و المبادئ المحاسبية:

تبنى مشروع النظام المحاسبي المالي فرضيتين أساسيتين من خلالها يتم إعداد القوائم المالية:

- الاستمرارية في النشاط و محاسبة الالتزام، هما الفرضيتين التي ارتكز عليهما النظام المحاسبي المالي في اشتقاق مجموعة المبادئ المحاسبية.

¹ محمد بوتين، المحاسبة المالية و معايير المحاسبة الدولية، دار النشر "Pages Bleues"، الجزائر، 2010، ص 50

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

الفرضية الأولى (استمرارية النشاط) تم شرحها في المبحث الأول. أما الفرضية الثانية (محاسبة الالتزام) فهي تقتضي¹ تسجيل كل الأحداث الاقتصادية المالية في دفاتر المحاسبة وقت حدوثها أو لمجرد الاتفاق عليها، وليس من الضروري انتظار التدفقات النقدية.

المبادئ المحاسبية الأساسية هي اغلب المبادئ المحاسبة وعددها 12:

- مبدأ استقلالية الدورات.
- مبدأ السنوية.
- مبدأ الوحدة المحاسبية.
- مبدأ التكلفة التاريخية.
- مبدأ ثبات الوحدة النقدية.
- مبدأ الأهمية النسبية. مبدأ الحيطة والحذر.
- مبدأ المداومة في استعمال الطرق.
- مبدأ عدم التعويض.
- مبدأ الصورة الصادقة.
- مبدأ الارتباط بالميزانية الافتتاحية.
- أسبقية الواقع اقتصادي على الجانب القانوني.

كل المبادئ السابقة معروفة في المحاسبة الجزائرية، ماعدا المبدأ الأخير (أسبقية الواقع اقتصادي على الجانب القانوني) فهو جديد نظريا وتطبيقيا بالنسبة للمحاسبة في الجزائر. رغم أن المعايير المعتمدة من طرف المشرع الجزائري تخدم الأغراض القانونية والجبائية غالبا، فإن هذا المبدأ يقر على ضرورة التعامل مع الأحداث الاقتصادية حسب جوهرها الاقتصادي. أي الاهتمام بكل ما من شأنه جلب منافع اقتصادية للمؤسسة وخدمة مصالحها في إطار تسجيلها المحاسبي للمبادلات، وليس حسب المظهر القانوني لطبيعة العملية. وذلك

¹ شعيب شنوف، "محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)", مكتبة الشركة الجزائرية، بومرداس، الجزائر، 2008، ص 30.

لان الواقع الاقتصادي يقدم صورة صادقة عن وضعية المؤسسة. ولهذا السبب بالذات كان الإلمام كذلك على الخصائص النوعية للمعلومة المالية التي يوفرها النظام المحاسبي المالي.

النظام المحاسبي المالي الجديد يشمل ثلاث (3) أنواع من التأثير¹:

1. تأثير تقني: انعكاس التأثير على المفاهيم، تطور مهنة المحاسبية، تنسيق مختلف الجهات الفاعلة اللازمة لوضع المعايير.
2. تأثير على الاتصال: في إطار تطبيق هذا النظام المحاسبي، يجب على المحاسب توفير مجموعة من المعلومات بشكل إجباري وبأكثر دقة وغازارة (كثافة)، وكذا معلومات عن تأثير تغير المرجع المستعمل.
3. تأثير على التنفيذ: نقول أن النظام المحاسبي المالي (SCF) يؤثر على الصبغة التنفيذية للمحاسبة لأنه، يؤثر على التسيير، كان السبب في هجرة نظم المعلومات من (SCF←PCN)، ضرورة التمويل لتكيف المؤسسات على هذا النظام، تعود وتأقلم المستخدمين الأساسيين للمعلومات المحاسبية المالية، إضافة إلى التكوين.

أسباب تبني نظام المحاسبي المالي الجديد (NSCF):

طبقا لما ينص عليه القانون رقم 11/07 الخاص بالنظام المحاسبي المالي الجديد في مادته (41): «يبدأ سريان مفعول نظام المحاسبي المالي المحدد بموجب هذا القانون ابتداء من أول جانفي سنة 2009»²، لان الجزائر كانت مضطرة إن صح التعبير في تبني هذا النظام على غرار أشقائها جغرافيا (تونس و المغرب) اللذان كانت لهم الأسبقية في التحضير وتطبيق هذه المعايير الدولية. فإذا أخذنا تونس مثلا: لقد تم فعلا إدخال نظام محاسبي للمؤسسات حيز التطبيق بموجب القانون رقم 12/96 المؤرخ في 1996/12/30.

¹ Rachida Boursali, « Les normes comptable du SCF », Publication du 3^{ème} millénaire, 2010, p14.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المادة رقم 41، ص 6.

ونتيجة لعدم التحضير الجيد للجزائر لهذا الانتقال على المستوى التقني تم تأجيل الموعد إلى الفاتح جانفي 2010، وفقا لما جاء في قانون المالية التكميلي لسنة 2008 الصادر في الجريدة الرسمية يوم 2008/07/27. وبالرجوع إلى كلمة مضطرة يمكن إرجاع العوامل التي دفعت الجزائر إلى انتهاج المعايير المحاسبية الدولية و المتمثلة في مشروع (SCF) إلى عدة أسباب نوضحها باختصار في الفقرة التالية¹:

محاولة الجزائر وضع أداة تتكيف مع البيئة الجديد التي ولدت من خلال الإصلاحات الاقتصادية، والتي بدأت مع الارتباطات الجديد للجزائر، و بشكل خاص الدخول في شراكة مع الاتحاد الأوروبي، وتقدم المفاوضات مع المنظمة العالمية للتجارة (OMC)، إضافة إلى ذلك فهي تهدف أيضا لتلبية حاجات المستخدمين الجدد للمعلومات المحاسبية والمالية حول اقتصاد الجزائري، وخاصة المستثمرين المحليين و الأجانب، بعد ممارستهما ضغطا اقتصاديا على السلطة العمومية لتعجيل عملية إصلاح المخطط المحاسبي الوطني (PCN) نسخة 35-75.

2- الخصائص النوعية للمعلومات المالية:

إن البيانات والمعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية تلبى الاحتياجات العامة لمستخدميها ولذلك يشترط توافرها على بعض الخصائص لرفع قيمتها ومنفعتيها في اتخاذ القرار حسب النظام المحاسبي المالي الجزائري والمعايير المحاسبية الدولية، وتشمل أربع (4) خصائص أساسية هي:- الوضوح- الملائمة- المصادقية- قابلية المقارنة.

1. الوضوح:

بعد الاتفاق على أن المعلومات الجيدة هي تلك المعلومات الأكثر فائدة في مجال ترشيد القرارات، نستنتج أن مستوى الفهم والإدراك والتحليل لمستخدميها يعد عاملا حاسما للاستفادة منها في اتخاذ القرارات، وبالتالي تعتبر غير مفيدة بالنسبة لمستخدم لا يقدر على فهمها. وحكمها في هذه الحالة هو حكم المعلومات الغير متاحة أصلا، لأنه ليس لها القدرة

¹ شعيب شنوف، "محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)"، مرجع سابق، ص 13.

على تخفيض عنصر عدم التأكد. وهذا ما يفسر لنا التأكيد بالدرجة الأولى على خاصية «قابلية الفهم و الوضوح»¹.

المعلومات الواضحة هي معلومات سهلة الفهم مباشرة من قبل المستخدمين الذين يملكون معارف أساسية في التسيير والمحاسبة والاقتصاد، ولديهم الرغبة في دراستها. ولذلك في إطار التطور المحاسبي وإتباعه منهج المنفعة عامة، كان التركيز في تبني مشروع النظام المحاسبي المالي في الجزائر على إنتاج معلومات محاسبية ومالية في نفس الوقت، بحجة أن مستخدمي مخرجات النظام المعلومات المحاسبي لا ينتمون إلى ممارسة مهنة المحاسبة وبالتالي عدم استيعابهم للمعلومات المحاسبية المحظية أمر منطقي.

2. الملائمة:

لكي تكون المعلومة الواردة في القوائم المالية ملائمة، يشترط أن تكون مؤثرة في القرار. فإذا كانت معلومة معينة غير مؤثرة في القرارات فإنها ليست ملائمة له. وبالتالي فإن الملائمة تعني وجود ارتباط منطقي بين المعلومات والقرار موضوع الدراسة، فالمعلومة الملائمة هي القدرة على إحداث تغيير في اتجاه القرار، وغياب تلك المعلومة يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة. ومن هنا نجد أن التعريف السليم للملائمة هو: « قدرة المعلومات على إحداث التغيير في اتجاه قرار مستخدم معين »². وحتى تكون المعلومات ملائمة يلزم توافر ثلاث (3) خصائص فرعية هي³:

- **التوقيت الملائم:** أي وصول المعلومات المعدة لمستخدميها في الوقت المناسب، لان عملية اتخاذ القرار محدد دائما بفترة زمنية. وفي هذه النقطة بذات يمكن للمستخدم التضحية بشيء من الدقة لصالح التوقيت المناسب.
- **القدرة على التنبؤ:** وتعني احتواء المعلومات على قدرة تنبؤية، وبالتالي تمكين مستخدميها من تقدير المستقبل وتكوين صورة احتمالية عنه. فالمعلومة الجيدة هي

¹ رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص 187-188.

² نفس المرجع، ص 191.

³ <http://ejabat.google.com/ejabat/thread?tid=5042a016bad6f785> .

التي تمكن المستخدم من تكوين التوقعات عن النتائج المستقبلية، وتحسين إمكاناته وقدراته في هذا المجال.

- **القدرة على إعادة التقييم:** ويقصد بذلك احتواء المعلومات على خاصية تمكن مستخدميها من التقييم الارتدادي أو التغذية العكسية من خلال المعلومات التي ينتجها نظام المعلومات والتي تساهم في تحسين وتطوير نوعية مخرجاته وقدرته على التكيف في الظروف البيئية المتغيرة باستمرار. لذا يمكن القول، إن المعلومات الملائمة هي التي تمكن متخذ القرار من تعزيز التوقعات الحالية أو إحداث تغيير فيها وتقييم نتائج القرارات السابقة.

3. الموثوقية:

لتكون المعلومات مفيدة يجب أن تكون موثوق فيها ويعتمد عليها، وتتسم المعلومة بالمصادقية إذا كانت خالية من الأخطاء الهامة والتحيز، وكان بإمكان المستخدمين الاعتماد عليها في اتخاذ قرارات ملائمة والقيام بأعمال فعالة¹، وتكون المعلومة صادقة إذا توافرت على الخصائص الفرعية التالية²:

- **الصدق في التعبير:** يقصد بخاصية الصدق في التعبير مطابقة الأرقام والمعلومات المحاسبية للظواهر المراد التقرير عنها، وكلمة بصدق تعني تمثيل المضمون أو الجوهر وليس مجرد الشكل «أسبقية الواقع الاقتصادي على الجانب القانوني».
- **القابلة للتحقق:** يقصد بهذا المفهوم وجود درجة عالية من الاتفاق بين القائمين بالقياس المحاسبي الذين يستخدمون نفس الطرق القياس، بأنهم يتوصلون إلى نفس النتائج. فإذا توصل محاسبون آخرون أو مدققون إلى نتائج مختلفة، فهذا دليل على أن معلومات القوائم المالية غير قابلة للتحقق، وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليها.

¹Charlotte Disle et Christine Noël, La Revue des Sciences de Gestion n°224-225, La révolution des normes IFRS-Une convergence de la comptabilité vers la finance ?, Paris, 2007, P 29.

<https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-17.htm?1=1&DocId=386502&hits=8899+8896+8892>.

² رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 197-198-199.

■ **الحياد:** حيادية المعلومة يقصد بها تجنب أي نوع من التحيز، والذي قد يمارس من طرف الأجهزة المسؤولة عن وضع السياسات والمعايير المحاسبية، أو المسؤولين عن إعداد التقارير المالية (المحاسب)، بهدف التوصل إلى نتائج مسبقة والتأثير على سلوك هذه المعلومات في اتجاه معين.

4. القابلة للمقارنة¹:

إن قيام مستخدمي المعلومات المحاسبية بالمقارنات التالية:

- المقارنة عبر الزمن لنفس المؤسسة (مقارنة في حالة الحركة)، والتي تتطلب إتباع النسق الواحد في تطبيق الإجراءات و المعالجات المحاسبية عبر السنوات.
- المقارنة بين المؤسسات (المقارنة في حالة السكون)، والتي تتطلب التماثل (التوافق) المحاسبي، وهدفه إتباع² :

- نفس الإجراءات المحاسبية.

- نفس مفاهيم القياس.

- نفس التبويب.

- نفس طرائق الإفصاح.

إن هذا الفصل في المقارنة يمكن مستخدمي المعلومات من تقييم أداء المؤسسة عبر الزمن وتحديد اتجاهاتها في المركز المالي وسط محيطها التنافسي. وبالتالي تسهيل الدراسة والتحليل والمراقبة والتنبؤ واتخاذ القرارات. وكما سبق وأن اشرنا سابقا إلى خاصية المقارنة للقوائم المالية كانت حجر الأساس في المحاولات المتكررة للتنظير المحاسبي وظهور المعايير المحاسبية الدولية.

¹ <http://as7ab.maktoob.com/group/viewforum116817.htm>.

² رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 207.

بعد عرض الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية الواجب توافرها في النظام المحاسبي المالي الجديد، من الواجب علينا التطرق لأهم محددات (قيود) استخدام الخصائص السابقة.

3-مشاكل ومحددات استخدام الخصائص النوعية:

تنشأ هذه المحددات من¹:

■ احتمالات التعارض بين الخصائص الرئيسية للمعلومات المحاسبية (الملائمة، الوضوح، الموثوقية، القابلة للمقارنة) فمثلا: قد ترفض معلومة معينة أو تقبل إذا كانت ملائمة ولكنها غير موثوق بها، أو أنها موثوق بها ولكنها غير ملائمة، كأرقام التكلفة التاريخية التي تتمثل بدرجة عالية من الثقة لخلوها من التحيز وفي نفس الوقت تتمثل بدرجة منخفضة من الملائمة، لان تلك الأرقام أقل ارتباطا أو تمثيلا للواقع الفعلي.

■ احتمالات التعارض بين الخصائص الفرعية لنفس الخاصية، كالتعارض بين القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية والوقت المناسب لخاصية الملائمة، فقد تصل المعلومة في الوقت المناسب ولكنها لا تملك قدرة تنبؤية عالية، كما في حالة أرقام التكلفة التاريخية. وكذلك فان السرعة في إعداد المعلومات غالبا ما يكون على حساب درجة الدقة و الاكتمال و عدم التأكد. بعد احتمالات التعارض بين الخصائص (الرئيسية و الفرعية) للمعلومات المحاسبية، في نفس الفكرة تجدر الإشارة إلى قيود رئيسيان على استخدام هذه المعلومات و هما: الأهمية النسبية و تكلفة المعلومة.

محدد الأهمية النسبية²:

وصفت هيئة المعايير المحاسبية المالية (FASB) الأهمية النسبية في بيان رقم -2- لعام 1980 حول الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بأنها صفة حاكمة لجميع

1 <http://ejabat.google.com/ejabat/thread?tid=5042a016bad6f785>.

² رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 214.

الفصل الثاني.....أهمية ومعلومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

الخصائص، فكما في خاصية الملائمة فان بندا معينا يعتبر هاما نسبيا إذا كان إدراجه وحذفه مؤثرا في اتخاذ القرار، وبالتالي يعتبر بندا مهما نسبيا يجب الإفصاح عنه في التقارير المالية لاعتبار انه يقدم معلومات مفيدة مؤثرة في اتخاذ القرارات.

المنفعة < التكلفة:

يعد هذا القيد حاكما، يجب مراعاته قبل إنتاج وتوزيع المعلومات والتقارير المحاسبية، فهو يمثل قاعدة عامة: يجب ألا تنتج وتوزع المعلومات المحاسبية ما لم تكن منفعتها تزيد عن تكلفتها¹، إذ انه لا بد من أن تكون العوائد المتوقعة من المعلومات اكبر من المصاريف المنفقة لإنتاجها بحيث:

قيمة المعلومة = الربح المحقق بتوفرها - الربح الإجمالي دون توفرها

ويتم مقارنة قيمة المعلومة مع تكلفتها (تكلفة الجمع، المعالجة، النشر).

المطلب الثاني: قواعد تقييم عناصر القوائم المالية:

عرف النظام المحاسبي المالي عناصر القوائم المالية (الأصول، الخصوم، الأموال الخاصة، الأعباء، الإيرادات، النتيجة الصافية) بمفاهيم جديدة، أي مختلفة عن مفاهيم المخطط الوطني المحاسبي (PCN). يمكن التطرق لها كما جاء تماما في المرجع السابق لشعيب شنوف².

قبل التطرق إلى قواعد تقييم مختلف العناصر، لابد الإشارة أولا إلى شروط إدراج هذه العناصر في القوائم المالية³.

■ إن المعاملات التي تخص الأصول والخصوم ورؤوس الأموال الخاصة والمنتجات والأعباء كما هي محددة في هذا النظام يجب أن تقيد في المحاسبة.

¹ رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 211.

² شعيب شنوف، "محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)" مرجع سابق، ص 32-33.

³ ن جاح علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، دار بلقيس للنشر (دار البيضاء الجزائر)، 2009، ص 41.

- لا يمكن تبرير عدم إدراجها في الحسابات أو تصحيحه بمعلومة سرديّة أو عددية من طبيعة أخرى مثل الإشارة في الملحق.
- يدرج عنصر الأصول والخصوم والأعباء والمنتوجات في الحسابات عندما:
 - يكون من المحتمل أن تعود منه وإليه أية منفعة اقتصادية مستقبلية مرتبطة بالكيان.
 - للعنصر كلفة أو قيمة يمكن تقييمها بطريقة صادقة.

حسب هذا النظام المحاسبي الجديد (NSCF) سنتطرق إلى تقييم عناصر القوائم المالية بتقسيم هذه العملية (التقييم) إلى ثلاث (3) أجزاء هي:1- قواعد عامة للتقييم. 2- قواعد خاصة للتقييم والإدراج في الحسابات. 3- كفاءات خاصة للتقييم والمحاسبة.

1- قواعد عامة للتقييم:

كقاعدة عامة، تركز طريقة تقييم العناصر المقيدة في الحسابات على¹ اتفاقية التكاليف التاريخية، في حين يعتمد حسب بعض الشروط التي يحددها هذا التنظيم وبالنسبة إلى بعض العناصر إلى مراجعة تجرى على ذلك التقييم بالاستناد إلى:

- القيمة العادلة (السوقية): وهي المبلغ الذي من أجله يتم تبادل أصل، أو خصوم منهجية بين الأطراف على دراية كاملة ومستعدة للتبادل ضمن المنافسة العادية² وهو نفس التعريف الذي جاء به المعيار (IAS₃₂).
- القيمة المحققة (الإنجاز): وهو مبلغ من أموال الخزينة الذي يمكن الحصول عليه حالياً من خلال بيع أصل معين وخروجه بشكل إيرادي.
- قيمة الاستخدام (النفعية): وهي قيمة المدخلات والمخرجات من النقود المستقبلية محينة في تاريخ القياس، فتظهر الأصول بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلة مستقبلاً، وتظهر الخصوم بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجة المتوقعة للوفاء بالالتزامات تبعا لمجريات العمل العادية.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 44.

² Wolfgang Dick et Franck Missonier, Comptabilité en IFRS, op, cit, P69.

2- قواعد خاصة للتقييم والإدراج في الحسابات:

زيادة على الطرق العامة للتقييم وبالنسبة لبعض العناصر، يتم التقييم حسب قواعد خاصة، وفيما يلي التقييم والإدراج في الحسابات لأهم هذه العناصر:

■ التثبيتات العينية والمعنوية¹:

تدرج التثبيتات في الحسابات بتكلفتها المنسوبة إليها مباشرة، وتدرج فيها مجموع تكاليف الاقتناء ووضعها في أماكنها، الرسوم المدفوعة، الأعباء المباشرة الأخرى.

ولا تدرج المصاريف العامة والمصاريف الإدارية، ومصاريف الانطلاق في النشاط.

إن تكلفة أي تثبيت أنتجه الكيان لنفسه تتضمن تكلفة العتاد، واليد العاملة، وأعباء الإنتاج الأخرى.

يحذف أي تثبيت عيني أو معنوي من الميزانية عند خروجه من الكيان، أو عندما يكون الأصل خارج الاستعمال بصورة دائمة، ولم يعد الكيان ينتظر منه أي منفعة اقتصادية لا من استعماله ولا من خروجه لاحقاً.

■ الإهلاك²:

هو استهلاك المنافع الاقتصادية المرتبطة بأصل عيني أو معنوي، ويتم حسابه كعبء، إلا إذا كان مدمجاً في القيمة المحاسبية لأصل أنتجته المؤسسة لنفسها، وهو إما إهلاك خطي أو متناقص، أو حسب عدد الوحدات المنتجة.

يجب أن تدرس دورياً طريقة الإهلاك، المدة النفعية والقيمة المتبقية في أعقاب المدة النفعية المطبقة على التثبيتات العينية، ففي حالة حدوث تعديل مهم للوتيرة المنتظرة من المنافع الاقتصادية الناتجة عن تلك الأصول، تعدل التوقعات والتقديرات لكي تعكس هذا التغيير في الوتيرة.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 50-51.
² نفس المرجع، ص 52-53.

تشكل الأراضي والمباني أصولا متميزة، وتعالج كل على حدى في المحاسبة حتى ولو تم اقتناؤها معا.

- تكاليف تنمية التثبيتات:¹ تشكل نفقات التنمية أو النفقات الناجمة عن طور التنمية لأي مشروع داخلي تثبيتا معنويا في الحالات الآتية فقط:

- إذا كانت تلك النفقات ذات صلة بعمليات نوعية مستقبلية تنطوي على حظوظ كبيرة لتحقيق مردودية شاملة.
- إذا كانت المؤسسة تنوي وتمتلك القدرة التقنية والمالية وغيرها لإتمام العمليات المرتبطة بنفقات التنمية أو استعمالها أو بيعها.
- إذا كان يمكن تقييم هذه النفقات بصورة صادقة.

تشكل نفقات البحث أو النفقات الناجمة عن طور البحث عن مشروع داخلي أعباء تدرج في الحسابات عندما تكون مستحقة ولا يمكن تثبيتها.

- الحالة الخاصة بالعقارات الموظفة:² يشكل أي عقار موظف ملكا عقاريا (أرض، بناية، أو جزء من بناية) مملوكا لتقاضي إيجار و/أو تثمين رأس المال، فهو لذلك غير موجه إلى:

- الاستعمال في إنتاج أو تقديم سلع أو خدمات، أو أغراض إدارية.

- البيع في إطار النشاط العادي.

بعد أن يتم إدراج العقارات الموظفة في الحسابات الأولية باعتبارها تثبيتا عينيا، يمكن القيام بتقييمها إما بتكلفة يطرح منها مجموع الاهتلاكات ومجموع خسائر القيمة حسب الطريقة المستعملة في الإطار العام للتثبيات العينية، وإما على أساس قيمتها الحقيقية إذا أمكن ذلك.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 54-55.

² نفس المرجع ، ص 55-56.

تدرج في حسابات الخسارة أو الفائدة الناتجة عن تغير القيمة الحقيقية للعقار الموظف ضمن النتيجة الصافية للسنة المالية التي حصلت فيها.

- التثبيات المالية (سندات وحسابات دائنة)¹:

تدرج في حسابات الأصول المالية عند دخولها ضمن أصول المؤسسة بتكلفتها التي هي القيمة الحقيقية لمقابل معين، بما في ذلك مصاريف الوساطة، والرسوم غير المستردة، ومصاريف البنك ولكن لا تدرج فيها الحصص والفوائد المتوقع استلامها غير المدفوعة والمستحقة قبل الاكتساب.

التكلفة المهتلكة هي المبلغ الذي قوم به الأصل المالي (أو الخصوم المالية) عند إدراجه الأولي في الحسابات منقوصا منه تسديدات الديون الرئيسية، مضافا إليه أو محذوفا منه الاهتلاك المتجمع أي فارق بين هذا المبلغ الأصلي والمبلغ عند استحقاقه، ومنقوصا منه كل تخفيض ناتج عن خسارة في القيمة أو عدم قابلية التحصيل.

- المخزونات والمنتجات قيد التنفيذ²:

تمثل المخزونات أصولا:

- تمتلكها المؤسسة وتكون موجهة للبيع في إطار الاستغلال الجاري.
- هي قيد الإنتاج بقصد مماثل.
- هي مواد أولية أو لوازم موجهة للاستهلاك خلال عملية الإنتاج أو تقديم خدمات.
- تكون المخزونات في إطار عملية تقديم خدمات هي كلفة الخدمات التي لم تقم المؤسسة بعد باحتساب المنتجات المناسبة له.

تشمل تكلفة المخزونات جميع التكاليف المقتضات لإيصال المخزونات إلى المكان وفي

الحالة التي توجد عليها:

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 60-61-62-63.
² نفس المرجع، ص 65-66-67.

- تكاليف الشراء (المشتريات، المواد القابلة للاستهلاك، المصاريف المرتبطة بالمشتريات...)
- تكاليف التحويل (مصاريف المستخدمين والأعباء الأخرى المتغيرة والثابتة باستثناء الأعباء التي يمكن تحميلها لأي استعمال غير أمثل لقدرة الإنتاج في المؤسسة).
- المصاريف العامة، المصاريف المالية والإدارية المنسوبة بشكل مباشر إلى المخزونات.

عندما لا يمكن تحديد تكلفة الشراء أو الإنتاج بتطبيق القواعد العامة للتقييم، فإن المخزونات يتم تقييمها بتكلفة شراء أو إنتاج أصول مساوية لها تثبت أو تقدر في أقرب تاريخ لشراء أو إنتاج الأصول المذكورة.

- الإعانات¹:

تدرج الإعانات في الحسابات كمنتجات في حساب النتائج في سنة مالية أو عدة سنوات بنفس وتيرة التكاليف التي تلحق والتي يفترض فيها تعويضها. وفيما يخص الإعانات المرتبطة بالأصول القابلة للاهلاك، تدرج في الحسابات كمنتجات حسب تناسب الاهلاك المحتسب (الكلفة هي الاهلاك). وفي عرض الميزانية تشكل الإعانات المرتبطة بأصول منتجات مؤجلة.

- مؤونة المخاطر والأعباء²: مؤونة الأعباء هي خصوم يكون استحقاقها أو مبلغها غير مؤكد، وتدرج في الحسابات في الحالات الآتية:

- عندما يكون للمؤسسة التزام راهن (قانوني أو ضمني) ناتج عن حدث ماضي.
- عندما يكون من المحتمل أن يكون خروج موارد أمرا ضروريا لإطفاء هذا الالتزام.
- عندما يمكن القيام بتقدير هذا الالتزام تقديرات موثوقا منه.

¹ ن حاج علي ، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 68-69.
² نفس المرجع ، ص 70.

لا تستعمل أي مؤونة للأعباء إلا في النفقات التي من أجلها تم إدراجه أصلا في الحسابات، وتكون المؤونات محلا لتقدير جديد عند إقفال كل سنة مالية، ولا يجوز أن تكون الخسائر العملية المستقبلية محلا لمؤونات الأعباء.

- القروض والخصوم المالية الأخرى¹:

يتم تقييم القروض والخصوم المالية الأخرى حسب تكلفتها التي هي القيمة الحقيقية للمقابل الصافي المستلم بعد طرح التكاليف التابعة المستحقة عند تنفيذها. وبعد الاقتناء تقوم الخصوم المالية من غير الخصوم تلك التي تمت حيازتها لأغراض معاملة تجارية حسب التكلفة المهتلكة، باستثناء الخصوم التي تمت حيازتها لأغراض التعامل التجاري والتي تقيم بقيمتها الحقيقية.

التكلفة المهتلكة لأي خصم مالي هي المبلغ الذي تم به تقييم الخصم المالي عند إدراجه الأصلي في الحسابات:

- منقوصا من التسديدات الرئيسية.
- مضافا إلى (أو منقوصا) من الاهتلاك المجمع لكل فارق بين المبلغ الأصلي والمبلغ عند استحقاقه.

1. كفيات خاصة للتقييم والمحاسبة:

▪ الضرائب المؤجلة²:

إن ضريبة الدخل المؤجلة تتعلق بالضرائب على الأرباح القابلة للدفع، ونعني بها ضريبة مؤجلة كالالتزام (خصوم) أو ضريبة قابلة للاسترجاع، ونعني بها ضريبة مؤجلة أصول، أثناء الدورات المستقبلية.

إن ضريبة الدخل المؤجلة كأصل هي عوائد ضريبية مستقبلية، بحيث أنها تمثل أرباح تم إخضاعها من قبل الضريبة ولكن لم يتم التقرير عنها في قائمة حسابات النتائج بعد. كذلك

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 71.
² شعيب شنوف، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، مرجع سابق، ص 83.

فإن ضرائب الدخل التي يتم تسديدها من قبل على ذلك الدخل تعتبر في الحقيقة بمثابة مصاريف مدفوعة مقدما.

أما ضريبة الدخل المؤجلة خصوم أو التزام ضريبة الدخل المؤجلة، تمثل التزام ضريبة دخل مستقبلية متوقع نتيجة للأرباح الحالية أو عن الفترات السابقة والتي تم التقرير عنها سابقا في القوائم المالية، إلا أنه لم يتم إخضاعها للضريبة.

■ العقود الطويلة الأجل¹:

يتضمن عقد من العقود طويلة الأجل: إنجاز سلعة، خدمة، مجموعة سلع أو خدمات تقع تواريخ انطلاقتها والانتهاؤها منها في سنوات مالية مختلفة، ويمكن أن يتعلق الأمر بما يلي:

- عقود بناء.

- عقود إصلاح حالة أصول أو بيئة.

- عقود تقييم خدمات.

وفيما يخص التسجيل المحاسبي يمكن الأخذ بعين الاعتبار طريقتين هما:

(1) طريقة التقدم (M. de l'avancement):

تدرج في حسابات الأعباء والمنتجات التي تخص عملية تمت في إطار عقد طويل الأجل حسب وتيرة تقدم العملية عن طريق تحرير نتيجة محاسبية بالتتابع وبمقياس إنجاز العملية.

(2) طريقة الإتمام (M. de l'achèvement):

إذا كان نظام معالجة المؤسسة أو طبيعة العقد لا يسمح بتطبيق طريقة الإدراج في الحسابات حسب التقدم، أو كانت النتيجة النهائية للعقد لا يمكن تقديرها بصورة صادقة، فإنه يكون من المقبول على سبيل التبسيط ألا يسجل كمنتجات إلا مبلغ يعادل مبلغ الأعباء المثبتة

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 85-86.

التي يكون تحصيلها محتملا. وعندما يبدو من المحتمل في تاريخ الجرد، أو بفعل حوادث طارئة أو معروفة في ذلك التاريخ أن مجموعة تكاليف العقد سيفوق مجموع منتجات العقد (خسائر متوقعة بعد الإتمام)، يجب تكوين مؤونة بما يفوق الخسارة الإجمالية للعقد غير الموضحة بعد بالتسجيلات الحسابية.

■ عقد الإيجار التمويلي¹:

هو عقد إيجار تترتب عليه عملية تحويل شبه كلي للمخاطر والمنافع ذات الصلة بملكية الأصل إلى المستأجر، مقرون بتحويل الملكية عند انتهاء مدة العقد أو عدم تحويلها.

أما عملية التقييم والتسجيل المحاسبي فكما يلي:

- **عند المستأجر:** يدرج الأصل المستأجر في حسابات أصول الميزانية بالقيمة الحقيقية أو بالقيمة المحينة للمدفوعات الدنيا بمقتضى الإيجار إذا كانت هذه القيمة الأخيرة أقل ثمنا، ويدير إلزام دفع الإيجارات المستقبلية في الحسابات بنفس مبلغ الخصوم للميزانية.

- **عند المؤجر:** في حالة ما إذا كان غير الصانع أو غير الموزع للملك المؤجر، فإن الدين المتشكل من الحسابات الدائنة على عقود إيجار التمويل، وفي مقابل الديون الناتجة عن اقتناء هذا الملك (تكلفة الاقتناء) التي تشمل أيضا على المصاريف الأولية المباشرة المرتبطة بالتفاوض على العقد ووضعه موضع تنفيذ. وإذا كان المؤجر صانع أو موزع للملك المستأجر فبالقيمة الحقيقية.

- **عند المستأجر والمؤجر:** تدرج الإيجارات خلال مدة العقد في الحسابات لدى المؤجر كما لدى المستأجر كليهما، بالتمييز بين:

❖ الفوائد المالية المحددة على أساس صيغة تترجم نسبة مردود دوري ثابت للاستثمار الصافي.

❖ وتسديد المستحقات الرئيسية (كاستثمار أو ذمم).

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 89-90.

الفصل الثاني..... أهمية ومعلومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

- الامتيازات الممنوحة للمستخدمين¹: تدرج المنافع التي تمنحها المؤسسة للمستخدمين لديها سواء كانوا في وضعية نشاط أو غير نشاط في الحسابات كأعباء، عندما يؤدي المستخدمون العمل المقرر في مقابل تلك المنافع.

يتم في كل عملية إقفال لحسابات السنة المالية إثبات في شكل أرصدة مبلغ التزامات المؤسسة في مجال المعاش، وتكميلات التقاعد، وتعويضات مقدمة بسبب الانصراف إلى التقاعد، أو منافع مماثلة ممنوحة لأفراد المستخدمين لديه وشركائه ووكلائه في شكل أرصدة. وتحدد هذه الأرصدة على أساس إلى القيمة الحالية لمجموع التزامات المؤسسة حيال المستخدمين لديها باستعمال فرضيات حسابية وطرق حسابية ملائمة.

- العمليات بالعملة الصعبة²: الأصول التي تم اقتناؤها بالعملة الأجنبية يجب تحويلها إلى العملة الوطنية حسب سعر الصرف الجاري، أما الحقوق والديون المقيمة بالعملة الأجنبية يجب تحويلها إلى العملة الوطنية (دج) بسعر الصرف التاريخي (تاريخ العقد أو الاتفاق)، فروقات أسعار الصرف تسجل مباشرة في الأموال الخاصة.

المطلب الثالث: عرض القوائم المالية وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد:

تعتبر القوائم المالية مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وبالتالي يقاس مدا نفعية ونجاح هذا النظام بجودة المعلومات المحاسبية و المالية الظاهر في شكل قوائم مالية. إن هذه الأخيرة عبارة عن وثائق و جداول شاملة يتم من خلالها تقديم عناصر أساسية من خلال حوصلة و تلخيص نشاط المؤسسة في نهاية كل دورة محاسبية. ومن جانب آخر تمثل القوائم المالية المصدر الرئيسي للمهتمين بنشاط المؤسسة في إطار اتخاذ قراراتهم المتعلقة بها، والوسيلة الأساسية للاتصال بهم.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 91-92.
² شعيب شنوف، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، مرجع سابق، ص 85.

وبالرجوع إلى النظام المحاسبي المالي الجزائري الجديد، فحسب المادة 25 من القانون 11/07 على كل مؤسسة (وحدة اقتصادية) تدخل في مجال التطبيق هذا القانون ملزمة بعرض كشوفات مالية، على الأقل القوائم المالية التالية¹:

- الميزانية(قائمة المركز المالي).
- جدول حسابات النتائج(قائمة الدخل).
- جدول تدفقات الخزينة.
- جدول تغيرات الأموال الخاصة.
- جداول ملحقة و إيضاحات.

بالإضافة إلى إتباع بعض الإجراءات و توفر بعض الشروط يمكن إيضاها في النقاط التالية²:

- تضبط القوائم المالية تحت مسؤولية مسيري الوحدة مرة كل سنة، وتعد في اجل أربعة (4) أشهر بعد تاريخ نهاية تلك السنة المالية.
- استخدام الوحدة النقدية الوطنية(دج) إجباريا في قياس عناصر القوائم المالية، ويمكن تقريب المبالغ إلى آلاف الوحدات.

عند إعداد وتقديم القوائم المالية يجب توفير معلومات ذات الخصائص النوعية التي تجعلها مفيدة و ذات منفعة، الأمر الذي يتطلب الأخذ بعين الاعتبار التوفيق من التكلفة و العائد، و الحرص على توفر الكشوفات المالية على معلومات تسمح بإجراء المقارنات مع السنة المالية السابقة حيث إن كل عنصر من عناصر الميزانية و جدول حسابات النتائج وجدل تدفقات الخزينة يحتوي على عمود خاص بمبالغ الفترة السابقة. وفي حالة تغير طريقة التقييم أو التقديم، وتعذر بسبب ذلك إجراء المقارنة لأحد الفصول مثلا، فمن الضروري الرجوع إلى مبالغ السنة المالية السابقة و تكيف معلوماتها لجعل عملية المقارنة امراً ممكناً.

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون 11/07، المادة رقم (25)، ص 5.
² ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 99-100.

إعداد القوائم المالية و جودة عرض المعلومات التي تتضمنها من مسؤولية إدارة المؤسسة و المدقق الخارجي. فالإدارة مسؤولة عن اعتماد نظام رقابة داخلي لضمان صحة البيانات المالية التي تمثل مدخلات المعلومات المحاسبي. أما المدقق، فالتأكد من صحة عمل الإدارة في مجال المحاسبة. أي مدى تعبير القوائم المالية عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة.¹

1- الميزانية الختامية:

حسب النظام المحاسبي المالي الجديد تقدم الميزانية بصفة منفصلة، أي عناصر الأصول، وعناصر الخصوم. وتتضمن العناصر المرتبطة بتقديم الوضعية المالية للمؤسسة، بحيث تبرز الفصول التالية كحد أدنى، عند وجود عمليات تتعلق بهم بطبيعة الحال:²

- في الأصول:

- التثبيتات المعنوية.
- التثبيتات العينية.
- الإهلاكات.
- المساهمات.
- الأصول المالية.
- المخزونات.
- الأصول الضريبية (مع تمييز الضرائب المؤجلة).
- الزبائن، والمدنين الآخرين الأصول الأخرى المماثلة (أعباء مثبتة مسبقاً).
- خزينة الأموال الإيجابية، وما يعادلها.

¹ Micheline Renault, Affaires et comptabilité 3.0: Les chiffres au cœur de l'innovation et du succès, Edition JFD inc, canada, 2016, P 24.

² ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 101-102.

- في الخصوم:

- رؤوس الأموال الخاصة قبل عمليات التوزيع المقررة أو المقترحة عقب تاريخ الإقفال، مع تمييز رأس المال الصادر (في حالة شركات) والاحتياطات والنتيجة الصافية والعناصر الأخرى.
- الخصوم غير الجارية التي تتضمن فائدة.
- الموردون والدائنون الآخرون.
- الخصوم الضريبية (مع تمييز الضرائب المؤجلة).
- المرصودات للأعباء وللخصوم المماثلة (منتوجات مثبتة مسبقاً).
- خزينة الأموال السلبية وما يعادلها.

- في حالة الميزانية المدمجة:

- المساهمات المدرجة في الحسابات حسب طريقة المعادلة.
 - الفوائد ذات أقلية.
- دون أن ننسى ضرورة عرض العناصر السابقة الخاصة لكل من الأصول أو الخصوم، بعد تصنيفها والتمييز بينها إلى عناصر غير متداولة (غير جارية) وعناصر متداولة (جارية). و في ما يلي سنعرض المعايير التي تقودنا إلى هذا التصنيف:
- حسب مبدأ الغرض من الامتلاك، حيث أن الغرض من امتلاك المؤسسة للأصول الغير الجارية هو استعمالها لمدة تفوق 12 شهراً. أما الأصول المتداولة فليبيعها واستهلاكها لمدة أقل من 12 شهراً، أو امتلاكها يكون بغرض التفاوض.
 - مبدأ السيولة، ونعني به أن الأصول المتداولة تكون سهلة من حيث استبدالها بسيولة (صرفها)، أما الأصول الأخرى فلا (كلاستثمارات الضخمة).
- وقد نص النظام المحاسبي المالي (SCF)، بعدم إمكانية إجراء مقاصة (تعويض) بين عنصر من الأصول و عنصر من الخصوم في الميزانية، إلى إذا تمت هذه العملية على أسس قانونية أو تقاعدية.

شكل واستخدامات الميزانية:

إن الشكليات الموضحين في الملاحق (أصول و خصوم) يعتبران نموذج قاعدي ينبغي تكييفه مع كل مؤسسة بإحداث عناصر جديدة أو حذفها إذا كانت غير ملائمة مع نشاط المؤسسة أو في نظر مستعملي القائمة المالية.

بالنسبة للعمود المكتوب فيه كلمة "ملاحظة" يتم استعماله إذا كان هناك تفسير أو ملاحظة يتم الإشارة إليها في قائمة الملاحق و الإيضاحات، أنظر الملحق رقم (01).

تستخدم الميزانية بشكل رئيسي في: ¹ معرفة طبيعة و مقدار الاستثمارات في أصول المؤسسة، و مصادر تمويل هذه الاستثمارات عن طريق التزامات المؤسسة لدائنيها، و حق الملاك (المساهمين) على صافي أصول هذه المؤسسة. فالميزانية تساعد المهتمين باتخاذ القرارات عن بعض خصائص الوضع المالي للمؤسسة، و يتعلق الأمر خاصة بدرجة السيولة، المرونة المالية.

بالإضافة إلى هذه الاستخدامات الهامة، يمكن أيضا استعمال الميزانية في:

- تقييم هيكل رأس المال.
- حساب معدلات العائد على الاستثمار.
- الحكم على درجة المخاطرة، و تقدير التدفقات النقدية المستقبلية.

2- جدول حسابات النتائج

ويسمى أيضا بقائمة الدخل أو المكاسب في الولايات المتحدة الأمريكية، وحساب الأرباح و الخسائر بالنسبة لبريطانيا. تظهر هذه القائمة: ² إيرادات ومصروفات المؤسسة خلال الفترة التي تعبر عنها (عادة ما تكون سنة كاملة)، والهدف من إعدادها هو مقابلة الإيرادات بالمصروفات لتبيان نجاح أو فشل المؤسسة.

¹ رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 272-273.
² نضال محمود الرمحي، المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان-الأردن، 2013، ص 14.

يختلف جدول حسابات النتائج عن الميزانية، لأنه لا يعتمد على أرصدة العناصر المكون للأصول و الخصوم في لحظة زمنية معينة (صورة فوتوغرافية)، بل يعتمد على التدفقات والتيارات (من إدخلات وإخراجات) عن فترة زمنية معينة. وعلى هذا الأساس فإن الميزانية أو قائمة المركز المالي هي حلقة وصل بين جدول حسابات نتائج متتاليين.

في حالة حساب النتائج المدمجة فان:

- حصة المؤسسات المشاركة والمؤسسات المشتركة المدمجة حسب طريقة المعادلة في النتيجة الصافية.
- حصة الفوائد ذات الأقلية في النتيجة الصافية.
- معلومات أخرى يجب إظهارها إما في جدول حسابات النتائج أو في الملحق¹:
- تحليل منتجات الأنشطة العادية.
- مبلغ الحصص في الأسهم مصوتا عليها أو مقترحة والنتيجة الصافية لكل سهم بالنسبة إلى شركات المساهمة.

شكل واستخدامات جدول حسابات النتائج:²

وللمؤسسة إمكانية تقديم جدول حسابات النتائج حسب الوظيفة في الملحق. لرؤية جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة و حسب الوظيفة راجع الجدولين في الملحق رقم (02).

إن الهدف الأساسي من هذا الجدول و من أي قائمة مالية أخرى هو تزويد قرائها بمعلومات مفيدة لاتخاذ قرارات اقتصادية بشكل عقلائي. وأهم هذه الأهداف و القرارات بالنسبة لجدول حسابات النتائج هي:

1. تقييم جدوى استثمارات و عوائدها.
2. تقييم كفاءة إدارة المشروع وفعاليتها.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 107.
² رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 236.

3. انطلاقا من التدفقات الجارية (التاريخية) تتم عملية التنبؤ بالتدفقات المستقبلية، ونقصد بالتدفقات، تدفقات (الأموال الداخلة والخارجة) لعناصر جدول حسابات النتائج، الذي يتم إعداده بعيدا عن التفاصيل المحاسبية للدائنية والمديونية.

3- جدول تدفقات الخزينة :

تعرض كل من القائمتين السابقتين (الميزانية، جدول حسابات النتائج) بصورة مختزلة جدا لبعض المعلومات عن التدفقات النقدية، أي عن الأموال الخارجة والداخلة من وإلى المؤسسة، أو مصادر هذه الأموال واستخداماتها خلال الدورة المالية.

وبالرجوع إلى أهداف القوائم المالية المتمثلة في تقديم معلومات مفيدة لمستخدميها. والمستثمرون هم أهم مستعملي هذه القوائم إضافة إلى الدائنين حسب المعايير المحاسبية الدولية التي تخدم الاقتصاد الحر قد طالبت هيئة المعايير المحاسبية المالية (FASB) سنة 1987 بقائمة مالية جديدة، تبعها إصدار المعيار المحاسبي الدولي رقم "7" « بيانات التدفق النقدي» سنة 1992، و منذ ذلك الحين أصبحت قائمة التدفقات النقدية جزءا أساسيا من القوائم المالية.¹

توضح هذه القائمة التدفقات النقدية الداخلة إلى مؤسسة عن طريق بيع منتوجات أو أصول معينة مثلا. أو التدفقات الخارجة من المؤسسة عن طريق شراء مواد وخدمات وسداد الديون و غيرها.

وبالتالي تعطي هذه القائمة أساسا لتقييم مدى قدرة المؤسسة على توليد النقود وما يعادلها، وكذا تقديم المعلومات بشأن استخدام هذه التدفقات النقدية. أي تمكن مستخدميها من الإجابة على:

- من أين جاءت النقود خلال الدورة؟
- فيما استخدمت هذه النقود خلال نفس الدورة؟

¹ رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 298.

الفصل الثاني..... أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

إذا استطاع مستعملي هذه القائمة الإجابة على هذين السؤالين، فسيتمكنون حتما من تقييم قدرة المؤسسة على إدارة التدفقات النقدية، وهو أمر هام جدا لأنه يؤثر على مستقبلها ومستقبل الأفراد المتعاملة معها.

يقدم النظام المحاسبي المالي جدول سيولة (تدفقات) الخزينة من خلال مدخلات ومخرجات الأموال التي تمت خلال السنة المالية حسب مصدرها:

1- التدفقات التي تولدها الأنشطة التشغيلية أو العملياتية.

2- التدفقات المالية التي تولدها أنشطة الاستثمار.

3- التدفقات النقدية التي تولدها الأنشطة التمويلية .

من خلال الجدول التالي سنوضح التدفقات الداخلة و الخارجة من كل مصدر.

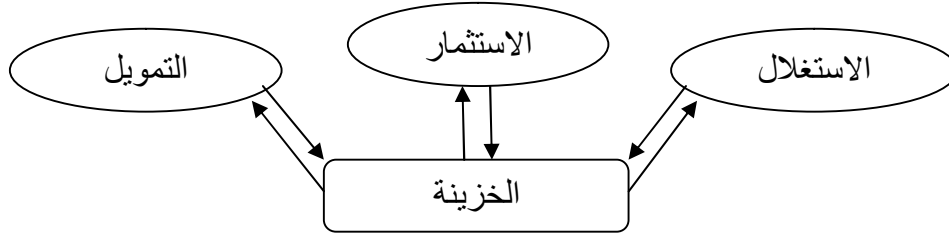
الجدول رقم (02):¹ تقسيم تدفقات الخزينة حسب مصدرها.

| النشاطات | التدفقات الداخلة (الإيرادات) | التدفقات الخارجة (النفقات) |
|------------------|---|---|
| نشاطات الاستغلال | إيرادات مبيعات السلع وتقديم الخدمات للزبائن. الإيرادات من الإتاوات، الحقوق، العمولات. الفوائد المحصلة من القروض ومنتجات المساهمة. | مصاريف شراء السلع والخدمات. الأجور والمصارف على الأجور. رسومات وإتاوات مدفوعة. ضرائب مدفوعة. فوائد مدفوعة على القروض. |
| نشاطات الاستثمار | منتجات تحويل التثبيبات (المعنوية، المادية، المالية)- الأوراق المالية الغير معادلة للخزينة). استرداد القروض والتسبيقات. | نفقات اقتناء التثبيبات (المعنوية، المادية، المالية- الأوراق المالية الغير معادلة للخزينة). القروض والتسبيقات الممنوحة. |
| نشاطات التمويل | إيرادات طرح الأسهم. إيرادات طرح السندات. | استرداد الأسهم. استرداد السندات. توزيع الحصص. |

¹ Hervé Stolowy et autres, comptabilité et analyse financière-une perspective globale, 3^e édition, édition de boeck, Paris 2013, P 734.

ومنه أصبحت الخزينة مقسمة إلى ثلاث (3) مجموعات مختلفة (الاستغلال، الاستثمار، التمويل) حيث تم الاعتماد عليها في تفكيك الخزينة حسب مصدر التدفقات بغرض التفصيل وبعث مؤشرات مفيدة جدا:¹

الشكل رقم (06): الخزينة ومجموعاتها الثلاث.



(1) عرض قائمة التدفقات النقدية:

لعرض هذه القائمة حدد المشروع الجزائري ضمن النظام المحاسبي المالي طريقتين، طريقة مباشرة وأخرى غير مباشرة. انظر الملحق رقم (03).

- جدول تدفقات الخزينة بالطريقة المباشرة:

ترتكز هذه الطريقة على تقديم الأجزاء الرئيسية لدخول وخروج التدفقات النقدية الإجمالية (الزبائن، الموردون، الضرائب) قصد الحصول على تدفق خزينة صافي، وبعد ذلك يتم تقريب هذا التدفق الصافي مع النتيجة قبل الضريبة للفترة المعنية.

- جدول تدفقات الخزينة بالطريقة الغير مباشرة:

حسب المشرع الجزائري ترتكز هذه الطريقة في عرض جدول تدفقات الخزينة على تصحيح وتسوية النتيجة الصافية للسنة المالية مع الأخذ بالحسبان :

- أثار المعاملات دون التأثير في الخزينة (الاهتلاكات، تغيرات الزبائن، المخزونات، تغيرات الموردين،...).

¹ شوقي جباري، مداخلة "الإفصاح المحاسبي في قائمة تدفقات الخزينة وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"، 29-30 نوفمبر 2010، جامعة الجليلي ليايس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ص 14-15.

- التفاوتات أو التسويات(الضرائب المؤجلة).
- التدفقات المالية المرتبطة بأنشطة الاستثمار أو التمويل (قيمة التنازل الزائدة أو الناقصة) وهذه التدفقات تقدم كلا على حدى. أنظر الجدول في الملحق رقم (03) الموضح قائمة تدفقات الخزينة حسب الطريقتين.

ملاحظة: يكمن الاختلاف بين الطريقة المباشرة و الغير مباشرة في إعداد جدول تدفقات الخزينة على المجموعة الأولى(تدفقات أنشطة الاستغلال) وكيفية حسابها. أما المجموعتين الباقيتين فبنفس الطريقة، حيث تعتمد الطريقة المباشرة على تحليل صافي الأرباح (تدفقات) من إيرادات ومصاريف وإظهار صافي التدفقات النقدية لكل منها على حدى، مثل صافي الأموال المحصلة من المبيعات وصافي الأموال المقدمة عند اقتناء مشتريات.

أما باستخدام(طريقة غير مباشرة) فان التدفقات النقدية من عمليات التشغيل تجهز عن طريق البدء بأرباح وخسائر المؤسسة (النتيجة الصافية) ومن ثم يتم تعديلها باستخدام العناصر المذكورة سابقا.

- أهمية جدول تدفقات الخزينة:¹

تكتسي دراسة جدول تدفقات الخزينة أهمية كبيرة وفائدة على مستخدمي هذه القائمة كالمستثمرين والدائنين وغيرهم في تحليلهم للأموال عن طريق توفير معلومات ملائمة عن المتحصلات والمدفوعات من الأموال خلال الدورة المالية.

وذلك بمساعدتهم في المجالات التالية:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.
- التقييم الارتدادي للتدفقات النقدية الحالية التاريخية.
- تقييم قدرة المؤسسة على إجراء توزيعات الأرباح ومقابلة متطلبات الاستثمار والتوسع.

¹ رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 345-346.

■ تحديد مصادر الاختلاف بين صافي الدخل (أساس الاستحقاق) وصافي التدفقات النقدية (الأساس النقدي). وتجدر الملاحظة أن التدفقات النقدية تقدم بيانات مفيدة للتحليل المالي، خصوصا التقييم النسبي للأداء فهي تساهم في إعداد مجموعتين من النسب:

نسبة السيولة ونسبة الربحية، وهي مفيدة لأغراض التنبؤ بالإفلاس واحتمال التقصير في سداد القروض أو الوقوع في أزمات ونكسات مالية.

4- جدول تغيرات رؤوس الأموال الخاصة:

تعكس هذه القائمة معلومات بشأن الزيادة أو النقصان في صافي رؤوس الأموال الخاصة، وبالتالي تحليلا للحركات التي تكون قد أثرت في أي عنصر من العناصر التي تتألف منها رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسة خلال سنة مالية.

يجب أن يتضمن هذا الجدول حسب (SCF) كحد ادني المعلومات التالية، والتي تخص الحركات المتصلة بما يلي:¹

- النتيجة الصافية للسنة المالية.
 - تغيرات الطريقة المحاسبية وتصحيحات الأخطاء المسجل تأثيرها مباشرة كرؤوس أموال.
 - المنتوجات والأعباء الأخرى المسجلة مباشرة في رؤوس الأموال الخاصة ضمن إطار تصحيح أخطاء هامة.
 - عمليات الرسملة (الارتفاع، الانخفاض، التسديد،...).
 - توزيع النتيجة و التخصيصات المقررة خلال السنة المالية.
- والجدول في الملحق رقم (04) يوضح طريقة عرض هذه القائمة.

¹ ن حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سابق، ص 112-113.

المبحث الثالث: كفاءة سوق المال الجزائري

من أهم مقومات تقييم المؤسسات عن طرق المقارنة توفر سوق مالي نشط. في هذا المبحث سنتطرق إلى السوق المال الجزائري.

المطلب الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر

1- نشأة بورصة الجزائر:

إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر كان سنة 1991، نتيجة الإصلاحات الاقتصادية البادئ تطبيقها في 1988. التشريع في القانون التجاري الذي يسبق هذا التاريخ، والذي كان في 1975/09/26 لم يتطرق لإنشاء بورصة للقيم المنقولة، وهذا بسبب طبيعة النظام السياسي في ذلك الوقت (الاشتراكية) الذي يعتمد نظام اقتصادي مسير مركزيا. في سنة 1988، وبغرض الإصلاح الاقتصادي في الجزائر بعد تبني الانتقال إلى اقتصاد السوق وتشجيع الاستثمار الخاص، تم تعديل جزء من القانون التجاري مع نشر قوانين أخرى أهمها:

- قانون 01-88، وأبرزه المادة 05، الذي يتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية في تسيير شؤونها في شكل شركات مساهمة أو شركات ذات مسؤولية محدودة.
- قانون 01-88، المتضمن إنشاء صناديق المساهمة، المعروفة اليوم بالشركات القابضة، و عددها ثمانية (08) صناديق.

بعد حصول المؤسسات العمومية استقلاليته في التسيير وإنشاء صناديق المساهمة، اتخذت الحكومة عدة إجراءات لتسهيل الانتقال إلى اقتصاد السوق أهمها إنشاء شركة القيم المنقولة (S.V.M) في 1990/12/09 على شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 320.000 دج. موزع على صناديق المساهمة الثمانية. تعمل هذه الشركة عمل البورصة في الدول المتقدمة. وكانت يشرف على تسييرها مجلس إدارة مكون من 08 أعضاء. كل عضو يمثل احد الصناديق.

خلال السداسي الثاني من سنة 1991 تم إصدار ثلاث (03) مراسيم لإنشاء بورصة الجزائر:

- المرسوم التنفيذي رقم 91/169 ، يتعلق بكيفية التعامل بالأوراق المالية.
 - المرسوم التنفيذي رقم 91/170 ، الخاص بإنشاء لجنة البورصة.
 - المرسوم التنفيذي رقم 91/171 ، المتمثل بتحديد أنواع المالية و أشكالها.
- نظرا لنقص أداء شركة القيم المنقولة (S.V.M)، نتيجة ضعف رأس مالها و دورها الذي كان غير واضح. تم استبدالها في شهر فيفري 1992 لتصبح بورصة الأوراق المالية (B.V.M) مع رفع رأس مالها إلى 932.000 دج. تم وضع التشريع الأساسي لبورصة الجزائر من خلال المراسيم:
- المرسوم التنفيذي رقم 93/10، الصادر في 1993/05/23، المتضمن النص الكامل المنظم لبورصة الجزائر. حيث نص على إنشاء هيئة ممثلة للسلطة العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة.
 - 09 المرسوم رقم 97/03، في 1997/11/18، المتعلق بالقواعد الأساسية والنهاية لسير عمل البورصة.

2- الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

إضافة إلى الوسطاء في عمليات البورصة IOB، المكلفون بجمع أوامر البيع والشراء المتعلقة بالأوراق المالية المسجلة في نظام التسعير بالبورصة، والمؤتمن المركزي للسندات الذي هو عبارة عن شركة ذات أسهم، تدير الحسابات والعمليات على الأوراق المالية وحفظها، تتكون بورصة الجزائر من هئتين هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير القيم المنقولة (SGBV).

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):

بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 ، نصبت رسميا هذه اللجنة في بداية 1996 تحت وصاية وزارة المالية. يحكم هذه اللجنة يعين لمدة أربعة (04) سنوات، وستة (06) أعضاء يجدد نصفهم كل سنتين.

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

تقوم هذه اللجنة أساسا بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة للتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية. تمارس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مجموعة من السلطات هي: السلطة التنظيمية والقانونية، سلطة التحقق، سلطة تأديبية وتحكومية. وبذلك تعد هذه اللجنة الأعلى في بورصة الجزائر.

- شركة إدارة القيم المنقولة (SGBV):

هي شركة ذات أسهم، يشترك الوسطاء في عمليات البورصة IOB في تكوين رأسمالها المقدر ب 24 مليون دج. و لا يصبح¹ اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا حتى يكتب بقط من رأس مال هذه الشركة التي تتلقى بدورها عمولات من العمليات التي يجريها وسطاءها في السوق.

تمارس هذه الشركة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتتمثل مهامها فيما يلي²:

- التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لحصص البورصة.
- تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها.
- تسجيل المفاوضات (تقييدها).
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.
- نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

المطلب الثاني : المؤسسات المندرجة في بورصة الجزائر:

تضم بورصة الجزائر خمسة مؤسسات هي:

¹ Mansour Mansouri : La Bourse des valeurs mobilières d'Alger : Edition distribution houma 2002 P 24.

² badr-cu34.ibda3.org.

1- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي:¹

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983.

وعدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتمشياً مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي جويلية 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي.

¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26.

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

في 14 فبراير 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية (وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).

- الاسم: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.
- المنشئ: المؤسسة القابضة العامة للخدمات.
- رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1200000 سهم تمثل 20% من رأس المال.
- سعر العرض: 400 دينار جزائري
- فترة العرض: من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: الراشد المالي
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة Sogefi ، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM .

2- المؤسسة أليانس¹:

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام

¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

المرسوم التنفيذي 375-09 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 344-95 المؤرخ في 1995 /10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 ٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011 : بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

- الاسم: أليانس للتأمينات.
- رأس المال الاجتماعي: 2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1804511 سهم، تمثل 31٪ من رأس المال.
- سعر الإصدار: 830 دينار جزائري.
- فترة الاكتتاب: من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA) .
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر.

3- المؤسسة أن سي أروبية¹:

الشركة ذات الأسهم أن سي أروبية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ذ.م.م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمُرَبَّيات تحت العلامة التجارية "الروبية".

في سنة 2003: غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم.

في سنة 2006:

- ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 152044000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسيفست المحدودة".
- تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة.

في سنة 2008:

- تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى " أن سي أروبية ش.ذ.أ."
- رفع رأس المال الشركة من 792195000 دينار جزائري إلى 849195000 دينار جزائري.

في سنة 2011: صدر قرار مجلس الإدارة في 27 ماي 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.

¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=29.

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

في أبريل 2013 : شرعت مؤسسة أن سي أ- الروبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم.

في يونيو 2013: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقُدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.
العرض العلني للبيع.

- الاسم: أن سي أ-روبية ش.ذ.أ
- رأس المال الاجتماعي: 849195000 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم بقيمة اسمية قدرها 100 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 2122988 سهم تمثل 25% من رأس المال
- سعر الإصدار: 400 دينار جزائري
- فترة العرض: من 7 أبريل إلى 9 ماي 2013.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: بي إن بي باريبا الجزائر.
- نقابة التوظيف المكلفة بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر.

4- المجمع صيدال:¹

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش،

¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28.

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك (BIOTIC) " و"فارمال (PHARMAL) ".

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.

في سبتمبر 1999 : وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

- الاسم: المجمع الصناعي صيدال.
- المنشئ: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة.
- رأس المال الاجتماعي: 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10.000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.

- الكمية المعروضة: 2.000.000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.
- سعر العرض: 800 دينار جزائري.
- فترة العرض: من 15 فبراير 1999 إلى 15 مارس 1999.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة Sogefi.
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة Sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM .

5- المجمع بيوفارم¹:

بيوفارم هي شركة ذات أسهم، عبارة عن مجمع ينشط في مجال صناعة الدواء، أنشئت في سنة 1991. في 2014 حققت هذه الشركة رقم أعمال مجمع مقدر ب 49 مليار دينار، وهو ما يمثل 13٪ من حجم سوق الدواء. وقد تطور مجمع بيوفارم بشكل مستمر على مدى السنوات العشرين (20) الماضية، وهذا من خلال التحسين المستمر لمعايير الجودة الخاصة بمعداتها الإنتاجية، وتعزيز شبكة توزيعها.

تواصل المؤسسة بيوفارم تطورها من خلال فتح رأس مالها في بورصة الجزائر، وإتاحة الفرصة أمام المدخرات الوطنية الجزائرية للمشاركة في فرص النمو في القطاع الصيدلاني الجزائري من خلال الاستثمار في هذه المؤسسة القادرة على متابعة تطورها بطريقة فعالة.

- الاسم: بيوفارم.
- الرأس المال الاجتماعي: 5.104.375.000 دينار جزائري 25.521.875 سهم عادي، وتمثل القيمة الاسمية للسهم 200 دج.
- الكمية المعروضة: 2000000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.
- سعر العرض: 1.225 دج للجمهور و 1.102,5 دج بالنسبة للأجراء.

¹ http://www.sgbv.dz/?page=details_societe&id_soc=44&lang=fr

- فترة العرض: من 13 مارس 2016 إلى 07 افريل 2016.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA.
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: البنك الخارجي الجزائري (BEA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، بنك الفلاحة و التنمية الريفية (BADR)، بنك التنمية المحلية (BDL)، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط (CNEP)، القرض الشعبي الوطني (CPA)، BNP Paribas EL، Société Générale Algerie، DJAZAIR، Tell Market's.

المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر:

في هذا العنوان سنتطرق إلى أداء بورصة الجزائر وذلك بعرض بعض البيانات. بيانات التداول: تعتبر بيانات التداول من أهم المؤشرات في تحليل أداء البورصة وكفاءتها. في الجدول التالي وتماشيا مع موضوع الدراسة "تقييم المؤسسة" سنقوم بعرض البيانات الخاصة بالسوق الرئيسية أي سوق الأسهم.

الجدول رقم (03): بيانات التداول في بورصة الجزائر من 2012 إلى 2016.

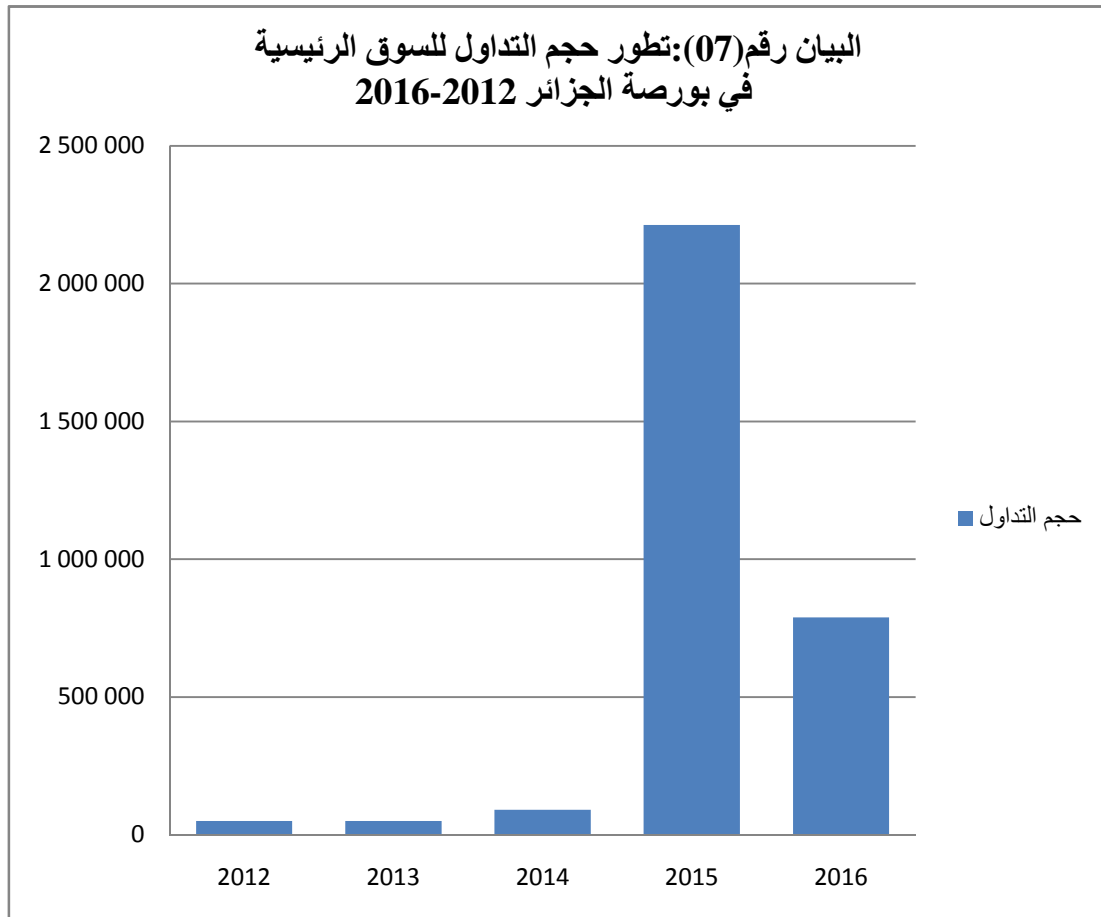
| عدد الصفقات | القيمة المتداولة | الحجم المتداول | حجم الأوامر | عدد الأوامر | الشركة |
|-------------|---------------------|----------------|-------------|-------------|---------|
| 143 | دج 36 038 865,00 | 49 471 | 2 503 066 | 4 412 | 2012 |
| 132 | دج 49 116 990,00 | 120 681 | 2 635 612 | 3 987 | 2013 |
| 251 | دج 41 410 340,00 | 90 111 | 2 920 751 | 3 402 | 2014 |
| 259 | دج 1 251 956 825,00 | 2 213 143 | 7 519 494 | 2 717 | 2015 |
| 339 | دج 805 500 430,00 | 788 860 | 3 063 954 | 2 037 | 2016 |
| 1124 | دج 2184023450 | 3262266 | 18639877 | 16555 | المجموع |

الجدول من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر ¹ SGBV.

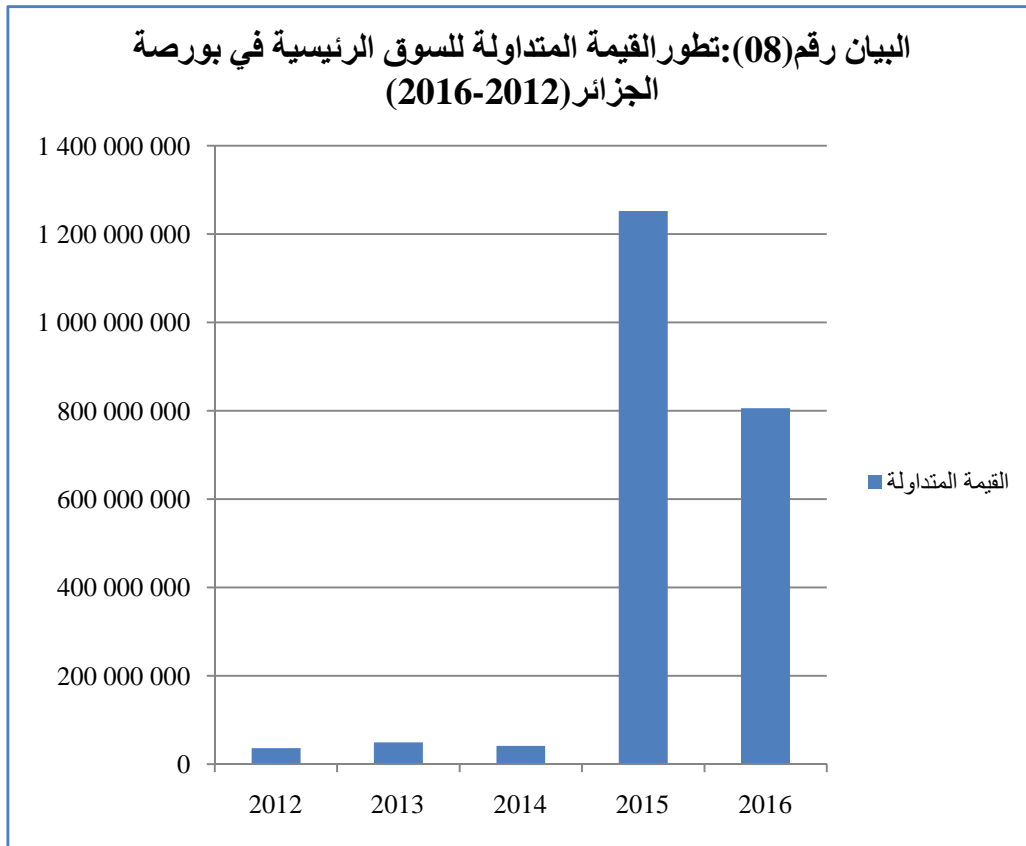
¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc

الفصل الثاني.....أهمية ومقومات تقييم المؤسسة الإقتصادية في الجزائر

لتسهيل قراءة الجدول أعلاه سنعرض هذه البيانات في أشكال لتوضيح تطورها خلال فترة الخمس سنوات (05)، و ذلك بالتركيز فقط على الحجم المتداول والقيمة المتداولة، لان البيانات الخاصة بعدد الأوامر وحجمها لا يفيد أغراض البحث. فلتقييم المؤسسات يرتكز المقيم على نتائج نشاط السوق المالي (التداول الحقيقي الحاصل).

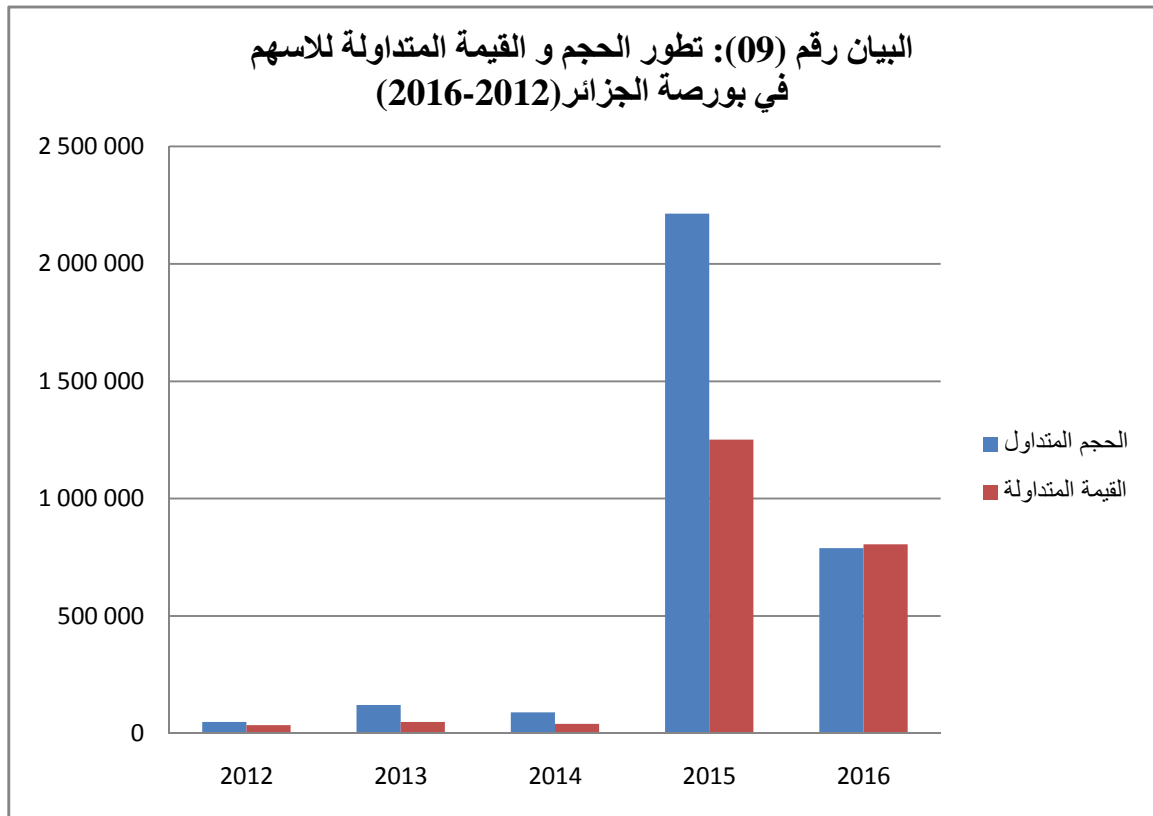


خلال هذه السنوات (2016-2012) نلاحظ تغيرين مهمين وهما بين (2015-2014) و(2016-2015). بالنسبة للتغير الأول، ارتفع حجم التداول من 90111 إلى 2213143 ، أي بفارق 2123032، وهو يمثل زيادة بأكثر من 23 مرة مقارنة بسنة 2014. مباشرة بعد ذلك، عرف حجم التداول على أسهم السوق الرسمي انخفاض من 2213143 إلى 788860، أي بفارق 1424283، ما يعادل انخفاض بنسبة 64,35%.



من خلال البيان أعلاه و الجدول رقم(03) نلاحظ ثبات في القيمة المتداولة للأسهم خلال الثلاث سنوات الأولى (2012-2013-2014) بمتوسط قيمة 42188731 دج. ثم في سنة 2015 سجل ارتفاع كبير لتصل إلى 1251956825 دج، أي بارتفاع عن متوسط السنوات الثلاث (03) التي تسبقها ب 1209768093 دج و هو ما يعادل 28 ضعف.

بعد ذلك، وفي سنة 2016 شهد السوق الجزائري انخفاض في القيمة المتداولة للأسهم لتصل إلى 805500430 دج، أي بانخفاض نسبته 35,66%.



من خلال هذا البيان الموضح للبيانات المعروضة في الجدول رقم (03) نلاحظ تطور حجم التداول و القيمة المتداولة بشكل طردي خلال هذه السنوات الخمس (05).

خاتمة الفصل:

في إطار الانتقال إلى اقتصاد السوق، تصبح المؤسسات الاقتصادية بأمس الحاجة إلى التقييم النقدي لاستكمال و تشجيع المعاملات المفروضة عليها كالخوصصة، التصفية، إعادة الهيكلة المالية...بالمقابل، وبعد عرض مقومات التقييم المحلية و المتمثلة في النظام المحاسبي المالي وبورصة الجزائر، نستنتج نقطتين مهمتين. نظريا، نستنتج أهمية القواعد المحاسبية للنظام المحاسبي المالي (SCF) التي تؤدي إلى عرض قوائم مالية مبنية على القيمة العادلة بما يخدم عملية تقييم المؤسسات على مرحلتين: التشخيص المالي الصحيح للمؤسسة محل التقييم وتسهيل تطبيق منهج الممتلكات في تقدير قيمة رأس مال. تحقيق الاستفادة من هذه القواعد مرتبط بمدى تطبيقها في الواقع. النقطة الثانية تخص واقع السوق المال، فبوجود خمس مؤسسات مسعرة فقط لا يمكن الاعتماد على بورصة الجزائر في تطبيق طرق المقارنة المبنية على مفهوم السوق المالي.

الفصل الثالث

تطبيق مناهج التقييم على المؤسسات

الاقتصادية في الجزائر

تمهيد:

تعتبر مرحلة اختيار طرق التقييم والتطبيق العددي لها أكثر المراحل أهمية في تقييم المؤسسة لتأثيرها المباشر على القيمة المقدرة للمؤسسة. لاستكمال أهداف هذه الدراسة، من المهم التطرق إلى كيفية تطبيق هذه الطرق.

في هذا الفصل سنحاول عرض أهم طرق التقييم المندرجة ضمن المناهج الثلاث الأساسية (منهج الممتلكات، منهج الاستحداث ومنهج المقارنة) بالتفصيل، مع الإشارة إلى إمكانية استعمال كل طريقة، بذكر الصعوبات المواجهة في تقييم المؤسسات اعتماداً المقومات المحلية.

منهجياً، الباحث ملزم بالتطرق أولاً إلى منهج الاستحداث فالمناهج الأخرى. لأن منهج الممتلكات يعتمد على أسلوب الاستحداث في تقدير قيمة العناصر المعنوية المتمثلة في الربح الممتاز. وعلى هذا الأساس رتبنا الباحث الثلاث كما يلي، طرق الاستحداث، طرق الممتلكات، طرق السوق.

المبحث الأول: استعمال منهج الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تطبيقيا، يعتبر منهج الاستحداث الأهم في تقدير قيمة الأصول الاقتصادية، أو في اختيار الاستثمارات. فبعكس المنهج المحاسبي الذي يهتم بإحصاء ممتلكات المؤسسة لحظة التبادل، منهج الاستحداث يسعى إلى تقييم المؤسسة عن طريق التنبؤ بمستقبلها، فأدائها المتوقع هو الذي يحدد قيمتها. غالبا ما يستعين خبراء التقييم بالطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث في تقييم مؤسسات فهي الأكثر ملائمة من بين طرق التقييم الأخرى.

المطلب الأول: مبدأ المنهج و تقدير معدل الاستحداث

ترجع أهمية طرق الاستحداث إلى جملة من المزايا أهمها، التوافق مع النظرية المالية عكس منهج الممتلكات، فما يهم المستثمر هو أداء المؤسسة في المستقبل و ليس قيمة أصولها الحالية. ثانيا، تطبيق طرق الاستحداث يعتبر الأكثر ملائمة بالنسبة للمؤسسات التي لا تعتمد في نشاطها على أصول مادية معتبرة، ونقصد بذلك المؤسسات الخدمائية. بالإضافة إلى المؤسسات التي تتميز بتعدد النشاطات، لأنها سوف تساعد على تقييم كل نشاط على حدة، بالأخذ بعين الاعتبار آفاقه ومستوى المخاطرة الخاصة بكل منها. تطبيق طرق الاستحداث يتطلب دراسة معمقة وديناميكية للمؤسسة، لتسليط الضوء على العوامل والموجهات الرئيسية التي تتحكم في أدائها، مما يسمح بتقييمها بشكل موضوعي وقيادتها عن طريق القيمة.

في هذا المبحث سنحاول التركيز على أهم النقاط التي يدور حولها منهج الاستحداث في إطار تقييم المؤسسات. إذ سنتطرق إلى مبدأ استعمال المنهج، كيفية إعداد مخطط للنشاط المستقبلي للمؤسسة، تقدير معدل الاستحداث، وأخيرا تسليط الضوء على أهم الطرق المستعملة ضمن هذا المنهج.

1- مبادئ طرق الاستحداث:

كما أشرنا سابقا، جميع الطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث تتفق مع النظرية المالية (La théorie financier)، والتي ترى أن قيمة أي أصل تقاس فقط من خلال التدفقات النقدية المتولدة منه في المستقبل. فكان مبدأ هذه الطرق اعتبار المؤسسة كأصل

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

أو استثمار مالي ينتج عنه تدفقات مستقبلية، ومنه فإن قيمة المؤسسة تحسب بجمع هذه الأخيرة بعد طرح الضريبة، واستحداثها بواسطة معدل¹ فائدة يعكس المخاطر المرتبطة بهذه التدفقات، فكلما ارتفع الخطر كلما طبق معدل استحداث عالي من أجل الإنقاص أو الخصم من قيمة التدفق، لذلك تسمى طرق الاستحداث كذلك بطرق الخصم. يمكن حصر المخاطر المرتبطة بالتدفقات المستقبلية في نقطتين، قيمة المبلغ و/أو تاريخ تحققه.

لحساب قيمة المؤسسة بهذه الطريقة يتوجب علينا إتباع منهجا في ذلك، وهو² كسر رياضي مكون من بسط ومقام، حيث يمثل البسط التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، بينما المقام قياسا لكمية المخاطر وعدم التأكد المرتبطين بتلك التدفقات المستقبلية.

إذا كان : $V_0 =$ قيمة المؤسسة.

$F =$ التدفقات النقدية إلى ما لا نهاية.

$R =$ معدل الاستحداث (الخصم).

$T =$ مدة التنبؤ بالسنة.

تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F}{(1+R)^t}$$

عناصر القانون أعلاه منبثقة أساسا من تساؤل المشتري:³ نظرا للأداء المالي للمؤسسة، إلى أي مدى أنا مستعد للاستثمار؟ للإجابة عليه، يستلزم تقدير كل من التدفقات المستقبلية، معدل الاستحداث و مدة التنبؤ.

¹ Hervé Hutin, Tout la finance d'entreprise (en pratique), Editions D'organisation, 2^o édition, Paris, 2002, P 697.

² طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، مرجع سابق، ص 174.

³ Hervé Hutin, Toute la finance d'entreprise (En Pratique), op cit, P 697.

ارتفاع قيمة التدفقات المستقبلية (F) المتوقعة يزيد من قيمة المؤسسة. وفي نفس السياق، كلما زادت مدة التنبؤ كلما زادت قيمة المؤسسة. بعكس ذلك، نلاحظ أن كلما ارتفع معدل الاستحداث (R) كلما زادت قيمة المقام، و بالتالي نقصان قيمة الكسر أي التدفقات. التفكير في استحداث التدفقات إلى ما لا نهاية لا يطرح إشكال تضخيم قيمة المؤسسة. لأنه كلما اتجهنا نحو المستقبل كلما انخفض التدفق (بعد استحداثه) نتيجة للدور الذي يلعبه الأس الذي يمثل عدد السنوات في الرفع من قيمة المقام.

بسبب استحالة إجراء التوقعات الخاصة بالتدفقات النقدية للمؤسسة إلى ما لا نهاية، غالبا ما يتم تقسيم نشاط المؤسسة المستقبلي إلى فترتين. الفترة الأولى، تسمى الفترة الصريحة لأنها تمثل موضوع التوقعات السنوية للتدفقات المتنبأ بها صراحة. تبدأ هذه الفترة من السنة الأولى و تستمر حتى N السنة. تطبيقيا، غالبا ما تكون هذه الفترة محصورة بين ثلاث و عشر سنوات. وفيما يخص الفترة الثانية تمتد من العام N+1 إلى ما لا نهاية. في هذه الفترة يتم افتراض ثبات معدل الاستحداث (R). بهذا فإن قيمة التدفقات تقترب من قيمة تسمى القيمة النهائية (VT_n)، والتي تمثل قيمة استحداث التدفقات النقدية ما بعد الفترة الصريحة (الأولى)¹، أي قيمة المؤسسة بعد هذه الأخيرة.

وتصبح العبارة كالتالي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+R)^t} + \frac{VT}{(1+R)^n}$$

التدفقات النقدية المستقبلية التي تخلق من الاستثمار في المؤسسة تعود إلى طرفين اثنين (2) هما المستثمرون والدائنون. في إطار تطبيق طرق الاستحداث يتم تحديد المستفيد من التدفقات بوضوح حتى لا يتم الخلط بينهم، واستخدام هذه الطريقة بشكل صحيح. الفكرة هنا هي ضرورة إجراء التوافق بين نوع التدفق و معدل الاستحداث الذي يوافق، أي أن يكون خصائص المقام (معدل الاستحداث) من خصائص البسط (التدفقات النقدية). فإذا كانت

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P101.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

التدفقات الجارية استحداثها هي النتيجة الصافية، فيجب استحداثها بمعدل فائدة الأموال الخاصة (Rc)، لان هذا النوع من التدفق (النتيجة الصافية) يمثل فائدة المساهمين في تكوين الأموال الخاصة. أما إذا كان الهدف هو تقييم الديون، فيجب استحداث التدفقات التي تعود للدائنين (الفوائد على القروض) بمعدل الفائدة على القروض (Rd). أما في حالة التدفقات التي تعود لكلي الطرفين (تدفقات صافية من الضرائب قبل إنقاص الفوائد المالية) معدل الاستحداث هنا هو تكلفة رأس المال (CMPC)، و هو محصور بين المعدلين السابقين معدل تكلفة الأموال الخاصة (Rc) و معدل تكلفة الديون (Rd).

للتوضيح أكثر انظر الجدول التالي:¹

| معدل الاستحداث | التدفقات المستحدثة | القيمة الجارية تقديرها |
|---------------------------|---|---|
| تكلفة رأس المال (CMPC) | تدفقات تعود للدائنين المالية والمساهمين (FTD) | القيمة الإجمالية للمؤسسة (V _{GE}) |
| معدل الفائدة (Rd) | تدفقات تعود للعملاء الماليين فقط (FTC) | الديون المالية (V _{dF}) |
| تكلفة الأموال الخاصة (Rc) | تدفقات تعود للمساهمين (FTA) | الأموال الخاصة (V _{CP}) |

الجدول رقم (04): أنواع التدفقات ومعدل الاستحداث الموافق لها.

سيتم التطرق بالتفصيل لمعدل الاستحداث في العنوان الثاني من هذا الفصل.

2- التنبؤ بالتدفقات النقدية:

جميع طرق الاستحداث تركز على مخطط الأعمال لتقدير واستنتاج نوع التدفق المراد استحداثه، و تجدر الإشارة إلى أن تعدد الطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث ناتج

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P101.

عن تعدد التدفقات الممكن استحداثها. و التالي، الاختلاف بين طرق الاستحداث يكمن بشكل أساسي في نوع التدفق المستحدث.

استنادا إلى نتائج التشخيص يتم إعداد مخطط الأعمال. حتى يتمكن المقيم من تقدير القيمة الجوهرية للمؤسسة من الضروري إجراء عملية التشخيص مسبقا، فالتقييم هو فقط نتيجة للتحليل والتشخيص. حاليا، لكثرة العوامل المؤثرة على المؤسسة يبدو أن الطرق الأدوات المالية المستخدمة ليست قادرة على أن تأخذ في الاعتبار الأحداث غير المتوقعة المستمدة من المعلومات البيئية، و بالتالي. لا تعطي أي قدر من المرونة¹.

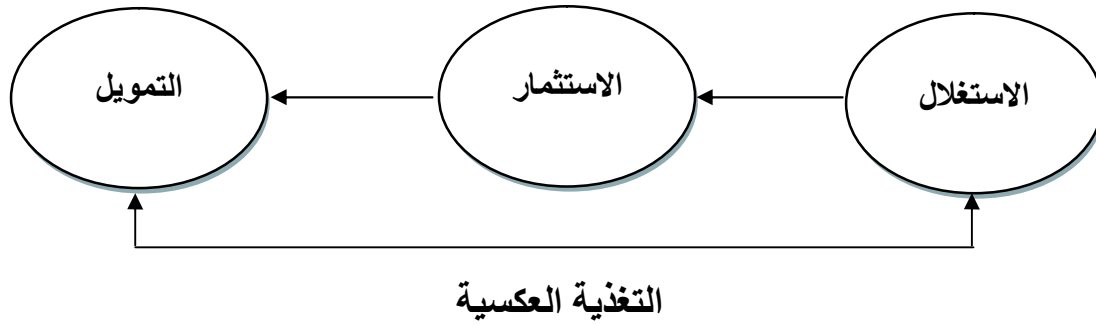
يمكن شرح مخطط الأعمال على انه ترجمة الأداء المستقبلي المتنبأ به على شكل قيم نقدية. تلخص هذه المعلومات ذات الطابع النقدي في القوائم المالية المتعارف عليها: الميزانية، حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، جدول تغيرات رأس المال. للتعويض بالأداء المستقبلي للمؤسسة غالبا ما يتم الانطلاق من أدائها المحقق في السنوات القليلة الماضية، بافتراض أن المستقبل هو امتداد للماضي. تكمن مهارة المقيم هنا في دمج هاذين البعدين، واحد ماضي و آخر مستقبلي.

تحليل الظروف الاقتصادية عن طريق مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدل نمو الاقتصاد، معدل الفائدة على القروض، معدل التضخم، سعر الصرف.

لإعداد مخطط الأعمال يمكن تقسيم نشاط المؤسسة إلى ثلاث وظائف أساسية هي: وظيفة الاستغلال، وظيفة الاستثمار ووظيفة التمويل. ضمان توازن التقديرات من ضمان التوافق بين هذه الوظائف الأساسية. فلتحقيق حجم نشاط معين يجب في المقابل تحقيق حجم استثمار كافي، مما يستلزم تمويله. منهجيا، اغلب التنبؤات تنطلق من تقدير حجم المبيعات، لذلك مراقبة التوازن التقديرات بهذا الترتيب (استغلال، استثمار، تمويل) مهم جدا.

¹ Pascal Barneto, Revue Entreprendre & Innover, Mesurer la rémunération de la valeur dans le business model, N 13, Paris, 2012, P 18.
<https://www.cairn.info/revue-entreprendre-et-innover-2012-1-page-38.htm>

الشكل رقم (10): ترتيب الوظائف في عملية التنبؤ.



من خلال الجدول التالي سنعرض أهم المتغيرات المفتاحية المستعملة في إعداد مخطط الأعمال بالنسبة لكل وظيفة أساسية.

الجدول رقم (05): المتغيرات المفتاحية لمخطط الأعمال.

| التمويل | الاستثمار | التشغيل |
|------------------------|---|-------------------------|
| - رافعة الديون | - معدل الاستثمار في احتياجات رأس المال العامل (BFR) | - معدل نمو رقم الأعمال |
| - تكلفة الأموال الخاصة | - معدل الاستثمار في التثبيثات | - معدل الهامش العملياتي |
| - تكلفة الديون | | - معدل الضريبة |

راجع الملحق رقم (05) الذي يمثل نموذج إعداد مخطط الأعمال.

إذا كان الغرض من التقييم هو تحويل الملكية، تثار في نفس السياق صعوبات التنبؤ بالأداء المستقبلي للمؤسسة بمالكها الجديد. الدراسات القليلة التي نظرت في الأداء وفقا للنتائج المالية التي حصل عليها منشئي المؤسسات والمشتريين، لا تقيس كل منهم باستخدام نفس المعايير، لذلك فمن الصعب افتراض ان المشتريين هم أكثر أو أقل كفاءة من غيرهم. على سبيل المثال:¹ يكشف استطلاع Chaganti et Schneer (1994) أن المنشئين لديهم عائد

¹ Louise cadieux et autres, Revue de l'Entrepreneuriat, La carrière repreneuriale : contexte et défis, Paris, 2014, P 24.

<https://www.cairn.info/revue-de-l-entrepreneuriat-2014-1-page-35.htm>

استثمار أعلى من المشتريين الخارجيين، وأن المشتريين العائليين يحققون مبيعات أعلى من المشتريين الخارجيين. في حين أن قياس الأداء من حيث النمو (المبيعات) والربحية، ل Raymond (2011) استنتج منها أن المنشئين والمشتريين الخارجيين يتجاوزون المشتريين من العائلة.

3- تقدير معدل الاستحداث:

تقدير معدل الاستحداث أهم خطوة وأكثرها تعقيدا في تطبيق جميع الطرق المندرجة تحت منهج الاستحداث، لذلك ارتأينا تخصيص هذا الجزء لشرح هذا المعدل ودراسة أهم الجوانب التي تربطه بعملية تقييم المؤسسة.

الاستحداث هو التقنية التي تترجم المثل الشعبي "الوقت مال". من خلال هذا المثل نقول أن معدل الاستحداث يمثل تكلفة الفرصة التي يتحملها صاحب رأس المال. بشكل واضح، إجراء عملية الاستحداث هي البحث عن قيمة رأس مال المبلغ الذي سيندقق في المستقبل، و الذي إذا استثمر (رأس المال) بمعدل معين (معدل الفائدة) سنويا خلال الفترة الزمنية الفاصلة بين المبلغين (رأس المال ورأس المال + الفائدة) نحصل على نفس المبلغ الذي سيندقق في المستقبل (رأس المال + الفائدة). إذا معدل الاستحداث هو معدل فائدة، ويسمى أيضا بمعدل الخصم، لأنه ينقص قيمة الفائدة المتولدة سنويا من المبالغ المتدفقة مستقبلا.

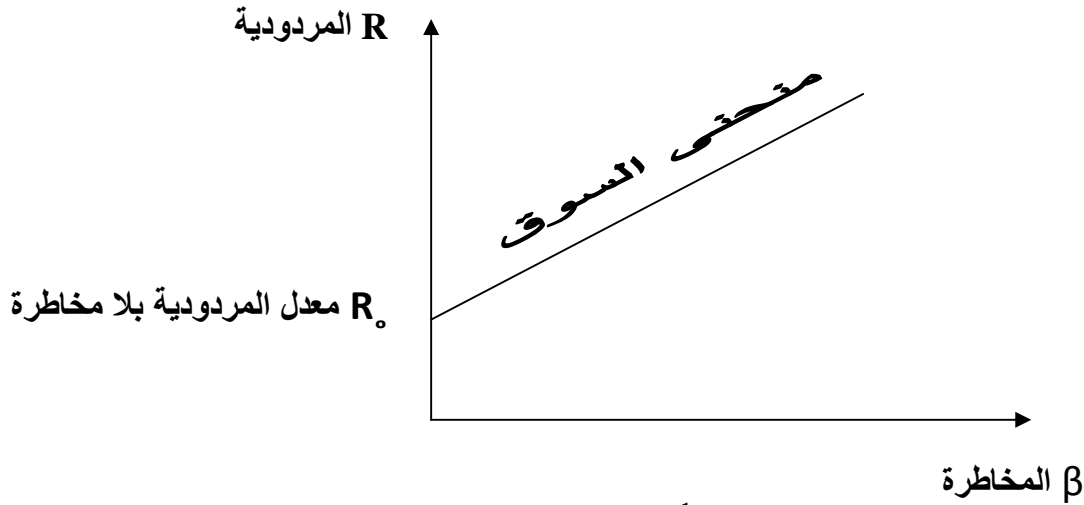
معدل الاستحداث، الذي يحول المبالغ المستقبلية إلى بيانات حالية، يأخذ بعين الاعتبار عاملين هما: سعر الوقت و سعر الخطر. سعر الوقت يتولد بوجود الاختلاف عند أي فرد فيما يخص تحصيله لنفس المبلغ اليوم أو بعد ثلاث سنوات مثلا. فكلهم يفضلون قبض هذا المبلغ اليوم بدلا من المستقبل. إذا الوقت له تكلفة، فحتى لا يكون هناك اختلاف يجب عرض فائدة مقابل هذا التأخر. تسمى هذه الفائدة بعلاوة سعر الوقت، وهي تمثل معدل الفائدة دون مخاطرة.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

بنفس المنطق، الخطر أيضا له ثمنه. فجميع الأشخاص الذين يقبلون بالمخاطرة يتوقعون وينتظرون فوائد أعلى، وكلما ارتفع الخطر اشتراطوا فائدة أعلى من الأولى. الفائدة التي تزيد عن إمكانية تحقيق فائدة دون مخاطرة تسمى بعلاوة الخطر.

إذا، معدل الاستحداث يساوي ثمن الوقت و ثمن المخاطرة.

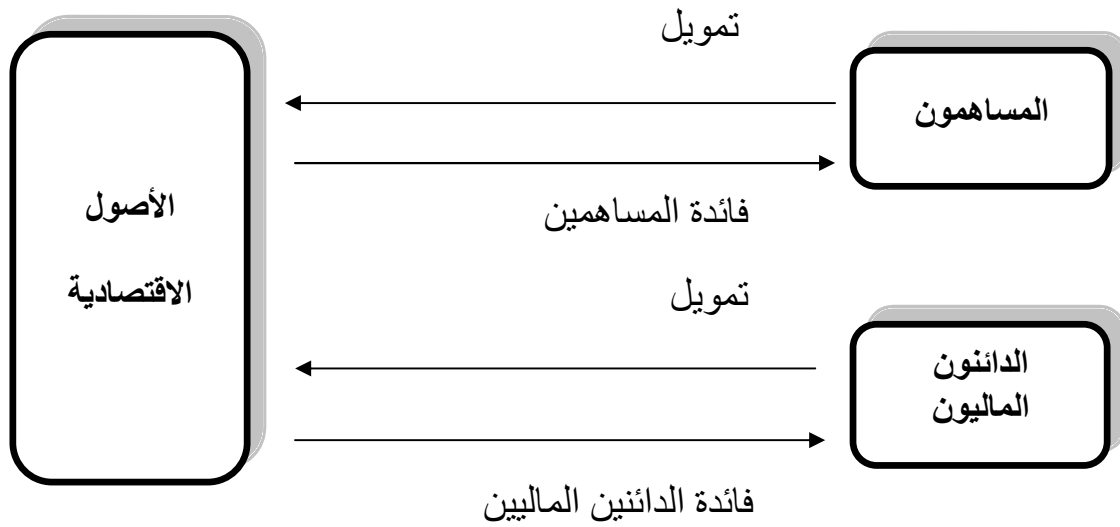
واحدة من اكبر الدراسات المتقدمة في المالية الحديثة هي القدرة على تكوين العلاقة الحدسية الموجودة بين الخطر والمردودية. هذه العلاقة مشكلة بنموذج تقييم الأصول المالية (Modèle d'Evaluation des actifs Financiers). حسب هذا النموذج توقع المرودية (R) لأصل مالي هي دالة خطية لمستواها من المخاطرة (β)، بحيث تقطع محور الترتيب في مستوى معدل المرودية دون مخاطرة (R₀). علاقة المرودية بالمخاطرة حسب هذا النموذج موضحة في المنحنى التالي:



البيان رقم (11):¹ العلاقة بين المرودية والمخاطرة.

لذلك قبل كل حساب يجب الاستفسار عن مصادر التمويل، فقد تكون الأصول الاقتصادية ممولة من طرف المساهمين أو الدائنون الماليون فقط. من خلال هذا الفصل نستطيع تحديد طبيعة معدل الاستحداث المأخوذ و تقديره.

¹ Véronique Bessière et Éric Stéphany, Le crowdfunding: Fondements et pratiques, 2^e éditions, Editions De Boeck Supérieur, Paris, 2017, P 58.



الشكل رقم (12): تمويل الأصول الاقتصادية و الفائدة المنتظرة.

تمويل الأصول الاقتصادية لأي مؤسسة ليس مجاني، فكلما الطرفان (المساهمون والدائنون الماليون) ينتظران فوائد مقابل هذا التمويل. فإذا حققت المؤسسة من خلال أصولها الاقتصادية نتيجة موجبة، فهي توجه أولاً لفائدة الدائنون الماليون، ويعود الباقي للمساهمين بعد تسديد الضرائب المستحقة. بالرجوع إلى حسابات النتائج نلاحظ أن النتيجة تحسب بطرح مستحقات الدائنين الماليين أولاً، ثم بعد ذلك وفي حالة تحقيق أرباح إضافية توزع على المساهمين. هذا التفاوت في الخطر ناتج عن اختلاف متطلباتهم من الفائدة. لذلك الفوائد المنتظرة من المساهمين تكون دائماً أعلى من الفوائد العديمة المخاطرة التي ينتظرها الدائنون الماليون.

بالأخذ بعين الاعتبار مستوى الخطر المتحمل من كل طرف، معدل تكلفة رأس المال ($CMPC$) هو: ¹ المتوسط بين المردودية المنتظرة من المساهمين (R_c) ومن الدائنين الماليين (R_d)، وذلك بترجيح هاتين الأخيرتين بنسبة مساهمة كل طرف في تمويل الأصول الاقتصادية، أي بقيمة الأموال الخاصة (V_{cp}) و قيمة الديون المالية (V_{df}). تكلفة رأس المال وهي تكلفة المنفعة المراد تحقيقها من الطرفين، وهي تمثل الحد الأدنى للمردودية المطلوبة.

¹ Aswath Damodaran, Pratique de la finance d'entreprise: A user's manual, Edition Boeck Supérieur, France, 2010, P327.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

وتجدر الإشارة في هذه النقطة إلى أن تقدير قيمة الأموال الخاصة والديون المالية المستعملة في هذا الترتيب يكون بالقيمة السوقية وليس المحاسبية.

بما أن الفوائد على القروض تنقص من قيمة الضريبة، فالتكلفة الحقيقية المتحملة من المؤسسة لا تساوي المعدل الفائدة على الدين بل تساوي هذا المعدل بعد الضرائب، أي:

$R_d(1-t)$. يحسب معدل تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية:

$$CMPC = R_c \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_{df}} + R_d(1 - T) \times \frac{V_{df}}{V_{cp} + V_{df}}$$

بحيث: (R_c) : مردودية الأموال الخاصة.

(R_d) : المرودية المطلوبة من الدائنين.

(V_{cp}) : القيمة السوقية للأموال الخاصة.

(V_{df}) : القيمة السوقية للديون المالية.

T : معدل الضريبة.

معدل الضريبة المأخوذ (T) هو المعدل الحدي الأعلى، و ليس المعدل الضريبي المتوسط للمؤسسة المعنية بالتقييم.

1-3 تقدير عناصر الخصوم:

لتقدير معدل تكلفة رأس المال بالعلاقة السابقة، تقدر الأموال الخاصة و الديون المالية بالقيمة السوقية. بالنسبة للأموال الخاصة، تقديرها بقيمة السوق لا يطرح أي مشكل في حالة ما إذا كانت المؤسسة مسعرة، لأن هذه القيمة توافق رأسمالها في البورصة. أما إذا كانت المؤسسة غير مسعرة في السوق المالي، فيطرح مشكل الدوران المشار إليه سابقاً، أي لتقدير القيمة السوقية للأموال الخاصة يجب استحداث تدفقات الخزينة بتكلفة رأس المال

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

(CMPC). و لتقدير تكلفة رأس المال، يجب توفر القيمة السوقية للأموال الخاصة. لحل هذا المشكل يمكن الاستعانة ببرنامج الإكسل (EXCEL)، واستخدام تطبيق (ITERATION).

بالنسبة للديون المالية، يجب الأخذ بعين الاعتبار كل ديون المؤسسة التي تتضمن الفوائد فقط ، وهي مجموع الديون البنكية، قروض، سندات. الأخطاء الشائعة في تقدير تكلفة رأس المال (CMPC) تكمن في: ¹ المؤسسات التي تمتاز بإمكانية الاقتراض. وبالتالي تحديد تكلفة الديون لا يكون على أساس قدرة المؤسسة المعنية بالتقييم على الاستدانة، وهذا خطأ. بالإضافة إلى أن الاعتماد على البنوك في تمويل معظم الأصول يزيد في مستوى المخاطرة لدى المساهمين، و بالتالي يجب تعديل تكلفة الأموال الخاصة (Rc).

3-2 تقدير المرودية المنتظرة من المساهمين:

يقدم المساهمون أموالهم تحت تصرف المؤسسة وينتظرون مرودية معينة. من بين النماذج الأكثر استعمالا في تقدير هذه المرودية (Rc) هو نموذج (MEDAF) نموذج تقييم الأصول المالية، هذا النموذج هو طريقة نظرية يسمح بتحديد سعر أصل يتضمن مخاطرة في سوق متوازن. تم تطوير هذا النموذج بشكل متزامن من طرف شارب (SHARPE) في (1963،1964)، وترينور (TREYNOR) سنة 1961. ثم عرف العديد من التطورات، خاصة بسبب أعمال لانتر (LINTNER) سنة 1965 وبلاك (BLACK) 1972.

يرى رواد نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) إن المرودية المنتظرة من أي أصل مالي يتضمن مخاطرة تساوي معدل المرودية من توظيف الأموال دون مخاطرة مضافا إليه معدل مرودية معين يمثل علاوة المخاطرة.

معدل المرودية المنتظرة = معدل المرودية دون مخاطرة + علاوة الخطر.

¹ Richard Brealey et autres, principes gestion financière, Edition pearson, 8 édition, Paris, 2006, P 550.

العلاوة تتعلق بعاملين: العامل الأول هو علاوة السوق المالي (PR_f)، و هي تمثل متوسط المردودية الإضافية الممكن تحقيقها بمجرد الاستثمار في شراء الأصول المالية. وتقدر قيمتها بإجراء الفرق بين معدل المردودية المنتظرة من السوق المالي $E(R_m)$ ومعدل توظيف رؤوس الأموال دون مخاطرة (R_f). أما العامل الثاني، فهو مرتبط ببردت فعل الأصل المالي (سعره) نتيجة تغير أسعار السوق. يقاس هذا التأثير من خلال معامل الخطر (β).

إذن يمكن إعادة صياغة العلاقة المتعلقة بتقدير مردودية الأموال الخاصة $E(R_c)$ حسب نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) كما يلي:

المردودية المنتظرة من الاموال الخاصة = معدل المردودية دون مخاطرة + (معدل مردودية السوق – معدل المردودية دون مخاطرة) x المعامل (β).

$$E(R_C) = R_F + [E(R_m) - R_F] x \beta$$

فيما يلي سنتطرق لشرح العناصر المكونة لهذه العلاقة بالترتيب:

3-3 معدل المردودية دون مخاطرة:

يعتبر الأصل خال من المخاطرة، أي لا يتضمنها في حالة ما إذا كانت العوائد المنتظرة منه أكيدة فيما يخص المبلغ و تاريخ التحقق. نلاحظ أن هذا المستوى من التأكد يمكن أن يتحقق بالدرجة الأولى عند القروض المقدمة للدولة.

3-4 علاوة خطر السوق:

علاوة الخطر المقدمة من السوق (PR_m) تمثل¹ المردودية الإضافية المنتظرة من طرف المستثمرين نتيجة استثمار أموالهم في السوق مقارنة مع فرصة توظيف هذه الأموال

¹ Benjamin Ndong, Les Marchés boursiers émergents, Editions Publibook, France, 2011, P 93.

على شكل سندات الدولة. لذلك تقدر هذه العلاوة بالفرق بين المردودية المتوقعة من السوق ومعدل المردودية دون مخاطرة.

$$PRm = [E(R_m) - R_F]$$

بحيث: PRm : علاوة خطر السوق.

E(Rm) : المردودية المنتظرة من السوق.

Rf : المردودية دون مخاطرة.

3-5 تقدير معامل المخاطرة (β):

بعد تقدير علاوة الخطر، يشرع المقيم في تقدير المعامل (β)، و الذي يعد أهم محدد في تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_C) عن طريق نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF). يقيس المعامل (β) ردت فعل أصل مالي معين (سعره) نتيجة للتغيرات التي يشهدها السوق المالي. فإذا كان سعر الأصل يتطور بنفس نسبة تطور السوق، فالمعامل (β) في هذه الحالة يساوي الواحد (1). إذا كان المعامل (β) يساوي (1,7) مثلا، معناه أن لما ترتفع أسعار السوق ب 1%، فإن الأصل سيشهد ارتفاعا في سعره مقدر ب 1,7% في المتوسط. أما في حالة ما إذا كان تطور الأصل مستقل تماما عن السوق فإن المعامل (β) يساوي 0. الحالة الأخيرة، و هي لما يكون تطور الأصل ليس في نفس اتجاه تطور السوق، أي ارتفاع أسعار السوق يقابله انخفاض في أسعار الأصل المالي أو العكس. في هذه الحالة المعامل (β) يكون سالبا.

هناك منهج آخر في تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_C) هو المنهج المتعدد العوامل (APT) (Arbitrage Pricing Theory). حسب هذا النموذج:¹ المردودية المنتظرة من الأسهم في السوق المالي تتأثر بعدة عوامل، و ليس الخطر النظامي فقط كما هو

¹ John Hull et autres, Gestion des risques & institutions financières, Editions PEARSON, 3^e édition, France, 2013, P 16.

الحال في النموذج MEDAF. فمن خلال تحليل الطريقة التي يمكن للمستثمرين تكوين محفظة الأوراق المالية، و التي تحد من تأثير المردودية الإجمالية، نستنتج تعدد هذه العوامل واختلافها.

المطلب الثاني: تطبيق طرق الاستحداث

1- استحداث تدفقات الخزينة

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+R)^t} + \frac{VT_n}{(1+R)^n}$$

إذا أردنا تقييم المؤسسة بشكل إجمالي، يجب علينا العمل بالتدفقات الآتية من الأصل الاقتصادي، أي تدفقات الخزينة المتاحة (FTD) (flux de trésorerie disponibles). تمثل هذه التدفقات فائدة مجموع حاملي الأموال (رؤوس الأموال)، مساهما كان أو دائن مالي. لذلك معدل الاستحداث المستخدم هو تكلفة رأس المال (CMPC)، الذي يمثل معدل المردودية المتوسطة المرجحة المطلوبة من حاملي رأس المال بنوعيتها.

تحسب القيمة الإجمالية بالاستحداث FTD المستقبلية خلال فترة التنبؤ وكذلك القيمة النهائية (VT) (valeur terminale)، التي تمثل قيمة FTD بعد فترة التنبؤ.

$$VGE = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1+CMPC)^n}$$

و من ثم يكفي إنقاص القيمة السوقية للديون، للحصول (للتوصل) إلى القيمة السوقية للأموال الخاصة (V_{CP}):

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1+CMPC)^n} - V_{df}$$

تدفق الخزينة الواجب أخذه هو تدفق موجه لكل حاملي رؤوس الأموال، وهم المساهمين (الأرباح والأموال الموضوعة كاحتياط، أي النتيجة الصافية)، والدائنون الماليون (المصاريف المالية وتسديدات رأس مال الدين)، بعد تمويل الاستثمارات.

إذن تدفقات الخزينة المتاحة (FTD)¹ = نتيجة الاستغلال أو نتيجة العمليات.

- الضرائب المعدلة على النتيجة.

+ مخصصات الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال (DAP).

- استرجاعات مخصصات الاهتلاكات و مؤونات الاستغلال (RPA).

- تغيرات احتياطات رأس المال العامل للاستغلال (BFRE).

- الاستثمارات الإجمالية.

حتى يكون الحساب منطقي وصحيح، يجب أن يكون هناك توافق بين التدفقات الواجب استحداثها والأصل المقلم. فمن اجل تقييم أصل معين، يجب اخذ مجموع تدفقات الخزينة (الداخلية والخارجية) المعنية به.

حذف تدفقات الخزينة المتاحة لنواتج المالية يقود إلى عدم تقييم الأصول التي تولد هذه النواتج (التثبيات المالية وقيم التثبيات الموظفة (VMP).

هذه الطريقة ممكنة (الأسلوب)، لكن في هذه الحالة يجب تقييمها بشكل منفصل من اجل التوصل إلى القيمة الإجمالية للمؤسسة (VGE).

اللجوء إلى القيمة النهائية يجنبنا التنبؤ بتدفقات الخزينة خلال فترة طويلة. تقدير هذه القيمة النهائية له تأثير كبير على قيمة المؤسسة. لذلك يجب الحذر من قيم المحددات الداخلة في حسابها.

¹ Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Edition Pearson, France, 2013, P 70.

كقاعدة عامة، وباعتبار أن المؤسسة و صلة إلى مرحلة النضج، وأن تدفقاتها من الخزينة ستشهد استقرار بمعدل "g" إلى ما لا نهاية.

تحسب القيمة النهائية بالعلاقة التالية:

$$VT_n = \frac{FTD_{n+1}}{CMPC - g}$$

فرضية نضج نشاط المؤسسة أساسية هنا. فبذلك تكون السبب أو الحجة في طول فترة التنبؤ الصريحة أو قصرها. بمعنى يجب اخذ الفترة الأولى بصورة تضمن الحصول على مردودية الاستثمارات الجديدة، وبذلك يكون معدل النمو رقم الأعمال ومعدل إعادة الاستثمار ثابت.

تقدير التدفق النهائي (الأخير) (FTD_{n+1}) قد يكون عن طريق آخر تدفق مقدر من الفترة الصريحة.

2- استحداث الحصص:

العائدين الوحيديين لحامل الأسهم هما الأرباح المستقبلية وكذا العائد الناجم عن إعادة بيع السهم.

قيمة السهم تتوقف ببساطة على القيمة الحالية لهاذين النوعين من التدفق.

تطبيق هذا المبدأ يستدعي وضع فرضيات فيما يخص التطورات المستقبلية للأرباح التي ستوزع على المساهمين و سعر بيع السهم في المستقبل.

النموذج العام يأخذ بعين الاعتبار الأرباح المستقبلية (D_t) خلال سنة N سنة، بالإضافة إلى سعر إعادة بيع السهم عند نهاية فترة الاستحقاق لمدة التنبؤ. التدفقات المعنية

هي الأرباح العائدة للمساهمين فقط، إذن الاستحداث يجب أن يكون بتكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة محل التقييم. قيمة السهم تساوي إذا:¹

$$V_{action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{P_n}{(1 + R_c)^n}$$

نرى أن سعر إعادة بيع السهم يتعلق بتحقق للأرباح المستقبلية بالتفكير بهذا المنطق، قيمة السهم تساوي إذا القيمة المستحدثة للأرباح المستقبلية لمدة لا متناهية.

قام (shapiro, gordar) سنة 1956 بإعداد نموذج يبدأ من النموذج السابق مع إضافة فرضية أساسية:

النمو الثابت و الغير محدود للأرباح. مما يسمح بربط القيمة الحالية للسهم (vaction) مع الربح المتنبأ به (المتوقع) للسنة القادمة (D_1)، و معدل نمو هذا الأخير (g).

نتحصل على القيمة التالية: إذا كان معدل النمو (g) > تكلفة الأموال الخاصة (R_c).

الخطر الرئيسي من تطبيق هذه الطريقة، يأتي من تقدير معدل النمو (g)، بما انه يمثل معدل نمو مفروض إتباعه إلى ما لا نهاية.

في الأجل الطويل، لا تستطيع المؤسسة تحقيق معدل نمو أعلى من معدل نمو الاقتصاد، اختيار معدل النمو له آثار مهمة جدا فيما يخص التقييم، لذلك ينصح بوضع مجال للقيمة بدلالة هذا المعدل في الواقع القيمة تتأثر بشكل كبير بين هاذين المعدلين، بالأحرى كلما اقترب معدل النمو (g) من المعدل (R_c).

النموذج ذو نمو وحيد يناسب المؤسسات التي وصلت إلى مرحلة النضج والتي يكون معدل نموها المقدر معتدل نسبيا.

¹ Bruno Colmant et autres, Les normes IAS-IFRS: une nouvelle comptabilité financière, Edition Pearson, France, 2013, P 122.

بافتراض معدل نمو ضعيف نسبيا، فالطريقة السابقة يمكن أن تقودنا إلى تقييم المؤسسات التي هي في مرحلة التطور بالنقصان من اجل تجاوز حدود هذه الطريقة يمكن تقسيم مستقبل المؤسسة إلى مرحلتين. أثناء المرحلة الأولى تشهد المؤسسة معدل نمو مستمر. ثم في المرحلة الثانية، تكون المؤسسة في مرحلة النضج، يصبح النمو ثابت حيث نجد أنفسنا في أيطار النموذج ذو معدل النمو الواحد.

$$V_{action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_{c1})^t} + \frac{D_{n+1}}{(R_{c2} - g)} \times \frac{1}{(1 + R_{c1})^n}$$

ثم اخذ تكلفتين مختلفتين للأموال الخاصة (R_{c1}) و (R_{c2}). أثناء المرحلة الثانية مستوى النمو يكون محدود، و بذلك تغيرات تدفق نتائج الاستغلال طفيفة. الخطر المحتمل من طرف المساهمين يقل إذا بالنسبة للخطر الذي يتحمله المساهمون في المرحلة الأولى والتي تتميز بمعدل نمو كبير، هذا ما يقود إلى التقليل من متطلبات المساهمين من المردودية (R_{c2}).

النموذج بمرحلتين يوافق خاصة المؤسسات التي تمتلك تكنولوجيا مؤمنة خلال فترة معينة، أو إذا كان هناك حواجز تخدم المؤسسة لصعوبة دخول المنافسين في القطاع.

الانتقال إلى معدل نمو ثابت يمكن أن يكون (القيام به) خلال فترة واحدة، فيجب أن يكون معقول مقارنة بمعدل الفترة الأولى.

من جهة أخرى معدل التوزيع يجب أن يكون متوافق مع مستوى النمو للمؤسسة. غير أن من اجل تمويل الاستثمارات و التي هي مصدر النمو، من المحتمل أن تكون المؤسسة مجبرة على الحد من توزيع الحصص من اجل الرفع من تمويلها الذاتي. خلال الفترة الأولى، معدل نمو الأرباح و توزيع الحصص ليس بالضرورة أن يكونا متساويين.

تطبيق منهج الحصص يستلزم إذا القيام بمرحلتين. فأولا يجب التنبؤ بالأرباح المحتمل تحقيقها. ثم، يجب القيام بنفس الشيء بالنسبة لمعدل التوزيع.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

من أجل تقدير معدل توزيع الأرباح، من الممكن الرجوع إلى السياسة السابقة للمؤسسة. لكن في هذه الحالة، من الضروري الأخذ بعين الاعتبار إعادة شراء الأسهم، و بما أن هذه النقطة غير محددة و متنقلة من الأفضل، تقدير معدل التوزيع العادي للمؤسسة على أساس متوسط 3 إلى 5 سنوات الأخيرة.

النموذج H، اعد من طرف (fuller) و(hsia) سنة 1984، وهو يمثل تحسين للنموذج بفترتين، يفترض من خلاله أن معدل النمو خلال الفترة الأولى سيعرف انخفاض خطي، حتى فترة الثبات.

عكس النماذج الأخرى لاستحداث الحصص، نقطة انطلاق الحساب ليست الحصص المتوقعة (D_1) بل الحصص التي ستدفع (D_0).

في هذا النموذج، معدل توزيع الأرباح وتكلفة الأموال الخاصة يفترض على أنهما ثابتان عبر الوقت، مما يعطي العلاقة التالية:

$$V_{action} = \frac{D_0}{R_c - g_n} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)]$$

H: المعامل الخطي.

g_a : معدل النمو المتوقع للحصص المستقبلية.

g_n : معدل النمو في الفترة الثابتة.

هذا النموذج أكثر واقعية وقرب للحقيقة، بما انه يعتمد على انخفاض خطي وليس قوي لمعدل النمو. بالمقابل، له حدود لهذه المزايا، بافتراض انخفاض خطي لمعدل النمو (g)، فانه ليس من الضروري أن يعكس واقع المؤسسة. بافتراض أن معدل توزيع الأرباح ثابت مع الوقت. غير أن، عندما ينخفض معدل النمو، حاجة المؤسسة إلى تحقيق استثمارات مستقل، مما ينقص الحاجة إلى التمويل الذاتي. وبذلك، إذا انخفض معدل النمو الأرباح (g) خلال الفترة الأولى. فانه ليس من انخفاض قيمة الحصص.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

المؤسسات التي تدخل إلى سوق البورصة هي مؤسسات أكثر شبابا كان عليه في الماضي (مؤسسات ناضجة)، وبالتالي احتياجاتها للتمويل تكون اكبر، مما يؤدي إلى خفض احتمال توزيعها للحصص.

مستوى التوزيع يتأثر بما يمليه السوق المالي، ما على المسيرين سوى الاستجابة لرغبات السوق، الذي وحسب الفترات يكون تقييمه أحسن للمؤسسات التي توزع حصص كبيرة أو المؤسسات في مرحلة النمو التي يكون توزيع حصصها اقل. إذن المسيريون يحددون سياسة توزيع الحصص من منطلق تحقيق هدف رفع سعر السهم، هذا ما يفسر العودة القوية والمفاجئة للتوزيعات.

فيما يخص جانب التقييم، فعدم قيام المؤسسة بتوزيع الحصص لا يعني أنها لن توزع في المستقبل. لذلك نموذج (طريقة) استحداث الحصص يمكن استعمالها للتقييم وقت الأخذ في الحسبان أن الحصص الأولى لن تظهر أثناء الدورة القادمة.

نماذج الاستحداث تقوم على أساس الحصص، لذلك لا ينصح باستعمالها لتقييم هذا النوع من المؤسسات.

لا يوجد فرق بين المستثمرين الذين يدفع له الحصص والآخرين الذين تحال أموالهم إلى الاحتياطات.

في الحالة الأولى، المساهم يتقاضى (يتلقى)، في الحالة الثانية، قيمة السهم لم تتغير.

3- التقييم بالنتائج المتبقية:

النتيجة المتبقية تتمثل في النتيجة الصافية للمؤسسة، بعد الأخذ بعين الاعتبار الفائدة المنتظرة من المساهمين.

حسب النموذج، النتيجة الصافية للدورة ليست مؤشرة جيد للأداء، لأنها لا تأخذ في الاعتبار تكلفة كل مصادر تمويل المؤسسة. في الواقع، النتيجة الصافية تحسب بعد حذف تكلفة الديون، عن طريق مصاريف الفوائد. بعكس ذلك، لا نجد وفي أي مرحلة من حسابات

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

النتائج اخذ الفائدة المنتظرة من المساهمين بعين الاعتبار. بهذا، المؤسسة التي تحقق أرباح يمكن أن تكون غير مربحة من وجهة نظر المساهمين إذا كان الربح المحقق أدنى من ما هو مشروع لهم انتظاره، بأخذ جانب المخاطرة المتحمل من طرفهم في هذه المؤسسة.

النتيجة المتبقية (RR) تقدر بإنقاص الفائدة المنتظرة من المساهمين من النتيجة الصافية.

$$\text{النتيجة المتبقية} = \text{النتيجة الصافية} - \text{فائدة المساهمين}$$

$$\text{فائدة المساهمين} = \text{الأموال الخاصة} \times \text{تكلفة الأموال الخاصة}$$

المردودية المتوقعة (المنتظرة)

من حاملي رأس المال = تكلفة رأس المال

$$CMPC = R_c \times \frac{V_{cp}}{VGE} +$$

$$R_d \times (1 - T) \times \frac{V_{df}}{VGE}$$

المردودية المتحصل عليها

من حاملي رأس المال = المردودية الاقتصادية

$$k_a = \frac{POP_n \times (1 - T)}{CP + DF}$$

المردودية المنتظرة من المساهمين = تكلفة الأموال الخاصة

$$R_c = R_f + \beta_c \times PR_m$$

المردودية المتحصل عليها

من المساهمين = مردودية الأموال الخاصة

$$K_c = \frac{RN}{CP}$$

نماذج التقييم القائمة على النتائج المتبقية تقسم القيمة السوقية للأموال الخاصة (سعر

السهم) إلى عنصرين:

$$V_0 = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RR_t}{(1 + R_c)^t} = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RN_t - R_c \times CP_{t-1}}{(1 + R_c)^t}$$

النتيجة المتبقية (RR_t) تحسب هنا بالفرق بين النتيجة الصافية بالفترة (RN_t) والفوائد المنتظرة من المساهمين، والتي هي بدلالة القيمة المحاسبية للأموال الخاصة في بداية الفترة (الدورة) (CP_{t-1}) والمردودية المتوقعة (R_c).

يمكن تطبيقه انطلاقا من تنبؤات مردودية الأموال الخاصة. في الواقع، مردودية الأموال الخاصة تحسب بالعلاقة بين النتيجة الصافية للدورة (RN_t) و الأموال الخاصة في بداية الدورة.

$$V_0 = CP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(K_{ct} - R_c) \times CP_{t-1}}{(1 + R_c)^t}$$

ككل نماذج الاستحداث، مستوى النمو المستقبلي يلعب دور محوري في القيمة المبحوث عنها. لهذا، ففوة هذه النماذج بطبيعتها تأثر على قيمة السهم بنسب قليلة.

إذا كانت مردودية الأموال الخاصة (K_c) للمؤسسة و تكلفة الأموال الخاصة ثابتين مع الوقت (في المستقبل)، والمؤسسة تضخ جزء ثابت من أرباحها (b) في الاحتياط، إذن نمو أموالها الخاصة يكون ثابت كذلك ويساوي:

$$g = b \times k_c$$

هذه الحالة، النتيجة المتبقية في المقابل سترتفع بهذا المعدل الثابت (g).

يسمع هذا النموذج، و في نفس الوقت بتقييم الأسهم، و كذلك إذا كانت هذه الأخيرة مسعرة، يمكن استخراج النمو الضمني للأرباح كما هو مقدر من طرف السوق وكما هو معكوس في سعر السهم.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

الفرضية المطروحة في الحالة السابقة تبدو اقل تحقق في الواقع، هو (النمو) ظاهرة تستدعي الرجوع إلى المتوسط.

بالأخذ في الاعتبار، اشتداد المنافسة و التطورات التكنولوجية، الأموال الخاصة ستشهد منحى تنازلي مع الزمن لتقترب من تكلفة الأموال الخاصة. وعندما تتساوى القيمتان (K_C) و(R_C) تصبح النتيجة المتبقية متساوية للصفر.

المطلب الثالث: صعوبات تطبيق طرق الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

بعد عرض منهج الاستحداث، والطرق المندرجة عنه، نلاحظ أن تطبيق هذه الطرق في تقييم المؤسسات الجزائرية ينتج عنه مجموعة من المشاكل والصعوبات. بما أن جميع طرق الاستحداث، بدون استثناء تركز على مبدأ واحد، الملخص في المحددات الثلاثة الأساسية في تطبيقها (تدفقات مستقبلية، معدل الاستحداث، فترة الاستحداث) والتي تكون بدورها عناصر القوانين المكونة لكل طريقة، ارتأينا الانطلاق من هذه العلاقات في تحليل أهم المشاكل الميدانية في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وهي مرتبة كما يلي:

1- تقدير معدل الاستحداث:

بافتراض أن الطريقة المستعملة هي استحداث تدفقات الخزينة المستقبلية، اذن معدل الاستحداث الواجب استعماله هو التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (CMPC). تقدير هذا المعدل يركز أساسا على معلومات من السوق المالي. فبمراجعة العلاقة:

$$CMPC = R_c \times \frac{VCP}{V_{cp} + V_{df}} + R_d(1 - T) \times \frac{Vdf}{V_{cp} + V_{df}}$$

حيث:

- (R_c): المردودية المطلوبة من الأموال الخاصة.
- (R_d): المردودية المطلوبة من الدائنين.

▪ (V_{cp}) : القيمة السوقية للأموال الخاصة.

▪ (V_{df}) : القيمة السوقية للديون المالية.

▪ T : معدل الضريبة.

أول مشكل يواجه المقيم هو تقدير الأموال الخاصة (R_c) بالقيمة السوقية في حالة ما إذا كانت المؤسسة غير مسعرة في السوق المالي. باستبعاد استعمال برنامج الإكسل (EXCEL) مع التطبيق (ITERATION) كحل لاشتقاق القيمة السوقية للأموال الخاصة، والمشار إليه سابقا تحت عنوان تقدير معدل الاستحداث، لان اغلب المقيمين يتفادون استعمال هذا الأسلوب الإحصائي الجامد. يصبح اللجوء إلى أساليب المقارنة بمؤسسات أخرى مسعرة حتمي. هنا تكمن المشكلة في عدم وجود مؤسسات كافية في السوق المال الجزائري لإجراء هذه المقارنة و تقدير القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة الجزائرية محل التقييم.

المعوق الثاني، وهو الأهم، يكمن في تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين (R_d) . وبمراجعة نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) المستعمل بكثرة من قبل المقيمين:

$$E(R_C)_{\square} = R_F + [E(R_m) - R_F] \times \beta$$

نلاحظ أن تقدير علاوة الخطر $[E(R_m) - R_F]$ انطلاقا من بيانات السوق المالي، والتي تمثل المردودية الاضافية المتوسطة الممكن تحقيقها نتيجة الاستثمار في السوق المالي غير ممكن في كل حالات التقييم في الجزائر. فلا يمكن على العدد القليل جدا من المؤسسات المسعرة في سوقها المالي. بالإضافة إلى التذبذب المستمر في المردودية من سنة لأخرى.

نفس الشيء بالنسبة لتقدير معامل المخاطرة (β) . فلنقديره يجب دراسة العلاقة بين

$$R_i = \alpha + \beta (R_m)$$

مردودية الأصل المالي (R_i) ومردودية السوق (R_m) من نوع:

تحديد المتغيرات α و β لهذه العلاقة يتم إجراء دراسة رجعية خطية، فبالنسبة لكل سنة مالية سابقة يتم ربط مردودية الأصل المدروس بمردودية السوق المالي.

من أجل تقدير المعامل (β) لهذه الدراسة الرجعية يعتمد غالباً على أسلوب المربعات الصغرى العادية (Moindres carrés ordinaires). يهدف هذا الأسلوب إلى: ¹ تحديد العلاقة بين متغيرين أو أكثر، ويستند مبدأ هذه الطريقة إلى إيجاد ذلك الخط المستقيم الذي يتخلل نقاط الشكل الانتشاري بالشكل الذي يجعل مجموع مربعات أبعاد النقاط عنه أقل ما يمكن، أي تحديد قيمة (β) التي تجعل هذا المجموع أقل ما يمكن في حالة الانحدار الخطي المتعدد.

إذا يجب حساب التباين المشترك لمتوسط مردودية الأصل و مردودية السوق، ثم قسمة ذلك على التباين المتوسط في مردودية السوق. الخطوات السابقة ملخصة في العلاقات التالية: ²

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{V(R_m)}$$

بحيث:

$$\sum_{t=1}^n (R_{it} - R_i) \times (R_{mt} - R_m) \frac{1}{n-1} = Cov(R_i, R_m)$$

و

$$\sum_{t=1}^n (R_{mt} - R_m) \frac{1}{n-1} = V(R_m)$$

1 Jérôme Hubler, Statistique descriptive appliquée à la gestion et à l'économie, Editions Bréal, France, 2007, P 136.

2 عبد اللطيف مصيطفي و عبد الله عنيشل، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، العدد 03، 2017، ص 41.

Rit : مردودية الأصل i في الفترة t .

Ri : المرودية المتوسطة للأصل i خلال المدة المدروسة.

Rmt : مردودية السوق في الفترة t .

Rm : المرودية المتوسطة للسوق خلال مدة الدراسة.

n : عدد الفترات التي حسبت فيها المرودية.

نلاحظ أن محدد مردودية السوق (R_m) يعود من جديد كمشكل محوري في تقدير المعامل (β). فوجود 4 أو 5 مؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر لا يمكن ان يعكس الخطر النظامي المرتبط بالاستثمار في هذا السوق المالي، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على مردودية هذه المؤسسات.

2- التنبؤ بالتدفقات المستقبلية:

جميع طرق الاستحداث تركز على التنبؤ بالتدفقات المستقبلية وإعداد مخطط أعمال تفصيلي على شكل ميزانية وحسابات النتائج مستقبليين، يمثلان ترجمة رقمية لمستقبل المؤسسة خلال فترة التنبؤ. يجب التذكر دائما أن المقصود من التنبؤ هو تقدير السيناريو الأكثر احتمالا. لذلك يجب الأخذ كأساس البيانات المعبرة عن أداء السنوات الماضية، وتقدير مستوى تطورها في السنوات المستقبلية. أي طرح السؤال التالي: انطلاقا من الأداء المحقق في السنوات السابقة، ما هي النتائج الممكن تحقيقها مستقبلا؟ للإجابة على هذا السؤال يجب على المقيم الأخذ بعين الاعتبار المعلومات المستقبلية المتعلقة بالظروف العامة للاقتصاد، المتعلقة بقطاع النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة والمتعلقة بالأهداف الإستراتيجية للمؤسسة. تحليل هذه المعلومات حسب هذا الترتيب مهم جدا، فمنطقيا الظروف الاقتصادية العامة تؤثر على ربحية قطاع النشاط، وربحية القطاع في إطار المنافسة تؤثر على أداء المؤسسة.

تحلل الظروف الاقتصادية عن طريق مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدل نمو الاقتصاد، معدل الفائدة على القروض، معدل التضخم، سعر الصرف.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

بالنسبة لبيئة الأعمال في الجزائر، تحليل هذه المؤشرات صعب جدا، نتيجة تأثير المرحلة الانتقالية إلى اقتصاد السوق. وبالتالي ينعكس ذلك مسار عملية التنبؤ بمستقبل المؤسسات. فعدم القدرة على وضع فرضيات أساسية للظروف الاقتصادية مستقبلا، يمثل مشكل في تحليل هذه الظروف علي أي قطاع نشاط كان، وبالتالي التنبؤ بأداء المؤسسات في إطار المنافسة.

إذا كان لعدم الاستقرار في مؤشرات الاقتصاد الجزائري تأثير نسبي على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية على المدى القصير، يطرح المشكل بجدية فيما يخص تقدير القيمة النهائية (VT) للمؤسسة محل التقييم. لأنها تمثل من 60% إلى 80% من قيمة أي مؤسسة مستمرة في نشاطها.

المبحث الثاني: استعمال منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

في إطار تقييم المؤسسات يعتبر منهج الممتلكات من أول المناهج التي تم استعمالها، وذلك لارتكازه بشكل كبير على ميزانية المؤسسة محل التقييم. حسب هذا المنهج قيمة المؤسسة من قيمة ممتلكاتها الصافية، وكأنها صورة فوتوغرافية لقيمة أصولها منقوصا منها قيمة ديونها وقت التقييم.

المطلب الأول: مبدأ المنهج و إعادة ترتيب الحسابات

بما أن قيمة المؤسسة في هذا المنهج تبنى على رؤية ثابتة للمؤسسة في وقت معين، دون الأخذ بعين الاعتبار تحقيقها للمردودية مستقبلا، تلقى الطرق المندرجة عنه عدة انتقادات من وجهة نظر النظرية المالية. ورغم ذلك يبقى استعمالها ضروري لأسباب سيكولوجية. ففي الواقع، من الصعب إقناع مستثمر أن قيمة أسهمه أقل من القيمة المحققة من أصول المؤسسة منقوصا منها الديون. من جهة أخرى، تعد الأسلوب المناسب في تقدير قيمة المؤسسات ذات الأنشطة كثيفة رأس المال ، بالإضافة إلى بعض حالات التقييم كالتصفية.

من أهم طرق التقييم المستعملة في منهج الممتلكات نجد: طريقة الأصول المحاسبية الصافية وطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها. قيمة المؤسسة حسب الطريقة الأولى تحسب مباشرة من الميزانية بإجراء الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون. المبلغ المتحصل عليه يساوي القيمة المحاسبية للأموال الخاصة بعد ترحيل نتيجة الدورة الجارية. أما بالنسبة لطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها، والتي تعتبر امتدادا للأولى، فهي ترى أن المبالغ المحاسبية المكتوبة في ميزانية المؤسسة والتي تمثل قيمة موجوداتها لا تعبر ولعدة أسباب عن القيمة الحقيقية لها، مما يستدعي إعادة ترتيب بعض الحسابات وإعادة تقييم كل من الأصول والخصوم، بالإضافة إلى عدم إهمالها لقيمة الأصول المعنوية الغير الواردة في الميزانية والمعروفة بالربح الممتاز والذي يتم تقديره بعدة أساليب.

في هذا الفصل سنتطرق إلى كيفية تطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها فقط، لأنها تغطي كل جوانب منهج الممتلكات.

1. مبدأ منهج الممتلكات:

حسب هذه الطريقة قيمة المؤسسة هي من قيمة موجوداتها المكتوبة والغير مكتوبة في الميزانية والتي تمثل ممتلكاتها، وأن ثراء المؤسسة يقاس عن طريق الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، وهو الفرق بين القيمة السوقية لأصولها والقيمة السوقية لديونها.

الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR) = القيمة السوقية للأصول – قيمة السوقية الديون

نقطة البداية لهذه الطريقة هي ميزانية المؤسسة محل التقييم، لذلك توقيف حسابات الميزانية لأمر ضروري أن يتوافق مع تاريخ التقييم¹. أي محاولة المقيم الحصول على الميزانية الختامية قريبة قدر الإمكان من تاريخ التقييم فرصة لضمان الوجود الفعلي للعناصر الواردة في الميزانية داخل المؤسسة. ورغبة منا في الوصول إلى حساب قيمة الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR) عن طريق العلاقة السابقة، لا نستطيع اشتقاق الأصول والديون الفعلية مباشرة من الميزانية، وذلك لعدة أسباب²:

- التسجيل المحاسبي مبني على أساس التكلفة التاريخية.
- فرض طريقة تسجيل كل من الاهتلاكات والمؤونات من طرف المصالح الجبائية.
- وجود عناصر معنوية مسجلة في الميزانية وغياب عناصر أخرى.
- قيمة سندات المساهمة.
- الأصول خارج الاستغلال.
- الخصوم الغير ظاهرة في الميزانية.

شكل التالي نوضح من خلاله تغير مفاهيم العناصر الأساسية في الميزانية بعد إجراء التعديلات الضرورية للانتقال من الميزانية المحاسبية (أساسها تطبيق طريقة الأصول

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 175

² Florence PIERRE et Eustache Besançon, Valorisation d'entreprise et théorie financière et théorie financière, édition d'Organisation, 2 éd, 2004, Paris, p68-69.

الفصل الثالث.....تطبيق مناهج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

المحاسبية الصافية) إلى الميزانية المعاد تقييمها (أساسها تطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها)، مع تحديد قيمة المؤسسة التي تتمثل في الأموال الخاصة لكل من الطريقتين.

الميزانية المحاسبية: الموضحة في الجدول التالي:

الشكل رقم (13): طريقة الأصول المحاسبية الصافية (ANC)

| | |
|--------------------------|----------------------------------|
| الأصول المحاسبية الصافية | الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) |
| | الديون |

بعض حسابات الأصول لا وجود لها، ومبالغها المكتوبة في الميزانية تمثل مصاريف.

هذه الحسابات تدرج ضمن ما يسمى بالأصول الوهمية، و هي:¹

- المصاريف الإعدادية.
- مصاريف عملية الاقتراض.
- علاوات تعويض السندات.
- فوارق التحويل أصول، و لكن في حالة عدم تعويضه بمؤونة خسائر الصرف في الخصوم.

الميزانية المحاسبية المعاد تقييمها: و الموضحة في الجدول التالي:

الشكل رقم (14): طريقة الأصول المحاسبية الصافية المعاد تقييمها (ANR)

| | |
|-------------------------------|---|
| الأصول الصافية المعاد تقييمها | الأموال الخاصة المعاد تقييمها (قيمة المؤسسة) |
| | الديون المعاد تقييمها |

¹ Alain Burlaud, DSCG 4 Comptabilité et audit manuel et applications, 7 édition, éditions foucher, Paris, 2013/2014, P 77.

إجراء تعديلات على معطيات الميزانية المحاسبية بغرض تقييم المؤسسة من عدمه يعتبر نقطة الفصل التي من خلالها يتم التمييز بين الطريقتين مع بقائهما ضمن منهج واحد.

تتمحور التعديلات المشار إليها حول إعادة ترتيب بعض الحسابات، و إعادة تقييم حسابات الأصول والديون بقيمتها السوقية، وصولاً إلى قيمة مجموع الأصول المعاد تقييمها وقيمة مجموع الديون المعاد تقييمها، وبالتالي حساب الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR) بتطبيق الفرق بين المجموعين. نلاحظ أن تطبيق هذه الطريقة يتم بإتباع مراحل معينة أكثر من كونها طريقة تقييم. يمكن للمقيم إتباع الخطوات التالية:

1. استخراج كل عناصر الأصول و الالتزامات الظاهرة في ميزانية المؤسسة.
2. تحديد الأصول و الخصوم الغير ظاهرة في الميزانية.
3. إعادة تقييم مختلف العناصر الواردة والغير واردة في الميزانية.
4. حساب قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها.
5. وضع القيمة المتحصل عليها ضمن مجال يعكس نتائج التشخيص الداخلي والخارجي للمؤسسة.

يقيم كل أصل بشكل مستقل عن الأصول الأخرى، وبنوع القيمة المناسبة له. فإذا أخذنا الأراضي مثلاً، فهي تقيم غالباً بدلالة سعر المتر المربع الواحد (م²) للأراضي المجاورة والتي لها نفس الخصائص. إن تقييم الأصول خاصة لا يتأثر بطريقة التقييم فقط، بل بموضوعه أيضاً. فقيمة أي أصل تتغير حسب ما إذا كانت النية هي مواصلة نشاط المؤسسة مع الأصل أو الاستغناء عنه.

2- إعادة الترتيب المحاسبي:

لحظة إقفال حسابات ميزانية المؤسسة، والتي تتزامن مع تاريخ التقييم، يجب إعادة ترتيب بعض الحسابات قبل الشروع في عملية إعادة تقييم أصولها وديونها. حتى لا نعيد التطرق لكيفية ترتيب الحسابات (الإيجار التمويلي، تكاليف البحوث والتطوير، الضرائب المؤجلة، مؤونة الخسائر والتكاليف، ترحيل النتيجة، إزالة الأصول الوهمية) المشار إليها في

الفصل الثالث.....تطبيق مزايا التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

المبحث الرابع من الفصل الأول، نفترض أن المقيم قد أتم مرحلة التشخيص المالي المبنية بدورها على حسابات النتائج المعاد ترتيبه والميزانية الاقتصادية. وفيما يلي سنشير إلى كيفية توزيع النتيجة، ثم الترتيب الخاص بفوارق تحويل سعر الصرف:

كيفية توزيع نتيجة الدورة: تظهر النتيجة المتحصل عليها إلى غاية إقفال حسابات الميزانية في الأموال الخاصة، إذا كانت هذه النتيجة موجبة (ربح) يمكن وضعها في الاحتياطات و/أو توزيعها على المساهمين على شكل حصص مقدمة.

في إطار التقييم، يجب ترحيل هذه النتيجة وتوزيعها بين الاحتياطات والديون قصيرة الأجل (في حالة توزيع الحصص). في لحظة التقييم يجد المقيم نفسه في إحدى الحالتين التاليتين:

- إما الجمعية العامة هي التي تقرر ترحيل النتيجة بعقد اجتماع، وهنا لا يطرح أي إشكال.
- في حالة عدم اجتماع الجمعية العامة يجب على المقيم البحث على الترحيل الأكثر احتمالاً، وذلك بالاجتماع مع المسيرين أو ملاحظة السياسة المتبعة من طرف المؤسسة للسنوات القليلة الماضية.

ترتيب فوارق التحويل: عند غلق الحسابات، المؤسسات التي لها ذمم و/أو ديون بالعملة الصعبة، يجب إعادة تقييم هذه الأخيرة بسعر التحويل لحظة إقفال الحسابات. فإذا نتج عن إعادة تقييمها ربح كامن (مستتر)، فالدين أو ذمة المؤسسة يتم تعديلها بفارق تحويل خصوم (ECP) "Ecart conversion passif" ويسجل بهدف توازن الميزانية. في المقابل، إذا كان ما ينتج عن إعادة تقييمها خسارة مستترة، فهو فرق تحويل أصول (ECA) يجب تسجيله. وفي حالة التطبيق لمبدأ الحيطة والحذر، مؤونة خسائر سعر الصرف يجب إعدادها.

بالرجوع إلى تطبيق هذه الطريقة، ينبغي إدماج فارق التحويل خصوم في الأموال الخاصة، وفارق التحويل أصول ضمن أصول المؤسسة.

أصول صافية معاد تقييمها (ANR) = مجموع أصول (ب ECA) - مجموع الديون (خارج ECP).

المطلب الثاني: تقييم عناصر الميزانية و الربح الممتاز

1- تقييم عناصر الميزانية:

بعد إعادة الترتيب المحاسبي، تدخل طريقة تقييم الممتلكات مرحلتها الأطول والأكثر حساسية. كل عنصر يدخل في تشكيل أصول وديون ميزانية المؤسسة يكون محل إعادة تقييم بشكل منفصل، وذلك باستعمال عدة مفاهيم للقيمة تماشيا وطبيعة كل منها. من أهم مفاهيم القيمة المعتمدة هو القيمة العادلة. تسجيل الأصول (أو الخصوم) بالقيمة العادلة، معناه:¹ التسجيل بقيمة ناتجة عن عملية تحديد صحيحة بالنسبة لكل الأطراف، وبذلك يصبح الاعتماد على قيمة السوق ضروري. لكن من أجل تجنب الاعتماد على السعر الملاحظ في السوق مباشرة، يمكن الاستعانة ببعض تقنيات التقييم. يشير المعيار (IFRS 13) من الفقرة 5 B حتى B 30 إلى هذه التقنيات:²

- السعر الملاحظ بالنسبة لتحويلات قابلة للمقارنة.
- تكلفة الاستبدال.
- استحداث التدفقات النقدية المستقبلية.
- نماذج تقييم أخرى، كنماذج (Black)، (Scholes و Merton)، أو نموذج (Binomial).

1-1 تقييم عناصر الأصول:

▪ الأصول المعنوية:

قبل الشروع في إعادة تقييم هذا النوع من الأصول، يجب تحديد مختلف العناصر المعنوية التي تمتلكها المؤسسة. من وجهة نظر محاسبية، إذا أظهرت الميزانية كل من هذه الأصول، و كانت محل تسجيل محاسبي واضح وصريح، يمكن للمقيم إعادة تقييمها كل على

¹ Benoit Pigé et Xavier Paper, Reporting financier et gouvernance des entreprises: le sens des normes IFRS, Editions EMS, Paris, 2005, P 33.

² Alain Burlaud, DSCG 4 Comptabilité et audit manuel et applications, op cit, P 65.

حدا، بفصل كل منها عن الآخر. أما في حالة عدم ظهورها في الميزانية، يلجا المقيم إلى تقييمها بشكل عام بتطبيق طريقة الربح الممتاز.

التعمق في طبيعة الأصول المعنوية، يبين لنا ارتباط قيمة البعض منها بقيمة استعمال المؤسسة، فترتفع بارتفاعها والعكس. العلامات التجارية والنماذج والرسومات، من الصعب فصلها عن قيمة شهرة المحل. شهرة علامة معينة والسمعة الناتجة عنها تأتي أساسا من جودة الإنتاج أو الخدمة المقدمة، وبالتالي قيمة الاستعمال وأداء المؤسسة.

فيما يلي سنبين كيفية تقييم الأصول المعنوية كل على حدا، وذلك بعد افتراض أنها محددة ومنفصلة عن بعضها. أما تقييمها بشكل عام عن طريق الربح الممتاز (Good will) سنتطرق إليه بالتفصيل في المبحث الموالي.

■ الشهرة التجارية (Fonds Commercial):

قبل الشروع في تقييم هذا الأصل المعنوي، تجدر الإشارة أولا إلى توضيح الفرق بين المصطلحين: الشهرة التجارية (شهرة المحل) و المحل التجاري. يمكن تعريف شهرة المحل كما يلي:¹ تمثل العناصر المعنوية للمحل التجاري فقط.

أما المحل التجاري:² يمثل جميع الموجودات اللازمة لنشاط مؤسسة تجارية.

من خلال التعريفين نستنتج أن المحل التجاري يتكون من مجموع العناصر المادية كالمقر، المعدات اللازمة للاستغلال، البضاعة... والمعنوية كالحق في الإيجار الاسم التجاري... التي تجتمع مع بعضها من اجل ممارسة نشاط تجاري.

بالنسبة لشهرة المحل، فهي تتكون من العناصر المعنوية للمحل التجاري فقط، اذ لا تكون محل تقييم و تسجيل محاسبي منفصل عن الميزانية، والتي تساعد على الحفاظ أو التطوير المحتمل لنشاط المؤسسة.

¹ Nicole Ferry-Maccario et autres, Gestion juridique de l'entreprise, Editions [Pearson, France](#), 2006, P113.

² Annie Chamoulaud-Trapiers, Droit des affaires, [Editions Bréal](#), France, 2007, P 97.

محاسبياً، في حالة شراء المحل التجاري، مختلف العناصر المكونة له تسجل بشكل منفصل في حساباتها الموافقة لها كحساب البضاعة مثلاً. نفس الشيء بالنسبة للعناصر المعنوية التي يمكن تقييمها بشكل منفصل. حساب "شهرة المحل" يمثل إذا الفرق بين السعر المدفوع لشراء المحل التجاري والقيمة مختلف العناصر المكونة له، و التي كانت محل تسجيل محاسبي واضح. بعكس ذلك، عندما يتم خلق المحل التجاري من طرف المؤسسة، لا وجود لتسجيل محاسبي، مما يؤدي إلى اللجوء للتحليل.

المشكل في تقييم شهرة المحل يطرح في حالة شراء المحل التجاري، و الذي يجب إعادة تقييمه، وكذلك في حالة المحل المنشأ من المؤسسة، والذي ينبغي تقييمه. أفضل طريقة، تتمثل في إجراء المقارنة مع تحويلات حديثة للمحلات التجارية. هذه الطريقة صعبة نسبياً، لأنه يجب أن تتوفر القدرة على إيجاد محلات مشابهة، كانت محل تحويل في الماضي القريب، و معرفة السعر.

▪ الحق في الإيجار (Le droit au bail):

يعد الحق في الإيجار من أهم الأصول المعنوية التي يمكن إظهارها في الميزانية، وذلك للسهولة النسبية في تقدير قيمته. يتم التخلي عن الحق في الإيجار في نفس وقت التخلي عن المحل التجاري، وبالتالي يمثل:¹ احد ممتلكات المؤجر.

قيمة الحق في الإيجار تتوقف إذا: على الحماية القانونية التي ترخص للمؤسسة استغلال المحل التجاري، وعلى الاقتصاد المحقق من كرائه. محاسبياً:² يسجل في هذا الحساب المبلغ المدفوع أو المقدم للمستأجر السابق. يمكن إعادة تقييم الحق في الإيجار عن طريق المقارنة أو الاستحداث. فبالنسبة للأولى، يجب البحث عن تحويلات يمكن الاعتماد عليها في المقارنة، و تحديد سعر(م2). إما طريقة الاستحداث يمكن تطبيقها فقط في حالة تحقيق المستأجر الجديد اقتصاد في الإيجار.

¹ Nicole Ferry-Maccario et autres, op cite, P113.

² Le plan comptable annoté, 17^e édition, édition groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2010, P 136.

▪ براءة الاختراع و الشهادات (Les brevets et licences) :

لبراءة الاختراع قيمة جوهرية في المؤسسة خاصة في مجال الصناعة التكنولوجية. حيث نجد عدة مؤسسات تحقق إيرادات صافية من كراء البراءة أعلى من مداخيلها التشغيلية. تعرف براءة الاختراع¹ بالملكية التي تسمح لصاحبها بحظر استغلال طرف آخر للاختراع أو العملية الصناعية لفترة محدودة من الزمن. ومن ثم فهي تمنح احتكارا مؤقتا، تتمثل مهمته في جعل أرباح البحث والتطوير مربحة وضمن ميزة تنافسية للأطراف المبتكرة.

قيمة هذه الأصول تتوقف على العوائد المنتظرة من جهة، وعلى مدة التدفق من جهة أخرى. لذلك استحداث هذه التدفقات أحسن طريقة في تقدير القيمة.

▪ أصول معنوية أخرى (Autres actifs incorporels) :

القيمة المحاسبية الصافية (VNC) لتقييم البرامج الإلكترونية (Les logiciels)، بعد افتراض أن معدل الاهتلاك المطبق يعبر إلى حد كبير عن النقصان في القيمة. في حالة العكس، يتم اللجوء إلى قيمتها في السوق مع إجراء تعديل.

▪ الأراضي (Terrains) :

تعد مساحة الأراضي من أهم العوامل المؤثرة على قيمتها. لذلك، غالبا ما تقيم بدلالة سعر المتر المربع (م²) للأراضي الأخرى بنفس الخصائص والموقع. يكون هذا الأسلوب مناسب للتقييم في حالة توفر معلومات حول تحويلات حديثة نسبيا لأراضي يمكن المقارنة بها. حتى يكون للتقييم معنى، من الأفضل عدم الاكتفاء بحساب السعر المتوسط للمتر المربع الواحد. ولكن محاولة تحديد وكشف المزايا والعيوب الخاصة بكل أرض محولة، وبالتالي تفسير الاختلاف في السعر.

¹ <https://www.journaldunet.com/business/dictionnaire-economique-et-financier/1199135-brevet-definition-traduction/>.

■ المباني (Constructions):

الكثير من رجال الأعمال يتهورون في القطاع العقاري، وبالتالي نسبة تظليلهم مرتفعة، متناسين أن سبب وجود أعمالهم يكمن في معرفة صناعية و/أو تجارية، وبالتالي الحذر من مسألة العقار في أعمالهم الأساسية، خاصة انه يعد من أثقل الأصول في ميزانية المؤسسة¹.

يمكن تقييم هذا النوع من الأصول باستخدام المناهج الثلاث: منهج التكلفة، الاستحداث ومنهج المقارنة. فيما يلي سنوضح كيفية توظيفها.

مبدأ التقييم حسب منهج التكلفة، هو أن المشتري لن يقبل بدفع سعر أعلى من المبلغ الواجب تحمله عن طريق الشراء أو الإنشاء، للحصول على أصل له نفس الخصائص. بمنهج الاستحداث، الأصول العقارية تقيم باستحداث العوائد الصافية المحتمل تحصيلها من طرف مالكيها. تتمثل العوائد هنا في مبالغ الإيجار منقوص منها مصاريف الأعمال في الأصل التي يتحملها المالك. فترة الاستحداث غالبا ما تكون المدة المتبقية من عمر الأصل. أما بالنسبة لمعدل الاهتلاك المستعمل، فيجب أن يتوافق مع طبيعة التدفقات (المقدرة غالبا قبل الضرائب)، و يعكس درجة المخاطرة في تحصيلها. المعدل الواجب أخذه هو معدل القرض العقاري بالنسبة لنوع الأصل العقاري المعني.

يمكن استعمال منهج المقارنة في حالة وجود سوق نشط في العقارات. وكما هو شائع في هذا المجال، الاعتماد على سعر المتر المربع (م²) كمرجع لتقييم المباني.

■ التركيبات التقنية، المعدات والأدوات الصناعية:

(Installations techniques, matériels et outillages industriels)

عموما، هذا النوع من الأصول لا يخضع لإعادة التقييم لأن الاهتلاك المطبق عليها يمثل الخسارة في القيمة، وفي هذه الحالة القيمة المحاسبية الصافية (VNC) هي أفضل تقدير لقيمتها السوقية.

¹ Jean-François Regnard, lire un bilan c'est simple, Editions Chiron, Paris, 2001, P 203-204.

-أصول مادية أخرى (Autres actifs corporels): بالقيمة المحاسبية الصافية.

- التثبيتات المالية (Immobilisations financières):

قبل إعادة تقييمها، يجب أولاً الفصل بين التثبيتات المالية التي تمثل مساهمات في رأس المال من القروض المقدمة.

■ الأسهم والسندات:

بالنسبة للمساهمات في رأس المال، والتي نقصد بها الأسهم والسندات، يجب التمييز ما إذا كانا محل تسعير أم لا. فإذا كانا مسعران في السوق المالي، وحجم التبادل في الماضي القريب كافي ليدل على قيمتها، فإن سعرها في البورصة يمثل قيمة ملائمة لها. أما في حالة ما إذا كانت غير مسعرة، يضطر المقيم إلى تقييم المؤسسة التابعة (المساهم فيها) ككل باستعمال المناهج والطرق المختلفة. ثم تقدير قيمة الأسهم والسندات عن طريق نسبة المساهمة.

■ القروض المقدمة:

يقيم هذا النوع من التثبيتات المالية بالتأكد من استرداد مبلغ الدين بالفائدة في تاريخ الاستحقاق. إذا كان موعد استحقاق القرض يفوق سنة، يجب تقييمه باستحداث التدفقات التي ستقبض بمعدل يمثل قدرة المستفيد من القرض على الاستدانة في الوقت الحالي. وإذا كانت القروض بالعملة الصعبة، يجب تقييم القرض المقدم بسعر الصرف في آخر يوم من عملية التقييم.

■ المخزونات (Stocks):

من المهم القيام بمراجعة محاسبية فيما يخص الجودة والكمية، وكذا القيمة الاستعمالية الحقيقية للمخزون. تقودنا هذه الخطوة إلى تحديد قيمة المخزونات بناءً على تكلفتها (وهي نوع القيمة التي غالباً ما يظهر بها هذا النوع من الأصول في الميزانية)، ومن جهة أخرى إلى تكوين مؤونة أو العكس في حالة الزيادة في قيمة المخزونات التامة. نلاحظ أنه، وبالنسبة

للحالتين تطبيق المحاسبة التحليلية أمر ضروري. إذا كانت القيمة السوقية لمخزون معين اقل من تكلفته، يتم اخذ القيمة السوقية.

▪ الذمم (Créances):

إعادة تقييم الذمم يكون على أساس مخطط يبين القدرة على الوفاء بها، وبالتالي التأكد من استرجاعها. ثم تعديل المبالغ بمؤونات خسائر القيمة المحتملة. بالنسبة للذمم التي ستقبض بعد أكثر من سنة، من المناسب إعادة تقييمها باستحداث مبالغها بمعدل يعكس مستوى الخطر في تحصيلها.

▪ الخزينة (Trésorerie):

تتكون خزينة المؤسسة من الأموال المتاحة المتمثلة في المبالغ الموجودة في الصندوق ورصيد حساباتها البنكية والبريدية، بالإضافة إلى المبالغ الموظفة الممكن تحقيقها. ليست هناك إعادة تقييم لأموال الصندوق والأرصدة البنكية والبريدية للمؤسسة، لأن هذه الأخيرة تبرز قيمتها بنفسها (النقود هي النقود). أما بالنسبة للتثبيات الموظفة، والتي تمثل سندات توظيف، يمكن تقدير قيمتها استنادا على آخر متوسط سعرها في السوق (إذا كانت المؤسسة مسعرة)، أو استحداث الأرباح المستقبلية.

2-1 تقييم عناصر الخصوم:

تقييم الخصوم يكون فقط على الحسابات المكونة للديون، فلا مجال لتقييم الأموال الخاصة (راجع مبدأ الطريقة). و من المهم الفصل بين الديون الطويلة و الديون القصيرة في إعادة التقييم.

▪ الديون الطويلة الأجل (Dettes a long terme):

بالنسبة للديون الطويلة الأجل، قد يتولد منها فوارق مهمة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية ناتجة عن الاختلاف في أسعار الفائدة، لذلك يجب على المقيم فحص أسعار الفائدة

السوقية في تاريخ التقييم. ويمكن إعادة تقييمها أيضا باستحداث التدفقات المستقبلية المرتبطة بالدين (القسط مع الفائدة) بمعدل يمثل قدرة المؤسسة المعنية على الاستدانة يوم تقييمها.

▪ الديون القصيرة الأجل (Dettes a court terme):

بالنسبة لهذا النوع من الديون (الأقل من سنة)، نادرا ما يقوم خبراء التقييم بإعادة تقييمها، لان قيمتها المحاسبية غالبا ما تتساوى مع القيمة السوقية الحقيقية لها. المشكل الوحيد الذي يطرح هنا يتمثل في البحث عن الديون الغير مسجلة محاسبيا.

3-1 الأصول والالتزامات خارج الميزانية¹:

أصول المؤسسة خارج الميزانية تتكون أساسا من القرض الإيجاري والأصول الغير ملموسة، فيما يخص القرض الإيجاري، كما شرحناه في المطلب الرابع من المبحث السابق، يجب أن ينظر إليه على أنه نوع من التمويل بنفس طريقة الاقتراض. وبهذا يجب إظهاره في جانب الأصول بقيمته السوقية كباقي الأصول المادية الأخرى. وفي الكثير من الأحيان بالقيمة المحاسبية الصافية، محسوبة على أساس مدة حياته الاقتصادية وليست على أساس مدة عقد القرض الإيجاري. من جانب الخصوم، يتوافق الدين مع رأس المال الإيجار المتبقي المستحق.

بالنسبة للأصول الغير ملموسة خارج الميزانية، إذا كان يمكن تمييزها، تقيم حسب نفس مبادئ تقييم الأصول الأخرى من نفس النوع. وإلا من الممكن تقييمهم بفضل طريقة الربح الممتاز Good Will.

تشتمل الالتزامات خارج الميزانية على جميع الحقوق والالتزامات التي تحقق تأثير على ممتلكات المؤسسة وهي ضمانات، الكفالة، رهن الحيازة، رهن عقاري، الشراء والبيع لمدة غير مؤمنة، الدعاوي القضائية المعقدة أو المهدد بها. يجب على المقيم أن يمارس بعض اليقظة في تحديد هذه العناصر خارج الميزانية. وقياس مثل هذه الالتزامات كميا يمكنه أن يكون صعبا.

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 185.

2- الربح الممتاز (Good Will) :

القيد، أو الحد الرئيسي لتقييم المؤسسة باستعمال طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، هو أنها لا تسمح بتقدير المؤسسة من كل جوانبها، خاصة لعدم إدراجها المنهجي لكل العناصر المعنوية الغير ظاهرة في الميزانية التي تقدم للمؤسسة مزايا تنافسية والمتمثلة أساسا في العلامة التجارية، سمعة المؤسسة، المهارات الخاصة لموظفيها وانضباطهم. وبهدف عدم إهمال هذه المزايا (أصول معنوية) يجب تصحيح قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها على أنها قيمة المؤسسة، وذلك بإضافة قيمة هذه العناصر المعبر عنها بالربح الممتاز (Good Will).¹

بما أن قيمة المؤسسة من قيمة أموالها الخاصة (V_{CP}) فإن:

$$V_{cp} = ANR + \text{Good Will}$$

يمكن تعريف الربح الممتاز في إطار تقييم المؤسسة كما يلي:² "هو المبلغ الذي يكون المشتري على استعداد، لدفعه مقابل المزايا الاقتصادية المتوقع تحقيقها بفضل الأصول التي لا يمكن تحديدها وتسجيلها محاسبيا بشكل منفصل".

بصفة عامة، هو مقدار الربح الإضافي الناتج من كل العناصر الداخلية أو الخارجية للمؤسسة. نقصد بالربح الإضافي كل العوائد الزائدة عن الربح العادي للأموال المستثمرة و(أو) اللازمة للسير الحسن لنشاط المؤسسة. في حالة ما إذا كان مستوى أرباح المؤسسة اقل من معدل العائد الأدنى للقطاع الذي تنتمي إليه، يتم حساب هذه الخسارة في الربح Bad (Will) لتعمل على إنقاص قيمة المؤسسة.

تقدير قيمة العناصر المعنوية من خلال الأساليب المعتمدة في حساب الربح الممتاز، يؤدي إلى تقييم هذه الأصول بصورة إجمالية. هناك بعض من الأصول المعنوية يمكن تقييمها بشكل مستقل كالحق في الإيجار، في حين البعض الآخر لا يمكن تحديده بدقة كقدرة

¹ Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 188.

² Hervé Stolowy et autres, Comptabilité et analyse financière: Une perspective globale , 4^e éditions, Editions De Boeck Supérieur, Paris, 2017, P 418.

عمال المؤسسة على تطوير النوعية ومنتجات جديدة، أو مثلا نوعية العلاقة مع النقابات. في إطار تقييم المؤسسة غالبا ما يتم تقسيم الأصول المعنوية إلى فئتين. الفئة الأولى، هي الأصول المعنوية التي لها قيمة خاصة مستقلة عن المؤسسة، وتقيم بصورة منفصلة كما شرحنا سابقا. أما الفئة الثانية، هي العناصر التي لها قيمة مرتبطة باستغلال المؤسسة ونشاطها. إذا تكمن أهمية استخدام طرق الربح الممتاز في تقييم الأصول المنتمية للفئة الثانية، والتي لا يمكن تقدير قيمتها إلا بصورة إجمالية. في نفس السياق أثبتت دراسة Yosra Bejar (2009) أن¹: المحللين الماليين ومسيري المحافظ في السوق الفرنسية، أكدوا أن نشر المؤسسات لجميع المعلومات المتعلقة بالرأس المال المعنوي هو جهد مثالي لكشف فرص النمو السوق المالية وقيمتها الحقيقية.

1-2 طرق حساب الربح الممتاز:

بما أن الربح الممتاز (Good Will) هو الأرباح الإضافية الممكن تحقيقها في المستقبل، يتم التوصل إلى حسابه عن طريق²: إجراء الفرق بين نتيجة المتوقع تحقيقها (RP) ونتيجة قياسية عادية، والمحسوبة بضرب الأموال المستثمرة (C.I) في معدل العائد الصناعي (R). ثم استحداث نتيجة هذا الفرق (Rente) الذي يمثل إيراد الربح الإضافي عن كل سنة مستقبلية بمعدل (R_{gw}) لمدة زمنية (t) يمكن للأصول الغير ملموسة الاستمرار في خلق القيمة الزائدة.

$$GW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rente}{(1 + R_{gw})^t}$$

$$Rente_t = RP - (CI_t \times R)$$

¹ Yosra Bejar, revue Comptabilité - Contrôle - Audit, Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs : une étude exploratoire par la méthode Delphi, 2009, Paris, P 94.

<https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrrole-audit-2009-2-page-165.htm>

² Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, 1^{ère} édition, Pearson éducation, Paris, 2006, P193.

يتم استحداث إيرادات الربح الممتاز (Les rentes) بمعدل استحداث (R_{gw}) أكبر من معدل العائد الصناعي (R) الذي يعتمد على المخاطر المتصلة بالتدفقات المتولدة من الأصول الملموسة، لأن معدل الاستحداث الربح الممتاز (R_{gw}) يعبر عن المخاطر المتصلة بالتدفقات المتولدة عن الأصول الغير ملموسة، وبهذا مستوى عدم التأكد بحدوث التدفقات الأخيرة أعلى من سابقتها.

يكنم الاختلاف في طرق حساب الربح الممتاز في طبيعة الأموال المأخوذة كمرجع لتقدير الأرباح العادية، و هي الأرباح المفروض تحقيقها بافتراض عدم وجود أصول معنوية ترفع من قيمتها. أهم الطرق المعتمدة في ذلك هي: تقدير الأرباح العادية على أساس القيمة الجوهرية الخامة، أو على أساس الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال. في الدول المتقدمة، يعتمد المقيم على سلم للتحقق معد من طرف مصلحة الضرائب لتقدير قيمة العناصر المعنوية بشكل إجمالي. في هذا السلم يتم الفصل بين كل النشاطات، فمثلا القيمة المعنوية لمقهي تساوي 100 مرة رقم أعمالها اليومي. تطبيق السلم في تقييم الأصول المعنوية يعطي قيم:¹ تأخذ بعين الاعتبار المعدات، مع استبعاد المخزونات. فيما يلي سنتطرق بالتعاقب للأسلوبين الأولين:

القيمة الجوهرية الخامة (La valeur substantielle brute):

القيمة الجوهرية الخامة هي مجموع الأصول الخامة المتوفرة لغرض الاستغلال، دون الأخذ بعين الاعتبار طريقة تمويل هذه الأصول. حسب هذه الطريقة تحسب الأرباح النظرية بضرب القيمة الجوهرية الخامة (VSB) دون احتساب قيمة العناصر المعنوية في معدل الفائدة. فكلما زادت القيمة الجوهرية، كلما ارتفعت أجرها (أي الأرباح النظرية).

لاستنتاج القيمة الجوهرية الخامة (VSB) يجب القيام بالتعديلات التالية:²

¹ Alain GUILMONT, Comment évaluer une entreprise, club des repreneurs 77, pages 25.
<http://www.seineetmarne.cci.fr/sites/default/files/ressources/creation-reprise-transmission/comment-evaluer-une-entreprise.pdf>

² Patrice vizzavona, "évaluation des entreprises", Editions Atol, Paris, 1999 , P14.

- إضافة كل الاستثمارات اللازمة للاستغلال، حتى لو لم تكن ملك للمؤسسة. إذا يتوجب احتساب كل التثبيتات المؤجرة، المقترضة، المهداة (الممنوحة)، والممولة عن طريق القرض الإيجاري.
 - حذف كل العناصر المادية و المعنوية الغير ضرورية للاستغلال.
 - حذف من جهة أخرى قيمة شهرة المحل(الربح الممتاز) الذي نحن بصدد البحث عن قيمته. فالهدف هو تحديد الربح النظري دون تأثير الأصول المعنوية. العناصر المعنوية التي لها قيمة مستقلة عن المؤسسة يمكن تقدير قيمتها كبراءة الاختراع، يجب الاحتفاظ بها.
 - بالنسبة للأصول الجارية، فهي مدرجة في القيمة الجوهرية. لكن، يدعوا بعض الكتاب إلى حذفها، بحجة تغيرها المستمر. هذه الحجة تثير مشكلة عدم الدقة، والتي لا تظهر لنا أنها كافية لتبرير إعادة ترتيب الأصول الجارية.
- فباستثناء حالات خاصة، القيم المتقلبة للأصول القصيرة الأجل تكون معوضة في مجملها، هذا ما يحد بشكل ملموس خطر الخطأ. مبلغ الأصول المتداولة له علاقة مباشرة مع حجم نشاط المؤسسة.
- الهدف من استعمال القيمة الجوهرية كأساس في حساب الربح الممتاز هو تقدير الأرباح القياسية الممكن تحقيقها من خلال الأصول المتوفر لدى المؤسسة في الظروف العادية. لذلك، لا مجال للبحث عن حقوق ملكية هذه الأصول. القيمة الجوهرية تأخذ بقيمتها الخامة وليس الصافية.

القيمة الجوهرية الخامة = مجموع الأصول الحالة المستعملة في الاستغلال –
قيمة شهرة المحل

الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال) Les capitaux permanent nécessaires à (l'exploitation)¹

بخلاف الطريقة السابقة، تحسب الأرباح النظرية من خلال كتلة رأس المال الدائم اللازم للاستغلال (CPNE). بما أن رأس المال الدائم يمول التثبيتات المادية وجزء من الأصول المتداولة حتى تكون المؤسسة في حالة توازن مالي، فإن قيمة رأس المال الدائم اللازم للاستغلال مرتبط إذا بالاحتياجات الخاصة بالاستثمار ورأس المال العامل، ويحسب (CPNE) بجمع مبالغ هاذين العنصرين.

الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال (CPNE) = التثبيتات المادية + رأس المال العامل
اللازم للاستغلال

لكن، هذه الفكرة تقوم على أساس مستقبلي، أي يجب إدراج قيمة الاستثمارات ورأس المال العامل اللازمين للاستغلال خلال فترة التنبؤ. نلاحظ أن تقدير رأس المال الدائم اللازم للاستغلال خلال فترة التنبؤ يتحقق بإعداد مخطط التمويل. فمن خلال هذا الأخير نستطيع تتبع الحركة التراكمية للأموال الدائمة (CPNE) من سنة لأخرى طول فترة التنبؤ.

الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال (CPNE) للسنة ن = الأموال الدائمة اللازمة
للاستغلال (CPNE) للسنة ن-1 + الاستخدامات اللازمة للسنة ن

الاستخدامات اللازمة = الاستثمارات اللازمة + رأس المال العامل اللازم + تسديد القروض

¹ Patrice vizzavona, op cite , P16.

بعد تقدير قيمة (CPNE) لكل سنة، تضرب بمعدل فائدة لتقدير الأرباح النظرية المستقبلية. ثم حساب إيراد الربح الممتاز لكل سنة مستقبلية بإجراء الفرق مع الأرباح المتوقعة من المؤسسة بإدراج شهرة المحل، و أخيرا استحداث هذه الإيرادات.

2-2 اهتلاك الربح الممتاز:

كثيرا ما يلجا المقيمون إلى اهتلاك الربح الممتاز، أو بعبارة أخرى الإنقاص من قيمته. نلاحظ أن الإنقاص من قيمة الربح الممتاز يكون في مصلحة المشتري، لان المشتري سيدفع قيمة المؤسسة التي تتضمن قيمة العناصر المادية المحسوبة عن طريق الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، والأصول المعنوية المعروفة بالربح الممتاز. فكلما كان اهتلاك هذا الأخير اكبر كلما نقصت قيمة المؤسسة، كلما زادت الرغبة في شرائها. محاسبيا:¹ اهتلاك الأصول المعنوية مرتبط بطبيعة و خصائص الأصل. هناك بعض الأصول المعنوية التي تتميز بمدة استهلاك مزايا محدد، لانها مستفيدة من حماية قانونية محددة كبراءات الاختراع والتراخيص، وبذلك هي قابلة للاهتلاك. في حين هناك أصول معنوية أخرى، تتميز بمدة استهلاك المزايا الاقتصادية غير محددة كالعلامات التجارية المحافظ عليها وشهرة المحل.

تطبيق الاهتلاك على الربح الممتاز للإنقاص من قيمته يعتبر حل بالنسبة لخبراء التقييم من اجل الفصل في المصالح المتعارضة بين الطرفين (البائع والمشتري). أثناء تفاوض الطرفان حول سعر تحويل ملكية المؤسسة المقيمة بطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها.

أهم الطرق المعتمدة في اهتلاك الربح الممتاز هي:²

- 1- طريقة سشمالنباش (Schmalenbach).
- 2- طريقة غراف (Gref).
- 3- طريقة الخبراء المحاسبين (Union des Experts Comptables).
- 4- طريقة الفائدة على الأموال الواجب دفعها من طرف المشتري (CEA).

¹ Odile Barbe et autres, Comptabilité approfondie Manuel et Application, édition Nathan, Paris, 2010, P185.

² Patrice vizzavona, op site, P36-39.

السؤال المطروح هو: أي طريقة نختار؟

في إطار عملية تقييم المؤسسات، لا توجد إجابة محددة. فكل طريقة لها منطقتها، وبالتالي لها مزايا وعيوب. وبالتالي هناك طرق تخدم في العموم مصلحة البائع، لأنها تعمل على الرفع من قيمة الربح الممتاز وبالتالي قيمة المؤسسة. وهناك طرق تخدم مصلحة المشتري لأنها تنقص من قيمة الربح الممتاز وبالتالي قيمة المؤسسة.

المطلب الثالث: صعوبات تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

يسمح تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات بالتوصل بسرعة إلى أراضية مشتركة في التفاوض بين المشتري والبائع. لأنه يستند في تقييمه على عناصر موجودة فعلا (أصول المؤسسة). بالإضافة إلى اعتباره انسب المناهج في تقييم المؤسسات محل التصفية.

بما أن استعمال منهج الممتلكات يعتمد أساسا على ميزانية المؤسسة لحظة التقييم، فتحليل إمكانية تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالطرق المندرجة عنه تتمحور أساسا حول مخرجات النظام المحاسبي المالي، وتحديد الميزانية المحاسبية والمالية. فيمل يلي سنحاول الإلمام بأهم النقاط التي تبرز أهمية تطبيق النظام المحاسبي والمالي (SCF)، ودعمه لعملية تقييم المؤسسات الجزائرية في إطار منهج الممتلكات. مع الإشارة لصعوبات التطبيق أيضا:

هدف الطرق المحاسبية هو اشتقاق قيمة المؤسسة، والتي تمثل مجموع أصولها الصافية. اعتماد المؤسسات الجزائرية قواعد النظام المحاسبي والمالي المتوافق مع معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS)، يخدم إلى حد كبير تطبيق هذه الطرق. فبالرجوع إلى قواعد عناصر أصول وخصوم المؤسسة حسب النظام المحاسبي والمالي (SCF) و كيفية إدراجها في الحسابات، يمكننا ملاحظة التطابق بين هذه القواعد والأساليب المعتمدة في إعادة ترتيب الحسابات وتقييم عناصر الميزانية حسب طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR).
فبالإضافة إلى مفهوم القيمة العادلة (juste valeur) الذي يمثل أساس تطبيق النظام المحاسبي والمالي فيما يخص تقييم عناصر الأصول، أهم النقاط أو الحسابات المتوافقة من

الفصل الثالث.....تطبيق مناهج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

ناحية الإدراج والتقييم هي : الإيجار التمويلي، تكاليف البحث والتطوير، الضرائب المؤجلة، مؤونة الخسائر والتكاليف، فوارق تحويل سعر الصرف، فارق الشراء.

إذا نستنتج مما سبق، أن تطبيق قواعد النظام المحاسبي والمالي فيما يخص التقييم والإدراج في الحسابات هو بمثابة تطبيق لمنهج الممتلكات، يكفي فقط إعادة توزيع النتيجة إذا كانت ربح أو إنقاصها من رأس المال في حالة العكس، وإضافة الربح الممتاز (Good will) الذي يعبر عن قيمة مجموع الأصول المعنوية الغير ظاهرة في الميزانية، أو إنقاصه في حالة تقدير (Bad will). هذا طبعا بعد إجراء التعديلات في قيم بعض الأصول المتداولة، نتيجة لعدم توافق تاريخ الحسابات مع التفاوض على السعر. فغالبا ما تتغير قيمة هذا النوع من الأصول يوميا، وبالتالي يجب مراجعة قيمتها في تاريخ التفاوض.

من أهم صعوبات تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسة هو تقدير قيمة الأصول المعنوية. فإذا كانت هذه العناصر مرتبطة بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث لا يمكن فصل بعضها عن بعض، يطرح مشكل في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. بمراجعة الأسلوب العام لتقدير قيمة الأصول المعنوية (Good will) التي تمثل شهرة المحل، نلاحظ انه يعتمد على مبدأ الاستحداث.

تطبيق مبدأ الاستحداث في تقدير شهرة المحل، مرتبط بتقدير عناصر العلاقة: التنبؤ بالإيرادات من الربح الإضافي، معدل الاستحداث، فترة الاستحداث. أهم صعوبة يواجهها المقيم في تقييمه للمؤسسات الجزائرية هو تقدير معدل الاستحداث. ففي غياب سوق مالي نشط لا يمكن تقدير معدل علاوة الخطر، والتي تمثل الفرق بين معدل العائد المنتظر تحقيقه ومعدل التوظيف دون مخاطرة.

أما إذا كان هناك أصول معنوية غير مرتبة بنشاط المؤسسة، بمعنى العوائد المنتظرة منها لا تتأثر بحجم نشاط المؤسسة، وبالتالي يمكن فصل بعضها عن بعض. تقييم هذا النوع من الأصول الغير ملموسة، والتي نخص بالذكر كل من:الحق في الإيجار، العلامات التجارية، براءة الاختراع يكون منفصل، أي تقييم كل أصل على حدا.

بالنسبة للحق في الإيجار، تقدير قيمته يكون باستعمال منهج المقارنة بأخذ مبالغ كراء المحلات المجاورة المشابهة. في حالة وجود صعوبة في تطبيق منهج المقارنة يلجأ المقيم إلى منهج الاستحداث إذا كان المستأجر الجديد يحقق اقتصاد في الإيجار. بالنسبة للمنهجين لا يطرح أي مشكل بالنسبة لبيئة الأعمال في الجزائر. فالمنهج الأول يعتمد على المقارنة، مما يستدعي الاستعانة بخبراء في مجال العقارات. واستعمال المنهج الثاني يكون بأخذ معدل استحداث دون مخاطرة في خصم الربح من الإيجار.

أحسن طريقة لتقدير قيمة براءة الاختراع هي استحداث العوائد المنتظرة منه خلال مدة التنبؤ بمعدل يعكس درجة المخاطرة المرتبطة بتحصيل هذه العوائد. هنا يطرح مشكل بالنسبة لاستعماله في إطار تقييم المؤسسات الجزائرية، والذي ينحصر أساسا في تقدير معدل الاستحداث الخاص بالعناصر المعنوية. نظريا، معدل الاستحداث المستعمل في تقدير قيمة الأصول المعنوية يقدر بدراسة حجم الطلب المستقبلي على الاختراع ومعدل التضخم. كلا المحددين لا يمكن التنبؤ بمستواهما نظرا لضبابية مناخ الأعمال في الجزائر نتيجة التخبط في المرحلة الانتقالية من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق.

تقييم قيمة العلامات التجارية من خلال كرائها له نفس خصوصيات براءة الاختراع، و بالتالي نفس المعوقات المذكورة سابقا.

المبحث الثالث: استعمال منهج المقارنة في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

في الكثير من المرات يجد ممارسو مهنة التقييم أنفسهم أمام مأزق عند إدراكهم أن التقييم عن طريق الممتلكات محدود، وأن طريقة استحداث تدفقات الخزينة معقدة جدا أثناء التطبيق باختيار معدل الاستحداث، فيعتمد الكثير منهم على طرق المقارنة والمسماة أيضا بطرق المضاعفات، حيث تسمح هذه الطرق باختلافها من تقييم مؤسسة ما بمقارنتها مع مؤسسات أخرى.

المطلب الأول: مبدأ المنهج، تشكيل العينة و اختيار موجه القيمة

يلقى هذا المنهج البديل عن المناهج الأخرى اليوم استخدام واسع جدا من طرف المحللين الماليين، نظرا لتوفرها لعدة مزايا، فهي تسمح بتقييم أي مؤسسة بطريقة بسيطة، سريعة، وبصورة هادفة. نظرا لاعتماد هذه الطريقة على المؤسسات المقارنة المسعرة في السوق المالي، وكذلك إلى تطوير قواعد البيانات المحاسبية وأخرى المتحصل عليها من البورصة.

تختلف طرق هذا المنهج باختلاف متغير النشاط، وهو في معظم الأحيان رصيد تسييري ملائم للوصول إلى مبلغ يمثل القيمة الإجمالية للمؤسسة أو أموالها الخاصة. ولذلك، ففي صدد عرضنا لهذا المنهج سنقوم بالتمييز بين هذه المضاعفات بتقسيمها إلى مجموعتين أساسيتين هما: - مضاعفات قيمة الأصول الاقتصادية ومضاعفات قيمة الأموال الخاصة، وذلك بالتركيز على مضاعف واحد في كل مجموعة، بالإضافة إلى التطرق لمضاعفات المبادلات.

1- مبدأ منهج المقارنة:

يقوم هذا المنهج بصفة عامة على ثلاث (03) مبادئ أساسية هي¹:

- تقييم المؤسسة بصفة عامة.

¹ Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, édition Dalloz, 6ém éd, Paris, 2005, p 851.

- تباع المؤسسة من أجل مضاعف يمثل قدرتها في الحصول على الأرباح.
- الأسواق في حالة توازن، وبذلك فالمقارنات إذن مبررة.

بالنسبة لطرق المقارنة، تقيم المؤسسة عن طريق عينة من مؤسسات يمكن اتخاذها كأساس للمقارنة. هذا المنهج يستعمل بكثرة في قطاع العقارات وتحويلات المحلات التجارية. في العقارات، سعر المتر المربع (م²) يعد مرجعا بالنسبة لغالبية التحويلات إذا توفر سوق نشيط لهذا النوع من الأصول. بنفس الطريقة، قد يباع محل تجاري على أساس مضاعف رقم أعماله.

بالنسبة لحالة المؤسسة، المبدأ نفسه. المؤسسات التي لها نفس طبيعة النشاط ومستوى الأداء سيكون لها مضاعفات متقاربة. يجب تكوين عينة من المؤسسات المسعرة المختارة كونها قابلة للمقارنة مع المؤسسة محل التقييم. بالنسبة لكل مؤسسة من العينة، يتم تقدير مضاعف. هذا المضاعف يمثل العلاقة بين رأس المال في البورصة أو القيمة الإجمالية للمؤسسة و مؤشر القيمة.

M : المضاعف

Inducteur de valeur : مؤشر القيمة

$$M = \frac{VGE/CapitauxPropres}{Inducteur\ de\ valeur}$$

بعد ذلك يتم تطبيق متوسط المضاعفات (المضاعف المتوسط للعينة) على مؤشر المؤسسة لتقدير قيمتها.

$$V_E = M \text{ échantillon} \times \text{Inducteur de valeur entreprise}$$

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

التقييم المقتصر على تطبيق طرق مبنية على أساس مقارنة بسيطة بالمضاعفات، قد تكون غير موضوعية في حالة عدم توازن السوق. لذلك يبقى إستعمالها إما:¹ من أجل الدلالة أو تكملة لطرق أخرى أكثر تعمقا.

لتطبيق الطريقة، يجب احترام عدة شروط توافقية. إذ يجب قبل كل شيء مراعاة التوافق بين القاسم و المقسوم عليه.

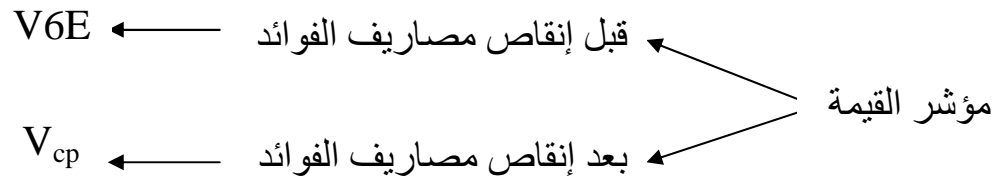
يوجد نوعان من القاسم: القيمة السوقية للأموال الخاص (V_{cp}) والقيمة الإجمالية للمؤسسة ($V6E$)، و التي تساوي مجموع رأس مال المؤسسة وديونها المالية.

في الحالتين: يجب تقييم القاسم بالقيمة السوقية وليس بالمبالغ المحاسبية. فبالنسبة للأموال الخاصة، فهي قيمتها في البورصة أو سعر السهم إذا اعتمدنا طريقة حساب على أساس السهم. أما بالنسبة للديون المالية، فقيمتها السوقية غالبا ما تكون متقاربة جدا مع مبالغها المحاسبية، إلا في حالة ما تكون الديون محل تسعير (ديون)، والتي تكون نادرة.

إذا كان القاسم (مؤشر القيمة) يمثل تدفق موجه لفائدة مجموع حاملي الأموال (المساهمين والدائنون الماليون)، أي تحديده يكون قبل إنقاص (الأخذ بعين الاعتبار) مصاريف الفوائد، إذن يكون القاسم القيمة الإجمالية للمؤسسة ($V6E$). المؤشرات في هذه الحالة يكونون خاصة رقم الأعمال، نتيجة الاستغلال و تدفقات الخزينة للاستغلال.

من أجل التوصل إلى قيمة السهم، يجب في هذه الحالة إنقاص قيمة ديون السهم من القيمة المتحصل عليها. بعكس ذلك، إذا كان مؤشر القيمة يمثل تدفق خاص لفائدة المساهمين، فإن القاسم يكون القيمة السوقية للأموال الخاصة (V_{cp}). المؤشرات الأساسية في هذه الحالة هم: النتيجة الجارية و النتيجة الصافية.

¹ Florence Pierre et Eustache Besançon, valorisation d'entreprise et théorie financière, éditions d'organisation, Paris, 2004, p 76.



عندما لا يكون المؤشر بيانا محاسبية يجب الاستفسار لمعرفة ما إذا كان المؤشر يمثل نتيجة استغلال أو النتيجة الصافية. بالنسبة للمثال السابق، عدد المتعاملين الدائمين يمثل رقم الأعمال وهو إذا يتضمن الديون المالية. لذلك يجب الأخذ كقاسم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

بالنسبة للمؤسسات الغير مسعرة، من الممكن تطبيق اقتطاع على القيمة المتحصل عليها بما أن المؤسسة غير مسعرة، عكس المؤسسات المختارة كعينة. وهي نسبة مئوية تطبق على القيمة لتخفيضها، والتي من المفترض أن تمثل صعوبة التخلص من أسهم شركة غير مدرجة في سوق مالي منظم، و هذا يعني غياب ميزة السيولة.

يعتمد في تحديد نسبة الاقتطاع على المؤشرات التالية:¹

- طبيعة الأصول التي تحتفظ بها الشركة.
- شركة الحجم المؤسسة.
- الوضعية المالية للمؤسسة.
- القدرة على توليد تدفقات نقدية.
- حجم محفظة الأسهم الواجب تقييمها.

اختيار مؤشر القيمة يجب أن يتحقق بطريقة توافقية. للمؤسسة قيمة لأنها تعطي ربح. متولد من الخزينة أو رقم الأعمال أو امتلاك الأصول. وهي العناصر التي تمثل الأصل في قيمة المؤسسة. لذلك يجب أخذها كمؤشرات للقيمة.

¹ Hugues Fronville et Alexandre Strel, Les principales techniques d'évaluation d'entreprises, Forum financier, 2011, page 24.

بالنسبة لمنهج الاختيار بينها، يجب قبل كل شيء توفر صفة التوافق بين موضوع التقييم ومؤشر القيمة المعمول به. فان كان موضوع هو شراء حصة سوقية (في السوق)، يجب تفضيل مؤشر رقم الأعمال. بعكس ذلك، إذا كانت مردودية الشراء هي المستهدفة، وهي التي تمثل غالب الحالات، فنتيجة الاستغلال أو النتيجة الصافية هي المؤشرات المناسبة.

بالمقابل يجب أن يكون هناك توافق بين المضاعف وقطاع نشاط المؤسسة، ففي حالة مؤسسة عقارية، مؤشر الأصول الصافية هو الأنسب. ومن جهة أخرى ليس له معنى في حالة مؤسسة خدماتية، أين الأصول المادية محدودة جدا.

2- تشكيل العينة:

بالنسبة لمؤسسات العينة المختارة، يجب احتساب مؤشر القيمة بطريقة متجانسة. ولذلك يجب مراعاة المبادئ المحاسبية المطبقة في كل مؤسسات العينة، فإذا كانت غير متشابهة، فيؤثر ذلك على حساب المضاعف، يطرح هذا المشكل في حالة اختيار مؤسسات من بلدان مختلفة.

ولذلك يجب التأكد من تطابق المعايير المحاسبية المعمولة بها.

في حالة وجود اختلاف في هذه المعايير المحاسبية، يجب إجراء تعديل و إعادة ترتيب الحسابات لمختلف المؤسسات المختارة لتشكيل العينة من اجل تحقيق ميزة التجانس.

تطبيقا، المؤشرات الأساسية المستعملة هي :

- النتيجة الصافية، التي تعود إلى RER.
- نتيجة الاستغلال (EBIT).
- الناتج الخام للاستغلال (EBITDA).
- رقم الأعمال.

حتى يكون التقييم ملائم، يجب أن تضم العينة مؤسسات مقارنة (تمثل صفة المقارنة). بالإضافة إلى تجانس هذه المؤسسات. تمكن الصعوبة في تكوين هذه العينة. لا اعتبار المؤسسات قابلة للمقارنة، يجب أن يكون لها نفس النشاط. لكن، نقول أن مؤسستين قابلتين للمقارنة على أساس معيار (مؤشر) (critère) بسيط هو خطأ. لإجراء المقارنة ، يجب أولاً، اختيار بعض المعاملات المرتبطة بالمؤسسات المسعرة الممكن الاعتماد عليها كأساس للمقارنة. تتوقف صعوبة هذا الاختيار غالباً على طبيعة نشاط المؤسسة محل التقييم. فبالنسبة:¹ للمؤسسات ذات التكنولوجيا والتقنيات العالية (high tech)، إيجاد مؤسسات قابلة للمقارنة غاية في الصعوبة لانفرادها في معظم الحالات بتطوير تقنية معينة، لذلك لا يجد السعي في تطبيق مضاعفات السوق فقط. بالإضافة إلى مقارنة نتائج تقييم هذا المنهج مع النتائج المتحصل عليها اعتماداً على الطرق المحاسبية والاستحداث. في هذه الحالة يصعب على المقيم تفسير الاختلاف بين قيمة السوق والقيم الأخرى، فقد يكون ناتج عن قيمة العناصر الغير ملموسة بالنسبة للمؤسسات (high tech)، أو بسلوك المستثمرين الداعي لعدم الاستثمار في هذا النوع لارتفاع درجة المخاطرة.

يركز المقيم في اختياره للمؤسسات المسعرة لتشكيل العينة على النقاط التالية:²

- يجب اختيار مؤسسات تعمل في نفس القطاع. في هذا الصدد لا يجب الخوض في البحث عن مؤسسات تنشط في نفس القطاع الاقتصادي العام، وإنما الاكتفاء بالمؤسسات القريبة من نشاط المؤسسة محل التقييم.
- يجب أن تكون المؤسسات المختارة لها نفس الحجم تقريباً. هنا تجدر الإشارة إلى صعوبة تقييم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME) بمنهج المقارنة، وذلك لصعوبة إيجاد مؤسسات مسعرة من نفس الحجم، ويصبح التقييم مستحيل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة جداً.

¹ Safwan Mchawrab et autre, Les dessous de l'évaluation des entreprises high tech, revue finance contrôle stratégie, numéro 18-2, 2015.

<https://fcs.revues.org/1641>.

²Jean Baptiste Tournier et Jean Claude Tournier, Evaluation d'entreprise – Que vaut une entreprise?, 4^e édition, Edition d'organisation,2007,p 196.

■ يفضل أن تكون مؤسسات العينة لها نفس الجنسية، رغم أن ظاهرة العولمة تميل إلى تحقيق تقارب في الأرقام و معايير التقييم.

استنتج من خلال دراسة منشورة ك مقال في 2014، أن العوامل الأساسية المأخوذة بعين الاعتبار من قبل المحللين الماليين في تقديرهم لقيمة المؤسسة مرتبة حسب الأهمية كما يلي:¹

- المؤسسات الناشطة في بلدان ذات معدلات نمو مرتفعة.
- النمو الخارجي.
- تكرر التدفقات النقدية.

آخر نقطة نأخذها بعين الاعتبار أثناء اختيار العينة هي توافق التطبيقات المحاسبية.

فلما يكون:² السوق الوطني فقير من حيث المؤسسات الممكن اتخاذها كأساس للمقارنة، من الضروري اللجوء إلى مؤسسات تنشط خارج الوطن للتمكن من استعمال طرق المقارنة. المعوق الرئيسي الذي يواجه المقيم هو توافق التطبيقات المحاسبية بين المؤسسات الأجنبية المختارة والمؤسسة محل التقييم. فاختلاف القواعد المحاسبية يؤدي إلى إعداد قوائم مالية مختلفة، لا تصلح للمقارنة. أصبح هذا المشكل مطروحا بكثرة في أوساط المقيمين والمحللين الماليين، لان القيام بإجراء إعادة ترتيب حسابات مؤسسات العينة يكلف المقيم مصاريف إضافية زيادة عن الوقت.

بمجرد اختيار مؤسسات العينة، من الضروري في بعض الحالات إجراء تعديل على المضاعفات من اجل مراقبة أساسياتها، عدة طرق تعديل موجودة.

الأولى: تتمثل في تطبيق تعديل شخصي، ففي حالة وجود مؤسسة لها مضاعف يبتعد كثيرا عن الآخرين، يجب البحث عن الأسباب الرئيسية، إما احد أساسياتها (مؤشر) مختلف عن البقية، إما تقييم المؤسسة من طرف السوق (القيمة السوقية) كان أعلى أو منخفض. إذا يجب

¹ Nicolas Klapisz . Valorisation des entreprises - Que regardent les marchés financiers ? .
Avril 2014 . P 7.

www.3ds.com/Financial/Business

² Alain Burlaud et Arnaud Thauvron et autres , DSCG Finance, 4 édition, éditions foucher,
Paris, 2010, P 364.

الأخذ بعين الاعتبار هذا في التقييم. و هنا إما أن نقوم بتعديل المضاعف الخاص بالمؤسسة،
و إما أن نقوم بترجيحه بطريقة مختلفة عن الآخرين.

الطريقة الثانية: هي تعديل المضاعف بقسمته على متغير مفتاحي (Clé) من اجل الحد من تأثير هذا الأخير. نأخذ مثال المضاعف PER ، المضاعف PER بمؤسسة من نفس القطاع، يمكن أن تختلف لان معدل نمو أرباحها مختلف، لذلك نقوم بقسمته على معدل النمو (g)، تأثير هذا المتغير المفتاحي منخفض وبالتالي تصبح المقارنة أكثر ملائمة.

أخيرا، عندما يكون الاختلاف في المضاعفات بين المؤسسات يفسر بعدة عوامل، من الممكن تحقيق انحدار خطي للمضاعف بدلالة مختلف المتغيرات الأساسية المسببة للاختلاف. معاملات الانحدار تستعمل فيما بعد في تقدير مضاعف المؤسسة محل التقييم. المشكلة الأساسية في تطبيق هذه الطريقة ينشأ من الحصول على معنى إحصائي، يجب القدرة على توفير عينة واسعة نسبيا، والذي يستدعي الحصول على قاعدة بيانات من البورصة.

المطلب الثاني: تطبيق مضاعفات التقييم

1- مضاعفات النتائج:

استنتج بعض الباحثين:¹ استنادا إلى قياس معدل الخطأ المطلق للتقييم، إلى تفضيل استخدام المضاعفات استنادا إلى النتائج المتوقعة. وبالإضافة إلى ذلك، فإنها تبين أن عملية اختيار المؤسسات المماثلة يمكن تحسينها باستخدام نسب الأداء، ولا سيما معدل النمو المتوقع للنتائج.

مضاعفات النتائج هم الأكثر استعمالا في تقييم المؤسسات. المضاعفات PER هو الأكثر انتشارا و هو مضاعف النتيجة الصافية. مع ذلك هناك عدة مضاعفات أخرى تستعمل بكثرة، خاصة PER النسبي (relatif)، PEG ومضاعف EBITDA . بالنسبة لاستعمالها، فلا يجب تجاهل الفرضيات التي تقوم عليها كل مضاعف. فالوقوع في ذلك يمثل تحمل خطر تقييم المؤسسات بطريقة خاطئة.

¹ Pierre Astolfi et autre, Revue française de gestion, Méthode des multiples Contribution à l'évaluation des entreprises, N° 242, Paris, 2014, P 1.
<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-83.htm>

1-1 المضاعف (Price Earnings Ratio) PER:

بدون جدال، هو المضاعف الشائع بالنسبة للجمهور، وبالمقابل هو المضاعف الأكثر استعمالا بطريقة غير ملائمة.

يسمح هذا المضاعف بتقييم مؤسسة وذلك بضرب نتيجة ربحها في المضاعف PER. هذه البساطة في الحساب غالبا ما تقود إلى استعمال هذا المضاعف بطريقة خاطئة، أي تجاهل كل الفرضيات التي يرتكز عليها هذا النموذج، من أجل استعماله بطريقة ملائمة، يجب حسابه بطريقة مناسبة و استعماله بطريقة متناسقة.

1-1-1 استعمال المضاعف (PER)

المضاعف PER يمثل العلاقة بين سعر السهم و الربح الخاص به:¹

$$PER = \frac{Cours}{BPA}$$

Cours : سعر السهم

BPA : الربح من السهم

يمكن برهنة هذا المضاعف نظريا كما يلي:²

إذا كان:

V : قيمة المؤسسة.

r : النتيجة الجارية الصافية (خارج العناصر الاستثنائية و الغير المتكررة).

t : معدل الاستحداث.

n : مدة الحياة المستقبلية للمؤسسة، و المفروضة إلى ما لا نهاية.

قيمة المؤسسة حسب منهج الدخل تتوافق مع مجموع النتائج المحققة في المستقبل.

¹ Eric normand, Réussir l'examen certifié AMF, 3^e éditions, Edition Pearson, France, 2013, P 554.

² Anne-Marie Keiser, Gestion financière, 5 édition, Editions ESKA, Paris, 2001, P 540.

$$V = r(1+t)^{-1} + r(1+t)^{-2} + \dots + r(1+t)^{-n}$$

$$V = r \times \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t}$$

بافتراض أن قيمة المؤسسة (V) = رأس مالها في البورصة، فإن:

$$\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} = \frac{V}{r} = \text{PER}$$

السعر الواجب أخذه هو آخر سعر معروف أو السعر المتوسط للسهم خلال الشهر الأخير. بالنسبة للربح من السهم، فتحديده أكثر تعقيدا، إذ يجب ضمان أن احتسابه يكون بنفس الطريقة بالنسبة لكل مؤسسات العينة. كقاعدة عامة، يجب اخذ النتيجة الصافية المجمعة حصة المجمع. هذه النتيجة هي إما نتيجة الدورة الحالية، أو النتيجة المستقبلية، بدلا عن النتيجة الخاصة بالدورة الأخيرة المقفلة. ففي الواقع سعر السهم يأخذ بعين الاعتبار توقعات الربح بالنسبة للدورات المستقبلية، مما يجعل إسناد سعر السهم لدرجة الجاري تكوينه أمر منطقي و يتميز بالتناسق. في (Wall Streets journal)، المضاعف PER المنشور لكل سهم يوافق العلاقة بين آخر سعر في البورصة و الربح من السهم (BPA) خلال الثلاثيات الأربعة الأخيرة.

من أجل اخذ مكونات النتيجة المذكورة، غالبا ما يتم حذف النتيجة الاستثنائية (extraordinaire). حتى يكون للمقارنة معنى، يجب أن تكون النتيجة محسوبة بنفس المبادئ المحاسبية بالنسبة لكل المؤسسات. ولهذا السبب غالبا ما يتم أخذها قبل اهتلاكات التثبيتات، خاصة الربح الممتاز (good Will) والتي تتميز بتعدد طرق حسابها حسب المرجعيات المحاسبية.

الفصل الثالث.....تطبيق نماذج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

بالنسبة لحساب الربح من السهم (BPA)، غالبا ما يعتمد المقيمون على الربح القاعدي للسهم. و الذي يساوي:¹ الربح العائد من الأسهم العادية عدد الأسهم العادية

$$\frac{\text{الربح العائد من الاسهم العادية}}{\text{عدد الاسهم العادية}} = \text{الربح القاعدي للسهم}$$

يمكن في بعض الحالات الأخذ بعين الاعتبار عدد الأسهم المحتمل إصدارها (المخزون من الأسهم، سندات قابلة للتحويل الى اسهم) و تأثيرها سواء على مستوى النتيجة الصافية أو على عدد الكلي للأسهم المتداولة.

هذه النقطة مهمة جدا في بعض القطاعات خاصة أولئك الذين ينشطون في إبداع تكنولوجيا قوي، لان المخزون من الأسهم هنا يمثل طريقة لدفع الفوائد الحالية. نسبة الأسهم والسندات التي ستصدر مقارنة بالمتداولة يمكن أن تكون مرتفعة.²

من اجل تقييم مؤسسة، يجب ضرب ربحها من السهم (BPA) في المضاعف (PER) المتوسط للعينة.

Be

$$\text{قيمة السهم} = \text{الربح من السهم} \times \text{المضاعف (PER) المتوسط للعينة}$$

حتى نستعمل المضاعف (PER) بحكمة، يجب فهم المتغيرات التي يقوم عليها. نفترض، و بغرض التبسيط أن ربح المؤسسة سيرتفع بمعدل ثابت (g) و خلال فترة لا متناهية. في هذه الحالة، قيمة السهم بالرجوع إلى نموذج استحداث الحصص، و (R_c) هو معدل تكلفة الأموال الخاصة:

$$\frac{(D_1)}{g - RC} = \text{قيمة السهم (action)}$$

¹ Benard Raffournier, Les Normes Comptables Internationales (IFRS), 4^e édition, édition économique, Paris, 2010, P 328.

² Arnaud Thauvron, « Evaluation d'entreprise », op cit, P 158

وبما أن الحصة المتوقعة (D_1) تساوي الربح من السهم للدورة الحالية مضروب في معدل توزيع الأرباح (d)، إذن :

$$D_1 = BPA_0 \times d$$

بالرجوع إلى العلاقة السابقة:

$$V. action = \frac{BPA_0 \times d}{RC - g}$$

$$\frac{V. action}{BPA_0} = PER_0 = \frac{d}{RC - g}$$

حتى ولو لن يتم مراجعة فرضية النمو الثابت إلى مالا نهاية للحصص، فهذا التقسيم للمضاعف (PER) يوضح المتغيرات الأساسية الثلاث: النمو المتوقع، خطر السهم، ومعدل توزيع الأرباح.

يرتفع PER كلما كان معدل توزيع الأرباح مهم، الخطر ضعيف والنمو مرتفع.

2-1-1 المضاعف (PER) النظري:

من اجل تحديد ما إذا كان السهم قد قيم بطريقة صحيحة من طرف السوق، من المجدي تقدير مضاعف (PER) النظري. من اجل ذلك، نموذج استحداث الحصص بفترتين هو المستعمل بكثرة.

حسب هذا النموذج، قيمة سهم معين تساوي قيمة حصصه المستقبلية المستحدثة. تشهد هذه الحصص الثانية مرحلة أولى للنمو، يكون فيها مرتفع نسبيا (بمعدل g_1)، ثم في المرحلة الثانية حتى ما لا نهاية، سيتم تعديله (بمعدل g_2)، بحيث النمو في المرحلة الأولى يكون أعلى منه في المرحلة الثانية، و يفترض أن مستوى المخاطرة يكون مختلف خلال الفترتين، أي تكلفة الأموال الخاصة (RC) تختلف، هذا ما يقودنا إلى العلاقة التالية:

$$V.action = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_{c1})^t} + \frac{D_{n+1}}{(R_{c2} - g_2) \times (1 + R_{c1})^n}$$

حصة سنة معينة تساوي حاصل ضرب ربح السنة السابقة في معدل التوزيع، مما يمكن كتابة:

$$D_1 = BPA_0 \times d_1$$

خلال الفترة الثانية، معدل التوزيع يختلف (d_1). حصة السنة ($n + 1$) تساوي (BPA) للسنة 0، الذي ارتفع خلال ($n-1$) سنة بمعدل (g_1) و السنة الأخيرة بمعدل (g_2)، و الذي يوزع بمعدل (d_2)، إذن:

$$D_{n+1} = BPA_0 \times (1 + g_1)^{n-1} \times (1 + g_2) \times d_2$$

أخيرا، إذا شهدت الحصص نمو ثابت بمعدل (g_1) خلال الفترة الأولى، هذا ما يمثل متتالية هندسية، نكتبها بالعلاقة التالية:

$$\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_{c1})^t} = \frac{D_1}{(1 + R_{c1})^n} \times \frac{(1 + g_1)^n - (1 + R_{c1})^n}{g_1 - R_{c1}}$$

في الأخير، نتحصل إذن على ما يلي:

$$V.action = \frac{BPA_0 \times d_1}{(1 + R_{c1})^n} \times \frac{(1 + g_1)^n - (1 + R_{c1})^n}{g_1 - R_{c1}} + \frac{BPA_0 \times (1 + g_1)^{n-1} (1 + g_2) \times d_2}{(R_{c2} - g_2)(1 + R_{c1})^n}$$

بقسمة العلاقة على (BPA_0) نتحصل على :

$$\begin{aligned} PER_0 &= \frac{V.action}{BPA_0} \\ &= \frac{d_1}{(1+R_{c1})^n} \times \frac{(1+g_1)^n - (1+R_{c1})^n}{g_1 - R_{c1}} \\ &\quad + \frac{d_2 \times (1+g_1)^{n-1} (1+g_2)}{(R_{c2}-g_2)(1+R_{c1})^n} \end{aligned}$$

كما توضحه هذه العلاقة الأخيرة، المضاعف PER، هو دالة متزايدة بمعدل نمو الأرباح ومعدل توزيع الأرباح، و هو دالة متناقصة بتكلفة الأحوال الخاصة أي بالخطر.

المقارنة بين المضاعف (PER) الحقيقي للمؤسسة والنظري مفيد خاصة من ناحية التسيير الكمي للمحفظة، لان هذه المطابقة تسمح بشكل إلي تحديد المؤسسات المقيمة بأقل تقدير.

3-1-1 المضاعف (PEG):

يستعمل هذا المضاعف من طرف بعض المحللين، كوسيلة أكثر فعالية من المضاعف (PER) للاختيار الأسهم التي ستقيم بمبلغ اقل.

تتمثل الطريقة في قسمت المضاعف (PER) لسهم معين على مستوى نمو أرباحه المتوقعة. بهذه الطريقة، المقارنة بين الأسهم تصبح أكثر ملائمة بما أن مكون (عامل) النمو للمضاعف (PER) يصبح مخفف.

$$PEG = \frac{PER}{g}$$

من اجل حساب (PEG)، يجب استعمال نفس المؤشرات بالنسبة لمجموع المؤسسات، المختارة للمقارنة، كذلك بالنسبة لفترة النمو، يجب أن تكون نفسها بالنسبة لكل المؤسسات. بالنسبة (فيما يخص) المضاعف (PER) يجب أخذه في الوقت الحالي، وليس المتوقع. ففي الواقع، معدل النمو المتوقع هو عامل يدخل في تحديد سعر السهم، وهو أساس

حساب المضاعف (PER) الحالي. بمجرد تقدير (PEG) الخاص بالقطاع، قيمة سهم معين يحسب كما يلي:

$$V_{\text{action}} = PEG_{\text{secteur}} \times BPA_{\text{société}} \times g_{\text{société}}$$

تكون هذه الطريقة نافعة خاصة في القطاعات ذات النمو القوي، الذي ينتج عنه تباين مهم بين المؤسسات، بعكس ذلك، ففي القطاعات التي وصلت إلى مرحلة النضج يكون فيها معدلات النمو المتوقعة متجانسة نسبيا، وبالتالي هذه الطريقة لا تعطي فائدة كبيرة. يجب إذن عدم تشتيت الرؤية و معرفة أن المضاعف (PEG) يسمح بالأخذ بعين الاعتبار النمو على مستوى المضاعفات (PER)، وليس باقي عناصره الأساسية. فالمقارنة بين المؤسسات على أساس (PEG) إلا في حالة ما إذا كانت باقي العوامل الأخرى متجانسة، خاصة فيما يخص المخاطرة ومعدل التوزيع. وتجدر الإشارة إلى أن النمو المتوقع خلال فترة لا تتعدى 5 سنوات هو المعمول به وليس مجموع النمو.

4-1-1 المضاعف (PER) النسبي:

حساب المضاعف (PER) النسبي يكون بتحميل المضاعف (PER) للمؤسسة على المضاعف (PER) المتوسط لسوقها الذي يضم مؤسسات العينية.

$$PEG_{\text{relatif}} = \frac{PER_{\text{société}}}{PER_{\text{marché}}}$$

تسمح هذه الطريقة بالأخذ بعين الاعتبار الاختلافات في المضاعف (PER) والتي يمكن أن تنجم عن الاختلاف في الأسواق. إذن هذه الطريقة لا تعطي فائدة إلا في حالة ما إذا كانت العينة تتكون من مؤسسات مسعرة في بلدان مختلفة من أجل تقييم مؤسسة عن طريق المضاعف (PER) النسبي، يجب ضرب هذه الأخير في المضاعف (PER) للسوق المختار لتقييم المؤسسة و في الربح من السهم (BPA) للمؤسسة.

المضاعف (PER) النسبي، يستعمل أساسا في الحالتين التاليتين:

- عندما تكون عينة القيمة المألوفة (من نفس البلد) غير كافية، و لا تمثل مرجع للمقارنة.
 - من اجل إعطاء خلال فترة ماضية طويلة نقاط تغيرات قيمة (من زيادة أو نقصان) أو قطاع معين مقارنة بسوقه.
- يمكن أن تكون عينة القيمة المختارة للمقارنة فقيرة، بحيث لا يمكنها توفير متوسط (PER) ملائم. لذلك يبحث المستثمر على تكوين عينة من أسواق أخرى. خصائص هذه الأسواق تكون مختلفة مقارنة بالسوق المرجعي، خاصة في (PER) المتوسط ومستوى معدل الفائدة، لذلك يجب التفكير من منطلق المضاعف (PER) النسبي.
- القطاع التكنولوجي يمثل أحسن توضيح لاستعمال المضاعف (PER) النسبي. في بداية 2000 كانت العينات اقل تمثيل في أوروبا، فكان من اللازم تكوين عينات قيم أمريكية.

1- 2 مضاعف إجمالي فائض الاستغلال (EBE):

المضاعف (EBE) حسب المحاسبة الفرنسية، أي الفائض الخام للاستغلال، هو مضاعف عرف كثير من الشهرة في بداية سنوات 2000.

اللجوء إلى المضاعف (EBE) يسمح بإجراء مقارنات سطحية بين مؤسسات مختلفة كثيرا، وهذا بسبب حساسيته الضعيفة للمبادئ المحاسبية بما انه يقدر قبل مخصصات الاهتلاكات و المؤونات.

استعماله الشائع في بعض القطاعات يفسر بكونه لا يهمل المؤسسات التي لها نتائج سلبية، والذي يجعل استعمال المضاعف (PER) في هذه الحالة مستحيل.

بالنسبة لاستعمال هذا المضاعف في تقييم المؤسسات، فيجب الأخذ في الحساب انه مضاعف للقيمة الإجمالية للمؤسسة (VGE) وليس لأموالها الخاصة في الواقع، المضاعف (EBE) يسمح بمنح الفائدة لمجموع حاملي الأموال (المساهمين والدائنون المليون).

$$\text{Multiple}_{\text{moyen}} = \frac{VGE}{EBE}$$

ومنه :

$$V_{cp} = (\text{Multiple}_{M.EBE} \times EBE_{\text{Entreprise}}) - Dette_{\text{Entreprise}}$$

استعمال هذا المضاعف يفيد في عدة مزايا، فهو يسمح بمقارنة المؤسسات على أساس أدائها الاستغلالي.

ولذلك هو مضاعف الاستغلال الأكثر انتشارا. فهذا الرصيد هو الأكثر استقلال من المعايير المحاسبية وأهمها مدة الاهتلاكات، الهيكل المالي بعدم إدخاله لفوائد القروض، وجباية المؤسسة التي تختلف من بلد لآخر. فهذه العوامل الثلاث [الجباية، معدل الفائدة، القواعد المحاسبية (خاص الاهتلاك)] هي العناصر الأكثر حساسية للمعايير المحاسبية الغير متجانسة.

3-1 مضاعف نتيجة الاستغلال (REX) :

بعكس المضاعف (PER) الذي يحدد عن طريق النتيجة الصافية والذي يقودنا إلى تقييم الأموال الخاصة للمؤسسة، فان استعمال نتيجة الاستغلال (REX) بعد الضرائب على الأرباح يقودنا إلى تقييم المؤسسة بكاملها (VGE). في الواقع، نتيجة الاستغلال تسمح بتقييم الفائدة لمجموع حاملي الأموال (المساهمون والدائنون الماليين) بما انه يحسب قبل الأخذ في الحسبان الفوائد على القروض.

تطبيقا، نتيجة الاستغلال (REX) للدورة الحالية هي التي تأخذ في حساب المضاعف المتوسط.

المضاعف لنتيجة الاستغلال (REX) هو الأكثر ملائمة من المضاعف (PER) بسبب تجنبه خفض القيمة الناتجة عن الديون.

2- مضاعفات أخرى:

يبقى كثير من المضاعفات الأخرى، والتي يمكن استعمالها في تقييم المؤسسات.
البعض من هذه المضاعفات يستعمل بشكل عام (أي لكل المؤسسات)، كمضاعف رقم الأعمال، بينما القيمة فهي خاصة ببعض القطاعات.

2-1 مضاعفات رقم الأعمال:

يمكن استعمال مضاعف رقم الأعمال بطريقتين بتحميله أما على سعر في البورصة (سعر الأموال الخاصة) للمؤسسة، أو على القيمة الإجمالية.

بالنسبة للحالة الأولى فهو يتعلق بمضاعف (PSR) (price-to-sales ratio). هذه العلاقة بين السعر ورقم الأعمال غالبا ما تمثل خطأ في استعمالها، لأنها لا تحترم مبدأ التناسق بين القاسم والمقسوم عليه، وتعود غالبا إلى تقييم أعلى للمؤسسات الأكثر استنادة.

بعد التوصل إلى تقدير مجموعة من القيم عن طرق المضاعفات المستعملة، من المهم:¹ تقريب القيمة النهائية (الأموال الخاصة) من وجهات القيمة المعتمد عليها في التقدير (الأموال الخاصة السابقة، رقم العمال، النتيجة الصافية، نتيجة الاستغلال) يسمح للمقيم بالتحقق من مدى توافق القيمة النهائية مع عناصر التحليل ومستقبل المؤسسة.

2-2 مضاعفات القطاعات:

في بعض الحالات، يوجد مؤشرات قيمة خاصة بقطاع معين. فمثلا، حالة التامين أين يكون مبلغ العلاوات السنوية المحقق هو المأخوذ غالبا كأساس للمضاعف، مؤخرا، وأمام استحالة استعمال المضاعفات الكلاسيكية في حالة (start-ups)، فتم استعمال عدة مؤشرات خاصة . ففي الواقع، وأثناء غياب الربح وكذلك رقم الأعمال، كان يجب إيجاد مؤشرات

¹ Direction général des finances publiques. Guide de L'évaluation des entreprise et des titres des sociétés. Version de novembre 2006. P 13.

https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3.../guide_eval_entreprises.pdf

أخرى للقيمة. وهذا ما يقود بعض المحللين إلى اخذ عدد متصفح موقع الكتروني كمؤشرات. فالفكرة هنا هي اعتبار عدد المتصفحين مؤشر جيد للقيمة، لان كلما زاد تصفح موقع معين، كلما زاد احتمال تحقيق رقم أعمال أعلى مستقبلا.

2-3 مضاعف التحويلات:

بالنسبة لهذا النوع من المضاعفات، الطريقة تبقى نفسها، إذ نأخذ رأس المال في البورصة لمؤسسات العينة على انه قيمة تحويل هذه المؤسسات المقارنة. تكوين العينة يصبح إذا أكثر حساسية، لأنه زيادة على شرط أن تكون المؤسسات قابلة للمقارنة مع المؤسسة محل التقييم، يجب أن تكون هذه المؤسسات محل تحويل خلال فترة قريبة نسبيا.

غالبا ما يكون بهذه الطريقة عدة مزايا، فمن الممكن استعمالها في حالة المؤسسات الغير مسعرة، بما أن القيمة السوقية للأسهم والسندات تعوض بسعرها المحول به. كل الصعوبات تكمن في إلزامية معرفة سعر تحويل هذه المؤسسة الغير مسعرة. النقطة الايجابية الثانية لهذه الطريقة، هي قيامها على أساس التحويلات، فالمضاعفات تتضمن علاوة المراقبة فهي إذن كذلك تقييم اخذ المراقبة بالأغلبية.

حدود هذه الطريقة تأتي من كون التحويلات المعمول بها غالبا ما تكون في فترات مختلفة، لذلك يجب التأكد من أن الشروط الاقتصادية خاصة لم تتطور بشكل هام.

المطلب الثالث: صعوبات تطبيق منهج المقارنة في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

بعد عرض منهج المقارنة المعتمد عليه بكثرة من قبل المختصين في تقييم المؤسسات، والإشارة إلى أهم الطرق و المضاعفات المستعملة ضمنه، نلاحظ تطبيق هذا المنهج في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية غير ممكن. لان اغلب المضاعفات تركز على بيانات مصدرها سوق مالي نشط. أي يضم عدة مؤسسات مختلفة من ناحية الحجم والنشاط، وله حجم تداول معتبر على الأصول المالية. وهو الأمر الذي لا يتوفر في الاقتصاد الجزائري. فبورصة الجزائر تضم خمسة (05) مؤسسات فقط، هي: مجمع صيدال، شركة اليانس للتأمينات، مؤسسة رويبة للعصائر، فنادق الاوراسي و مؤسسة بيوفاغم.

إذن، عدم كفاءة بورصة الجزائر يمثل معوقات أساسية في استعمال المضاعفات التي تشترط كفاءة الأسواق المالية. و التي سنحاول الإشارة إليها و تحليلها بالترتيب التالي:

■ أول مشكل يواجه المقيم هو استحالة تشكيل عينة من المؤسسات المسعرة القابلة للمقارنة. لأن عدد المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر يحسب باليد الواحدة، وبالتالي تمثيلها لأغلب القطاعات غير وارد. حتى بافتراض أن المؤسسة محل التقييم لها نفس نشاط إحدى المؤسسات المسعرة، يطرح مشكل مصداقية قيمة رأس مالها في هذا السوق المالي، وذلك للتداول الضعيف جدا والمتذبذب كما هو مبين في الفصل الثاني تحت عنوان كفاءة السوق المالي في الجزائر.

■ لاستحالة استعمال بيانات بورصة الجزائر للمقارنة في إطار تقييم المؤسسات المحلية لعدم كفاءتها، قد يلجأ المقيم إلى الأسواق الأجنبية النشطة، تضم عدد كبير من مؤسسات مختلفة الأحجام و الأنشطة. هذا التوجه حتمي إذا ما أراد المقيم استنتاج قيمة رأس مال المؤسسات الجزائرية عن طريق المقارنة المبنية على الأسواق المالية. لكن، استعمال الأسواق المالية الأجنبية في تشكيل عينة المؤسسات المسعرة القابلة للمقارنة مع المؤسسات المحلية، ومحاولة تطبيق مختلف المضاعفات يثير مسألة مهمة جدا، تتمثل في درجة التوافق في القواعد و المبادئ المحاسبية المعمول بها في الجزائر والبلد الذي ينشط فيه السوق المالي المختار. الأمر الذي يلزم المقيم مراجعة كل المبادئ والقواعد التي تحكم و تنظم المحاسبة في البلد الأجنبي، وإجراء المقارنة مع مثيليهما بالنسبة للنظام المحاسبي المالي (SCF). وفي حالة اكتشاف اختلاف جوهري من ناحية الإدراج في الحسابات والتسجيل المحاسبي، التقييم والإفصاح المحاسبي. يجب على المقيم إجراء سلسلة من إعادة ترتيب للحسابات وتصحيحها لكل مؤسسات العينة المختارة في البورصة الأجنبية. بشكل يضمن له درجة معينة من التوافق بين القوائم المالية تمكنه من استعمال المقارنة لتقييم المؤسسات المحلية.

أهم النقاط الواجب مراجعتها، والتي تمثل الاختلاف هي: الجباية، الاهتلاكات والمؤونات، معدل الفائدة على الديون.

توجه المقيم للأسواق الأجنبية يكلف المقيم جهد ووقت إضافيين. بحيث، غالبا ما يستعين المقيم بمجموعة من الخبراء في المحاسبة والمالية والجباية، مما ينعكس ذلك على التكلفة المالية الإجمالية للجهة الموجه إليها تقرير التقييم. وبالتالي الوقوع في حتمية إعادة التفاوض بين المقيم والجهة المستفيدة من التقييم حول الغلاف المالي الذي يمثل أجرة المقيم وفريق عمله.

■ إشكالية تشكيل عينة من المؤسسات المسعرة يؤثر مباشرة على استعمال المضاعفات التي تركز على وجود ونشاط السوق المالي. يمكن للمقيم تجاوز هذه المسألة، والاعتماد على مؤسسات محلية غير مسعرة كمؤسسات للمقارنة وبالتالي تكوين العينة. هنا، يكون المقيم قد خرج منا إطار المقارنة المعتمدة على السوق المالي، والاكتفاء بالمقارنة على أساس القوائم المالية (ميزانية، حسابات النتائج) لمؤسسات غير مسعرة. يعد هذا الأسلوب اختيار حتمي في حالة صعوبة تشكيل عينة من المؤسسات المسعرة في بورصات أجنبية، أو تقييم المؤسسات الصغيرة الحجم، أين يصبح تقييمها مقارنتها بمؤسسات مسعرة مستحيل، لعدم وجود مثيلاتها في الحجم في كل الأسواق المالية. ومن جهة أخرى نوع من تكيف منهج المقارنة في غياب سوق مالي نشط في الجزائر. النقاط الأساسية الممكن الإشارة إليها هنا تتمحور حول كيفية اختيار مؤسسات العينة ومؤشرات القيمة. بالنسبة لتكوين العينة، يجب على المقيم اخذ أكبر عدد ممكن من المؤسسات المحلية الغير مسعرة، وصولا تحقيق ميزة تمثيل العينة لأغلب المخاطر تواجهها المؤسسات الأخرى المحلية من نفس قطاع النشاط ولها نفس الحجم. لتسهيل هذه الخطوة يستطيع المقيم الاعتماد في تشكيل هذا النوع من العينات على منشورات السجل التجاري "BOAL". فيما يخص اختيار مؤشر القيمة أي المضاعف المستعمل، من المستحسن استعمال المقيم أكبر عدد ممكن من مؤشرات القيمة، والتركيز على المؤشرات التي تخدم أكثر غرض التقييم. مع إجراء ترجيح مناسب لاستنتاج قيمة رأس مال المؤسسة الجزائرية محل التقييم. فإذا كانت

القيمة المستهدفة هي الأرباح المستقبلية، تيم التركيز على مضاعفات النتائج. أما إذا كانت الحصة السوقية للمؤسسة هي الأهم، يتم التركيز على مؤشر رقم الأعمال مثلا. النقطتين السابق ذكرهما (تشكيل عينة من المؤسسات المحلية واختيار مؤشر القيمة) مهمان جدا، طالما أن المقيم لا يمكن الاعتماد على المؤسسات المسعرة في المقارنة. فمن وجهة نظر ببيكولوجية، قد يثير هذا الأسلوب في المقارنة المعتمد على مؤسسات غير مسعرة عدة تساؤلات لدى الجهة المستفيدة من التقييم والطرف الآخر المهتم بنشاط المؤسسة، خاصة إذا كانت المضاعفات المستعملة لها نتائج متباعدة. استعمال تقييم متنوع مع اتساع العينة يكون بمثابة الإجابة على هذه التساؤلات.

■ بما أن استعمال معطيات السوق المالي في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية غير ممكن. و الاعتماد على المؤسسات الغير مسعرة في المقارنة قد ينتج عنه عدة تساؤلات منهجية و ببيكولوجية. يبقى استعمال مضاعفات القطاع والتحويلات الأصح من ناحية التوافق مع الجانب النظري ضمن منهج المقارنة. استعمال مضاعفات التحويل يعني اعتبار رأس المال المسعر في البورصة على انه قيمة تحويل إذا كانت المؤسسة محل تحويل للملكية طبعاً. إذا يجب على المقيم البحث على عدد كافي من المؤسسات المحلية لها نفس النشاط كانت محل تحويل للملكية، والاعتماد عليها في تقدير قيمة المؤسسة الجزائرية محل التقييم بشكل مباشر. الصعوبات التي يمكن مواجهتها في هذا التطبيق هي معرفة سعر التحويل الحقيقي للمؤسسات المختارة. بالإضافة إلى كيفية استعمال هذه المعلومات إذا كانت التحويلات في فترات زمنية مختلفة.

خاتمة الفصل:

بعد عرض منهجية التطبيق العددي لأهم طرق تقييم المؤسسة بالتركيز على كيفية تقدير المحددات التي تدخل في استعمال كل منها، يمكن تلخيص الصعوبات التي تواجه تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية انطلاقاً من المقومات المحلية فيما يلي:

- أهم محددات تطبيق طرق الاستحداث هي تقدير معدل الاستحداث والتنبؤ بالتدفقات المستقبلية، وهما يمثلان المعوقات الأساسية في استعمال هذه الطرق لتقييم المؤسسات الجزائرية. فالانتقال إلى اقتصاد السوق مرحلة ينتج عنها صعوبات كبيرة في التنبؤ بالتدفقات النقدية، وهذا بسبب ضبابية مناخ الأعمال و التغير المستمر في القوانين التي تحكم نشاط المؤسسات. نفس المعوق بالنسبة لتقدير القيمة النهائية (VT).
- بما أن تطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR) مرتبط بتوفر معلومات صادقة عن قيمة كل عنصر من أصول وديون المؤسسة، يمكن استنتاج نقطتين يمثلان صعوبة تطبيق هذه الطريقة بالنسبة للمؤسسات الجزائرية. أولاً، عدم وجود أسواق نشطة و مكاتب مختصة في إعادة تقييم الأصول (الأراضي، المباني، آلات الإنتاج، معدات نقل...). يمثل معوق رئيسي في إضعاف وانحراف نتائج هذه الطريقة المحاسبية. ثانياً، التحدي في تطبيق أهم مبدأ جاء به النظام المحاسبي المالي (SCF): " تغليب الجوهر الاقتصادي على الجانب القانوني "في إعداد القوائم المالية.
- غياب سوق مالي نشط يحول دون إمكانية استعمال طرق المقارنة المبنية على أساس السوق. الاعتماد على عينة مكونة من مؤسسات مسعرة أجنبية يطرح مشكلة عدم التوافق من حيث القواعد المحاسبية، معدل الاستدانة، معدل الضريبة، سعر الصرف.

الفصل الرابع

واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية

في الجزائر

تمهيد:

للإجابة على إشكالية الدراسة المتمثلة في معرفة واقع تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، تم اختيار مؤسستين اقتصاديتين كانتا محل تقييم في الماضي القريب نسبيا وهما شركة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) مؤسسة روية المتخصصة في صناعة العصائر (NCA-Rouiba).

للإلمام بجوانب الموضوع كان الباحث مجبر على إجراء الدراسة الميدانية على هاتين المؤسستين لسببين متداخلين. الأول، استهداف المؤسسات التي تم تقييمها لغرض الدخول للسوق المالي، كونها مقيمة من طرف مكاتب متخصصة باستعمال عدة طرق، مما يخدم أهداف الدراسة. و من جهة أخرى يكون تقرير التقييم في متناول الجمهور وبالتالي الباحث. السبب الثاني هو قلة المؤسسات التي لها نفس الخصائص.

تم تقييم شركة العمومية للاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) في 30 جوان 2015 من طرف المركز التقني للمعلومة والاتصال (CETIC) ببومرداس. الغرض من تقييم هذه المؤسسة هو تقدير سعر للأسهم الجديدة المصدرة والتي تمثل رفع رأس مالها ب 35% وبما يعادل 11.846.000 سهم. بتطبيق عدة طرق، كانت نتائج التقييم هي تحديد مبلغ 1.600 دج للسهم.

بالنسبة لمؤسسة روية (NCA-Rouiba)، كان قرار الدخول للسوق المالي اثر اجتماع لمجلس الإدارة في 27 ماي 2011. تم تقييم هذه المؤسسة في 30 جوان 2012، من طرف مكتب خبرة محاسبية لحرفوش محمد بالتنسيق مع شركة تونس للقيم Société Tunisie (Valeurs). اعتمد في هذا التقييم على عدة طرق، وصولا إلى تحديد مبلغ 400 دج للسهم. مع العلم أن عدد الأسهم المصدرة للاكتتاب عددها 2.122.988 سهم.

قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، حيث يتناول كل مبحث مؤسسة واحدة. ركزنا بالنسبة لكل مؤسسة على نقطتين هما: نتائج التشخيص الداخلي والخارجي وعرض كيفية تطبيق كل الطرق المستعملة، مع التعليق عليها بتحديد أهم الانحرافات المنهجية في تقدير المحددات.

المبحث الأول: تقييم مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة.

في هذا المبحث سنحاول تقديم هذه المؤسسة، ثم عرض تطبيق طرق تقييمها مع التعليق.

المطلب الأول: تقديم مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة.

1 - لمحة تاريخية:

تم انطلاق مصنع الاسمنت عين الكبيرة عام 1978 في وحدة إنتاجية، اعتمادا على ممتلكات الشركة الوطنية لمواد البناء سابقا (SNMC)، التي أسست في 20 ديسمبر 1967 بموجب المرسوم رقم 260/67.

نتيجة لإعادة الهيكلة التنظيمية للشركة الوطنية لمواد البناء إلى عدة مؤسسات جهوية للاسمنت، تم تحويل مصنع الاسمنت عين الكبيرة إلى مؤسسة عمومية اقتصادية جديدة، تحت اسم المؤسسة الجهوية للاسمنت ومشتقاته للشرق (ERCE)، في سنة 1982 بموجب المرسوم رقم 322/82.

بعد الاجتماع المنعقد يوم 8 ديسمبر 1997، حول GAERC من RERC للمؤسسة الجهوية للاسمنت ومشتقاته للشرق RERC بتشكيل فرع مصنع الاسمنت عين الكبيرة، والذي تم تحويله في 1998/04/05 إلى شركة ذات أسهم والمسماة بشركة الاسمنت عين الكبيرة، واختصارا (SCAEEK).

رأس المال الاجتماعي الأول هو 50.000.000,00 دج، مقسم إلى 250 سهم بقيمة اسمية تساوي 200.000,00 دج. مملوكة بكاملها من طرف المؤسسة الجهوية للاسمنت ومشتقاته للشرق (ERCE) ضمن المجموعة ERCE-GIC .

منذ خلق هذه الشركة، تم رفع رأس مالها الاجتماعي مرتين:

■ الأولى، في 26 أكتوبر 1999، ليصل إلى مبلغ 1.550.000.000,00 دج بعد دمج

الاحتياطات. وهو مقسم إلى 7.750 سهم بقيمة اسمية تساوي 200.000,00 دج

مملوكة بكاملها من طرف المجمع ERCE-GIC.

▪ الثانية، في 13 جوان 2007، حيث بلغ مجموع رأس المال 2.200.000.000,00 دج بعد إدراج الاحتياطات. ومقسم إلى 11,000 سهم بقيمة اسمية 200.000,00 دج مملوكة بكاملها من طرف المجمع ERCE-GIC الذي تم تحويله في 05 افريل 2010 إلى المجمع الصناعي لاسمنت الجزائر (GICA).

شركة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) لها قدرة إنتاجية مقدرة ب 1.000.000 طن من الاسمنت في السنة، وتعد الأفضل في المجمع (GICA) من ناحية الأداء. مع بداية سنة 2016 قامت الشركة بالتحضير لرفع رأس مالها، بحيث تزيد في الإنتاج ب 2.200.000 طن.

لتحسين أداء الشركة بصورة واضحة، قامت هذه الأخيرة بالتركيز ومحاولة الاستفادة من خطط الاستثمار وتحديث منشآتها، ورفع من مستوى وأساليب التشغيل، فضلا عن تدريب وتكوين العمال.

من جهة أخرى، للحفاظ على كفاءتها التشغيلية، قامت الشركة بتعزيز إمكانياتها في التخزين والمناولة والنقل أيضا.

منذ إنشاء شركة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) وهي تحقق أرباح. النتائج المسجلة منذ عام 2009 مكتوبة في الجدول التالي:

الجدول رقم(06) : النتائج الخامة للمؤسسة(SCAEK) 2014-2009.

الوحدة: مليون دج

| السنة | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| النتائج الخامة | 1.861 | 2.158 | 2.934 | 3.837 | 3.824 | 4.148 |

فيما يلي سنعرض التواريخ الرئيسية للمؤسسة محل الدراسة

1974 : إمضاء عقد بداية العمل على إنشاء مصنع الاسمنت.

1978 : الشروع في الإنتاج بداية من نوفمبر.

1982 : إعادة هيكلة الشركة الوطنية لمواد البناء (SNMC)، وبعث المؤسسة الجهوية لاسمنت الشرق (ERCE).

1998 : على غرار الوحدات الأخرى، تم إطلاق فرع باسم شركة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK).

2000 : تجاوز المؤسسة (SCAEK) ولأول مرة في تاريخها عتبة إنتاج 1000.000 طن من الاسمنت.

2002 : منح المؤسسة شهادة الجودة ISO 9001 نسخة 2000.

2003 : توقيع عقد مع الشريك AAF لبناء والإشراف على تركيب مصفاة ذات المقبض، لأكثر من 4.750.000 اورو.

2005 : توقيع عقد مع الشريك ICER الفرنسي لجعل الورشات تشتغل آليا.

2006 : في شهر ماي، الانتهاء من تركيب مصفاة الغبار، و هي تكنولوجيا تستعمل لأول مرة في الجزائر.

2008 : منح المؤسسة (SCAEK) في شهر جوان شهادة الجودة ISO 14001 نسخة 2004.

2008 : العودة في جويلية إلى البيع بالتجزئة للشركة (SCMCE) سابقا.

2008 : الفوز بالجائزة الوطنية الثانية للبيئة، والتي منحها وزارة تهيئة العمران و البيئة.

2009 : توقيع عقد الهندسة والتشاور مع CETIM، والبالغ 788036560 دج متضمن الرسم.

2009 : بدء أعمال الحفر وفقا للمواصفات المنصوص عليها في دفتر الأعباء المرتبط بالمشروع إنشاء خط الإنتاج الثاني.

2010 : إعادة هيكلة ثانية بعد خلق المجمع الصناعي لاسمنت الجزائر (GICA) يوم 26 نوفمبر 2009، و تحويل الأسهم و المساهمات و القيم المثبتة الأخرى المملوكة من طرف

المجمع (ERCE) لصالح المجمع (GICA) في 30 مارس 2010 بعد تصفيته.

2010 : نجاح شركة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) في إطلاق مبرد جديد في إطار برنامج ترقيّة القدرات الإنتاجية. استثمار كلف الشركة 484.514.410,02 دج.

2011 : : تجاوز المؤسسة (SCAEK) و لأول مرة في تاريخها عتبة إنتاج 1.022.040 طن من المنتج clinker.

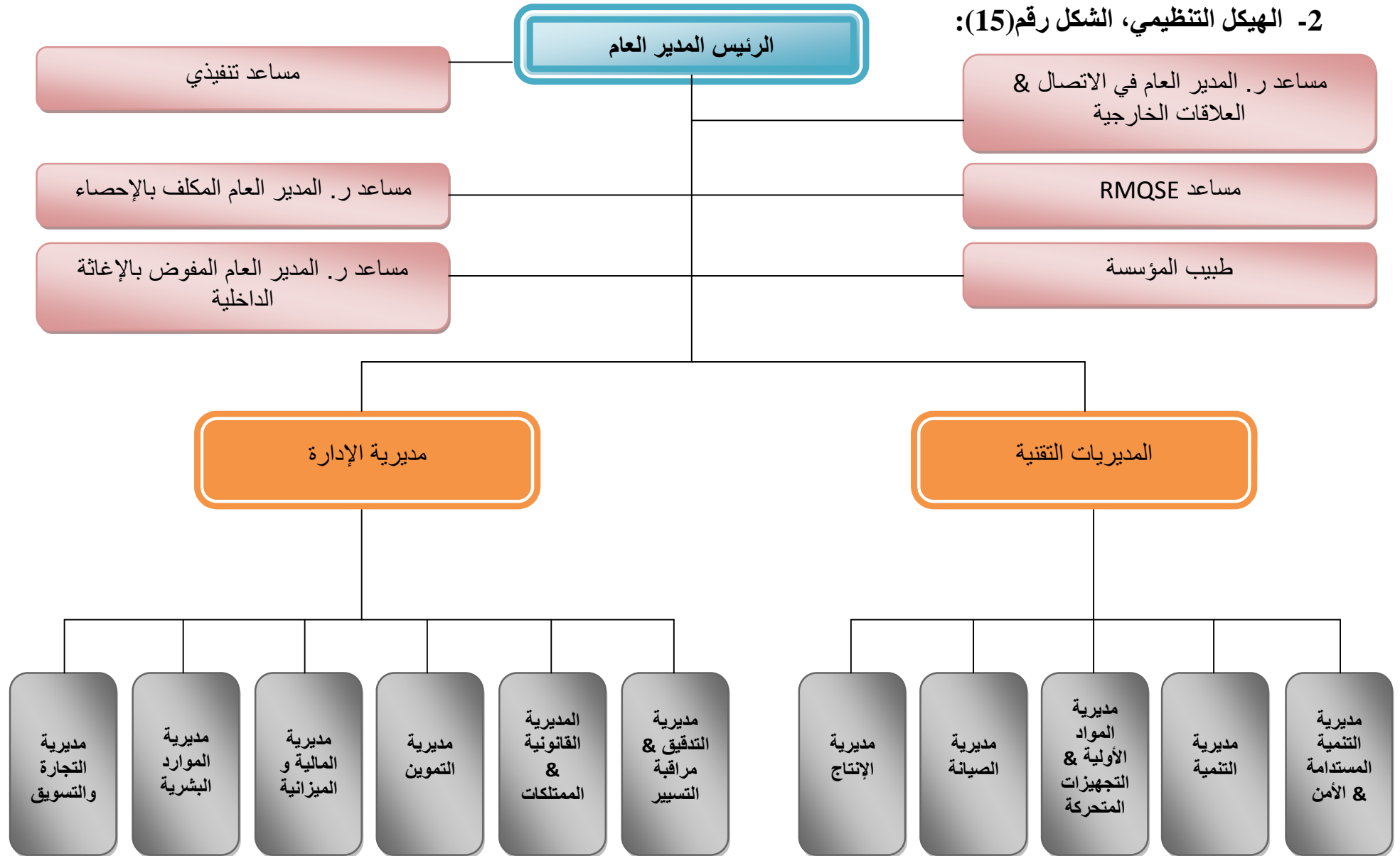
2011 : المصادقة على نظام الإدارة المتكامل للمؤسسة من خلال شهادة ISO 9001 نسخة 2008، ISO 14001 نسخة 2004 و OHSAS 18001 نسخة 2007.

2013 : توقيع عقد انجاز خط إنتاج ثاني مع المنشأ POLYSIUS الذي أصبح THYSSEN KRUPP INDUSTRIEL SOLUTIONS (France) في 20 أوت.

2014 : في 23 جانفي من هذه السنة تنفيذ العقد المبرم مع المشيد POLYSIUS سابقا.

2014 : قررت الجمعية العامة الاستثنائية للشركة (SCAEK) الدخول للبورصة برفع رأس مالها ب 35%.

2- الهيكل التنظيمي، الشكل رقم (15):



مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) ليس لها فروع، ولا تمثل مجمع. الهيكل التنظيمي لها ينقسم إلى هياكل وظيفية وهياكل تشغيلية. تم الاعتماد على هذا الهيكل بعد الحصول على نتائج دراسة أجريت حديثا من طرفها، والتي استهدفت على وجه الخصوص كمحور استراتيجي:

- تكيف هياكل المؤسسة وإمكانياتها مع المناخ الأعمال الوطني الذي يشهد فترة انتقالية. فالهدف هنا هو العمل في إطار تنظيم أكثر توجهها نحو السوق وبيئة المؤسسة.
 - وضع منهج تشاركي من خلال تكريس اللامركزية في النشاطات والقرارات الإدارية للهياكل التنفيذية.
 - اعتماد منهج قائم على الأدلة لتسهيل عملية اتخاذ القرار من خلال إقامة مديرية التدقيق و مراقبة التسيير.
 - تحسين نظام المعلومات والاتصال من أجل الاستجابة لمتطلبات السوق والاستعداد لدخول الشركة في البورصة.
- هذا التنظيم الذي يدرج هياكل جديدة (الجودة والبيئة، التدقيق والمراقبة التسيير، الدراسات والطرق، القانونيين والمقاضاة...) غير إحصائية، يستجيب لمتطلبات سوق المال في الجزائر.
- اعتمدت المؤسسة الاسمنت عين الكبيرة على خلية التدقيق الداخلي لرفع التقارير مباشرة إلى الرئيس المدير العام PDG، وهي مكلفة بإعداد برنامج تدقيق سنوي، والذي يخضع لموافقة مجلس الإدارة. هذا البرنامج يشمل جميع وظائف المؤسسة تقريبا ويهتم بالمخاطر المتعلقة بالنشاط والرقابة الداخلية.
- 3- اللوائح التنظيمية:**

تخضع مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة (SCAEK) للقوانين واللوائح التنظيمية المعمول بها في الجزائر، بما في ذلك القانون التجاري، قانون رقم 01-04 الصادر يوم 20 أوت 2001 المعدل والمتمم المتعلق بالتنظيم، تسيير وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية.

هذه المؤسسة لا تخضع لأي قوانين خاصة.

في مجال حماية البيئة، تحرص المؤسسة (SCAEK) بانتظام على القيام بعمليات تحديث وتجديد المصفاة، وكذا إزالة الغبار من ورشات العمل وموقع المصنع. المخلفات السائلة مثل المياه الصناعية لا تؤثر على البيئة والمحيط بسبب قلة كمياتها المطروحة من جهة وانخفاض درجة ضررها من جهة أخرى.

بالإضافة إلى ما سبق، تلتزم مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة بجميع التدابير الهامة التي تتطلبها اللوائح المتعلقة بعقود النقل وتخزين بعض المواد الخطرة مثل المتفجرات المستعملة في المحجرة.

المؤسسة (SCAEK) مثل جميع المؤسس الأخرى التابعة للمجمع الصناعي لاسمنت الجزائر GICA، فحتى الآن، لا وجود لأي لجنة متخصصة تشارك في الحكم، كلجنة التدقيق، أو لجنة المكافآت، اللجنة الاستراتيجية.

تستغل هذه المؤسسة محجرة من ثلاث مناطق وفقا للمادة رقم 14-5 من قانون التعدين عام 2014، والذي يخضع المؤسسات المعنية بدفع الضرائب المحددة التالية:

- حق اقتطاع 6% على أساس قيمة بضاعة الحجر الجيري (calcaire) مقبوضة سنويا من طرف l'ANAM.
- رسم Taxe superficiare : 138333,33 دج (مبلغ دورة 2014).
- تكوين مبلغ احتياطي للطوارئ مودع في حساب مجمد (حساب الخزينة العمومية المجمد)، و الغرض منه إعادة تأهيل المواقع المستغلة بعد انتهاء العملية.

4- الخصائص الرئيسية للنشاط

1-4 المنتجات الرئيسية :

مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة متخصصة في صناعة الاسمنت، بحيث تتوفر على خط إنتاج واحد بطاقة قدرها 1.000.000 طن سنويا. وكان من المتوقع زيادة الانتاج ليصل الى 3.200.000 طن في دورة 2017 ، وهذا في حالة النجاح في تمويل الخط الانتاجي الثاني بإصدار أسهم جديدة للاكتتاب.

تنتج المؤسسة حاليا نوعين من الاسمنت :

- اسمنت CPA قسم 42,5 حسب المعيار (NA -442) نسخة 2000.
 - اسمنت CPA-CEM قسم 42,5 ES حسب المعيار (NA-443) نسخة 2002.
- يمكن للمؤسسة في المقابل إنتاج الأنواع التالية :
- اسمنت CEM II A قسم 32,5 حسب المعيار (NA -442) نسخة 2000.
 - اسمنت CPA قسم 52,5 حسب المعيار (NA-443) نسخة 2002.
 - الاسمنت البترولي قسم G.
- المعيار (NA -442) لصناعة اسمنت المؤسسة عين الكبيرة مطبق منذ شهر فيفري 2003.

خصائص الاسمنت المصنع من طرف المؤسسة محل الدراسة متوافقة مع المعيار الجديد، فهي تحقق القيم التالية :

الحد الأدنى : 40 MPa.

الحد الأقصى : 62,5 MPa.

المعيار : $42,5 \leq$ MPa.

لتحسين جودة منتجاتها مع احترام معايير التصنيع، تملك المؤسسة (SCAEK) معدات جديدة على مستوى مخبر التحاليل، ونذكر منها : محلل جديد، جهاز بلين (blaine) التلقائي، طاولة للصدمات، ومجموعة من القوالب للأشعة X .

4-2 المنتجات المحققة لأكبر العوائد :

المنتجات المساهمة بشكل كبير في تحقيق إيرادات المؤسسة هما على التوالي: (CPJ) و (CRS) . من خلال الجدول التالي نوضح ذلك.

الجدول رقم (07): المنتجات الرئيسية لمؤسسة (SCAEK)

الوحدة : ألف دج

| رقم الأعمال | دورة 2014 | النسبة (%) |
|---------------|-----------|------------|
| الاسمنت (CPJ) | 7.205.037 | 88 |
| الاسمنت (CRS) | 989.019 | 12 |
| المجموع | 8.194.056 | 100 |

3-4 تطور حجم الإنتاج :

تطور الإنتاج بالكمية خلال السنوات 2012، 2013، 2014 ملخص في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): تطور إنتاج المؤسسة (SCAEK) 2014-2012.

الوحدة : طن

| المنتجات المصنعة | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------|-----------|-----------|-----------|
| الاسمنت (CPJ) | 1.160.938 | 1.170.281 | 1.200.025 |
| الاسمنت (CRS) | 105.066 | 110.133 | 110.123 |
| المجموع | 1.266.004 | 1.280.414 | 1.310.148 |

4-4 فرص وموقع المؤسسة في السوق:

مع شروع خط الإنتاج الثاني الذي كان مستهدفا حيز التطبيق، يمكن للمؤسسة (SCAEK) إنتاج كمية إضافية مقدرة ب 2.200.000 طن خلال السداسي الثاني لسنة 2016. و بهذا فان المؤسسة ستغطي 10٪ من احتياجات السوق في المنطقة و الوطن.

على الرغم من وجود منافسة حقيقية في السوق الوطنية، خاصة مع الإطلاق الوشيك لمصنع اسمنت جديد قدرته الإنتاجية 3.7 مليون طن في منطقة بسكرة، المؤسسة عين الكبيرة ستطبق إستراتيجية تجارية للحفاظ على حصصها السوقية، وتبقى واحدة من أفضل مصانع الاسمنت في البلاد من حيث الحجم والربحية.

تتمثل هذه الإستراتيجية التجارية المطبقة في دمج جميع الجهات النشطة في الشبكة

التجارية:

الفصل الرابع.....واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

- البيع عبر الموقع الالكتروني لصالح العملاء الكبار، أين يكون الطلب أعلى من أو يساوي 40 طن/ العقد.
 - البيع من خلال الفرع التجاري (SNMCE) للمجمع 30% من إنتاج الاسمنت.
 - البيع بالجملة لموزعين عموميين الأفضل من حيث الأداء و البنية التحتية.
 - البيع بالتجزئة عن طريق موزعين خواص معتمدين من طرف المجمع في ضوء القدرات والوسائل التي يتطلبها نشاط تسويق الاسمنت.
- من خلال الجدول التالي سنعرف أهم زبائن المؤسسة (SCAEK).

الجدول رقم (09): المبيعات المؤسسة (SCAEK) لأهم الزبائن 2014.

الوحدة : دج

| الزبائن | رقم الأعمال (HT) | رقم الأعمال (TTC) |
|--------------------------------------|------------------|-------------------|
| مؤسسات خاصة للبناء | 3477381259,80 | 4068536073,97 |
| المؤسسات الأجنبية العاملة في الجزائر | 315969078,40 | 363848242,61 |
| مؤسسات عامة للبناء | 478620059,60 | 559985469,73 |
| محولون | 880513152,00 | 1030200387,84 |
| مستثمرون | 141114760,40 | 165104269,67 |
| نقاط بيع | 2524505419,20 | 2953671301,47 |
| فروع المجمع | 48482252,00 | 48482252,00 |
| EDIMCO | 326051404,80 | 381480143,62 |
| آخرون | 1418586,00 | 1659745,62 |
| المجموع | 8194055972,20 | 9572967886,53 |

لتوضيح أهمية كل زبون، فيما يلي بيان عن طريق النسب.

5-4 أهم التجهيزات:

لتحقيق أهداف المؤسسة محل الدراسة تمتلك هذه الأخيرة :

- تجهيزات تقنية هامة، موزعة على المراحل المختلفة من عملية إنتاج الأسمنت: ساحق الحجر الجيري، ساحق التراب الأصفر، ساحق الحديد الخام سحق.....
- مساحة تبلغ مساحتها الإجمالية 173 هكتار. منها 52 هكتار، 63 هكتار، 12 هكتار مخصصة كوعاء للاسمنت مع كل الطلبات اللازمة لنشاطها(إمدادات الطاقة الكهربائية، الماء والغاز، الصرف الصحي المتصلة بالشبكة العامة، التوصيلات الهاتفية).
- الوضع القانوني للأرض، جزء منها تحت ملكية أفراد خواص، صودرت قبل عام 1974، وهي حاليا موضوع تسوية بطلب من المؤسسة (SCAEK)، وتبلغ هذه الأراضي مساحة 12 هكتارا.
- مباني مخصصة للإنتاج، مستودعات، ورشات، ملاحق ومباني إدارية موجودة داخل موقع وحدة الإنتاج.
- موقع يقع في مدينة سطيف، شارع أباشا عمار، حي بونشادة. ومباني سكنية إدارية بسعة داخلية مقدرة 250 م². الأرض مساحتها الإجمالية من 984 م المملوكة من طرف مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة.
- نقطة بيع برج بوعريريج مع أرض بمساحة 2 هكتار.

6-4 العمال :

1-6-4 إحصائيات الموظفين:

الجدول رقم (10): تطور عدد العمال خلال السنوات 14/13/12.

| الفرق 14/12 | 2014 | 2013 | 2012 | الفئات المهنية |
|-------------|------|------|------|-----------------------|
| 1- | 4 | 5 | 5 | الإطارات العليا |
| 14+ | 119 | 118 | 105 | الإطارات الوسطى |
| 3- | 202 | 207 | 205 | الموظفون العاديون |
| 6+ | 78 | 71 | 72 | المنفذون |
| 16+ | 403 | 401 | 387 | مجموع العمال الدائمون |
| 14- | 2 | 6 | 16 | العمال المؤقتين |
| 2+ | 405 | 407 | 403 | المجموع |

انخفاض عدد العمال متعلق أساسا بالفئة التنفيذية، أين تم تسجيل البعض من حالات التقاعد.

الموظفين المؤقتين يمثلون الموظفين المعيّنين لأداء مهام محددة، بما في ذلك الصيانة الوقائية المبرمجة لتنظيف الفرن، و الأعمال الأخرى كالإصلاحات أو المناولة.

نلاحظ أن عدد العمال ظل مستقر خلال الفترة 2012-2014.

ينقسم مجموع القوى العاملة الدائمة لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة حسب الوظائف

الرئيسية كما يلي:

الجدول رقم (11) : تقسيم عمال المؤسسة (SCAEK) حسب الوظائف الرئيسية.

| الوظائف الرئيسية | عدد الموظفين الدائمين | النسبة % |
|------------------|-----------------------|----------|
| الإنتاج | 261 | 64,76 |
| الدعم التقني | 78 | 19,36 |
| الإدارة | 52 | 12,90 |
| مقر الوحدة | 12 | 2,98 |
| المجموع | 403 | 100,00 |

يملك عمال المؤسسة (SCAEK) خبرة واسعة في مجال الاسمنت. الاقدمية بالنسبة ل 80 % من موظفيها محصورة بين 10 و 20 سنة. بالنسبة لمتوسط عمر الموظفين فهو لا يتجاوز 40 سنة، وهذا المؤشر جيد. بالإضافة إلى نسبة تاثير تبلغ 17 %، وبذلك المؤسسة محل الدراسة تستجيب لمعايير قطاع الاسمنت. بالنسبة لـ 79 إطار، 44 منهم يملكون شهادة تعليم عالي من الطور الثاني، من بينهم 33 مهندس والباقي يمثلون تقنيون سامون متخصصون.

معدل دوران العمال (Turnover) و معدل الغيابات منخفض نسبيا.

4-6-2 الميزانية الاجتماعية:

تتبع مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة الاتفاق الجماعي للمجمع GICA ، والذي يحدد حقوق وواجبات العمال، شروط التوظيف، التنظيم العام للعمل، مكافآت العمل، مشاركة العمال، الوقاية واللوائح المتعلقة بنزاعات العمال، والحق في التنظيم، الحق في ممارسة النقابة، الخدمات الاجتماعية ...

من حيث نظام التعويضات والمكافآت، تدفع المؤسسة (SCAEK) لموظفيها عدة أنواع من التعويضات والمكافآت، أهمها: التعويضات الخاصة بالخبرة المهنية (IEP) والمكافآت المرتبطة بالإنتاجية ونتائج العمل، منحة المردود الجماعي، ومنحة المردود الفردي.

الفصل الرابع.....واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

تتكفل المؤسسة وعلى نفقتها الخاصة بنقل موظفيها، وهناك من يخصص لهم حسب الحالة منحة النقل أو تعويض على استخدام سياراتهم الخاصة إذا كانت المهنة تفرض ذلك. بهدف تحسين إنتاجية العمل وتنمية أداء عمال المؤسسة (SCAEK)، تعمل هذه الأخيرة على تحقيق برامج تكوينية كل سنة لفائدة العمال.

تسير الخدمات الاجتماعية من طرف لجنة المشاركة، والتي تهدف إلى المساعدة في إرساء مناخ عمل جيد وتحسين رفاهية العمال وأسراهم.

يمكن الإشارة إلى ما سبق من خلال مبلغ قدره 1.097.439 دج، وهو يشمل مجموع مكافآت العمال ومصاريف الاجتماعية خلال دورة 2014، بنسبة 13,38 % من رقم الأعمال من نفس الدورة.

4-7 الاستثمارات :

بالقيمة الخامة، تطور استثمارات المؤسسة (SCAEK) خلال 2012-2013-2014 معروضة في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): تطور التثبيات المادية و العينية من 2012 إلى 2014.

الوحدة : ألف دج.

| 2014 | 2013 | 2012 | الاستثمارات |
|------------|------------|------------|---------------------|
| 24.722 | 25.168 | 25.168 | التثبيات العينية |
| 43.479 | 43.479 | 43.479 | الأراضي |
| 3.360.022 | 3.341.239 | 3.341.239 | المنشآت |
| 9.589.438 | 9.723.158 | 9.245.158 | تثبيات أخرى مادية |
| 9.116.852 | 6.963.031 | 484.550 | التثبيات الجارية |
| 22.134.513 | 20.096.075 | 13.139.594 | المجموع الخام |
| 9.851.328 | 9.691.731 | 9.202.523 | مع إنقاص الاهتلاكات |
| 12.283.185 | 10.404.344 | 3.937.071 | المجموع الصافي |

بالنسبة لأهم المشتريات حسب نفس الفترة، نعرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم (13) : تطور المشتريات من 2012 إلى 2014.

الوحدة : مليون دج.

| تطور 14/12 | 2014 | 2013 | 2012 | الاستثمارات |
|------------|------|------|------|------------------------|
| % 0 | 0 | 0 | 0 | الأراضي |
| % 71- | 19 | 0 | 65 | منشآت |
| % 25- | 209 | 478 | 277 | تثبيات أخرى مادية : |
| % 13- | 148 | 166 | 170 | معدات الإنتاج |
| % 89- | 9 | 250 | 79 | معدات المحجرة |
| % 86 | 52 | 62 | 28 | معدات أخرى |
| % 2049 | 7606 | 6988 | 354 | التثبيات الجارية |
| % 1026 | 7834 | 7466 | 696 | المجموع |

المطلب الثاني: نقد طرق تقييم المؤسسة (SCAEK):

اعتمد المركز التقني للمعلومة و الاتصال (CETIC) في تقييمه للشركة (SCAEK)

على خمسة طرق. من بينها الطرق المشار إليها في هذا المقال، و التي سنعرضها و نحللها

فيما يلي:

1- التقييم بطريقة الأصول الصافية المحاسبية المعاد تقييمها (ANCC):

التقييم بهذه الطريقة موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (14):تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة (ANCC)

(بالمليون دج)

| البيان | القيمة المحاسبية الصافية | قيمة إعادة التقييم | الزائد أو الناقص قيمة |
|---|--------------------------|--------------------|-----------------------|
| التثبيات المعنوية | 1 | 1 | 0 |
| الأراضي | 46 | 1823 | 1777 |
| المباني | 162 | 968 | 806 |
| معدات الإنتاج | 2767 | 4476 | 17090 |
| الاستثمار الجاري ل 8641 مليون دج | 16186 | 16186 | 0 |
| التثبيات المالية | 5544 | 5544 | 0 |
| مجموع الأصول الثابتة | 24706 | 28998 | 4292 |
| المخزونات | 2117 | 1905 | 212 - |
| الذمم و الاستخدامات المماثلة | 235 | 235 | 0 |
| الأموال المتاحة | 1761 | 1761 | 0 |
| مجموع الأصول المتداولة | 4113 | 3901 | 212 - |
| مجموع الأصول | 28819 | 32899 | 4080 |
| إنقاص مبلغ الديون | 7926 | 7926 | 0 |
| إدماج مؤونة التقاعد | 667 | 667 | 0 |
| إنقاص مؤونة (IBS) للسداسي الأول من 2015 | 428 | 428 | 0 |
| إنقاص حصص الأرباح و المساهمات | 400 | 400 | 0 |
| قيمة الشركة (SCAEK) | 20733 | 24813 | 4,080 |

تقييم الشركة (SCAEK) بطريقة (ANCC) أعطى قيمة مقدرة ب 24,813 مليار دج في 30 جوان 2015.

التعليق:

تقييم هذه الشركة حسب (CETIC) ببومرداس، نتج عنه ارتفاع عن القيمة المحاسبية الصافية ب 4,080 مليار دج، وهذا ما يعادل 19,68%. تفصيل هذه الزيادة في مجموعها بالنسبة لكل عنصر من الأصول ينتج عنه الأرقام التالية:

- زيادة قيمة الأراضي ب 38 مرة.
- زيادة قيمة المعدات ب 61,76%.
- زيادة قيمة المباني ب 5 مرات تقريبا.
- نقصان قيمة المخزونات ب 10%.

نلاحظ أن حجم الزيادة المباشرة وحتى النقصان (بالنسبة لحسابات المخزون)، يبين أن الشركة كانت بعيدة كل البعد عن إعادة التقييم السنوي لأصولها، و الذي بدوره يمثل محور النظام المحاسبي المالي (SCF) الملزم تطبيقه منذ سنة 2010، مما يرفع صوريا معدلات المردودية المحسوبة للسنوات السابقة. إن هذا الموقف يبعث الشك في المساهمين المحتملين و يعزفهم عن الاستثمار.

أعطت الجهة المسؤولة عن التقييم بدون تفصيل مبلغ 1 مليون دج كقيمة للأصول المعنوية. بما أن قيمة هذه الأصول من قيمة الأرباح الإضافية المستمر تحصيلها زيادة عن مردودية النشاط في سوق، نلاحظ أن مبلغ 1 مليون قليل جدا كون الشركة من بين الشركات العمومية الإحتكارية في صناعة الإسمنت.

2- التقييم بطريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة (DCF):

1-2 تقدير معدل الاستحداث:

الجدول رقم (15): تقدير معدل استحداث المؤسسة (SCAEK).

| تقدير معدل تكلفة الأموال الخاصة | | |
|--|--------|--------|
| المعدل دون مخاطرة (1) | | |
| علاوة خطر السوق (ا) | %7,00 | |
| المعامل (β) لقطاع صناعة الاسمنت (ب) | %1,23 | |
| علاوة قطاع الصناعة (2) = (ا*ب) | | %8,61 |
| معدل مردودية السوق (3) = (2+1) | | %12,11 |
| علاوة الخطر الخاصة (د) | %1,94 | |
| تكلفة الأموال الخاصة (3+د) %14,05 | | |
| الترجيح بالهيكل المالي | | |
| تكلفة الأموال الخاصة (ا) | %14,05 | |
| نسبة الأموال الخاصة (ب) | %87,61 | |
| (1) = (ا) * (ب) %12,31 | | |
| تكلفة الديون (ج) | %3,50 | |
| نسبة الديون (د) | %12,39 | |
| (2) = (ج) * (د) * (IBS -1) %0,33 | | |
| معدل الاستحداث (2+1) %12,64 | | |

2-2 تقدير قيمة المؤسسة:

الجدول رقم (16): تقدير قيمة المؤسسة (SCAEK) باستحداث تدفقات الخزينة.

بالمليون دج

| 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | البيان |
|-------|-------|------|------|-------|--------------|--------------------------|
| 5718 | 5411 | 5088 | 4243 | 2097 | 2080 | النتيجة الصافية |
| 4286 | 4269 | 4255 | 4246 | 500 | 500 | + الاهتلاك |
| 420 | 420 | 420 | 420 | 420 | 420 | + المصاريف المالية |
| 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 97 | - الضرائب الإضافية (FF) |
| 10344 | 10020 | 9684 | 8829 | 2937 | 2904 | تدفقات الاستغلال |
| 500 | 500 | 500 | 2400 | 10702 | 19847 | - الاستثمارات |
| 35 | 34 | 67 | 455 | 270 | 389 | - تغيرات BFR |
| 9809 | 9486 | 9117 | 5973 | 8035- | 17333- | تدفقات الخزينة المتاحة |
| 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | المدة |
| 0,55 | 0,62 | 0,70 | 0,79 | 0,89 | 1,00 | معامل الاستحداث |
| 5419 | 5901 | 6386 | 4711 | 7136- | 17333- | تدفقات الخزينة المستحدثة |
| 43008 | | | | | | القيمة النهائية |
| | | | | | 2051- | مجموع التدفقات المستحدثة |
| | | | | | 43008 | + القيمة النهائية |
| | | | | | 12000- | - الديون FNI |
| | | | | | 7203 | + رصيد الخزينة 15/06/30 |
| | | | | | 36161 | قيمة المؤسسة |

التعليق:

تقييم المؤسسة (SCAEK) بهذه الطريقة تأثر بدرجة أكبر بتقدير معدل الاستحداث والقيمة النهائية.

نلاحظ أن تقدير معدل الاستحداث (12,64%)، لم يكن على أسس صحيحة وواقعية. وبالتالي قد لا يعكس درجة المخاطرة المرتبطة بتدفقات المؤسسة (SCAEK) لعدة أسباب، أهمها:

■ اختيار المقيم نسبة (7%) كعلاوة خطر السوق، المأخوذة من بورصة (Casablanca). و الذي كان حسب رأيه بسبب تقارب اقتصاد البلدين وبالتالي عدم إدراج الخطر المرتبط بالاستثمار في الدول النامية، لا يعكس بالضرورة نسبة الفائدة المنتظرة من الاستثمار في الجزائر. نفس الملاحظة فيما يخص علاوة الخطر الخاصة (1,94%). فالمؤسسة (SCAEK) عمومية ذات طابع احتكاري في صناعة الإسمنت. بالإضافة إلى توجه الدولة و رغبتها في إنعاش هذه الصناعة الإستراتيجية. أما فيما يخص معامل المخاطرة $\beta = 1,23$ % المأخوذ مباشرة من نتائج دراسات Damodaran، يعني أن ارتفاع السوق ب 1% سيقابله ارتفاع قيمة المؤسسة ب 1,23% في المتوسط. فكيف يمكن التأكد من صحة ذلك.

■ من الناحية المنهجية، من الأحسن التفكير في إجراء التريج من منطلق الهيكل المالي المستهدف، بدلا من الهيكل المالي الحالي. فهل (87,61%) من الموارد المالية تمثل بالتقريب نسبة الأموال الخاصة في السنوات (2016-2020).

دون محاولة تحليل أسس التي اعتمد عليها في تقدير القيمة النهائية، نلاحظ أن قيمتها (المقدرة ب43008 مليون دج) تفوق قيمة المؤسسة نفسها (36161 مليون دج). هذا يعني أن مجموع التدفقات النقدية المستحدثة خلال فترة التنبؤ الصريحة (-2051 مليون دج) تنقص من قيمة المؤسسة. لذلك يجب الحذر في تقدير القيمة النهائية.

3- التقييم بطريقة مضاعفات التحويل:

اعتمدت الجهة المكلفة بالتقييم على ثلاث مضاعفات هم: الفائض الخام على الاستغلال (EBX)، الفائض الصافي على الاستغلال (ENX) ومضاعف النتيجة الصافية (RN).

الجدول رقم (17) : تقييم المؤسسة (SCAEK) بمضاعفات التحويل.

| البيان | 2014 - EBX | 2014 - ENX | 2014 - RN |
|------------------------------------|------------|------------|-----------|
| معطيات المؤسسة (SCAEK) (1) | 4600 | 3912 | 3305 |
| المضاعف (2) | 7,50 | 10,50 | 13,00 |
| = القيمة الإجمالية للمؤسسة (1)+(2) | 34500 | 41076 | 42965 |
| - الديون | 12000 | 12000 | 12000 |
| + الخزينة الصافية | 8656 | 8656 | 8656 |
| = قيمة رأس مال المؤسسة | 31156 | 37732 | 39621 |
| القيمة المتوسطة لرأس المال | 36170 | | |

التعليق: تقييم المؤسسة بهذه المضاعفات يثير نقطتين أساسيتين:

صرحت الجهة التي كلفة بالتقييم أنها اعتمدت على مضاعفات [EBX=7,50)، (ENX=10,50)، (RN=13,00)] محددة على أساس تحويل 35% من رأس مال مؤسسات لها نفس النشاط (مفتاح، حجار سود، سور الغزلان، بني صاف) في سنة 2009، وذلك في إطار خصصة المؤسسات العمومية. نلاحظ أن هذه المضاعفات بالية، وبالتالي نسبة عدم ملائمتها في تقييم المؤسسة (SCAEK) كبيرة، وذلك نتيجة لمرور خمس سنوات، إذ يمكن للعامل التكنولوجي وحده إحداث الفرق، ناهيك عن الاختلاف بين المخطط المحاسبي الوطني والنظام المحاسبي الحالي.

الفصل الرابع.....واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

من الناحية المنهجية، استعمال مضاعف النتيجة الصافية (RN) بهذه الطريقة فيه نوع من عدم التوافق. لذلك، كان من الأحسن لو تم ربط النتائج الصافية للمؤسسات المقارنة مع رأس مالها (وليس القيمة الإجمالية)، ثم حساب المضاعف المتوسط. وبمجرد ضرب قيمة هذا الأخير في النتيجة الصافية للمؤسسة نحصل مباشرة على قيمة رأس مال المؤسسة محل التقييم.

4- التقييم بطريقة إيراد الربح الممتاز :

الجدول رقم (18): تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة الربح الممتاز.

بالمليون دج

| 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------------------|
| 6.192 | 5.877 | 5.541 | 4.684 | 2.699 | 2.873 | النتيجة قبل الضريبة |
| 5.718 | 5.411 | 5.088 | 4.243 | 2.097 | 2.080 | النتيجة بعد الضريبة |
| 43.733 | 38.321 | 33.233 | 28.990 | 26.893 | 24.813 | الأصول الصافية المصححة |
| 1.531 | 1.341 | 1.163 | 1.015 | 941 | 868 | معدل دون مخاطرة |
| 4.187 | 4.070 | 3.925 | 3.228 | 1.156 | 1.212 | الربح الإضافي |
| 0,49 | 0,55 | 0,62 | 0,70 | 0,79 | 0,89 | معدل استحداث(6,12%) |
| 2.055 | 2.249 | 2.442 | 2.261 | 912 | 1.076 | ربح إضافي مستحدث |
| | | | | | 10.994 | مجموع الأرباح المستحدثة |
| | | | | | 14.675 | الربح الإضافي لما لا نهاية |
| | | | | | 25.669 | قيمة الربح الممتاز |
| | | | | | 20.066 | رأس المال 15/06/30 |
| | | | | | 0 | الرفع من رأس المال |
| | | | | | 45.735 | قيمة المؤسسة |

التعليق:

تقييم مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة باستعمال طريقة الربح الممتاز أعطى قيمة مقدرة ب 45,735 مليار دج. إضافة إلى أسس تقدير معدل الاستحداث المشار إليها سابقا، يمكن نقد تطبيق هذه الطريقة في ثلاث نقاط:

- تم تقدير إيرادات الربح الإضافي (الممتاز) بإجراء الفرق بين الأرباح الصافية المتوقع تحقيقها وأرباح نسبتها 3,5% من الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR). للتوضيح يمكن كتابة ذلك بالعلاقة التالية:

$$rente\ Good\ will = [(Bn - Anr \times R)]$$

بحيث (R) هو معدل المردودية دون مخاطرة 3,5%. هذا التطبيق لا يتوافق تماما مع مفهوم الربح الممتاز ومنهج الطريقة، فالربح الممتاز هو الربح الإضافي الناتج عن الأصول المعنوية. تقدير هذا الأخير يكون بإجراء الفرق بين الأرباح الصافية المتوقع تحقيقها وأرباح نظرية محسوبة بضرب الأصول المعاد تقييمها في متوسط ربحية النشاط. استبدال معدل ربحية النشاط بمعدل المردودية دون مخاطرة يرفع إيراد الربح الممتاز عدة مرات و بالتالي قيمة المؤسسة.

- بما أن المقيم اختار حساب الأرباح على أساس الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، يعني أن الديون المالية مخصومة، و بالتالي الإيرادات من الربح الممتاز تعود لفائدة المساهمين فقط. إذا معدل الاستحداث الواجب تطبيقه هو تكلفة الأموال الخاصة (14,05%) و ليس تكلفة رأس المال (12,64%).

- بعد تقدير الربح الممتاز (Good Will) الذي يمثل قيمة الأصول المعنوية، يتم إضافته إلى قيمة الأصول المادية الصافية. استعمل المقيم مبلغ 20.066 مليون دج كقيمة لرأس المال الخاص في 30 جوان 2015. السؤال المطروح هنا هو لماذا لم يستعمل القيمة المتوصل إليها بتطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR)، و التي تساوي 24.813 مليون دج.

5- التقييم بطريقة « Market Value Added » MVA :

الجدول رقم (19): تحديد المردودية الاقتصادية لأصول المؤسسة (SCAEK).

بالمليون دج

| 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------------|
| الأصول الاقتصادية الصافية (AEN) | | | | | | |
| 29.200 | 33.068 | 36.939 | 40.822 | 42.828 | 32.826 | الأصول الثابتة |
| 919 | 883 | 849 | 783 | 327 | 57 | BFR + |
| 30.119 | 33.951 | 37.788 | 41.605 | 43.155 | 32.883 | (AEN) = |
| سرعة دوران رؤوس الأموال | | | | | | |
| 30.119 | 33.951 | 37.788 | 41.605 | 43.155 | 32.883 | AEN |
| 18.374 | 17667 | 16.988 | 15.654 | 6.544 | 6.861 | رقم الأعمال (CA) |
| 0,61 | 0,52 | 0,45 | 0,38 | 0,15 | 0,21 | $R_1 = CA / AEN$ |
| معدل الهامش الاقتصادي | | | | | | |
| 6.632 | 6.293 | 5.938 | 5.112 | 3.080 | 3.294 | فائض الاستغلال (ENE) |
| 18.374 | 17.667 | 16.988 | 15.654 | 6.544 | 6.861 | رقم الأعمال (CA) |
| % 36 | % 36 | % 35 | % 33 | % 47 | % 48 | $R_2 = ENE / CA$ |
| المردودية الاقتصادية للأصول (R_E) | | | | | | |
| % 22 | % 19 | % 16 | % 12 | % 7 | % 10 | $R_E = R_1 \times R_2$ |

الفصل الرابع.....واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

الجدول رقم (20): تقدير القيم الاقتصادية الإضافية (EVA) للمؤسسة (SCAEK).

بالمليون دج

| 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------------------|
| 30.119 | 33.951 | 37.788 | 41.605 | 43.155 | 32.883 | الأصول الاقتصادية |
| %22,02 | %18,54 | %15,71 | %12,29 | %7,14 | %10,02 | المردودية الاقتصادية |
| %14,05 | %14,05 | %14,05 | %14,05 | %14,05 | %14,05 | تكلفة الأموال الخاصة |
| 2.327 | 1.483 | 614 | 720- | 2961- | 1.324 - | EVA |
| 0,55 | 0,62 | 0,70 | 0,79 | 0,89 | 1,00 | معدل استحداث(12,6) |
| 1.286 | 923 | 430 | 568- | 2.630- | 1.324 - | EVA مستحدثة |
| %9,62 | | | | | | الاستحداث لأمال نهاية |
| 13.360 | | | | | | قيمة نهائية مستحدثة |

الجدول رقم (21): تقييم المؤسسة (SCAEK) بطريقة (MVA).

بالمليون دج

| | |
|---------|-----------------------------------|
| 2,0 % | معدل النمو لأمال نهاية |
| 13.360 | قيمة نهائية مستحدثة |
| | تحديد MVA |
| 1.883 - | مجموع EVA المستحدثة |
| 13.360 | + القيمة النهائية المستحدثة |
| 11.477 | MVA = |
| | تحديد قيمة رأس المال |
| 32.883 | الأصول الاقتصادية الصافية في 2015 |
| 11.477 | MVA + |
| 12.000 | ▪ الديون المالية |
| 32.360 | فقيمة المؤسسة (SCAEK) |

التعليق:

قبل التعليق على تطبيق هذه الطريقة في تقييم المؤسسة (SCAEK)، يجب شرح كيفية تطبيقها لأن الباحث لم يتعرض لها في الجانب النظري. من خلال طريقة (MVA)، يسعى المقيم إلى تقدير تدفقات القيمة الاقتصادية الإضافية (EVA) واستحداثها. ثم إضافة مجموع هذه القيمة الإضافية المستحدثة والقيمة النهائية لها إلى الأصول الاقتصادية الصافية للمؤسسة. يتم الحصول على قيمة الأموال الخاصة عن طريق إنقاص صافي الديون المالية من القيمة (MVA).

تقييم المؤسسة (SCAEK) بهذه الطريقة نتج عنه قيمة مقدرة بـ 32,36 مليار دج. أهم الانحرافات في التطبيق تتمحور حول كيفية تقدير تدفقات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

■ تمثل القيم الاقتصادية الإضافية (EVA) تدفقات ايجابية تعود لفائدة حاملي رأس المال (المستثمرون والدائنون) في حالة ما إذا كانت المرودية الاقتصادية المتوقع تحقيقها من المؤسسة تفوق المرودية الاقتصادية العادية. تحسب هذه الأخيرة بضرب معدل تكلفة رأس المال (CMPC) في الأصول الاقتصادية. نلاحظ أن المقيم اعتمد معدل تكلفة رؤوس الأموال الخاصة (14,05%) بدل المعدل (12,64%). توظيف معدل تكلفة رأس المال بضربه في الأصول الاقتصادية لا يتوافق مع مبادئ المالية ككل.

■ استعمال تكلفة رؤوس الأموال الخاصة (14,05%) بدل معدل تكلفة رأس المال (12,64%)، من شأنه تخفيض قيمة التدفقات الاقتصادية الإضافية (EVA)، وبالتالي قيمة المؤسسة.

■ النقطة الثانية، والتي لا تقل أهمية عن سابقتها تكمن في حساب المرودية بحد ذاتها. تحسب المرودية الاقتصادية بقسمة فائض الاستغلال الصافي (ENE) المحسوب في نهاية السنة على الأصول الاقتصادية المسؤولة عن تحقيق هذا الفائض في الاستغلال، أي الأصول الاقتصادية في بداية السنة. الأصول الاقتصادية في نهاية سنة 2014

(بداية 2015) تبلغ قيمتها 13.479 مليون دج، انظر الملاحق الخاص بالميزانيات المالية المستقبلية. الأخطاء التطبيقية من هذا النوع تنقص من مصداقية التقييم ككل.

6- ملخص النتائج و تقدير القيمة:

يمكن تلخيص القيم المقدرة باستعمال الطرق السابقة في الجدول التالي:

الجدول رقم (22): تلخيص قيم مختلف الطرق المستعملة في تقييم المؤسسة (SCAEK).

بالمليون دج

| القيمة | الطرق المستعملة |
|--------|--|
| 24.813 | طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR) |
| 32.360 | طريقة القيمة الاقتصادية الإضافية (MVA) |
| 36.161 | طريقة استحداث تدفقات الخزينة المتاحة (FTD) |
| 45.735 | طريقة إيرادات الربح الممتاز (Good Will) |
| 34.767 | القيمة المتوسطة |

الطريقة التي أوصى باستعمالها المقيم هي طريقة استحداث تدفقات الخزينة (36,161 مليار دج)، لأنها نتائجها تعد الأقرب من متوسط القيم. على أساس هذه القيمة تم تحديد سعر السهم ب1.600 دج بعد إجراء تخفيض ب 2,66% لتشجيع المستثمرين.

المبحث الثاني : تقييم مؤسسة رويبة (NCA-Rouiba).

المطلب الأول: تقديم المؤسسة رويبة.

1- لمحة تاريخية:

سنة 1966: إنشاء المؤسسة، وانطلاق الإنتاج وتوزيع المصبرات الغذائية في علب معدنية (هريسة، طماطم،...).

1978: دخول شريك جديد من الورثة و له الحق محمد السعيد عثمانى.

1984: انطلاق نشاط المشروبات على أساس الفواكه (العصائر، المشروبات).

1989: اقتناء معدات للمعالجة والتعبئة والتغليف بالورق بالنسبة لمشروبات الفاكهة.

1999: التغيير في الإدارة من خلال تعيين السيد صلاح عثمانى كمسير والسيد سليم عثمانى في منصب المدير العام للشركة.

2000: الحصول على شهادة (ISO 9002)، وهي أول مؤسسة جزائرية تمنح هذه الشهادة.

2003: تغيير الشكل القانوني إلى شركة ذات أسهم.

كذلك، الأضرار الكبيرة الناجمة عن "زلزال بومرداس"، مما أدى إلى نقل التوزيع إلى موقع جديد في وادي سمار.

2004: انطلاق نشاط إنتاج الحليب المعقم "UHT".

2005: دمج أسهم الشركة الخاصة الغير مقيمة "Africinvest Ltd" إلى رأس مال الشركة وتكوين لجنة إستراتيجية، والتي اعتمدت برنامج العمل والتطوير المبني على النقاط التالية:

- العمل بنظام (MFG/Pro) ERP، وهو نوع من البرمجيات المتكاملة التي تغطي مختلف الجوانب التشغيلية في المؤسسة.

- وضع برنامج للتأهيل و التطوير الصناعي.
- التوقف عن: صناعة الحليب بسبب الزيادة الحادة في أسعار مسحوق الحليب، والنشاط المتعلق بالتعليب الغذائي والذي لم يعد ضمن إستراتيجية للمؤسسة.
- الشروع في مخطط تكوين لجميع الموارد البشرية.
- بناء منصة لوجستية ذات معايير دولية.

2007: وضع خطة لإعادة الهيكلة المالية، لا سيما من خلال تعبئة التمويل من بنك الاستثمار الأوروبي (BEI) .

الحصول على شهادة (ISO 14001).

أكملت المؤسسة بنجاح أول برنامج رفع مستوى الصناعة، والذي بدأ في منذ سنة 2005. واعتماد خطة عمل تتمحور حول المنتجات والعلامات التجارية.

2008:

- الحصول على جائزة البيئة الوطنية من السلطات الوطنية.
- الحصول على شهادة (ISO 14001).

2009: البدء في تنفيذ خطة عمل التسويق من خلال:

- تحديث رسم "Logo" العلامة التجارية.
- اعتماد عبوات و أغلفة جديدة.
- تنشيط مجموعة المنتجات مع إضافة منتجات جديدة : طاقتي " Mon énergie " ، الطازجة " Fresh " ، و بدون سكر " Light " .
- كذلك إطلاق مشروع الفواكه الممزوجة في علب التعبئة " PET " (قارورات بلاستيكية).
- الموافقة على ميزانية الاتصال والترقية، بما يتماشى مع الأهداف التي تركز على جعل المؤسسة أقرب إلى مستهلكيها.

2010: البدا في إنتاج و توزيع مجموعة الفواكه الممزوجة في علب PET.

الانتهاء من خطة العمل التي اعتمدت في سنة 2008 والتي سمحت بمضاعفة رأس المال بين عامي 2007 و2010 . اعتمدت المؤسسة كذلك برنامج تطوير مبني على أساس المحاور التالية:

- تعزيز حوكمة المؤسسة من خلال: تعيين السيد صالح عثمانى رئيسا فخريا للمؤسسة. السيد سليم عثمانى رئيسا لمجلس الإدارة، والسيد محمد صبحي عثمانى مدير عام.
- اعتماد مدونة للحوكمة الرشيدة، وإنشاء لجنة للتدقيق ولجنة للمكافآت.
- وضع خطة ثانية للتطوير الصناعي والتجاري، تستند بصفة خاصة على تجميع أداة الإنتاج وتعزيز قاعدة التوزيع.
- دراسة إمكانية توسيع الصادرات إلى بلدان المغرب العربي، وكيفية ضمان دخول منتجات الروبية إلى هذه الأسواق.
- قرار بإدخال الشركة في بورصة الجزائر.

2011: البدء في تنفيذ برنامج التنمية الذي اعتمد سنة 2010 من خلال الإجراءات التالية:

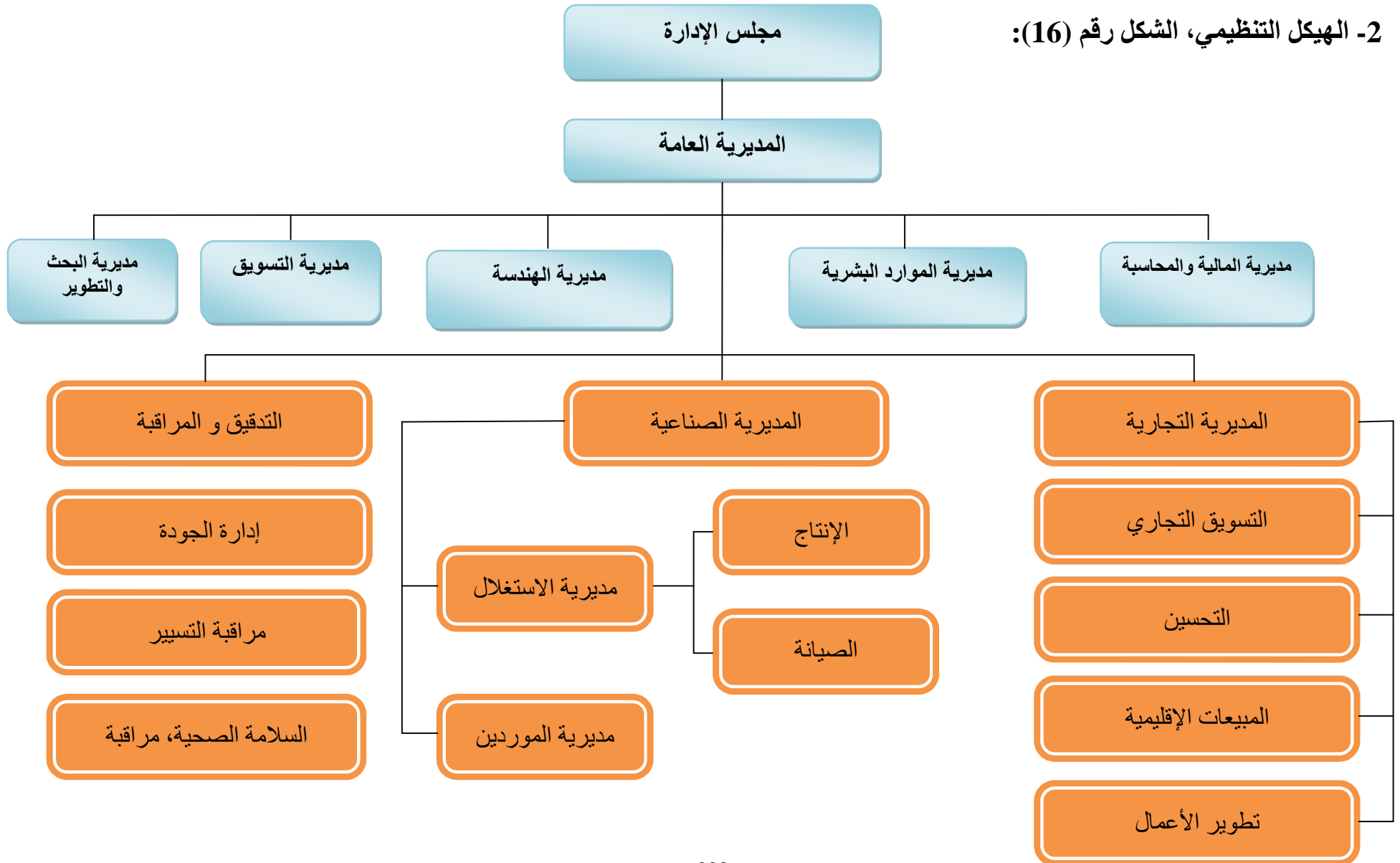
- تهيئة مبنى إداري جديدة، وتوسيع الممرات والقاعدة اللوجستية من اجل استيعاب اكبر للمواد المخزنة.
- تركيب خط التغليف الجديد Tetra Pak A3 Speed.
- تحديث التعبئة والتغليف، والعلامة التجارية رويبا. مع الاستفادة المثلى من الخصائص المنتجات الحسية والغذائية لمجموعة « Mon Energie ».
- البدء في نشاط الوحدات "GPAO" و "GMAO" الخاصة ب l'ERP.
- الشروع في عملية اعتماد نظام الأمن الغذائي وفقا للمعيار ISO 22000.

2012: إتباعا لأهداف برنامج التنمية الذي اعتمد سنة 2010 وبدأ قيد التنفيذ في 2011، تم العمل في هذه السنة أيضا على:

- رفع مستوى ورشات الإنتاج بما يتوافق مع متطلبات ISO 22000، وهي تشمل:

- إعادة تهيئة الأرضية.
- تنظيم تدفق المواد والموظفين.
- التدقيق في الوثائق.
- تركيب خط ثاني للتغليف Tetra Pak A3 Speed، والترقية الصناعية لخط التعبئة والتغليف الخاص بالقارورات PET.
- البدء في عملية "المسؤولية الاجتماعية للمنظمات ومساهمتها في التنمية المستدامة" وفقا لمعيار ISO 26000 .
- إعداد مخطط أعمال المؤسسة خاص بالفترة 2012-2016.
- 2013: التوجهات الاستراتيجية الرئيسية لسنة 2013، ملخصة فيما يلي:
- تعزيز قدرات التغليف بالورق المقوى من خلال تركيب خط ثالث للتعبئة والتغليف Tetra Pak A3 Speed.
- استبدال خط التغليف PET القديم بأخر جديد معقم.
- الاستفادة المثلى من الخصائص الغذائية لمجموعة PET.
- الحصول على شهادة ISO 26000.
- اقتناء أرض جديدة لإيواء منصات لوجيستكية جديدة.
- الدخول للبورصة الجزائر.

2- الهيكل التنظيمي، الشكل رقم (16):



3- القواعد التنظيمية:

تخضع المؤسسة "NCA-Rouiba" لأحكام القانون التجاري الصادر بموجب الأمر رقم 75-59 المؤرخ 26 سبتمبر 1975، المعدل والمكمل أو المبين في جميع النصوص التشريعية والتنظيمية اللاحقة. وكذلك القانون رقم 03-09 المؤرخ 25 فيفري 2009 الخاص بحماية المستهلك وقمع الغش. وأيضا القانون 05-10 المؤرخ 15 أوت 2010، المعدل والمكمل للقانون رقم 03-03 المؤرخ 19 جويلية 2003 و المتعلق بالمنافسة.

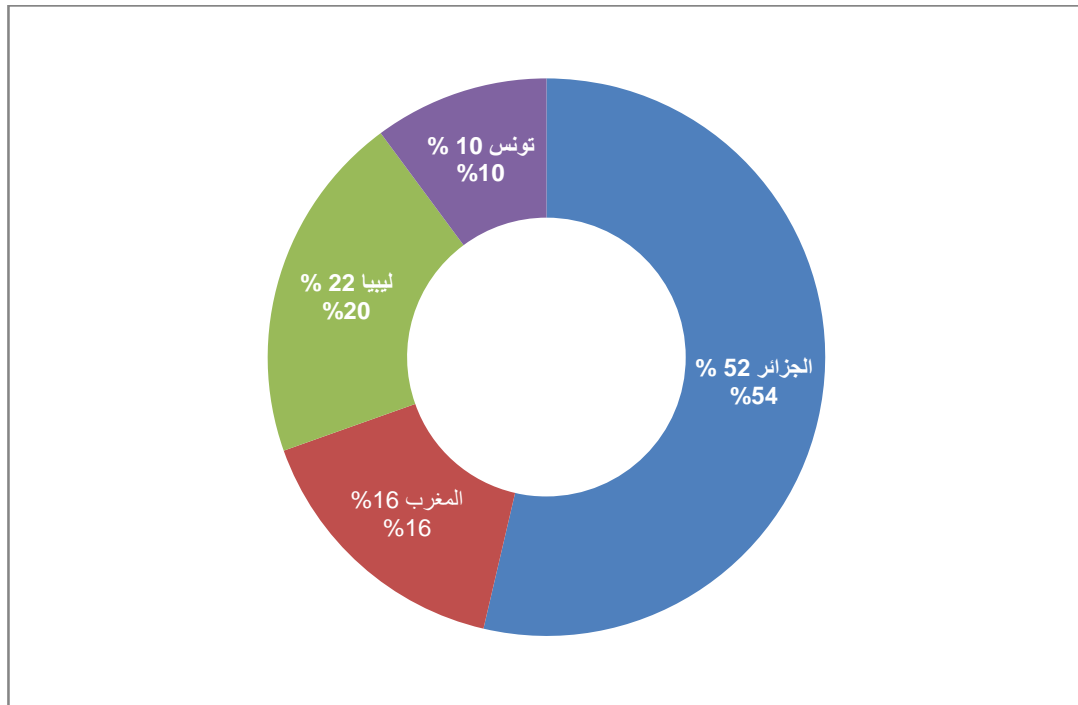
4- الخصائص الأساسية للنشاط:

تعتبر المؤسسة "NCA-Rouiba" واحدة من أهم المستثمرين في قطاع الصناعة الغذائية في الجزائر. ابتداء من سنة 2011، شهدت المؤسسة تطورا كبيرا في السوق المتنامية الخاصة بالعصائر، nectars والمشروبات غير الغازية المعروف باسم BRSA (boissons rafraichissantes sans alcool) أو JNSD (juice, nectars, still drinks). المؤسسة مسؤولة كليا عن صناعة و توزيع هذه المنتوجات.

4-1 التموقع في السوق:

يمكن مقارنة السوق الجزائري الخاص ب JNSD مع البلدان الأخرى في المغرب العربي، وذلك من ناحية الحجم، نضج المتعاملين، الابتكار والديناميكية. و تم تقدير نحو 498 مليون لتر سنة 2011، أي أكثر من نصف إجمالي السوق المغربية التي تقدر بنحو 955 مليون لتر من نفس السنة حسب بيانات مجمعة من AC Nielsen .

البيان رقم (17): هيكل سوق العصير و المشروبات في المغرب العربي.

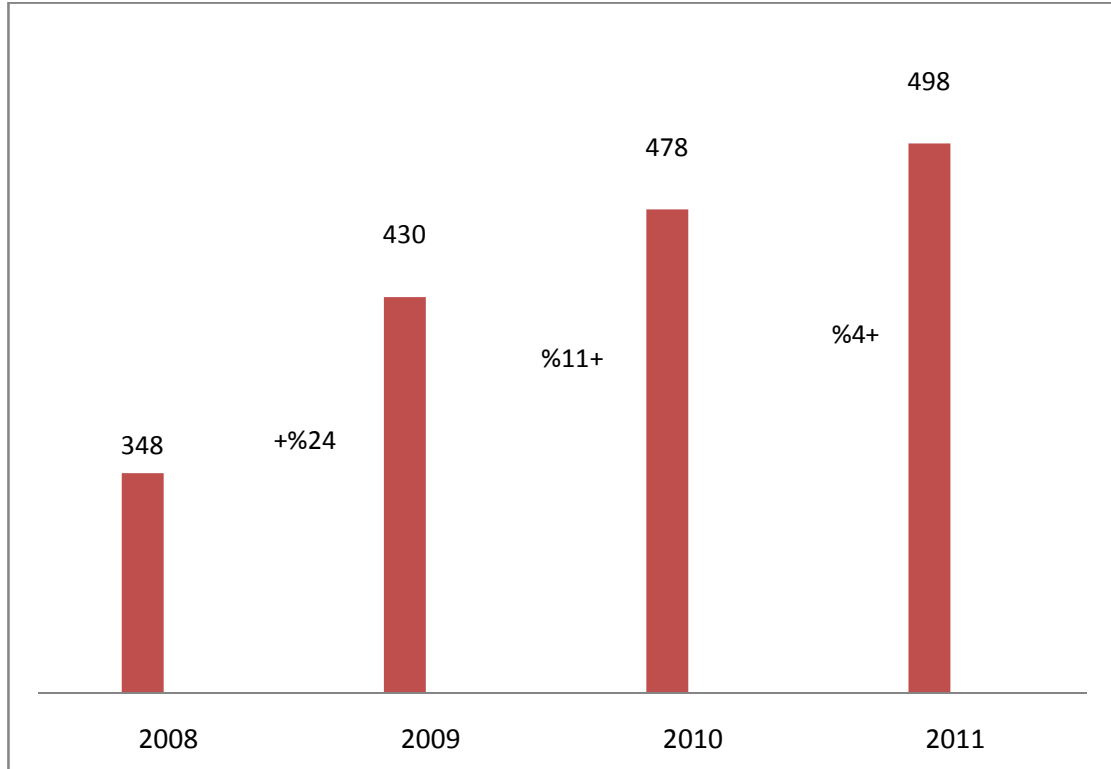


بعد دراسة السوق، توقعت المؤسسة محل الدراسة زيادة في حجم المبيعات في السوق الجزائري انطلاقا من سنة 2013 على مدى الخمس سنوات التي تليها. وذلك نتيجة لتطور استهلاك الفرد، المدعوم باجتماع العوامل التالية:

- السكان في الجزائر يفضلون استهلاك هذا النوع من المنتجات، بالإضافة إلى الهيكل الديموغرافي المكون أساسا من الشباب.
- ارتفاع المستوى المعيشي في الجزائر يجعل من الممكن زيادة استهلاك عصائر الفاكهة والمشروبات.
- التطور المتوقع للتوزيع على نطاق واسع، يعد عامل مهم لتوفير المنتج.
- التطور الطبيعي لعادات الاستهلاك تتحقق عن طريق استبدال العصائر الطازجة بالمنتجات الصناعية ذات جودة.
- تطوير الطلب على الوجبات السريعة يعزز سوق العصير.

البيان رقم(18): تطور الطلب على المشروبات في السوق الجزائري

بالمليون لتر

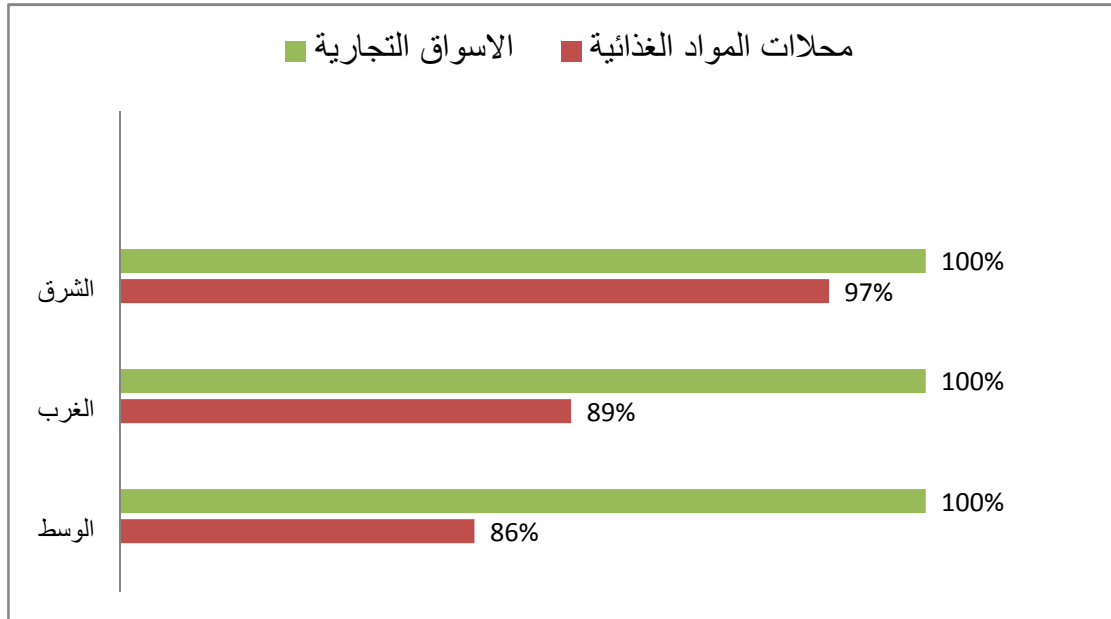


المصدر: معلومات رقمية من المؤسسة "NCA-Rouiba"، بعد تعديل البيانات الصادرة من AC Nielsen.

وضمن قطاع JNSD (juice, nectars, still drinks)، تتموقع المؤسسة Rouiba في السوق بعرض منتجات عالية الجودة. حيث كانت العلامة التجارية "روبية" دائما ما تعتبر منتجا "متميزا" مقارنة بالمنتجات المنافسة، مما يبرر كذلك البيع بسعر أعلى.

الجهود المبذولة فيما يخص التوزيع، مكنت المؤسسة من الوصول إلى مستويات توزيع قياسية، بمعنى توافر المنتجات في كل نقاط البيع، بما يقارب 100% وفقا للدراسة الأولى التي أجراها فريق "ITMO" للتسويق تابع للمؤسسة نفسها. و الموضحة في الرسم البياني التالي:

البيان رقم (19): تحليل التوزيع الرقمي محليا، خلال الثلاثي الثالث 2012

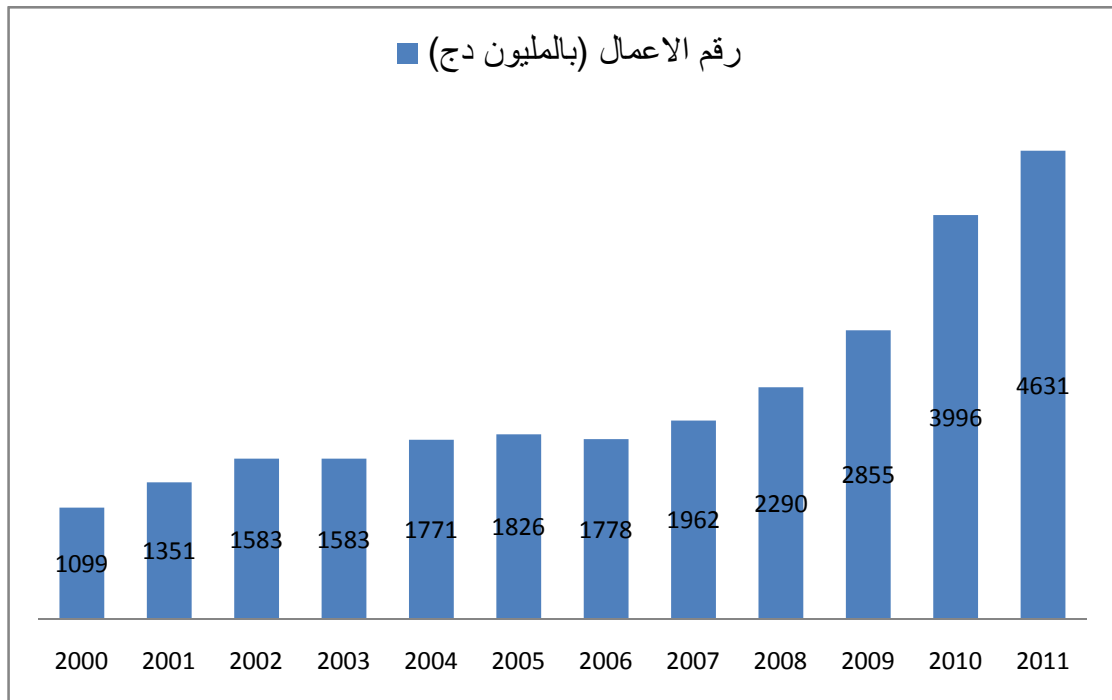


المصدر: دراسة فريق تسويق المؤسسة "NCA-Rouiba" 2012.

الحصة السوقية للمؤسسة فيما يخص منتجات JNSD لم تتوقف عن النمو، حيث

انتقلت من 35% في سنة 2005 إلى 42% في 2011.

البيان رقم (20): تطور رقم أعمال المؤسسة (SCAEK) 2000-2011



يستند النمو المستمر المسجل في السنوات الأربعة الأخيرة إلى قدرة المؤسسة "NCA-Rouiba" على تسويق المنتجات التي تلبى توقعات المستهلكين:

- التحسين المستمر للمنتجات الحالية.
- إدخال منتجات جديدة مبتكرة وإتاحتها على نطاق واسع، لتحقيق الاستهلاك الشامل.
- استخدام خبرتها التسويقية وصياغتها لعرض منتجات ذات قيمة مضافة عالية، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار النمو في القوة الشرائية وتطور نمط الاستهلاك.
- إضافة إلى السوق المحلية، تتوقع الشركة توسيع أنشطتها في الخارج. وحتى الآن، تقتصر عملية التصدير على أرقام ضعيفة في 11 بلدا في أفريقيا وأوروبا وأمريكا الشمالية (كندا).

إذ تم تحديد الخطة الاستراتيجية لجعل المؤسسة "NCA-Rouiba" واحدة من المتعاملين الرئيسيين في السوق المغربي، ويجرى تنفيذها تدريجيا. وقد تم التأكيد من النظرة الإيجابية جدا للمستهلكين المغاربة والتونسيين لمنتجات "رويبة"، من خلال دراسات نوعية أجريت محليا.

كانت رغبة المؤسسة في الانفتاح على الأسواق الدولية منذ تسجيل العلامة التجارية "رويبة" في كل من تونس منذ 1 أوت 2001، في المغرب منذ 29 مارس 2005، في أوروبا منذ 25 جانفي 2007 وفي ليبيا منذ 9 جويلية 2007.

المجموعة المعروضة من المؤسسة "NCA-Rouiba" تتكون من خمس فئات من المنتجات لتغطية جميع احتياجات و تفضيلات المستهلكين:

- طاقتي: هذا النوع، يقدم للمستهلكين مشروبا يجمع بين المتعة في التذوق والطاقة والحيوية.
- لايت: هذا المنتج يستهدف المستهلكين الذين يريدون تذوق طعم الفاكهة دون السكر إضافي.
- الرفيع (عصير نقي ونكتار): هذا المنتج مرادف للمعنى "الطبيعي"، موجه للمستهلكين الذين يفضلون الطعم الأصلي والسعرات الحرارية من عصير الفاكهة النقي.

- طازجة: هذا المنتج موجه للمستهلكين الذين يبحثون عن شراب مروي ومنعش، مع وجود خصائص عضوي عالية. هذا النوع متاح في تعبئة من الورق المقوى وفي قارورات بلاستيكية (PET).
 - الفواكه المختلطة: هذا النوع مرادف للنكهة المتفوقة، ويستهدف المستهلكين الذين يتمتعون بالمنتجات الغنية بالحبيبات.
- عرض المؤسسة من هذه المنتجات متوفر في شكلين: الأول " يخدم شخص واحدا" بسعة 20 CL (مغلف بالورق المقوى). والثاني " لخدمة عدت أشخاص" متوفر بسعة 100 CL (بالورق المقوى)، 125 CL (PET) و 150 CL (بالورق المقوى).
- وقد استطاعت المؤسسة "NCA-Rouiba" تطوير معرفة فريدة من نوعها في صياغة وتطوير العطور الجديدة. إذ يتم تطوير صيغ المشروبات المسوقة من المؤسسة داخليا، من قبل فريق البحث والتطوير (R & D)، وذلك بالتعاون الوثيق مع فرق التسويق والموردين من الفاكهة المركزة. تؤخذ رغبات المستهلكين الجزائريين بعين الاعتبار، من خلال تنظيم دوري لدراسات نوعية تمكن المؤسسة من تحسين الخصائص الذوقية لمجموع منتجات "الروبية". الهدف المؤسسة محل الدراسة هو ضمان أن منتجاتها هي المفضلة مقارنة بالمنافسين المحليين و حتى الخارجيين.
- الخبرة المزدوجة في مجال البحث والتطوير وفي الجانب الصناعي يمكن المؤسسة من الحفاظ على جودة ونوعية منتجاتنا، وهي النوعية التي تحظى بتقدير خاص من قبل المستهلكين.

2-4 أهم التركيبات:

يقع المقر الاجتماعي للمؤسسة "NCA-Rouiba" عند مدخل المنطقة الصناعية رويبا في الجزائر العاصمة، ويحوي منشآت لوجستكية وصناعية. هذا الموقع هو على مقربة من الطريق السريع (شرق-غرب) وعلى حافة وسط مدينة رويبا، مما يسهل الوصول إلى موقع المؤسسة "NCA-Rouiba".

للمؤسسة محل الدراسة الملكية الكاملة لموقعها، وهو ما يثبتته سنيين من ملكية الأراضي، الصادرين في 29 مارس 1980 من طرف المحافظة العقارية، والحاملين الرقمين 80/117 و 80/116.

يضم موقع المؤسسة مباني إدارية ومنصة لوجستية، فضلا عن حوض لإعداد مشروبات النكتار وعصائر الفاكهة. بالإضافة إلى ثلاثة ورشات تغليف: ورشتان للتعبئة بالكرتون المعقم (TETRA PAK)، و ورشة عمل للتعبئة والتغليف بالبلاستيك (PET). لاحتياجات اللوجستية للمؤسسة، تستأجر ستة (06) مواقع خارجية، في شكل مخازن وغرف تبريد. تستخدم هذه المواقع لتخزين المواد الأولية والمنتجات التامة وتبديل الحاويات.

تطور حجم نشاط المؤسسة في الماضي ونحو المستقبل، والتطور في سعر الأراضي الصناعية بالمنطقة الصناعية في الرويبة، يعني أن المؤسسة تحسن استخدام المساحات في موقعها الرئيسي.

بدأت المؤسسة "NCA-Rouiba" خطة إعادة الهيكلة في سنة 2005. تشمل هذه الخطة خاصة نقل المكاتب الإدارية على مستوى الميزانين "mezzanine" إلى حظيرة التخزين المجهزة لهذا الغرض، وبالتالي الإفراج عن المساحة التي تحتلها لحركة الشاحنات. ويغطي هذا الموقع مساحة 12,625 م² مستغلة كما يلي:

الجدول رقم (23): توزيع المساحات العقارية للمؤسسة (SCAEK).

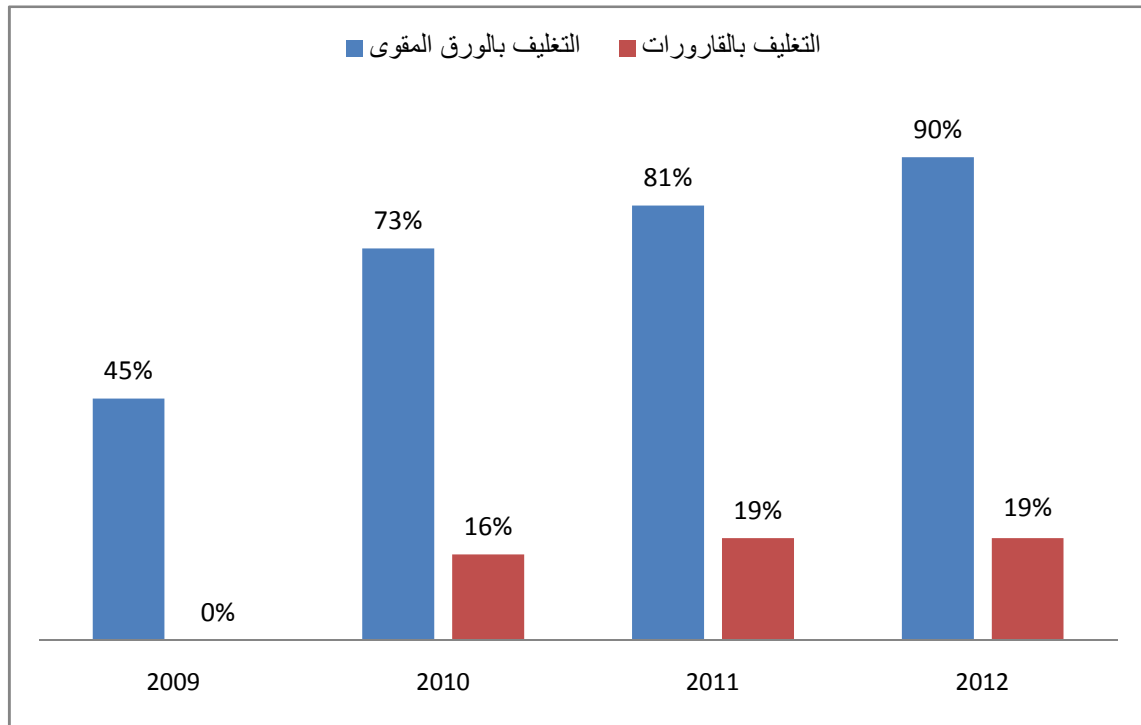
| المساحة | البيان |
|--|----------------------------------|
| 540 م ² | ورشة التغليف بالورق المقوى 1 |
| 950 م ² | ورشة التغليف بالورق المقوى 2 |
| 1000 م ² | ورشة التغليف بالبلاستيك PET |
| 1200 م ² (400 م ² × 3 طوابق) | إدارة المزانين Mezzanine |
| 775 م ² | مكان صناعة المشروبات (Siroperie) |
| 431 م ² | إدارة المبيعات |
| 1430 م ² | تخزين المنتج التام |
| 204 م ² | مخزون الاحتياطي |
| 816 م ² | المرافق |

إنشاء المؤسسة "NCA-Rouiba" في المنطقة الصناعية لروبية، يسمح لها بتوريد نفسها بمياه لميتيدجا الشرقية التي تمتد من "واد رغبة" إلى "العفرون". توفير المياه يكون من جهة من قبل أطلس بليدين، ومن ناحية أخرى من قبل إيمبلوفيوم son impluvium أين يعرف بان نقاوة المياه يعطي منتجات الرويبا نوعية طعم فريدة من نوعها. الموقع يحوي بئرين معدل التدفق 12 لتر / ثانية و 19.4 لتر / ثانية على التوالي. إضافة إلى خزان مغطى ومدفون جزئيا بسعة 608 م³. إتاحة هذه البنية التحتية الخاصة بالموارد المائية بتلبية متطلبات استهلاكه في ذلك الوقت بشكل مريح، والتي وصلت إلى 262 ألف م³ في 2012. البئرين معلنين و مصرح بهما لدى السلطات، كما أن المؤسسة تدفع الإتاوات إلى المؤسسة المعنية " ABH " .

تدور العملية الصناعية للمؤسسة حول حوض يسمح بإنتاج شراب العصائر والنيكتار، بقدرة نظرية 40.000 لتر / ساعة ويغذي ثلاث ورشات تغليف:

- ورشتين للتعبئة والتغليف المعقم، تحتوي على ستة (06) خطوط تغليف، ويبلغ مجموع طاقتها 28.000 لتر / ساعة.
- ورشة تعبئة بالقارورات بسعة 12500 لتر / ساعة تقريبا.
- تطور معدل استغلال الطاقة الإنتاجية للمؤسسة "NCA-Rouiba" موضح بالأعمدة البيانية التالية:

البيان رقم (21): استعمال القدرة الإنتاجية للمؤسسة (SCAEK) 2009-2012.



ومن أجل تحسين موقعها الصناعي، وخاصة مناطق التخزين، استثمرت المؤسسة مبالغ هامة في قاعدة لوجستية مطابقة للمعايير الدولية في تخزين المنتجات التامة. تسع تخزين هذه المنصة ما يعادل أكثر من أسبوعين من المبيعات، ومكونة من كتلتين من الحاملات الخشبية (palettes) المتنقلة والمضادة للزلازل، مع قدرة تخزين إجمالية قدرها 5300 حاملة.

3-4 الموارد البشرية :

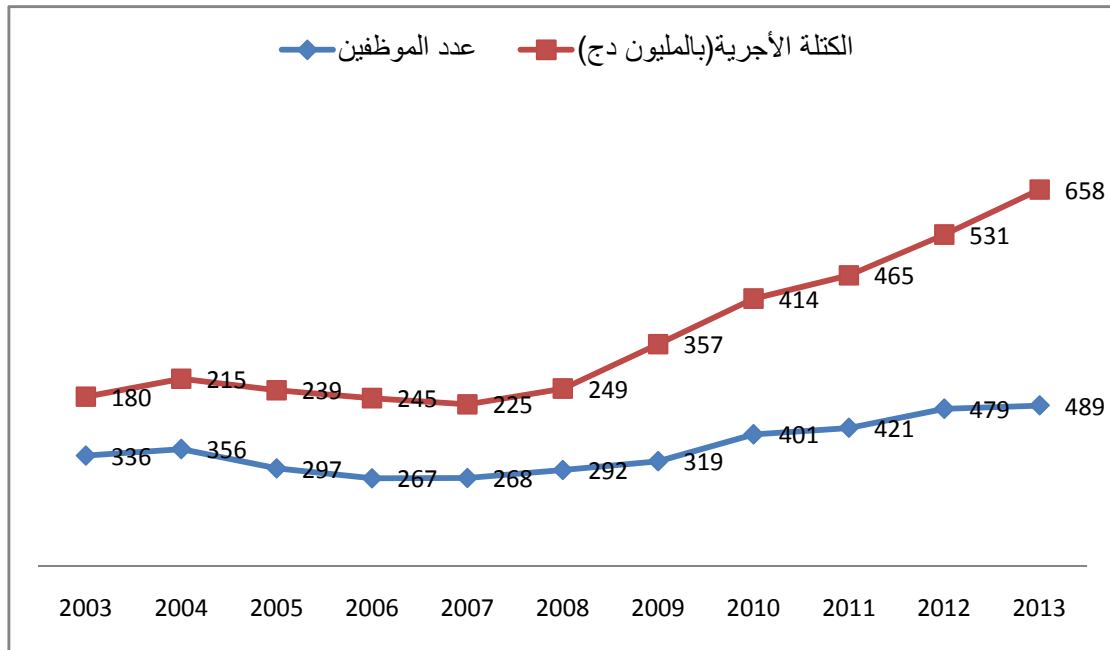
منذ إنشاء المؤسسة "NCA-Rouiba" سنة 1966، اعتمدت إدارتها نموذجا في تسيير الموارد البشرية يركز على الاستماع والحوار مع جميع فرق العمل. وقد سمحت بتشكيل نقابة عمالية تابعة للمركز النقابي للاتحاد العام للعمال الجزائريين (UGTA)، حيث تعمل الإدارة العامة للمؤسسة والاتحاد النقابي معا على القضايا المتعلقة بتحسين المناخ الاجتماعي وتحفيز العمال.

العمل بهذه السياسة مع الموظفين أثمر مناخ عمل هادئ، مما يؤدي إلى ظهور وتثمين الكفاءات الوطنية. هذا ما أكدته دراسة متخصصة حول دوافع موظفي المؤسسة "NCA-Rouiba" في الاستمرار في خدمتها.

وقد ارتفع عدد العاملين في المؤسسة من 336 موظفا في سنة 2003 إلى 479 موظفا في 2012. و بلغ عددهم 489 موظفا في نهاية 2013.

بالنسبة للكتلة الأجرية، فقد شهدت ارتفاعا أكثر من الزيادة في عدد الموظفين. ويأتي ذلك من خلال سياسة المؤسسة الرامية إلى تعزيز مواردها البشرية من خلال تحسين الأجور ومستوى معيشة موظفيها. ارتفعت فاتورة الأجور من 180 مليون دينار سنة 2003 إلى 465 مليون دينار في 2011، و 531 مليون دينار 2012. وأدى ذلك إلى مضاعفة متوسط الأجر خلال هذه الفترة.

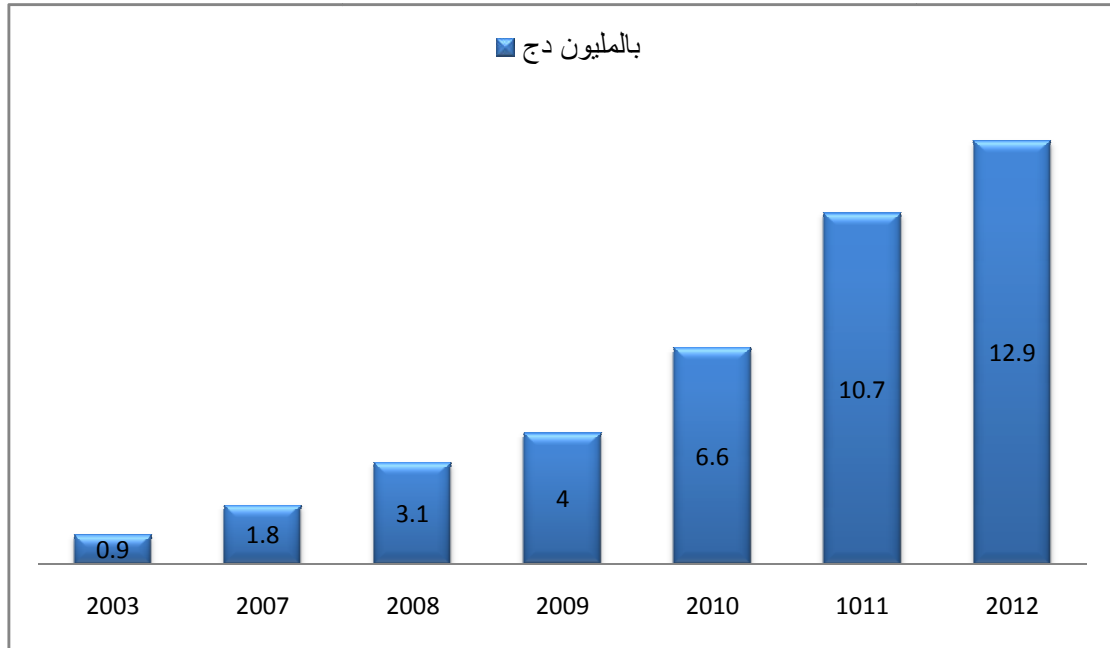
البيان رقم (22): تطور عدد العمال و كتلة الأجور (2003-2013).



نظام "الحرف والكفاءات" الذي أنشئ حديثا قد أبرز الحاجة إلى تعزيز المهارات الصناعية (الإنتاج والصيانة). وتماشيا مع هذه الديناميكية، تضمنت خطة التكوين لسنة 2013 غلاف مالي قدره 16 مليون دينار لتدريب موظفيها من إطارات، عمال مشرفين ومنفذين. هذا المبلغ يفوق الإلزام القانوني الذي ينص على تخصيص 2% من إجمالي المرتبات السنوية السنوي للمؤسسة للتكوين العمال وتربصهم المهني.

وبالتعاون مع شركة أجنبية متخصصة، قامت المديرية العامة والاتحاد النقابي للعمال بالانتقال من رسم خرائط المناصب إلى مصفوفة الكفاءة، مما يتيح تحسين تنقل الموارد عبر مختلف الوظائف. كما تم التفاوض مع الشريك الاجتماعي على نظام جديد لتقدير الأجور قائم على الأداء. هذا النظام سيمكن مؤسسة "NCA-Rouiba" من التطور تدريجيا نحو منطق الحوافز، من خلال تقديم العلاوات الفردية والجماعية، سواء بالنسبة للموظفين المكلفين بالبيع أو لبقية المجموعة الصناعية والإدارية.

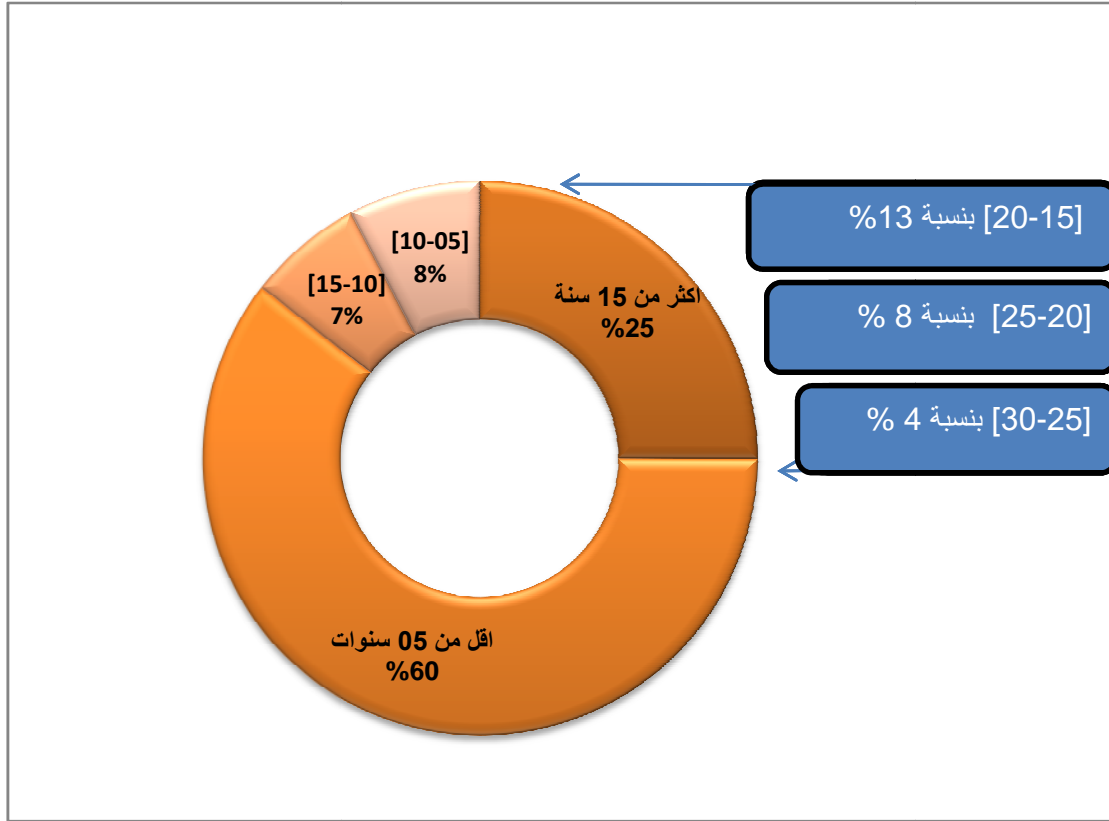
البيان رقم (23): تطور نفقات تكوين العمال (2003، و من 2007 إلى 2012)



تمكنت المؤسسة محل الدراسة من توظيف واستبقاء قوة عاملة شابة ومختصة. وتقريبا الربع (1/4) من القوة العاملة في 2013 تملك أكثر من خمسة عشر (15) عاما من الأقدمية. يرجع هذا التعزيز من الكفاءات البشرية إلى السياسة العامة التي تقوم على المبادئ التالية:

- الالتزام بالحفاظ على مناخ اجتماعي هادئ يستند على الحوار والتشاور.
 - اعتماد نظام حساب الأجور يضمن موقعا متفوقا في سوق العمالة.
 - العمل بسياسة كافية في تكوين العمال وتسيير الحياة المهنية.
- فيما يلي سنقوم بتوضيح عدد سنوات الأقدمية بالنسبة لجموع الموظفين.

البيان رقم (24): نسبة الموظفين حسب الأقدمية



4-4 الاستثمارات:

استثمرت المؤسسة "NCA-Rouiba" خلال الخمس سنوات (05) التي سبقت عملية

التقييم في 2013 أكثر من ملياري دينار جزائري، و الذي سنعرضه في الجدول التالي:

الجدول رقم(24): حجم الاستثمارات 2008 - 2012

بآلاف الدنانير

| المجموع | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | البيان |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---|
| 483 831 | 123 947 | 126 485 | 105 063 | 79 360 | 48 976 | الاستثمارات العقارية، البنية التحتية و التجهيزات |
| 1 087 792 | 273 376 | 330 562 | 132 530 | 343 177 | 8 146 | الاستثمارات الصناعية |
| 62 344 | 28 064 | 25 249 | 2 300 | 6 731 | 0 | الاستثمارات في نظم المعلومات |
| 26 286 | 0 | 3 545 | 7 977 | 14 710 | 54 | الاستثمارات في النظافة و البيئة |
| 100 866 | 23 951 | 16 611 | 14 894 | 23 134 | 22 277 | الاستثمارات اللوجستكية |
| 244 712 | 0 | 80 774 | 25 623 | 109 629 | 28 686 | الاستثمارات استدامة النشاط |
| 2 005 830 | 449 338 | 583 226 | 288 386 | 576 742 | 108 138 | المجموع |

هدف المؤسسة من تمويل هذه الاستثمارات هو ضمان الاحتفاظ بالتوازنات المالية لها. إذ ارتفعت المديونية البنكية على المدى المتوسط من 232 مليون دينار في نهاية سنة 2007 إلى 855 مليون دينار في نهاية 2012، أي بزيادة صافية بلغت 623 مليون دينار. وهي تمثل أقل من 31% من الاستثمارات المحققة بين سنتي 2007 و 2011 في الجدول أعلاه.

5-4 التموينات:

المواد الخام المستخدمة من قبل المؤسسة "NCA-Rouiba" هي أساسا مركبات الفاكهة، السكر والتعبئة والتغليف.

يتم شراء مركبات الفاكهة محليا، وهذا بالنسبة للفواكه المغروسة محليا مثل المشمش. أما الفواكه الأخرى، يتم استيراد مركباتها من مختلف الموردين الدوليين المتخصصين.

تطور أسعار المواد الأولية الأساسية يمثل 80% من حجم مشتريات المؤسسة.

تعمل المؤسسة "NCA-Rouiba" مع مورديها المحليين بفترة تسوية مستحقاتهم متوسطها 90 يوما. وتسدد مورديها الأجانب إما عن طريق الاعتماد المستندي أو عن طريق التسليم المستندي.

تنقسم التعبئة المستخدمة من قبل المؤسسة إلى ثلاث فئات رئيسية هي:

- الورق المقوى: اختارت المؤسسة منذ البداية تكنولوجيا Tetra Pak، وقد بنت شراكة قوية معها. إذ رافقتها في عدة برامج دعم الفنية والتجارية.
- التعبئة ب PET: التشكيلات المستخدمة لتعبئة JNSD هي قارورات بلاستيكية يتم شراؤها محليا. وهناك عدد منتجين محليين لهذه القارورات في الجزائر، يتمتعون بالجودة العالية في هذا المجال، و المؤسسة لها علاقات جيدة جدا معهم.
- الورق المموج للتغليف الزائد: مصدر مشتريات المؤسسة من هذا النوع هو منتج محلي.

6-4 الالتزامات خارج الميزانية:

تتمثل التزامات المؤسسة محل الدراسة خارج الميزانية بشكل أساسي في الضمانات الممنوحة للمؤسسات المصرفية بموجب عقود الاقتراض، والتي فصلها في الجدول أدناه:

الجدول رقم(25): عرض الالتزامات خارج الميزانية.

الوحدة: دج

| البنك | مجموع الديون | المبلغ المتبقي بتاريخ 2012/12/31 | ضمانات |
|------------------------------|--------------|-------------------------------------|---|
| البنك الوطني الجزائري BNA | 772 300 000 | 653 531 258 | • رهن أرض ومبنى يوم 2008/08/24 مقيمة ب 806 607 700 دج. • التعهد بالمعدات الممولة و المحل التجاري. |
| Fransabank | 200 000 000 | 104 866 294 | • ضمانة شخصية غير القابلة للتجزئة بتكافل كل من صلاح، سليم وسعيد عثمانى بمبلغ 240 000 000 دج. • الرهن العقاري الأول، عبارة عن ممتلكات عقارية (أرض وثلاثة مباني)،مقيمة في أكتوبر 2007 ب: 197 490 000 دج. |
| Fransabank | 58 320 000 | 21 663 524 | ضمانة شخصية غير القابلة للتجزئة بتكافل كل من سليم وسحبي عثمانى، بمبلغ 69 984 000 دج. • الرهن العقاري الأول، عبارة عن ممتلكات عقارية (أرض وثلاثة مباني)،مقيمة في نوفمبر 2009 ب: 385 818 200 دج. • رهن معدات الممولة. |

7-4 عوامل الخطر:

نستطيع تحليل هذه العوامل كما يلي:

1-7-4 مخاطر مرتبطة بالتموينات:

وظيفة التموين تخضع لتعقيدات معينة في عملية الاستيراد، مما يتطلب رقابة صارمة نظرا لكثرة التعامل مع الموردين الأجانب. لكن التجربة المتراكمة لأكثر من خمسة عشر (15) سنة لفرق "NCA-Rouiba" في التجارة الخارجية يؤتي ثماره فيما يتعلق بالاقتصاد في التكاليف الناتجة عن التسيير الأمثل للعملية.

مخاطر نقص مستوى التخزين الناجمة عن الانقطاع أو التأخر الطويل نسبيا في تسليم المواد الخام وعبورها. من أجل تخفيف هذه المخاطر تتبع المؤسسة سياسة تموينية حذرة، تتمثل في الالتزام بالحفاظ على مخزون أمان من المواد الأولية، الذي يلبي متوسطه احتياجات حوالي ستة (06) أسابيع من الإنتاج. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن "NCA-Rouiba" كانت من بين المشتركين الأوائل في وضع "المشغل الاقتصادي المعتمد في الجمارك" في إطار المرسوم التنفيذي رقم 12-93.

تقلب أسعار المواد الأولية في الأسواق الدولية، مما قد يؤدي إلى انخفاض هوامش الربح. ويتم إدارة هذا النوع من المخاطر بتوقع الأسعار من خلال تتبع التطور الحاصل في الأسواق المالية. فضلا عن علاقات الثقة المبنية بين المؤسسة "NCA-Rouiba" ومورديها الرئيسيين.

2-7-4 المخاطر الصناعية:

المساحة العقارية المملوكة صغيرة نسبيا، وندرة الأراضي في منطقة الروبية الصناعية يشكل عائق أمام رغبة المؤسسة في توسيع نشاطها في نفس الموقع الصناعي. يتم التخفيف من هذه المعوق من خلال:

- توفير منصة لوجستكية بأحدث التقنيات، مثبتة منذ 2007. مما يسمح بزيادة القدرة في التخزين ثلاثة مرات لكل م2 مقارنة بالمنصات التقليدية.
- التحكم في تدفق سلسلة التوريد يسمح للمؤسسة بتقليل وقت بقاء المنتجات النهائية في الموقع إلى مستواها الأمثل.

- إمكانية التوسع على موقع خارجي.

لم تصل المؤسسة إلى درجة التحكم الصناعي في التعبئة البلاستيكية PET مقارنة مع التغليف بالورق المقوى من حيث معدل الخردة في الإنتاج. يتم الحد من هذا الخطر بالتقدم الذي أحرزه منذ بداية برنامج تطوير خط PET سنة 2012، حيث سيتم في 2013 استبدال الخط القديم بخط تغليف جديد معقم.

4-7-3 المخاطر المتعلقة بالمنافسة:

لا يمكن استبعاد وصول علامات العصائر المتعددة الجنسيات بأسعار تنافسية للغاية. ومع ذلك، شهرة العلامة التجارية "Rouiba" في الجزائر والتوحيد المستمر لها وحصصها السوقية الهامة يشكل حواجز قوية لدخول المنافسين.

تواجه الشركة بقوة منافسة غير رسمية. يخفف تأثير هذه المخاطر بتعزيز الجودة وتوفير المنتج و تطويره. بالإضافة المبادرات المتوقعة من التشريع الجزائري فيما يخص مكافحة التجارة الموازية.

المطلب الثاني: نقد طرق تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba"

أجري التقييم على أساس ما يلي:

- القوائم المالية من سنة 2009 إلى 2011، مصداق عليها من طرف مدقق حسابات المؤسسة.
- القوائم المالية في نهاية جوان 2012، مدققة من طرف مدقق حسابات المؤسسة، بالإضافة إلى القوائم المالية المقدرة في نهاية 2012.
- ميزانية المؤسسة ل 2013، ومخطط أعمالها إلى غاية سنة 2017 والذي تم إعداده من طرف إدارة المؤسسة.
- تقارير تقييم الأصول المعدة من قبل جهة مستقلة مختصة.

تجدر الإشارة إلى أن المؤسسة قد أعادت تقييم أصولها الثابتة كما هو منصوص في المادة 56 من قانون المالية 2007. لكن وحدها الأصول العقارية كانت محل إعادة تقييم،

والزائد قيمة "plusvalue" الناتجة عن إعادة التقييم تم إدراجها في رأس المال معفاة من الضريبة.

حكمة من المؤسسة "NCA-Rouiba"، اختار مجلس إدارتها عمدا أثناء إعادة تقييم الأصول تطبيق خصم بنسبة 30% على تقييم الخبراء.

استندت عملية التقييم على تشخيص مالي معمق للمؤسسة، تحليل السوق الجزائري لعصائر الفاكهة، واختبار الفرضيات المستخدمة في إعداد مخطط الأعمال.

جميع المعلومات الفعلية عن المؤسسة الداخلة في التقييم نجدها في الطرق المستخدمة.

لتقدير قيمة المؤسسة "NCA-Rouiba" اختارت الجهة المكلفة تطبيق أربعة (04) طرق مختلفة:

- طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة (Discounted Cash Flows, DCF)، والتي تتمثل في استحداث التدفقات النقدية المستقبلية للخزينة بمعدل تكلفة رأس المال (CMPC) على مدى فترة التنبؤ المترجمة في مخطط الأعمال. للحصول على قيمة المؤسسة أي أموال الخاصة يكفي طرح قيمة الديون المالية.

- طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، التي تقوم على مفهوم خلق القيمة الاقتصادية، وهذا يعني تقدير الهامش بين المردودية الاقتصادية المتولدة من الأصول الاقتصادية (R_E) وتكلفة رأس المال (CMPC).

- طريقة الممتلكات، فنظرا لنشاط المؤسسة المعتمد على رأس مال صناعي مهم، وجدت الجهة المكلفة والخبيرة في التقييم أنه من المفيد إجراء تقدير على أساس الممتلكات للمؤسسة "NCA-Rouiba". أي إحصاء جميع أصولها الصافية بعد إعادة تقييمها، والأخذ بعين الاعتبار شهرة المؤسسة الذي تمثل أصل معنوي. شهرة المؤسسة تسمى في التقييم ب (good will)، وهي تمثل الربح الإضافي للمؤسسة مقارنة بالربح النظري لرأس مالها الملموس.

- طريقة استحداث الحصص، باستحداث الحصص من الأرباح المتوقع توزيعها في المستقبل.

إضافة إلى الطرق الأربعة (04) السابقة، اعتمدت الجهة المسؤولة عن تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" منهج المقارنة، حتى تعطى للقيمة النهائية المقدره أكثر دلالة، من خلال مقارنة القيمة المتحصل عليها بمعاملات حقيقة في الأسواق المالية. مضاعفات التقييم المستعملة هي: مضاعف رقم الأعمال (CA)، المضاعف (EBITDA)، المضاعف (PER) العادي و النسبي.

1- طريقة استحداث تدفقات الخزينة (DCF):

1-1 تقدير معدل الاستحداث:

اعتمد في تقدير معدل الاستحداث، والذي يكون في هذه الطريقة تكلفة رأس المال (CMPC) على المحددات المعروضة في الجدول التالي:

الجدول رقم(26): تقدير معدل استحداث (CMPC) للمؤسسة "NCA-Rouiba"

| 2013 | 2012 | |
|--------|--------|--------------------------------|
| % 3,0 | % 3,0 | المردودية دون مخاطرة (R_f) |
| % 13,0 | % 13,0 | مردودية السوق (R_m) |
| % 10,0 | % 10,0 | علاوة الخطر (PR_m) |
| % 0,9 | % 0,9 | المعامل β |
| % 1,61 | % 1,41 | Leveraged Beta |
| % 19,1 | % 17,1 | تكلفة الأموال الخاصة (R_c) |
| | % 18,1 | متوسط R_c |
| % 5,7 | % 5,7 | تكلفة الديون |
| % 4,5 | % 4,5 | تكلفة الديون بعد الضريبة |
| % 11,7 | % 11,8 | CMPC |
| | % 11,8 | CMPC |

ومن المهم توضيح أن معدل المردودية الخالي من المخاطر تم حسابه على أساس معدل توظيف سندات الخزينة خلال خمسة سنوات. ثم تم إضافة علاوة الخطر بـ 10 نقاط ثابتة بغرض الحيطه، فالعلاوات المطبقة في الأسواق المالية المجاورة الأقل خطورة هي من 7 إلى 8٪ في تونس و 7.5٪ في المغرب.

بعد فترة الإسقاط، يتم حساب القيمة النهائية من منظور استمرارية العمل وافترض النمو اللانهائي (بمعدل سنوي قدره 2٪) للسنة الأخيرة من الإسقاط خطة العمل.

2-1 تقدير قيمة المؤسسة "NCA-Rouiba" باستحداث تدفقات الخزينة:

بعد فترة التنبؤ، يتم حساب القيمة النهائية للمؤسسة من منظور استمرارية العمل وافترض أن نمو التدفقات سيكون إلى مالا نهاية بمعدل سنوي قدره 2٪ انطلاقاً من تدفق السنة الأخير المتنبأ بتدفقها في مخطط الأعمال.

الجدول رقم (27): استحداث تدفقات الخزينة للمؤسسة "NCA-Rouiba"

| 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | |
|------------------|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|------------------|--------------------------------|
| 837 336 | 800 416 | 705 995 | 565 256 | 454 218 | 361 211 | 367 859 | نتيجة الاستغلال |
| 184 214 | 176 091 | 155 319 | 124 356 | 99 928 | 79 466 | 80 929 | الضريبة على EBIT |
| 507 777 | 494 800 | 477 945 | 463 338 | 446 575 | 364 975 | 268 631 | مخصصات الاهتلاكات والمؤونات |
| 50 871 | 69 841 | 69 343 | 72 525 | 72 018 | 589 153 | 284 308 | تغيرات BFR |
| 1 110 028 | 1 049 283 | 959 278 | 831 713 | 728 848 | 57 567 | 271 253 | تدفقات الاستغلال |
| 60 000 | 85 000 | 225 000 | 400 000 | 1 105 531 | 585 144 | 618 381 | الاستثمارات |
| 1 050 028 | 964 283 | 734 278 | 431 713 | 376 683- | 527 577- | 347 128- | تدفقات صافية |
| 6 829 291 | | | | | | | القيمة المتبقية |
| 7 879 319 | 964 283 | 734 278 | 431 713 | 376 683- | 527 577- | 347 128- | مجموع التدفقات |
| | %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | معدل الاستحداث |
| 4 520 198 | 618 215 | 526 092 | 345 670 | 337 062- | 527 577- | 347 128- | تدفقات صافية مستحدثة |
| | | | | | | 5 673 113 | القيمة الإجمالية للمؤسسة |
| | | | | | | 1 180 693 | الديون المالية الأولية |
| | | | | | | 22 591 | الاصل المثبت |
| | | | | | | 4 515 011 | قيمة الأموال الخاصة |

تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" بتطبيق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة نتج عنه قيمة 4,5 مليار دينار. ومن خلال اختبارات الحساسية لهذه القيمة قد تتغير بين 3,6 مليار دينار و5,9 مليار دينار، حسب معدل تكلفة رأس المال ومعدل النمو إلى مالا نهاية المختار. اختبار حساسية قيمة المؤسسة المتحصل عليها نعرضها فيما يلي:

الجدول رقم (28): اختبار حساسية التقييم باستحداث تدفقات الخزينة.

| التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال | | | | | اختبار الحساسية | |
|------------------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|-----------------|----------------------------------|
| 12,8% | 12,3% | 11,8% | 11,3% | 10,8% | | |
| 3 611 426 | 3 852 542 | 4 115 888 | 4 404 694 | 4 722 855 | 1,0% | معدل النمو إلى ما لا نهاية |
| 3 764 137 | 4 022 446 | 4 305 719 | 4 617 774 | 4 963 251 | 1,5% | |
| 3 931 047 | 4 208 918 | 4 515 011 | 4 853 877 | 5 231 106 | 2,0% | |
| 4 114 233 | 4 414 506 | 4 746 918 | 5 116 949 | 5 531 409 | 2,5% | |
| 4 316 199 | 4 642 308 | 5 005 313 | 5 411 890 | 5 870 436 | 3,0% | |

التعليق:

نقد طرق الاستحداث يركز فيه دائما على محددات العلاقة: تدفقات الخزينة المتنبأ بها، معدل الاستحداث والقيمة النهائية.

- اعتمدت الجهة المكلفة بالتقييم معدل استحداث نسبته 11,8%. تقدير هذا المعدل، أي تكلفة الأموال الخاصة (CMPC). نلاحظ انه تم تحديد معدل 10% كعلاوة الخطر، باعتبار أن هذا التقدير فيه نوع من الحيطة وبالتالي هو مناسب مقارنة بعلاوة الخطر المعمول بها في الدولتين الشقيقتين تونس (من 7 إلى 8%) والمغرب (7,5%).
منهجيا، تقدير علاوة الخطر يكون بتحديد المردودية دون مخاطرة (3%) وهو معدل صحيح لأنه يمثل الفائدة من الاستثمار في سندات الخزينة لمدة 5 سنوات، و أيضا تقدير معدل ربحية السوق المالي. نلاحظ تقدير علاوة الخطر كان بدلالة الأسواق المالية في تونس و المغرب مع إضافة نقطتين وبالتالي الحصول على 10% كعلاوة خطر نتيجة الاستثمار في سوق المال. هذا يعني ان المردودية المنتظرة من الاستثمار

في بورصة الجزائر هي 13% و تفوق المرودية المنتظرة في الدولتين المذكورتين، وهذا غير صحيح. و بالتالي السؤال المطروح هنا كيف يمكن البرهنة على نسبة 13% في انعدام حركية السوق المال الجزائري.

معامل المخاطرة (β) المستعمل مقدر ب 1,41% في 2012 و 1,61% في 2013. هذا يعني أن كلما ارتفع السوق ب 1% يرتفع سعر أسهم المؤسسة و بالتالي قيمتها ب 1,41%. نتساءل هنا عن أساس التقدير، فالمعامل (β) يقدر من المعاملات المستقبلية المتوقعة من سوق مالي نشط، وهو ما لا يتوفر عليه الاقتصاد الجزائري.

التقديرات السابقة قادت المقيم إلى معدل تكلفة الأموال الخاصة 18,1% وهو معدل مرتفع جدا. بالإضافة إلى معدل تكلفة الديون 4,5% صافي من الضرائب. النقطة المهمة هي نسبة الترجيح المعتمدة الغير موضحة من طرف المقيم في الجدول، والتي تقودنا إلى معدل استحداث تدفقات الخزينة 11,8%.

■ تم تقدير القيمة النهائية (VT) ب 6.829.291 ألف دج قبل الاستحداث. صرح المقيم في تقريره انه اعتمد على آخر تدفق للخزينة لفترة التنبؤ، أي تدفق الخزينة لسنة 2017 و المقدر ب 1.050.028 ألف دج و معدل نمو إلى مالا نهاية 2%. إعادة حساب القيمة النهائية بهذه المحددات ينتج عنه قيمة تفوق 10 ملايين دج دون استحداثها في تاريخ التقييم منتصف 2012. الفرق بين القيمتين يفوق 1 مليار دج بعد الاستحداث. استنتج الباحث من المحاولات المتكررة في التدقيق بالنسبة لهذه النقطة أن المقيم قد استحدث القيمة النهائية مرتين. إذا كان الطرح صحيح فانه من شأنه خفض قيمة المؤسسة بقيمة 1 مليار دج.

2- طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (MVA):

الجدول رقم(29): تقدير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للمؤسسة "NCA-Rouiba"

(بالآلاف الدنانير)

| 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------------------------|
| 3 189 921 | 3 490 064 | 3 738 624 | 3 838 192 | 3 752 282 | 2 952 404 | 2 440 869 | الأصل الاقتصادي |
| 20,47% | %17,89 | %14,73 | %11,49 | %9,44 | %8,99 | %10,65 | ROCE |
| %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | %11,8 | CMPC |
| 278 153 | 214 074 | 111 208 | 10 273- | 86 784- | 81 633- | 26 856- | EVA |
| 159 570 | 137 245 | 79 677 | 8 225- | -77 655- | 81 633- | | EVA مستحدثة |
| 1 668 528 | | | | | | | القيمة المتبقية المستحدثة |

الفصل الرابع.....واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

الجدول رقم(30): تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" عن طريق (MVA)(بآلاف الدينارين)

| | |
|---------------------|---------------------------------------|
| 2% | معدل النمو إلى ما لا نهاية (g) |
| 2 908 470,61 | $(g-CMPC) / (g+1) = 2017 \text{ EVA}$ |
| 1668527,80 | القيمة النهائية المستحدثة |
| | تحديد MVA : |
| 290 612,73 | مجموع EVA المستحدث |
| 1 668 527,80 | + القيمة النهائية المستحدثة |
| 1 959 140,53 | MVA = |
| | تحديد رأس المال الخاص: |
| 2 952 403,94 | = الأصول الاقتصادية 2012 |
| 1 959 140,53 | MVA + |
| 1 180 693,15 | - الديون المالية الصافية 2012 |
| 22 591,12 | + الأصول المثبتة خارج الاستغلال |
| 3 753 442,45 | قيمة الأموال الخاصة |

تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" بتطبيق طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (MVA) نتج عنه قيمة قدرة بـ 3,7 مليار دينار جزائري. ومن خلال اختبار الحساسية الذي سنعرضه فيما يلي، هذه القيمة قد تتغير بين 3,6 مليار دينار و4 مليار دينار، حسب معدل تكلفة رأس المال (CMPC) ومعدل النمو (g) المختار.

الجدول رقم (31): اختبار حساسية التقييم بطريقة (MVA).

| التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال | | | | | اختبار الحساسية | |
|------------------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|-----------------|----------------------------------|
| %12,8 | %12,3 | %11,8 | %11,3 | %10,8 | | |
| 3 553 419 | 3 568 307 | 3 583 463 | 3 598 893 | 3 614 603 | %1,0 | معدل النمو إلى ما لا نهاية |
| 3 634 265 | 3 649 152 | 3 664 309 | 3 679 739 | 3 695 449 | %1,5 | |
| 3 723 398 | 3 738 286 | 3 753 442 | 3 768 873 | 3 784 583 | %2,0 | |
| 3 822 163 | 3 837 051 | 3 852 207 | 3 867 638 | 3 883 348 | %2,5 | |
| 3 932 209 | 3 947 097 | 3 962 253 | 3 977 683 | 3 993 394 | %3,0 | |

التعليق:

- بما أن طريقة (MVA) تتدرج ضمن منهج الاستحداث، إذا تثار من جديد الأسس المعتمدة في تقدير معدل الاستحداث أي تكلفة رأس المال (11,8%)، والتي اعتمد عليه في تطبيق هذه الطريقة مرتين. الأولى لتقدير المردودية الاقتصادية الإضافية لكل سنة، والثانية في استحداثها لفترة التقييم (منتصف 2012). التفصيل في هذه النقطة مشار إليه في التعليق الخاص بالطريقة السابقة (طريقة استحداث تدفقات الخزينة).
- نلاحظ أن المقيم اعتمد على عدة معدلات للمردودية الاقتصادية المنتظرة من 2013 حتى 2017 و هي على التوالي 9,44%، 11,49%، 14,73%، 17,89% و 20,47%. نلاحظ انه يتم تحقيق قيم اقتصادية مضافة انطلاقا من سنة 2015، نتيجة ارتفاع معدلات المردودية الاقتصادية (k_a) عن تكلفة رأس المال المقدر بـ 11,8%. نقول أن المقيم تعمد في حسابه بغية تحقيق قيم اقتصادية مضافة موجبة الرفع من المردودية الاقتصادية للسنوات الثلاثة الأخيرة . تقدير معدل مردودية

اقتصادية بما يفوق 20% مرتفع جدا، لان السؤال المطروح هنا، كم تقدر تكلفة الأموال الخاصة (k_c)؟

■ بغض النظر عن تقدير المحددات الداخلة في تطبيق هذه الطريقة (MVA)، منطقيا يتم حساب القيم الاقتصادية المضافة (EVA) بالعلاقة المشار إليها أعلاه. بحيث نلاحظ لحساب هذه الأخيرة يتم استعمال قيمة الأصول الاقتصادية (AE) للسنة السابقة، لأنها هي التي أنتجت القيم الاقتصادية. أي لحساب القيمة الاقتصادية الإضافية المحققة في نهاية سنة 2014 مثلا يتم استعمال الأصول الاقتصادية (AE) المسؤولة عن تحقيق هذه المردودية الاقتصادية (k_a) لهذه السنة، و هي الأصول الاقتصادية في نهاية سنة 2013.

3- طريقة الممتلكات:

استند المقيم في تقييم أصول المؤسسة "NCA-Rouiba" على تقرير تقييم تم إعداده من طرف خبير مستقل في أكتوبر 2009، بالإضافة إلى الاستثمارات المحققة خلال السنوات 2010، 2011 و 2012. لم يتم إعادة تقييم التثبيات غير الملموسة والأصول المتداولة.

الجدول رقم(32): الأصول الصافية المعاد تقييمها للمؤسسة "NCA-Rouiba"

(بالآلاف الدنانير)

| زائد أو ناقص قيمة | إعادة التقييم | VNC 2012 | |
|-------------------|---------------|-----------|------------------------|
| | 21 615 | 21 615 | التثبيات المعنوية |
| | 2 741 154 | 2 348 246 | التثبيات المادية |
| 182 179 | 580 750 | 398 571 | الأراضي |
| 210 730 | 524 806 | 314 076 | المباني |
| - | 1 550 378 | 1 550 378 | تثبيات مادية أخرى |
| - | 85 220 | 85 220 | تثبيات قيد الاتجاز |
| - | 22 591 | 22 591 | أصول أخرى غير جارية |
| - | 1 523 370 | 1 523 370 | الأصول الجارية |
| 392 908 | 4 308 730 | 3 915 370 | المجموع |

| 2012 | الأصول الصافية المعاد تقييمها |
|-----------|------------------------------------|
| 3 915 822 | مجموع الأصول |
| 2 305 004 | الديون |
| 1 610 818 | الأصول المحاسبية الصافية |
| 392 908 | إعادة التقييم |
| 2 003 726 | الأصول الصافية المعاد تقييمها (دج) |

الجدول رقم (33): تقدير قيمة المؤسسة (SCAEK) بإضافة الربح الممتاز.

| 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|--------------------------------|
| 583 729 | 543 164 | 456 531 | 337 691 | 271 208 | 193 948 | 188 042 | النتيجة الصافية المتكررة |
| | | | | | 2 003 726 | - | ANR |
| | | | | | % 18,1 | | تكلفة الأموال الخاصة |
| 363 213 | 363 213 | 363 213 | 363 213 | 363 213 | 363 213 | | فائدة رأس المال |
| 220 516 | 179 951 | 93 318 | 25 522- | 92 005- | 169 265- | 188 042 | الربح الفائض |
| 95 873 | 92 419 | 56 614 | 18 290- | 77 886- | 169 265- | | الربح الفائض المستحدث |
| | | | | | | 148 729 | إيراد Goodwill |
| | | | | | | 2 152 455 | القيمة الإجمالية للمؤسسة |

الجدول رقم (34): حساسية تقييم المؤسسة (SCAEK) بإضافة الربح الممتاز.

| % 16,1 | % 17,1 | % 18,1 | % 19,1 | % 20,1 | معدل الاستحداث |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------|
| 295 540 | 220 402 | 148 729 | 80 078 | 14 534 | إيراد Goodwill |
| 2 003 726 | 2 003 726 | 2 003 726 | 2 003 726 | 2 003 726 | 2012/12/31 ANR |
| 2 299 266 | 2 224 129 | 2 152 455 | 2 083 804 | 2 018 260 | القيمة الإجمالية للمؤسسة |

الفصل الرابع.....واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

وتم استخدام طريقتين تجريبيتين لتقدير قيمة الأصول الصافية المعدلة بالربح الممتاز (Goodwill): طريقة ممارسي التقييم وطريقة الإيراد المختصر للربح الممتاز. و بحساب متوسطهما نحصل على 3.8 مليار دينار جزائري.

| | |
|------------------|-----------------------------------|
| 2 152 455 | طريقة إيراد الربح الممتاز المختصر |
| 5 521 997 | طريقة الممارسين |
| 3 837 226 | متوسط القيمة (بآلاف الدنانير) |

تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" بتطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR) نتج عنه قيمة قدرها 3,8 مليار دينار جزائري. ومن خلال اختبار الحساسية الذي سنعرضه فيما يلي، هذه القيمة قد تتغير بين 3,7 مليار دينار و3,9 مليار دينار، حسب معدل الاستحداث المختار في حساب إيراد الربح الممتاز المختصر (Goodwill).

| الأقصى | الأدنى |
|------------------|------------------|
| 2 299 266 | 2 018 260 |
| 5 521 997 | 5 521 997 |
| 3 910 632 | 3 770 129 |

التعليق:

تقييم المؤسسة روية حسب منهج الممتلكات نتج عنه مجال للقيمة محصور بين 3,7 و3,9 مليار دج. هذا المجال يتكون من عنصرين هما: قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR) في 2012/12/31 و قيم الأصول المعنوية المعبر عنها بالربح الممتاز (Good will) والمقدرة بطريقتين هما طريقة الإيرادات المختصرة للربح الممتاز وطريقة المهنيين.

- قدر قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها في نهاية 2012 ب 2,003 مليار دج. صرحت الجهة المكلفة بالتقييم في تقريرها إنها اعتمدت على تقرير خبير في إعادة

التقييم محرر في أكتوبر 2009، وأن التثبيتات المعنوية الظاهرة في الميزانية والأصول الجارية لم تكن محل إعادة تقييم. بحيث اكتفى مقيم المؤسسة روية بإعادة تقييم الأراضي والمباني. إذ نتج عنه زيادة في القيمة ب 392.908 ألف دج.

نلاحظ أن تطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها هنا لا يتوافق مع المنهج النظري لها، فالهدف من هذه الأخيرة هو تقدير قيمة كل أصول المؤسسة الصافية، سواء كانت مثبتة أو جارية، ما عدى الخزينة والتثبيتات المعنوية الغير ظاهرة في الميزانية (البرمجيات) والتي تكون محل تقييم منفصل لاشتقاق قيمة الربح الممتاز (Good will).

ما يزيد الحاجة إلى إعادة تقييم عنصر من عناصر الأصول هو وزن قيمته المحاسبية من مجموع الأصول. بالنسبة للمؤسسة روية نلاحظ في الجدول أعلاه أن القيمة المحاسبية للتثبيتات المادية ما عدى المباني والأراضي بلغت أكثر من 1,5 مليار دج، و هو ما يمثل أكثر من 50% من مجموع الأصول المثبتة. نفس الملاحظة بالنسبة للأصول الجارية و المقدر قيمتها كذلك بأكثر من 1,5 مليار دج، و مع ذلك لم تكن محل إعادة للتقييم.

■ تقييم الأصول المعنوية الغير ظاهرة في الميزانية أي الربح الممتاز، اعتمد فيه على طريقتين: طريقة الإيرادات المختصرة للربح الممتاز (Méthode de la rente) وطريقة المهنيين (abrégée du Good will) (Méthode des praticiens). وكانت نتائج التقييم هي مجال للقيمة محصور بين 14.534 و 295.540 ألف دج بالنسبة للطريقة الأولى، و 3.518.271 ألف دج بالطريقة الثانية.

بالنسبة للطريقة الأولى، أهم نقطة يمكن الوقوف عندها هي معدل الفائدة المطبق لتقدير الإيرادات النظرية المستقبلية الصافية (المقدرة ب 363.213 ألف دج)، ومعدل الاستحداث المختار لاستحداث إيرادات الربح الممتاز. نلاحظ أن المقيم اعتمد نفس المعدل (18,1%) في كلى العمليتين. هذا الأسلوب لا يتوافق مع منهج الاستحداث بصفة عامة. فمعدل الفائدة المطبق لتقدير الإيرادات النظرية يعكس المخاطر المحتملة من تدفق الإيرادات المنتظرة من الأصول المادية أي الأصول

الصافية المعاد تقييمها (ANR) المقدره بأكثر من 2 مليار دج. أما معدل استحداث إيرادات الربح الممتاز فهو يعكس المخاطر المرتبطة بتحصيل التدفقات المنتظرة من الأصول المعنوية. و بذلك، فمن المنطقي أن يكون معدل استحداث إيرادات الربح الممتاز أعلى بوضع نقاط من معدل الفائدة في تقدير الأرباح النظرية.

بالنسبة لطريقة المهنيين، وهي طريقة غير مباشرة في تقدير الربح الممتاز. نلاحظ أن المقيم لم يعرض طريقة تطبيقها وصولاً إلى النتيجة. وإنما اكتفى بتحديد هذه الأخيرة مباشرة، وتساوي 3.518.271 ألف دج. التقدير المرتفع جداً مقارنة بالطريقة الأولى، بحيث يفوق 23 مرة، يدفعنا للتأكد من هذا التقدير، وبالتالي الحساب. حسب طريقة المهنيين (Méthode des praticiens)، قيمة الأصول المعنوية تساوي نصف مجال القيمة المحصور بين قيمة المؤسسة باستعمال منهج المردودية (VR) و قيمة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR).

بتطبيق العلاقة نحصل على قيمة ربح ممتاز تساوي 1.255.642,5 ألف دج.

$$GW = \frac{4.515.011 - 2.003.726}{2}$$

وبالتالي قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة تساوي 3.259.368,5 ألف دج. وليس 5.521.997 ألف دج.

4- الطريقة استحداث الحصص (Bates):

تسمح هذه الطريقة بتقييم المؤسسات وذلك بالأخذ بعين الاعتبار نمو الأرباح المستقبلية و الحصص من الأرباح الموزعة.

استعملت الجهة المكلفة بالتقييم المؤشرات التالية:

- معدل توزيع 33%.
- معدل نمو الأرباح ب 24,7% خلال الفترة 2012-2017.
- مؤشر PER للخروج 13%، باعتباره ملائم بالأخذ بعين الاعتبار نشاط المؤسسة.

الجدول رقم(35):تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" بطريقة Bates.

| | |
|-----------|--|
| 13,0 | PER للخروج |
| %18,1 | تكلفة الأموال الخاصة |
| %24,7 | نمو الأرباح (2017-2012) |
| 0,8 | A |
| 4,5 | B |
| %33,0 | معدل توزيع الحصص |
| 19,0 | 2012 PE |
| 3 564 396 | قيمة الأموال الخاصة(بالآلاف الدينانير) |

تقييم المؤسسة "NCA-Rouiba" بتطبيق طريقة (Bates) نتج عنه قيمة قدرها 3,5 مليار دينار جزائري. ومن خلال اختبار الحساسية الذي سنعرضه فيما يلي، هذه القيمة قد تتغير بين 3,0 مليار دينار و4,2 مليار دينار، حسب المؤشر (PER) للخروج ومعدل تكلفة الأموال الخاصة المختارين.

الجدول رقم(36): اختبار الحساسية بالتقييم بطريقة (Bates).

| التكلفة رؤوس الأموال الخاصة | | | | | اختبار الحساسية |
|-----------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|-----------------|
| %19,1 | %18,6 | %18,1 | %17,6 | %17,1 | |
| 2 951 141 | 3 010 958 | 3 072 281 | 3 135 156 | 3 199 629 | 11 |
| 3 187 043 | 3 251 873 | 3 318 339 | 3 386 488 | 3 456 372 | 12 |
| 3 422 945 | 3 492 789 | 3 564 396 | 3 637 820 | 3 713 114 | 13 |
| 3 658 847 | 3 733 704 | 3 810 454 | 3 889 152 | 3 969 856 | 14 |
| 3 894 749 | 3 974 620 | 4 056 511 | 4 140 484 | 4 226 599 | 15 |

التعليق:

يستعمل النموذج (Bates) من طرف الأخصائيين في التأكد من القيم المتحصل عليها بطرق المقارنة المبنية على السوق المالي. إذا تطبيق هذا النموذج يقتصر على المؤسسات المسعرة فقط. ومنه استعماله في تقييم المؤسسة روية لا يتوافق مع منهج هذا النموذج.

بالرجوع إلى طريقة التطبيق، الهدف من استعمال هذا النموذج (Bates) هو ربط المؤشر $\left(\frac{P}{B}\right)$ (أي السعر في البورصة قسمة الربح) في بداية المدة مع نفس المؤشر في آخر فترة التنبؤ. يطلق على المؤشر الأول ب (PER_0) الدخول، أما الثاني ب (PER_n) الخروج. مع توظيف بعض المحددات هي معدل تطور الأرباح، معدل توزيعها، معدل الاستحداث (R_c) .

دون التعمق في شرح هذا النموذج نلاحظ أن: زيادة على إشكالية أسس تقدير معدل الاستحداث (18,1%) المشار إليها في التعليق على الطرق السابقة، يظهر مشكل آخر وهو كيفية تقدير المؤشر (PER_n) للخروج. فلتقدير هذا الأخير يجب تقدير السعر المتنبأ للمؤسسة روية في نهاية 2017، وبما أن المؤسسة غير مسعرة كيف يمكن البرهنة على قيمة $(PER_{2017}) = 13$. إذا لا يمكن الاعتماد على نتائج تطبيق هذا النموذج.

5- ملخص النتائج و تقدير القيمة:

بالنظر إلى النتائج التي تم الحصول عليها، نلاحظ تتقارب القيم وانحصارها بين 3.6 مليار دينار و 4.2 مليار دينار جزائري.

الجدول رقم(37): متوسط قيمة المؤسسة "NCA-Rouiba" (بالآلاف الدنانير)

| التقييم | |
|------------------|-------------------------------|
| 4 515 011 | استحداث تدفقات الخزينة |
| 3 753 442 | القيمة الاقتصادية المضافة |
| 3 837 226 | الأصول الصافية المعاد تقييمها |
| 3 564 396 | طريقة bates |
| 3 917 519 | المتوسط |

نلاحظ أن متوسط القيم (3 917 519) يقع ضمن مجال القيم الموضحة في الشكل السابق [3,6 ، 4,2]، والذي يوافق 461,32 دج لكل سهم. من أجل تشجيع المستثمرين الأوائل اقترح مجلس الإدارة تطبيق خصم ليصبح السعر 400 دج للسهم الواحد.

خاتمة الفصل:

للقوف على واقع تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حاولنا في هذا الفصل التطبيقي دراسة حالة لمؤسستين اقتصاديتين. الأولى هي شركة الاسمنت عين الكبيرة، و هي شركة عمومية مختصة في إنتاج وتوزيع الاسمنت. المؤسسة الثانية، هي مؤسسة روية المتخصصة في صناعة العصائر، وهي مؤسسة خاصة.

اعتمد في تقييم المؤسستين محل الدراسة على عدة مناهج. أولاً، منهج الممتلكات بتطبيق طريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها (ANR). أهم الانحرافات في تطبيق هذه الطريقة هو في إعادة تقييم الأصول في تاريخ التقييم و تقدير قيمة العناصر المعنوية، بحيث نجد أن بعض الأصول التي كانت محل إعادة تقييم نتج عنها قيم زائدة مرتفعة جدا مقارنة بالقيمة المحاسبية، مما يدل على أن المؤسستين لم تعتمدا إعادة التقييم السنوي. وأصول أخرى لم تكن محل إعادة تقييم (الأصول الجارية) من طرف المقيم بالرغم من ارتفاع مبالغها المحاسبية. بالنسبة للعناصر المعنوية، تم تقدير قيمتها بشكل مباشر في مؤسسة الاسمنت ودون تفصيل. أما مؤسسة روية، تم اعتماد طريقتين (طريقة الإيرادات المختصرة وطريقة المهنيين)، ثم توظيف المتوسط الحسابي لقيمة المؤسسة الصافية باستعمال الطريقتين، وهو خطأ منهجي بسبب التباعد الكبير بين القيمتين.

ثانياً، منهج الاستحداث بتطبيق طريقة استحداث تدفقات الخزينة. أهم إشكال هو تقدير معدل تكلفة رأس المال بصفة عامة. فالاعتماد على أسواق المال الأجنبية كتونس والمغرب وفرنسا في تحديد علاوة الخطر ومعامل المخاطرة (β) قد لا يعكس واقع الاستثمار المحلي.

ثالثاً، تطبيق منهج المقارنة المبني على أساس تحويلات لمؤسسات محلية لها نفس النشاط في تقييم مؤسسة الاسمنت مناسب في ظل غياب الحركية في بورصة الجزائر. لكن استعمال مضاعفات تعود خمس سنوات لا يلاءم أهداف التقييم الحالي.

إضافة إلى ما سبق، تم استعمال طرق أخرى مختلطة كطريقة القيمة الاقتصادية المضافة (MVA) وطريقة (Bates). تطبيق هذه الطرق يطرح نفس المعوقات السابقة. فالطريقة الأولى تعتمد على معدل الاستحداث، أما الثانية فنشترط توفر سوق مالي نشط لتقدير المضاعف (PER).

خاتمة

خاتمة عامة

تقييم المؤسسة هي عملية شاملة تأخذ بعين الاعتبار كل المتغيرات والعوامل المؤثرة على قيمتها. لذلك غالبا ما ينطلق المقيم بإجراء تشخيص داخلي يستهدف فيه وظائف المؤسسة (التمويل، الإنتاج، التسويق، المالية، الاستثمار، الجانب القانوني البحث والتطوير،...)، وتشخيص خارجي لتقييم موقع المؤسسة في السوق ومدى ارتباطها بالمتعاملين معها (الزبائن، الموردون، البنوك). تكمن أهمية هذه المرحلة والتي تسبق التطبيق العددي باستعمال طرق التقييم في التنبؤ بمستقبل المؤسسة وإعداد مخطط الأعمال (Business plan) الذي يعتبر أساس تطبيق طرق الاستحداث، وأيضا في تحديد مجال القيمة الممكن التفاوض عليه.

اختيار طرق التقييم وتطبيقها مرحلة أساسية في تقدير قيمة المؤسسة. ولكن في المقابل تعد مشكلة يمكن تحليلها في نقطتين: الأولى تكمن في الاختيار الطريقة، فغالبا ما تقود طرق التقييم الأساسية إلى نتائج مختلفة. يتأثر هذا الاختيار بعدة عوامل هي: غرض التقييم (اندماج، تصفية، تحويل الملكية، الدخول في السوق المالي،...)، حجم المؤسسة وطبيعة نشاطها، الجهة الموجه إليها تقرير التقييم. النقطة الثانية، هي الصعوبات التطبيقية استعمال الطرق المختارة. فلحظة التطبيق العددي لأهم طرق التقييم يشترط توفر مجموعة من المقومات هي: معلومات محاسبية ذات جودة، فعالية السوق المالي، توجه اقتصادي واضح. نلاحظ أن هاتين النقطتين مرتبطتين، فإذا كانت الطريقة المناسبة في تقييم مؤسسة لها أصول مادية معتبرة هي الأصول الصافية الماد تقييما (ANR) وبالمقابل نواجه معلومات محاسبية غير موثوقة، هذا من شأنه زيادة احتمال خطر الابتعاد عن القيمة الجوهرية للمؤسسة باستعمال هذه الطريقة أو بالطرق الأخرى.

في إطار هذه الدراسة الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حاولنا التطرق إلى أهم الصعوبات التطبيقية التي تواجه عملية التقييم باستعمال الطرق الشائعة في كل منهج، والتأكد منها في الجانب التطبيقي. أهم النتائج المتوصل إليها هي:

- تطبيق طرق الممتلكات يعتمد أساسا على جودة المعلومات الواردة في القوائم المالية ونخص بالذكر الميزانية لحظة التقييم. بالنسبة للجزائر، ينص النظام المحاسبي (SCF) على عدة قواعد تخدم تطبيق هذا المنهج، وهي قواعد تتعلق بالإدراج في الحسابات (أصول، خصوم)، قواعد التقييم وإعادة التقييم وعرض الميزانية. نظريا، بتطبيق هذه القواعد يتجاوز المقيم مرحلة إعادة ترتيب الحسابات وتقييم عناصرها، فقيمة ممتلكات المؤسسة هي قيمة رأس مالها المكتوب في الميزانية مباشرة. يكفي فقط تعديل هذه القيمة بالعمليات الإضافية المؤثرة على رأس مالها إذا كان تاريخ التقييم في وسط السنة. واقعيا، تطبيق منهج الممتلكات يواجه مشكلة إعادة تقييم الأصول بالقيمة العادلة.
- الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في إعادة تقييم أصولها بالقيمة العادلة ينتج عنه تشخيص مالي خاطئ للسنوات السابقة والمستقبلية، فالتوازنات المالية تحسب من الميزانية (كراس المال العامل واحتياجاته، نسبة التحرر المالي،...). وفي المقابل نجد حسابات النتائج الذي يرتبط هنا مع الميزانية في قيم الاهتلاكات المخصصة. إذا الابتعاد عن القيمة الحقيقية ينتج عنه قوائم مالية لا تعبر عن الواقع الاقتصادي الحقيقي، وبالتالي تكون مضللة في تقديرهم المؤشرات التقييم المحسوبة من القائمتين وهي المردودية الاقتصادية والمالية.
- تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بطرق الاستحداث يخضع للتقدير الشخصي، فبغياي الحركية في بورصة الجزائر يبقى تقدير معدل الاستحداث من أهم المعوقات في استعمال هذه الطرق. من أهم الإشكاليات التطبيقية أيضا باستثناء حالات التصفية، صعوبة تقييم الإستراتيجية المطبقة في أي مؤسسة، لأنها تكون في حالة شبه انتظار لتغيير الملكية أو هيكل رأس المال. إذا عدم وجود سياسة اقتصادية واضحة بسبب المرحلة الانتقالية إلى اقتصاد السوق يزيد من صعوبة الحكم على إستراتيجية المؤسسة، الأمر الذي يجعل عملية التنبؤ بالتدفقات المستقبلية أكثر تعقيدا.

■ لا يمكن بوجود خمس مؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر تقييم المؤسسات الجزائرية بطرق المقارنة اعتمادا على مفهوم السوق المالي. كذلك، اللجوء إلى تكوين عينات مكونة من مؤسسات أجنبية مسعرة يطرح عدة مشاكل أهمها: التوافق المحاسبي، معدل الفائدة، التضخم، معدلات الضرائب والرسوم، مما يجعل نتائج استعمال المقارنة عن طريق السوق المالي هامشية.

■ استعمال طرق أخرى غير شائعة في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كالقيمة الاقتصادية المضافة (MVA) وطريقة (Bates) لا يزيد من مصداقية التقييم لسببين. الأول، هذه الطرق تندرج ضمن المناهج السابقة، وبالتالي تعتمد على نفس المحددات كمعدل الاستحداث، التنبؤ بالتدفقات، المؤشر (PER) المقدر من السوق المالي. السبب الثاني، هذه الطرق غير أساسية في تقدير قيمة المؤسسات، فاعلم المختصين يستعملونها إما من أجل التأكد من عقلانية المحددات المذكورة أو إذا كان الغرض من التقييم هو تسيير المؤسسة عن طريق القيمة.

انطلاقاً من النتائج نستطيع اختبار فرضيات البحث كما يلي:

■ الفرضية الأولى (في غياب مقومات أهم طرق التقييم (المحاسبة بالقيمة العادلة، سوق مالي نشط)، المؤسسات الجزائرية لا تقيم بشكل صحيح ومنهجي) صحيحة. لأن كل الطرق المندرجة تحت المناهج الثلاث الأساسية تواجه مشاكل جوهرية، تحول دون التطبيق الصحيح لها.

■ الفرضية الثانية (زيادة على طرق التقييم الأساسية، يستعين المقيم بنتائج طرق أخرى في تحديده للقيمة) صحيحة. بحيث نجد في كلتا المؤسستين محل الدراسة التطبيقية استعمال طرق الغير أساسية وهي القيمة الاقتصادية المضافة (MVA) وطريقة (Bates).

صعوبات تقييم المؤسسة المشار إليها تعد مشكلة كل الدول التي لا تزال تتخبط في هذه المرحلة الانتقالية نتيجة غياب المقومات المذكورة. من جهة أخرى، التقدير الصحيح لقيمة المؤسسات يعتبر أهم العوامل في إنجاح هذا الانتقال. الأمر الذي يزيد

من أهمية وضرورة إيجاد حلول عملية. من بين الحلول المقترحة لتكييف تطبيق أهم طرق التقييم مع المرحلة الانتقالية هي:

1- لتقييم الأصول بالقيمة الحقيقية ونخص بالذكر تثبيبات الإنتاج، يمكن تطبيق مفهوم الاهتلاك على أساس الوحدات المنتجة. إذا لضمان تطبيق الأسلوب وتفعيله يجب تكوين مختصين معتمدين من طرف الدولة وإبداء رأيهم حول قيمة هذا النوع من الأصول شرط أساسي في استكمال إجراءات غرض التقييم.

التثبيبات المنتجة محليا لا تطرح أي مشكل في إعادة التقييم لسهولة التعرف على خصائصها ووجود مثيلاتها في السوق. بالنسبة للمعدات والآلات المستوردة، يمكن توفير مواقع الكترونية محكمة تفتح مجال المقارنة مع قيمة نفس الأصول المستعملة في الدول الأجنبية لتسهيل عمل المختصين. يبقى فقط تطبيق سعر الصرف في تاريخ التقييم.

بالنسبة للأراضي والمباني، وهي التثبيبات التي غالبا ما يرتكز عليها المقيم في الرفع من قيمة ممتلكات المؤسسة، يمكن الاعتماد على مديرية العقار في إعداد سلم يحدد فيه قيمة المتر المربع (م²). هذا الاقتراح يوفر للمختصين قاعدة يمكن الانطلاق منها، والقيام بالتعديلات للوصول إلى التقييم النهائي في حالة وجود خصوصيات معينة.

2- لتفادي التقدير الشخصي لمعدل الاستحداث أو استنتاجه من أسواق مالية أجنبية لا تعكس مستوى مخاطرة الاستثمار محليا، يمكن تطبيق نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) بعيدا عن مفهوم السوق. أهم المحددات التي تدخل في تقدير معدل الاستحداث هي المردودية المطلوبة من المساهمين (R_c)، والنموذج (MEDAF) من أهم النماذج التطبيقية في تقديره، بحيث يعتمد في ذلك على معدل المردودية دون مخاطرة (R_f)، علاوة الخطر السوق (PR) ومعامل المخاطرة (β). معدل المردودية دون مخاطرة لا يطرح أي إشكال لأنه يمثل الفائدة من الاستثمار في سندات الخزينة لخمس سنوات، وهو معدل معلوم. الفكرة هي في تعويض علاوة خطر السوق بعلاوة خطر النشاط. لتقدير هذه الأخيرة يمكن الاستعانة بالمديرية العامة للضرائب، لأنها تمثل قاعدة بيانات لكل القطاعات. يكفي فقط تقسيم هذه

القطاعات إلى أنشطة متماثلة وحسب حجم المؤسسة، ثم حساب المردودية المتوسطة الإضافية عن المعدل دون مخاطرة. من المهم في المقابل نشر علاوة خطر كل نشاط في عبر منشورات (BOAL) مثلا للجمهور سنويا. بالنسبة لمعامل المخاطرة (β) الذي يمثل ردت فعل مردودية المؤسسة نتيجة تغير مردودية السوق المالي، يجب استبدال هذه الأخيرة (مردودية السوق المالي) بالمردودية المتوسطة للنشاط، مع تطبيق نفس العلاقة الموضحة في الجانب النظري.

بالرجوع إلى أصول الخطر لأي مؤسسة وهي: نوع النشاط، هيكل التكاليف، مستوى المديونية وحجم المؤسسة، نقول التعديل السابق للنموذج (MEDAF) صحيح. فالمؤسسات التي لها نفس النشاط والحجم غالبا ما يكون لها نفس هيكل التكاليف (تكاليف ثابتة ومتغيرة) وبالتالي المردودية المالية المتوقعة منهم متقاربة. يبقى فقط تعديل هذه المردودية بدرجة تأثرها بمستوى المديونية.

3- بدل الاعتماد على مؤسسات مسعرة في أسواق المال الأجنبية، يمكن تطبيق منهج المقارنة بكل مضاعفاته (باستثناء المضاعف PER) بعيدا عن مفهوم السوق، أي انطلاقا من القوائم المالية للمؤسسات المحلية القابلة للمقارنة مباشرة. لتسهيل عملية التطبيق يمكن إضافة مهام لمديرية التجارة متمثلة في حساب متوسط هذه المضاعفات حسب كل نشاط وحجم المؤسسات، مع نشرها للجمهور سنويا.

نلاحظ أن هذه الاقتراحات عملية وبالتالي تسهل عمل المختصين في التقييم وتنقص من مسؤوليتها. ولكن بما أن تقييم المؤسسة هو عملية إبداء رأي، فالمكاتب المختصة غير مجبرة بإتباع هذه الاقتراحات إن طبقت. ومع ذلك تبقى مهمة لأنها تركز على إشراك أطراف أخرى في تقدير القيمة (مديرية الضرائب، مديرية التجارة، مختصين معتمدين في إعادة التقييم، مديرية العقار)، وهذا ما يسمح بإجراء المقارنة بين القيم المقدره من طرف أجهزة الدولة والمقيم.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا- الكتب:

1- باللغة العربية:

1. أمينة بن بوثلجة، محاسبة الشركات وفق النظام المحاسبي المالي SCF ، دار النشر " Pages Bleues " ، الجزائر، 2011.
2. رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003.
3. سامح عبد المطلب عامر وآخرون، إدارة التفاوض، الطبعة الأولى، دار النشر "دار الفكر" ، عمان، الأردن، 2010.
4. شعيب شنوف، "محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)"، مكتبة الشركة الجزائرية، بومرداس، الجزائر، 2008.
5. طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
6. محمد بوتين، المحاسبة المالية و معايير المحاسبة الدولية، دار النشر " Pages Bleues" ، الجزائر، 2010.
7. ن. حاج علي، النظام المحاسبي المالي الجديد، دار بلقيس للنشر، دار البيضاء، الجزائر، 2010.
8. نضال محمود الرمحي، المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2013.

2- باللغة الأجنبية:

1. Alain Burlaud et arnaud thauvron et autres , DSCG Finance, 4° édition, éditions Foucher, Paris, France, 2010.
2. Alain Burlaud, DSCG 4 Comptabilité et audit manuel et applications, 7° édition, éditions Foucher, Paris, France, 2013.
3. Alain Desreumaux et autres, Stratégie, 2° édition, Editions Person, Paris, France, 2009.
4. Anne-Marie Keiser, Gestion financière, 5° édition, Editions ESKA, Paris, France, 2001.
5. Annie Chamoulaud-Trapiers, Droit des affaires, Editions Bréal, France, 2007.
6. Antoine MERCIER et Philippe MERLE, Audit et commissariat aux comptes, éditions FRANCIS LEFEBVRE, Paris, France, 2010.
7. Arnaud Thauvron, Evaluation d'entreprise ,2° édition, ECONOMICA, Paris, France, 2007.
8. Aswath Damodaran, Pratique de la finance d'entreprise: A user's manual, Edition Boeck Supérieur, Paris, France, 2010.
9. Benard Raffournier, Les Normes Comptables Internationales (IFRS), 4° édition, édition Economica, Paris, France, 2010.
10. Benjamin Ndong, Les Marchés boursiers émergents, Editions Publibook, France, 2011.
11. Benoit Pigé et Xavier Paper, Reporting financier et gouvernance des entreprises: le sens des normes IFRS, Editions EMS, Paris, France, 2005.
12. Bruno Colmant et autres, Les normes IAS-IFRS: une nouvelle comptabilité financière, Edition Pearson, Paris, France, 2013.
13. Damodaran A., Damodaran on Valuation , Second Edition, Editions Wiley, USA, 2006.

14. De La Chapelle.P, l'évaluation des entreprises, 3^o édition, ECONOMICA, Paris, France, 2007.
15. Eric Normand, Réussir l'examen certifié AMF, 3^o éditions, Edition Pearson, Paris, France, 2013.
16. Florence Pierre et Eustache Besançon, Valorisation d'entreprise et théorie financière et théorie financière, édition d'Organisation, 2^o édition, Paris, France, 2004.
17. Hervé Hutin, Tout la finance d'entreprise (en pratique), Editions D'organisation, 2^o édition, Paris, France, 2002.
18. Hervé Stolowy et autres, Comptabilité et analyse financière: Une perspective globale , 4^o éditions, Editions De Boeck Supérieur, Paris, France 2017.
19. Hervé Stolowy et autres, comptabilité et analyse financière-une perspective globale, 3^e édition, édition de Boeck, Paris, France, 2013.
20. Horacio Ortiz, " Valeur financière et vérité Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse", Editions Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Paris, France, 2014.
21. Jean Baptiste Tournier et Jean claude Tournier, Evaluation d'entreprise – Que vaut une entreprise?, 4^e edition, Edition d'organisation, Paris, France, 2007.
22. Jean-Etienne Palard et Franck Imbert, Guide pratique D'évaluation d'entreprise, Edition Eyrolles, Paris, France, 2013.
23. Jean-françois Regnard, lire un bilan c'est simple, Editions Chiron, Paris, Franca, 2001.
24. Jérôme Hubler, Statistique descriptive appliquée à la gestion et à l'économie, Editions Bréal, France, 2007.
25. John Hull et autres, Gestion des risques & institutions financières, Editions PEARSON, 3^o édition, France, 2013.

26. Louis Ménard et autre, Dictionnaire de la comptabilité et de la gestion financière, 2^{ème} édition, 2004.
27. Mansour Mansouri, La Bourse des valeurs mobilières d'Alger , Edition distribution houma, Alger, 2002.
28. Micheline Renault, Affaires et comptabilité 3.0: Les chiffres au cœur de l'innovation et du succès, Edition JFD inc, canada, 2016.
29. Nicole Ferry-Maccario et autres, Gestion juridique de l'entreprise, Editions Pearson, France, 2006.
30. Odile Barbe et autres, Comptabilité approfondie Manuel et Application, édition Nathan, Paris, France, 2010.
31. Patrice Vizzavona, évaluation des entreprises, Edition Atol, Paris, France, 1990.
32. Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, édition Dalloz, 6^{ém} éd, Paris, France, 2005.
33. Rachida Boursali, Les normes comptable du SCF, Publication du 3^{ème} millénaire, France, 2010.
34. Richard Brealey et autres, principes gestion financière, Edition pearson, 8^o édition, Paris, France, 2006.
35. Robert OBERT et Marie- Pierre MAIRESSE, Comptabilité et audit, édition DUNOD, 4^oédition, Paris, France, 2012.
36. Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, 1^o édition, Edition Pearson, Paris, France, 2006.
37. Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Edition Pearson, Paris, France, 2013.
38. Thierry Meloux, Analyse 360^o : Pratique de l'Analyse Financière des Entreprises, Editions Books on Demand, France, 2008.
39. Véronique Bessière et Éric Stéphane, Le crowdfunding: Fondements et pratiques, 2^o éditions, Editions De Boeck Supérieur, Paris, France 2017.

40. Wolfgang Dick et Franck Missonier-Piera, comptabilité financière en IFRS, 2^{ème} édition, Pearson éducation, paris, 2010.

ثانيا- المجالات:

1- بالعربية:

1. عبد اللطيف مصيطفي و عبد الله عنيشل، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العلاقة بين العائد و المخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، العدد 03، 2017.

2- بالأجنبية:

1. William.I.Zartman, revue française de gestion, Lavoisier, volume30, numéro153, novembre/décembre, 2004.
2. Jean-Jacques Pluchart, Latifa Barbara, Vers une approche constructionniste du processus d'évaluation de l'entreprise, revue *Recherches en Sciences de Gestion-Management Sciences-Ciencias de Gestión*, n°100, p. 49 à 70, <http://www.cairn.info/revue-recherches-en-sciences-de-gestion-2014-1-p52>
3. Safwan Mchawrab et autre, Les dessous de l'évaluation des entreprises high tech, revue finance contrôle stratégie, numéro 18-2, 2015. <https://fcs.revues.org/1641>
4. Hamamda Mohamed Tahar, "Privatisation des entreprises publiques en Algérie", revue Géoéconomie, Editions Choiseul, n 56, 2011. <https://www.cairn.info/revue-geoéconomie-2011-1-page-133.htm>
5. Gérard Hirigoyen, Revue française de gestion, N° 242, Valeur et évaluation des entreprises familiales, Paris, 2014. <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-119.ht>
6. Pascal Barneto, Revue Entreprendre & Innover, Mesurer la rémunération de la valeur dans le business model, N 13, Paris, 2012.

<https://www.cairn.info/revue-entreprendre-et-innover-2012-1-page-38.htm>

7. Pierre Astolfi et autre, Revue française de gestion, Méthode des multiples Contribution à l'évaluation des entreprises, N° 242, Paris, 2014.

<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-p-83.htm>

8. Louise cadieux et autres, Revue de l'Entrepreneuriat, La carrière repreneuriale : contexte et défis, Paris, 2014.

<https://www.cairn.info/revue-de-l-entrepreneuriat-2014-1-page-35.htm>

9. Yosra Bejar, revue Comptabilité - Contrôle - Audit, Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs : une étude exploratoire par la méthode Delphi, 2009, Paris.

<https://www.cairn.info/revue-comptabilite-controle-audit-2009-2-page-165.htm>

10. Jean-François Pansard et Pierre Péau, Convergence Revue de la CCEF, Les 10 erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise, N° 06, Novembre, Paris, 2012.

ثالثا- الأطروحات:

1. غرداين عبد الواحد، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية "خوصصة المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، جامعة وهران، السنة الجامعية 2012-2013.

2. Gliz Abdelkader, Thèse de doctorat d'état en sciences économiques " Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marche", université d'Alger, 2001.

رابعا- المداخلات:

1. بودلال علي، مداخلة "آفاق تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد في الجزائر"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"،

29 و 30 نوفمبر 2010، جامعة الجيلالي ليابس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

2. شوقي جباري، مداخلة "الإفصاح المحاسبي في قائمة تدفقات الخزينة وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"، 29-30 نوفمبر 2010، جامعة الجيلالي ليابس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

3. نسيلي خديجة، مداخلة "أهمية متطلبات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد في الجزائر"، ملتقى دولي حول "المعايير المالية والمحاسبة الدولية بين إلزامية التطبيق وتحديات المحيط"، 29 و 30 نوفمبر 2010، جامعة الجيلالي ليابس، سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

خامسا- القوانين:

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم (74)، قانون رقم 11/07، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المادة رقم 03.
2. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، المادة الثانية (02) من المرسوم 80-242، المؤرخ في 04 أكتوبر 1980 المتعلق بإعادة الهيكلة.

سادسا- المواقع الالكترونية:

1. <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/value>
2. http://www.ibisonline.net/research_tools/glossary
3. http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_valeur_d_usage.html
4. <http://ebookbrowse.com/acompagner-le-cédant-évaluer-son-entreprise.pdf>
5. https://www.isec-aix.fr/wp-content/uploads/2012/.../ISEC_-_22-11-11_TRIPONEL.pdf

6. www.uhpc.be/.../20100520 - L evaluation des societes en pratique - J.Marko.pdf
7. www.entrepriseevaluation.com/content/download/.../1 les essentiels.pdf
8. <http://www.entrepriseevaluation.com/menu-gauche/methodologie/la-demarche-d-evaluation>
9. [Http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilite-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html](http://www.maxicours.com/soutien-scolaire/comptabilite-et-finance-des-entreprises/terminal-stg/214577.html)
10. <http://ejabat.google.com/ejabat/thread?tid=5042a016bad6f785>
11. <http://as7ab.maktoob.com/group/viewforum116817.htm>
12. Wolfgang Dick et Franck Missonier, Comptabilité en IFRS, op, cit, P69
13. http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26
14. <http://www.seineetmarne.cci.fr/sites/default/files/ressources/creation-reprise-transmission/comment-evaluer-une-entreprise.pdf>
15. <https://edoc.site/principales-techniques-evaluation-entreprise-pdf-free.html>www.3ds.com/Financial/Business
16. https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3.../guide_eval_entreprises.pdf
11. <https://www.journaldunet.com/business/dictionnaire-economique-et-financier/1199135-brevet-definition-traduction/>
12. http://theses.univ-lyon2.fr/documents/getpart.php?id=lyon2.2008.kasmi_d&part=149239
13. <https://www.petite-entreprise.net/P-3157-88-G1-definition-la-restructuration-financiere.html>
14. <http://fdsp.univ-biskra.dz/images/revues/mf/r3/mf3a9.pdf>
15. <https://www.joradp.dz/TRV/ACom.pdf>
16. <https://accdiscussion.com/acc9046.html>
17. <http://www.startimes.com/?t=9089558>

الملاحق

الملحق رقم 01: الميزانية.
السنة المالية المقفلة في.....

| N-1 الصافي | N | | | ملاحظة | الأصول |
|---------------|------|-------------|--------|--------|---|
| | صافي | اهتلاك رصيد | إجمالي | | |
| | | | | | <p><u>أصول غير جارية:</u> فرق الاقتناء (goodwill) تثبيتات معنوية تثبيتات عينية الأراضي المباني تثبيتات عينية أخرى تثبيتات ممنوح امتيازها تثبيتات يجرى انجازها تثبيتات مالية سندات موضوعة موضع المعادلة مساهمات أخرى و حسابات دائنة ملحقة بها سندات أخرى مثبتة قروض و أصول مالية أخرى غير جارية الضرائب المؤجلة أصول مجموع الأصول الغير جارية <u>أصول جارية:</u> مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ حسابات دائنة والأصول مماثلة الزبائن المدينون الآخرون الضرائب و ما شابهها حسابات دائنة أخرى والأصول المماثلة النقديات و ما شابهها الأموال الموظفة و الأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة مجموع الأصول الجارية</p> |
| | | | | | <p>المجموع العام للأصول</p> |
| | | | | | |
| | | | | | |

السنة المالية المقفلة في.....

| ن-1 | ن | ملحوظة | الخصوم |
|-----|---|--------|---|
| | | | <p>رؤوس الأموال الخاصة: رأس مال تم إصداره رأس مال غير مستعان به علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة (1) فوارق إعادة التقييم فارق المعادلة (1) نتيجة صافية/نتيجة صافية حصة المجمع (1)</p> |
| | | | <p>رؤوس أموال خاصة أخرى/ ترحيل من جديد حصة الشركة المدمجة (1) حصة دوي الأقلية (1) المجموع 1</p> |
| | | | <p>الخصوم غير الجارية: قروض و ديون مالية ضرائب (مؤجلة و المقدره) ديون أخرى غير جارية مؤونات ونواتج مقيدة سلفا مجموع الخصوم غير الجارية 2</p> |
| | | | <p>الخصوم الجارية: موردون و حسابات مرتبطة ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية مجموع الخصوم الجارية 3</p> |
| | | | <p>المجموع العام للخصوم</p> |

(1) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة.

الملحق رقم (02): جدول حسابات النتائج.
(حسب الطبيعة)

الفترة منإلى.....

| N-1 | N | ملاحظة | العناصر |
|-----|---|--------|--|
| | | | رقم الأعمال تغير مخزونات المنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع الإنتاج المثبت إعانات الاستغلال |
| | | | 1- إنتاج السنة المالية |
| | | | المشتريات مستهلكة الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى |
| | | | 2- استهلاك السنة المالية |
| | | | 3- القيمة المضافة للاستغلال (2-1) |
| | | | أعباء المستخدمين الضرائب والرسوم و المدفوعات المشابهة |
| | | | 4- الفائض الإجمالي عن الاستغلال |
| | | | المنتجات العملياتية أخرى الأعباء العملياتية الأخرى المخصصات للاهتلاكات والمؤونات استثناء عن خسائر القيمة و المؤونات |
| | | | 5- النتيجة العملياتية |
| | | | المنتجات المالية الأعباء المالية |
| | | | 6- النتيجة المالية |
| | | | 7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5) |
| | | | الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية مجموع منتجات الأنشطة العادية مجموع أعباء الأنشطة العادية |
| | | | 8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية |
| | | | العناصر غير العادية للمنتجات (يطلب بيانها) العناصر غير العادية للأعباء (يطلب بيانها) |
| | | | 9- النتيجة غير العادية |
| | | | 10- النتيجة الصافية للسنة المالية |
| | | | حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية |
| | | | 11 - النتيجة الصافية للمجموع المدمج (1) |
| | | | و منها حصة ذوي الأقلية (1) حصة المجمع (1) |

(1) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة.

جدول حسابات النتائج.
(حسب الوظيفة)

الفترة من إلى.....

| N-1 | N | ملاحظة | العناصر |
|-----|---|--------|--|
| | | | <p>رقم الأعمال كلفة المبيعات 1-هامش الربح الإجمالي منتجات أخرى عملياتية التكاليف التجارية الأعباء الإدارية أعباء أخرى عملياتية 2-النتيجة العملياتية تقديم تفاصيل الأعباء حسب الطبيعة (مصارييف المستخدمين المخصصات للاهتلاكات) منتجات مالية الأعباء المالية 3-النتيجة العادية قبل الضريبة الضرائب الواجبة على النتائج العادية الضرائب المؤجلة على النتائج العادية (التغيرات)</p> |
| | | | <p>4-النتيجة الصافية للأنشطة العادية الأعباء غير العادية المنتجات غير العادية 5-النتيجة الصافية للسنة المالية حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية (1) النتيجة الصافية للمجموع المدمج (1) منها حصة ذوي الأقلية (1) حصة المجمع (1)</p> |
| | | | |

(1) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة.

الملاحق رقم (03): جدول سيولة الخزينة (الطريقة المباشرة).
الفترة من.....إلى.....

| السنة المالية N-1 | السنة المالية N | ملاحظة | العناصر |
|----------------------|--------------------|--------|--|
| | | | تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية: التحصيلات المقبوضة من عند الزبائن المبالغ المدفوعة للموردين و المستخدمين الفوائد و المصروفات المالية الأخرى المدفوعة الضرائب عن النتائج المدفوعة |
| | | | تدفقات أموال الخزينة قبل العناصر غير العادية تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بالعناصر غير عادية (يجب توضيحها) |
| | | | صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (أ) |
| | | | تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار: المسحوبات عن اقتناء تسيبات عينة أو معنوية التحصيلات عن عمليات التنازل عن تسيبات عينة أو معنوية المسحوبات عن اقتناء تسيبات مالية التحصيلات عن عمليات التنازل عن تسيبات مالية الفوائد التي تم تحصيلها عن التوظيفات المالية الحصص و الأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة |
| | | | صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب) |
| | | | تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل: التحصيلات في أعقاب إصدار الأسهم الحصص و غيرها من التوزيعات التي تم القيام بها التحصيلات المتأتية من القروض تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة |
| | | | صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (ج) تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولات و شبه السيولات تغيرات أموال الخزينة في الفترة (أ + ب + ج) |
| | | | أموال الخزينة و معادلاتها عند افتتاح السنة المالية أموال الخزينة و معادلاتها عند إقفال السنة المالية تغير أموال الخزينة خلال الفترة المقاربة مع النتيجة المحاسبية |

جدول سيولة الخزينة (الطريقة غير المباشرة).
الفترة من إلى

| السنة المالية N-1 | النسبة المالية N | ملاحظة | العناصر |
|----------------------|------------------|--------|--|
| | | | <p>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (أ): صافي نتيجة السنة المالية تصحيات من أجل: -الاهتلاكات و الأرصدة -تغير الضرائب المؤجلة -تغير المخزونات -تغير الزبائن و الحسابات الدائنة الأخرى -تغير الموردون و الديون الأخرى -نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب</p> |
| | | | <p>تدفقات الخزينة الناجمة عن النشاط (أ)</p> |
| | | | <p>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار (ب): مسحوبات عن اقتناء تسيّبات تحصيلات التنازل عن تسيّبات تأثير تغيرات محيط الإدماج (1)</p> |
| | | | <p>تدفقات أموال الخزينة الناجمة عن النشاط (ب)</p> |
| | | | <p>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات التمويل (ج): الحصص المدفوعة للمساهمين زيادة رأس المال النقدي (المنقودات) إصدار قروض تسديد قروض</p> |
| | | | <p>تدفقات أموال الخزينة الناجمة عن النشاط (ج)</p> |
| | | | <p>تغير أموال الخزينة للفترة (أ + ب + ج) أموال الخزينة عند الافتتاح أموال الخزينة عند الإقفال تأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية (1) تغير أموال الخزينة</p> |

(1) لا تستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدمجة

الملحق رقم (04): جدول تغير الأموال الخاصة.

| الاحتياطات و النتيجة | فرق إعادة التقييم | فارق التقييم | علاوة الإصدار | رأس مال الشركة | ملاحظة | |
|-------------------------|-------------------------|-----------------|------------------|-------------------|--------|--|
| | | | | | | الرصيد في 31 ديسمبر N-2 |
| | | | | | | *تغيير الطريقة المحاسبية *تصحيح الأخطاء الهامة *إعادة تقييم التثبيات *الأرباح أو الخسائر غير المدرجة في حسابات النتائج *الحصص المدفوعة *زيادة رأس المال *صافي نتيجة السنة المالية |
| | | | | | | الرصيد في 31 ديسمبر N-1 |
| | | | | | | *تغيير الطريقة المحاسبية *تصحيح الأخطاء الهامة *إعادة تقييم التثبيات *الأرباح أو الخسائر غير المدرجة في حسابات النتائج *الحصص المدفوعة *زيادة رأس المال *صافي نتيجة السنة المالية |
| | | | | | | الرصيد في 31 ديسمبر N |

الملحق رقم (05): نموذج إعداد مخطط الأعمال.

| | | | | |
|---------------------------------|---|----------|----------|----------|
| Croissance CA | Croiss | | | |
| Taux du BFR%CA | T BFR | | | |
| Taux d'immobilisation %CA | T Immo | | | |
| Taux d'intérêt | T Int | | | |
| Taux de distribution | T Div | | | |
| Taux d'impôt | IS | | | |
| Taus d'amortissement | T DAP | | | |
| Taux marge brute d'esp % CA | T MBE | | | |
| | | | | |
| Année | 1 | 2 | 3 | 4 |
| Compte de résultat | | | | |
| Vente (a) | ,=vente(t-1)*(1+croiss) | | | |
| Excédent brut d'exploitation(b) | ,=vente (t) *T MBE | | | |
| , -DAP (c) | ,= -T DAP * (Immo nettes(t) +immo nettes(t-1))/2 | | | |
| , -charges d'intérêt (d) | ,=- T Int * (dettes financières (t) +dettes financières (t-1))/2 | | | |
| , Résultat courant (e) | ,= (a)-(b)-(c)-(d) | | | |
| , -Impôt (f) | ,=(e)* IS | | | |
| , = Résultat net (g) | ,=(e)-(f) | | | |
| Dividendes | ;=(g)*T Div | | | |
| Mise en réserve | ,= (g)*(1- T Div) | | | |
| | | | | |
| Bilan | | | | |
| Capitaux investis | Total bilan | | | |
| Capitaux propres | ,=capitaux propre (t-1)+Mise en réserve (t) | | | |
| Dettes financières | ,= Total bilan - capitaux propre (t) | | | |
| | | | | |
| Capitaux employés | Total bilan | | | |
| Immo nettes | ,=Ventes (t) * T Immo | | | |
| BFR | ,=Ventes (t) * T BFR | | | |
| | | | | |
| Tableaux de Flux | | | | |
| Résultat net | ,=g | | | |
| , +Intérêts après impôt | ;=(d)*(1-IS) | | | |
| , +DAP | ,=(c) | | | |
| , -Variation BFR | ,=(Vente (t) - ventes (t-1))*T BFR | | | |
| , -Investissements | ,= Immo nettes (t) - Immo nettes (t-1) +(c) | | | |
| ,=Flux trésorerie disponible | ,=FTD | | | |

الملاحق رقم (06): حسابات النتائج مؤسدة عين الكبيرة (2010-2014)

| Désignation/exercices | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Chiffre d'affaires | 5 929 217 | 6 135 834 | 6 897 429 | 7 457 639 | 8 198 405 |
| Variation stocks produits finis et en cours | 126 641 | 4 623 | -104 295 | 40 925 | 39 351 |
| Production immobilisée | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Subventions d'exploitation | 1 264 208 | 659 | 0 | 1 077 | 1 618 |
| I - Production de l'exercice | 7 320 066 | 6 141 116 | 6 793 134 | 7 499 641 | 8 239 374 |
| Achats consommés | 3 675 843 | 1 476 336 | 1 539 308 | 1 612 778 | 1 814 202 |
| Services extérieurs et autres consommations | 547 434 | 585 768 | 465 088 | 549 811 | 589 863 |
| II - Consommation de l'exercice | 4 223 277 | 2 062 104 | 2 004 396 | 2 162 589 | 2 404 065 |
| III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II) | 3 096 789 | 4 079 012 | 4 788 738 | 5 337 052 | 5 835 309 |
| Charges de personnel | 547 315 | 589 082 | 672 526 | 1 078 786 | 1 097 440 |
| Impôts, taxes et versements assimilés | 134 371 | 127 209 | 150 390 | 127 191 | 138 208 |
| IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | 2 415 103 | 3 362 721 | 3 965 822 | 4 131 075 | 4 599 661 |
| Autres produits opérationnels | 227 734 | 55 888 | 255 982 | 141 926 | 70 870 |
| Autres charges opérationnelles | 12 222 | 9 617 | 31 495 | 38 845 | 36 384 |
| Dotations aux amortissements et aux provision: | 550 742 | 536 048 | 522 047 | 607 496 | 687 955 |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | 1 373 | 6 181 | 2 488 | 448 | 21 075 |
| V- RESULTAT OPERATIONNEL | 2 081 246 | 2 879 125 | 3 670 750 | 3 627 108 | 3 967 267 |
| Produits financiers | 88 950 | 80 231 | 167 820 | 197 212 | 181 429 |
| Charges financières | 12 139 | 24 925 | 783 | 202 | 15 |
| VI- RESULTAT FINANCIER | 76 811 | 55 306 | 167 037 | 197 010 | 181 414 |
| VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI) | 2 158 057 | 2 934 431 | 3 837 787 | 3 824 118 | 4 148 681 |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | 403 972 | 557 791 | 507 962 | 531 502 | 676 007 |
| Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires | 2 169 | 11 427 | -13 389 | 2 220 | 28 935 |
| Participation des travailleurs aux bénéfices de la société | 0 | 0 | 0 | 0 | 138 600 |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES | 7 638 123 | 6 283 416 | 7 219 424 | 7 839 227 | 8 512 748 |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES | 5 886 207 | 3 918 203 | 3 876 210 | 4 548 831 | 5 207 610 |
| VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | 1 751 916 | 2 365 212 | 3 343 214 | 3 290 396 | 3 305 138 |
| Eléments extraordinaires (produits) (à préciser) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Eléments extraordinaires (charges) (à préciser) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE | 1 751 916 | 2 365 212 | 3 343 214 | 3 290 396 | 3 305 138 |

الملحق رقم (07): ميزانيات مؤسسة عين الكبيرة (2010-2014)

| ACTIF | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Années | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| ACTIFS NON COURANTS | | | | | |
| Immobilisations incorporelles | 2 447 | 2 450 | 1 634 | 1 065 | 718 |
| Immobilisations corporelles : | 3 957 514 | 3 557 707 | 3 450 888 | 3 440 251 | 3 165 616 |
| Terrains | 43 479 | 43 479 | 43 479 | 43 479 | 43 479 |
| Bâtiments | 150 784 | 132 906 | 182 729 | 167 364 | 170 078 |
| Autres immobilisations corporelles | 3 763 250 | 3 381 322 | 3 224 680 | 3 229 407 | 2 952 059 |
| Immobilisations en cours | 282 838 | 328 288 | 484 550 | 6 963 031 | 9 116 852 |
| Immobilisations financières : | 2 015 235 | 1 626 324 | 6 029 308 | 5 430 384 | 5 426 991 |
| Autres actifs financiers non courants | 2 015 235 | 1 626 324 | 6 029 308 | 5 430 384 | 5 426 991 |
| Impôts différés actif | 126 987 | 120 651 | 129 895 | 168 277 | 168 671 |
| TOTAL ACTIF NON COURANT | 6 385 021 | 5 635 420 | 10 096 275 | 16 003 008 | 17 878 848 |
| ACTIFS COURANTS | | | | | |
| Stocks et encours | 1 656 941 | 1 824 427 | 1 763 304 | 2 135 770 | 2 222 078 |
| Créances et emplois assimilés : | 1 209 374 | 155 314 | 137 299 | 165 407 | 60 775 |
| Clients | 41 346 | 51 082 | 9 785 | 3 462 | 7 041 |
| Autres débiteurs | 1 095 372 | 21 754 | 23 733 | 5 031 | 4 180 |
| Impôts et assimilés | 72 656 | 82 478 | 103 780 | 156 914 | 49 554 |
| Disponibilités et assimilés : | 2 675 122 | 6 143 041 | 3 997 716 | 2 718 916 | 3 278 236 |
| Placements et autres actifs financiers | 0 | 200 000 | 0 | 600 000 | 0 |
| Trésorerie | 2 675 122 | 5 943 041 | 3 997 716 | 2 118 916 | 3 278 236 |
| TOTAL ACTIF COURANT | 5 541 437 | 8 122 782 | 5 898 320 | 5 020 093 | 5 561 089 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | 11 926 458 | 13 758 202 | 15 994 595 | 21 023 101 | 23 439 937 |

Tableau numéro 29 : Bilan passif

(Milliers DZD)

| PASSIF | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Années | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| CAPITAUX PROPRES | | | | | |
| Capital émis | 2 200 000 | 2 200 000 | 2 200 000 | 2 200 000 | 2 200 000 |
| Primes et réserves | 5 565 033 | 6 562 315 | 8 356 602 | 11 197 889 | 13 803 844 |
| Résultat net | 1 751 916 | 2 365 213 | 3 343 215 | 3 290 396 | 3 305 138 |
| Report à nouveau | -528 284 | -9 027 | 9 423 | -173 091 | -208 278 |
| TOTAL CAPITAUX PROPRES | 8 988 665 | 11 118 502 | 13 909 239 | 16 515 194 | 19 100 704 |
| PASSIFS NON COURANTS | | | | | |
| Emprunts et dettes financières | 129 695 | 2 429 | 1 429 | 1 429 | 666 254 |
| Impôts (différés et provisionnés) | 23 686 | 8 599 | 13 629 | 13 629 | 0 |
| Provisions et produits constatés d'avance | 623 055 | 609 765 | 620 424 | 878 197 | 937 011 |
| TOTAL PASSIFS NON COURANTS | 776 436 | 620 793 | 635 483 | 893 255 | 1 603 266 |
| PASSIFS COURANTS | | | | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 378 669 | 300 655 | 356 008 | 1 405 466 | 725 332 |
| Impôts | 200 770 | 147 153 | 201 306 | 229 937 | 146 072 |
| Autres dettes | 1 463 108 | 1 571 100 | 892 560 | 1 638 788 | 1 864 564 |
| Trésorerie au passif | 118 810 | 0 | 0 | 340 461 | 0 |
| TOTAL PASSIFS COURANTS | 2 161 357 | 2 018 908 | 1 449 873 | 3 614 651 | 2 735 968 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | 11 926 458 | 13 758 202 | 15 994 595 | 21 023 101 | 23 439 937 |

الملحق رقم (08): حسابات نتائج مؤسسة عين الكبيرة (2015-06-30)

| Libellés | 30/06/2014 | 30/06/2015 | Var. 15/14 |
|--|------------------|------------------|------------|
| Chiffre d'affaires | 3 852 482 | 4 137 852 | 7% |
| Variation stocks produits finis et en cours | 14 689 | -69 408 | -573% |
| Production immobilisée | 0 | 0 | - |
| Subventions d'exploitation | 1 010 | 1 023 | 1% |
| I. Production de l'exercice | 3 868 181 | 4 069 467 | 5% |
| Achats consommés | 826 106 | 921 810 | 12% |
| Services extérieurs et autres consommations | 250 134 | 327 646 | 31% |
| II. Consommation de l'exercice | 1 076 240 | 1 249 456 | 16% |
| Production de l'exercice | 3 868 181 | 4 069 467 | 5% |
| - Consommations de l'exercice | 1 076 240 | 1 249 456 | 16% |
| III. Valeur ajoutée d'exploitation | 2 791 941 | 2 820 011 | 1% |
| Charges de personnel | 313 832 | 320 883 | 2% |
| Impôts, taxes et versements assimilés | 64 890 | 68 010 | 5% |
| IV. Excédent brut d'exploitation | 2 413 219 | 2 431 118 | 1% |
| Autres produits opérationnels | 38 969 | 30 043 | -23% |
| Autres charges opérationnelles | 5 591 | 3 752 | -33% |
| Dotations aux amortissements et provisions | 261 985 | 262 316 | 0,1% |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | 3 210 | 13 750 | 328% |
| V. Résultat opérationnel | 2 187 822 | 2 208 843 | 1% |
| Produits financiers | 42 308 | 83 072 | 96% |
| Charges financières | 2 | 0 | -100% |
| VI. Résultat financier | 42 306 | 83 072 | 96% |
| Résultat opérationnel | 2 187 822 | 2 208 843 | 1% |
| Résultat financier | 42 306 | 83 072 | 96% |
| VII. Résultat courant avant impôt | 2 230 128 | 2 291 915 | 3% |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | 0 | 0 | - |
| Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires | 0 | 36 280 | - |
| Participation des travailleurs aux bénéfices de la société | 0 | 5 200 | - |
| VIII. Résultat net des activités ordinaires | 2 230 128 | 2 250 435 | 1% |
| Résultat net des activités ordinaires | 2 230 128 | 2 250 435 | 1% |
| Résultat extraordinaire | 0 | 0 | |
| X. Résultat net de l'exercice | 2 230 128 | 2 250 435 | 1% |

الملاحق رقم (09): ميزانية مؤسسة عين الكبيرة (2015-06-30)

| Libelles | 30/06/2014 | 30/06/2015 |
|--|-------------------|-------------------|
| ACTIFS NON COURANTS | | |
| Immobilisations incorporelles | 872 | 562 |
| Immobilisations corporelles : | 3 244 966 | 2 974 859 |
| Terrains | 43 479 | 45 850 |
| Bâtiments | 159 453 | 161 932 |
| Autres immobilisations corporelles | 3 042 033 | 2 767 077 |
| Immobilisations en cours | 7 594 067 | 16 186 110 |
| Immobilisations financières : | 5 434 635 | 5 441 690 |
| Autres actifs financiers non courants | 5 434 635 | 5 441 690 |
| Impôts différés actif | 168 277 | 103 059 |
| TOTAL ACTIF NON COURANT | 16 442 817 | 24 706 280 |
| ACTIFS COURANTS | | |
| Stocks et encours | 2 128 139 | 2 117 412 |
| Créances et emplois assimilés : | 261 264 | 234 721 |
| Clients | 7 460 | 127 991 |
| Autres débiteurs | 164 315 | 40 609 |
| Impôts et assimilés | 89 489 | 66 121 |
| Disponibilités et assimilés : | 2 797 027 | 1 761 389 |
| Placements et autres actifs financiers | 0 | 0 |
| Trésorerie | 2 797 027 | 1 761 389 |
| TOTAL ACTIF COURANT | 5 186 430 | 4 113 522 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | 21 629 247 | 28 819 802 |

| Libellés | 30/06/2014 | 30/06/2015 |
|--|-------------------|-------------------|
| CAPITAUX PROPRES | | |
| Capital émis | 2 200 000 | 2 200 000 |
| Primes et réserves | 13 803 844 | 16 479 354 |
| Résultat net | 2 230 129 | 2 250 435 |
| Report à nouveau | -28 600 | -35 991 |
| TOTAL CAPITAUX PROPRES | 18 205 373 | 20 893 798 |
| PASSIFS NON COURANTS | | |
| Emprunts et dettes financières | 2 429 | 3 860 640 |
| Impôts (différés et provisionnés) | 13 629 | 0 |
| Provisions et produits constatés d'avance | 786 001 | 666 863 |
| TOTAL PASSIFS NON COURANTS | 802 059 | 4 527 503 |
| PASSIFS COURANTS | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 297 646 | 1 618 851 |
| Impôts (différés et provisionnés) | 178 837 | 150 672 |
| Autres dettes | 2 145 332 | 1 620 795 |
| Trésorerie au passif | 0 | 2 687 |
| Provisions et produits constatés d'avance | 0 | 5 496 |
| TOTAL PASSIFS COURANTS | 2 621 815 | 3 398 501 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | 21 629 247 | 28 819 802 |

الملحق رقم (10): جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة عين الكبيرة (2015-06-30)

| Libellés | 30/06/15 | 30/06/14 |
|---|-------------------|-------------------|
| FLUX DE TRESORERIE PROVENANT DES ACTIVITES OPERATIONNELLES | | |
| + Encaissements reçus des clients | 4 774 207 | 4 585 969 |
| - Sommes versées aux fournisseurs | -375 603 | -1 942 053 |
| - Sommes versées au personnel | -897 699 | -814 596 |
| - Intérêts et autres frais financiers payés | -3 926 | -5 013 |
| + Encaissements divers | 7 695 | 3 849 |
| + Décaissements divers | -3 189 | -9 614 |
| A Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles | 3 501 485 | 1 818 542 |
| FLUX DE TRESORERIE LIE A DES ELEMENTS EXTRAORDINAIRES | | |
| - Décaissement sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles | -6 495 104 | -1 806 346 |
| + Encaissement sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles | 0 | 0 |
| - Décaissement sur acquisition d'immobilisations financières | 0 | 0 |
| + Encaissement sur cessions d'immobilisations financières | 0 | 600 000 |
| + Intérêts encaissés sur placements financiers | 172 000 | 182 250 |
| B Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement | -6 323 104 | -1 024 096 |
| FLUX DE TRESORERIE PROVENANT DES ACTIVITES DE FINANCEMENT | | |
| - Encaissements provenant d'emprunts | 2 794 385 | 400 000 |
| + Dividendes et autres distributions effectués | 0 | 0 |
| C Flux de trésorerie net provenant des activités de financement | 2 794 385 | 400 000 |
| Variation de trésorerie de la période (A+B+C) | -27 234 | 1 194 446 |
| + Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice | 1 517 200 | 1 468 472 |
| - Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice | 1 489 966 | 2 662 918 |
| Variation de trésorerie de la période | -27 234 | 1 194 446 |

الملحق رقم (11): حسابات نتائج المتوقعة لمؤسسة عين الكبيرة (2015-2020)

| Désignation / Années | Rap 2014 | Budget 15 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------------------------------|----------|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| CHIFFRE D'AFFAIRES en MDZD | | | | | | | |
| Production de l'exercice | 8 239 | 6 861 | 6 544 | 15 654 | 16 988 | 17 667 | 18 374 |
| Croissance en % | - | -17% | -5% | 139% | 9% | 4% | 4% |
| VALEUR AJOUTEE | | | | | | | |
| Achats consommés | 1 814 | 1 699 | 1 505 | 3 600 | 3 907 | 4 063 | 4 226 |
| en % du chiffre d'affaires | 22% | 25% | 23% | 23% | 23% | 23% | 23% |
| Services extérieurs | 590 | 556 | 458 | 1 096 | 1 189 | 1 237 | 1 286 |
| en % du chiffre d'affaires | 7% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| = Valeur ajoutée | 5 835 | 4 606 | 4 581 | 10 958 | 11 891 | 12 367 | 12 862 |
| en % de la production | 71% | 67% | 70% | 70% | 70% | 70% | 70% |
| EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | | | | | | | |
| Charges de personnel de personnel | 1 097 | 672 | 736 | 1 385 | 1 513 | 1 644 | 1 800 |
| Impôts et taxes (TAP) | 138 | 140 | 65 | 54 | 57 | 59 | 61 |
| = EBE | 4 600 | 3 794 | 3 780 | 9 518 | 10 321 | 10 664 | 11 000 |
| en % de la production | 56% | 55% | 58% | 61% | 61% | 60% | 60% |
| EXCEDENT NET D'EXPLOITATION | | | | | | | |
| - Dotations Amortissements | 506 | 500 | 500 | 4 056 | 4 065 | 4 079 | 4 096 |
| - Dotations antérieures | 506 | 500 | 450 | 405 | 365 | 328 | 295 |
| - Dotations nouvelles | 0 | 0 | 50 | 3 651 | 3 701 | 3 751 | 3 801 |
| - Dotations sur imprévus | 0 | 0 | 0 | 190 | 190 | 190 | 190 |
| - Dotations provisions | 182 | 0 | 200 | 160 | 128 | 102 | 82 |
| = ENE | 3 912 | 3 294 | 3 080 | 5 112 | 5 938 | 6 293 | 6 632 |
| en % de la production | 47% | 48% | 47% | 33% | 35% | 36% | 36% |
| RESULTAT ORDINAIRE | | | | | | | |
| +/- Autres charges et produits | 56 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Produits financiers | 181 | 100 | 150 | 200 | 250 | 250 | 250 |
| - Charges financières | 0 | 420 | 420 | 420 | 420 | 420 | 420 |
| = Résultat ordinaire | 4 149 | 2 974 | 2 810 | 4 892 | 5 768 | 6 123 | 6 462 |
| en % de la production | 50% | 43% | 43% | 31% | 34% | 35% | 35% |
| RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | | | | | | |
| - Participation des salariés | 139 | 101 | 110 | 208 | 227 | 247 | 270 |
| - Impôts sur les bénéfices | 705 | 793 | 602 | 441 | 453 | 465 | 474 |
| = Résultat net | 3 305 | 2 080 | 2 097 | 4 243 | 5 088 | 5 411 | 5 718 |
| en % de la production | 40% | 30% | 32% | 27% | 30% | 31% | 31% |
| MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT | | | | | | | |
| Résultat net | 3 305 | 2 080 | 2 097 | 4 243 | 5 088 | 5 411 | 5 718 |
| + Dotations Amort et Prov | 688 | 500 | 700 | 4 406 | 4 383 | 4 371 | 4 368 |
| = Marge brute d'autofinancement | 3 993 | 2 580 | 2 797 | 8 648 | 9 471 | 9 782 | 10 086 |
| en % de la production | 48% | 38% | 43% | 55% | 56% | 55% | 55% |

الملحق رقم (12): الميزانيات المالية المتوقعة لمؤسسة عين الكبيرة (2015-2020)

| Désignation / Années | Rap 2014 | Budget 15 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| LES EMPLOIS (I) | | | | | | | |
| EMPLOIS STABLES | 13 479 | 32 826 | 42 828 | 40 822 | 36 939 | 33 068 | 29 200 |
| Immobilisations incorporelles nettes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| immobilisations brutes | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| amortissements | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| Immobilisations corporelles nettes | 12 283 | 31 630 | 41 832 | 38 276 | 34 711 | 31 133 | 27 537 |
| immobilisations brutes | 22 110 | 41 957 | 52 659 | 53 159 | 53 659 | 54 159 | 54 659 |
| amortissements | 9 827 | 10 327 | 10 827 | 14 883 | 18 948 | 23 027 | 27 122 |
| Imprévus (5%) | 0 | 0 | 0 | 1 710 | 1 520 | 1 330 | 1 140 |
| immobilisations brutes | 0 | 0 | 0 | 1 900 | 1 900 | 1 900 | 1 900 |
| amortissements | 0 | 0 | 0 | 190 | 380 | 570 | 760 |
| Immobilisations financières | 196 | 196 | 196 | 196 | 196 | 196 | 196 |
| Stocks à rotation lente | 1 000 | 1 000 | 800 | 640 | 512 | 410 | 328 |
| LES RESSOURCES (II) | | | | | | | |
| RESSOURCES STABLES | 21 802 | 33 620 | 53 820 | 56 356 | 59 409 | 62 655 | 66 086 |
| Capital | 2 200 | 2 200 | 3 385 | 3 385 | 3 385 | 3 385 | 3 385 |
| Prime d'émission | 0 | 0 | 17 769 | 17 769 | 17 769 | 17 769 | 17 769 |
| Réserves | 16 479 | 16 479 | 16 479 | 16 479 | 16 479 | 16 479 | 16 479 |
| Report à nouveau | 0 | -520 | 931 | 1 543 | 3 751 | 6 674 | 9 799 |
| Résultat de l'exercice | 0 | 2 080 | 2 097 | 4 243 | 5 088 | 5 411 | 5 718 |
| = Capitaux propres | 18 679 | 20 239 | 40 661 | 43 419 | 46 472 | 49 718 | 53 149 |
| Provisions pour retraite | 937 | 937 | 937 | 937 | 937 | 937 | 937 |
| Emprunts bancaires | 666 | 12 444 | 12 222 | 12 000 | 12 000 | 12 000 | 12 000 |
| Dettes envers Groupe GICA Fournisseurs | 1 520 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| d'immobilisations | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Passifs non courants | 3 123 | 13 381 | 13 159 | 12 937 | 12 937 | 12 937 | 12 937 |
| en % DT/R. Stables | 14% | 40% | 24% | 23% | 22% | 21% | 20% |
| LE FONDS DE ROULEMENT (II-I=A) | | | | | | | |
| FONDS DE ROULEMENT | 8 323 | 794 | 10 992 | 15 533 | 22 469 | 29 587 | 36 886 |
| % du CA | 101% | 12% | 168% | 99% | 132% | 167% | 201% |
| LE BESOIN EN FDR (B) | | | | | | | |
| Stocks | 1 222 | 858 | 818 | 1 957 | 2 123 | 2 208 | 2 297 |
| Créances et comptes rattachés | 61 | 57 | 55 | 130 | 142 | 147 | 153 |
| Fournisseurs et autres | 1 615 | 858 | 545 | 1 304 | 1 416 | 1 472 | 1 531 |
| BESOINS EN FDR | -332 | 57 | 327 | 783 | 849 | 883 | 919 |
| en mois de chiffre d'affaires | 0,00 | 0,10 | 0,60 | 0,60 | 0,60 | 0,60 | 0,60 |
| LA TRESORERIE (C=A-B) | | | | | | | |
| Trésorerie active | 8 656 | 737 | 10 665 | 14 751 | 21 620 | 28 704 | 35 967 |
| Trésorerie passive | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TRESORERIE NETTE | 8 656 | 737 | 10 665 | 14 751 | 21 620 | 28 704 | 35 967 |
| CHIFFRE D'AFFAIRES | 8 239 | 6 861 | 6 544 | 15 654 | 16 988 | 17 667 | 18 374 |

الملحق رقم (13): حسابات نتائج مؤسسة رويبة (2011-2009)

| Tableau des Comptes de Résultats | NOTE | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Chiffre d'affaires | 1.1 | 2 883 993 | 3 998 475 | 4 633 431 |
| Variation stocks produits finis et en-cours | 1.2 | -63 394 | 24 977 | 146 599 |
| Subventions d'exploitation | 1.3 | - | 1 728 | 3 813 |
| PRODUCTION DE L'EXERCICE | | 2 820 599 | 4 025 180 | 4 783 843 |
| Achats consommés | 1.4 | -1 612 874 | -2 336 929 | -2 924 653 |
| Services extérieurs et autres consommations | 1.5 | -430 976 | -583 990 | -645 701 |
| CONSOMMATION DE L'EXERCICE | | -2 043 849 | -2 920 919 | -3 570 355 |
| VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION | | 776 750 | 1 104 261 | 1 213 488 |
| Charges de personnel | 1.6 | -357 208 | -413 511 | -464 579 |
| Impôts taxes et versements assimilés | 1.7 | -46 615 | -63 923 | -74 425 |
| EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | | 372 928 | 626 828 | 674 484 |
| Autres produits opérationnels | 1.8 | 11 774 | 25 976 | 5 012 |
| Autres charges opérationnelles | 1.9 | -16 234 | -32 701 | -48 791 |
| Dotations aux amortissements et aux provisions | 1.10 | -156 883 | -215 082 | -305 111 |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | | 20 956 | - | 36 397 |
| RESULTAT OPERATIONNEL | | 232 541 | 405 020 | 361 991 |
| Produits financiers | 1.11 | 18 905 | 18 002 | 13 214 |
| Charges financières | 1.12 | -113 707 | -76 323 | -109 221 |
| RESULTAT FINANCIER | | -94 802 | -58 321 | -96 007 |
| RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS | | 137 738 | 346 700 | 265 984 |
| Impôts exigibles sur résultat ordinaires | | -32 467 | -96 237 | -90 393 |
| Impôts différés sur résultats ordinaires | | 6 834 | 5 172 | 12 451 |
| Total des produits des activités ordinaires | | 2 872 233 | 4 069 158 | 4 838 466 |
| Total des charges des activités ordinaires | | -2 760 128 | -3 813 523 | -4 650 424 |
| RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | | 112 105 | 255 635 | 188 042 |
| Eléments extraordinaires (produits) | | - | - | - |
| Eléments extraordinaires (charges) | | - | - | - |
| RESULTAT EXTRAORDINAIRE | | - | - | - |
| RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 112 105 | 255 635 | 188 042 |

الملحق رقم (14): ميزانيات مؤسسة روية (2009-2011)

| ACTIF | NOTE | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------------|------------------|------------------|------------------|
| TOTAL ACTIF NON COURANT | | 1 583 742 | 1 651 974 | 2 049 308 |
| Immobilisations incorporelles nettes | 2.1 | 4 739 | 3 206 | 23 501 |
| Immobilisations incorporelles brutes | | 8 104 | 8 104 | 33 353 |
| Amortissement des immobilisations incorporelles | | -3 365 | -4 898 | -9 852 |
| Immobilisations corporelles nettes | 2.2 | 1 565 494 | 1 605 265 | 1 997 788 |
| Terrains nets | | 398 571 | 398 571 | 398 571 |
| <i>Terrains bruts</i> | | 398 571 | 398 571 | 398 571 |
| Bâtiments nets | | 212 067 | 296 534 | 279 168 |
| <i>Bâtiments bruts</i> | | 248 612 | 350 349 | 350 349 |
| <i>Amortissement des bâtiments</i> | | -36 545 | -53 815 | -71 181 |
| Autres immobilisations corporelles nettes | | 860 765 | 897 160 | 1 265 194 |
| <i>Autres immobilisations corporelles brutes</i> | | 1 684 142 | 1 870 551 | 2 421 828 |
| <i>Amortissement des autres immobilisations corporelles</i> | | -823 377 | -973 391 | -1 156 634 |
| Immobilisations encours nettes | | 94 091 | 13 000 | 54 855 |
| <i>Immobilisations encours brutes</i> | | 94 091 | 13 000 | 54 855 |
| Immobilisations financières | 2.3 | 13 508 | 43 503 | 28 019 |
| Autres participations et créances rattachées | | 0 | 0 | 0 |
| Autres titres immobilisés | | 0 | 0 | 0 |
| Prêts et autres actifs financiers non courants | | 5 406 | 30 520 | 4 260 |
| Impôts différés actif | | 8 103 | 12 982 | 23 759 |
| TOTAL ACTIF COURANT | | 1 112 743 | 1 341 196 | 2 010 589 |
| Stocks et encours nets | 2.4 | 284 826 | 494 660 | 847 514 |
| <i>Stocks et encours nets</i> | | 322 111 | 570 193 | 893 821 |
| <i>Provisions de dépréciation des Stocks et encours</i> | | -37 285 | -75 533 | -46 307 |
| Créances et emplois assimilés | | 418 686 | 499 559 | 902 948 |
| Clients nets | 2.5 | 379 181 | 445 615 | 560 134 |
| <i>Clients bruts</i> | | 499 262 | 573 713 | 693 825 |
| <i>Provisions de clients</i> | | -120 081 | -128 098 | -133 692 |
| Autres débiteurs | 2.6 | 20 076 | 25 016 | 206 505 |
| Impôts et assimilés | 2.7 | 13 257 | 20 904 | 109 007 |
| Autres créances et emplois assimilés | 2.8 | 6 172 | 8 024 | 27 301 |
| Disponibilités et assimilés | | 409 231 | 346 976 | 260 127 |
| Trésorerie | 2.9 | 409 231 | 346 976 | 260 127 |
| <i>Provisions de dépréciation des disponibilités et assimilés</i> | | 0 | 0 | 0 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | | 2 696 486 | 2 993 170 | 4 059 897 |

| PASSIF | NOTE | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------------------|------------------|------------------|
| CAPITAUX PROPRES | | 1 127 391 | 1 365 025 | 1 476 870 |
| Capital émis | | 849 195 | 849 195 | 849 195 |
| Capital non appelé | | - | - | - |
| Primes et réserves | | 152 234 | 230 487 | 436 121 |
| Ecart de réévaluation | | - | - | - |
| Résultat net | | 112 105 | 255 635 | 188 042 |
| Autres capitaux propres | | 13 856 | 29 709 | 3 511 |
| PASSIFS NON COURANTS | | 522 956 | 520 797 | 850 917 |
| Emprunts et dettes financières | 3.1 | 507 154 | 507 217 | 750 613 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 1 967 | 1 675 | - |
| Autres dettes non courantes | | - | - | - |
| Provisions et produits constatés d'avance | 3.2 | 13 835 | 11 905 | 100 304 |
| PASSIFS COURANTS | | 1 046 139 | 1 107 348 | 1 732 110 |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 3.3 | 756 822 | 690 269 | 1 082 080 |
| Impôts | 3.4 | 68 822 | 117 047 | 166 185 |
| Autres dettes | 3.5 | 196 822 | 299 659 | 353 181 |
| <i>Échéances à moins d'un an sur emprunts bancaires à moyen terme</i> | | <i>107 852</i> | <i>141 709</i> | <i>132 990</i> |
| <i>Autres passifs</i> | | <i>88 970</i> | <i>157 950</i> | <i>220 191</i> |
| Trésorerie passif | 3.6 | 23 673 | 373 | 130 664 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | | 2 696 486 | 2 993 170 | 4 059 897 |

الملحق رقم (15): الميزانيات المالية لمؤسسة روية (2009-2011)

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Fonds Propres | 1 127 391 | 1 365 025 | 1 476 870 |
| Capital | 849 195 | 849 195 | 849 195 |
| Autres Fonds Propres | 166 091 | 260 196 | 439 633 |
| Résultat de l'Exercice | 112 105 | 255 635 | 188 042 |
| Crédits à Moyen Terme | 833 334 | 767 149 | 1 121 480 |
| Crédits bancaires | 615 006 | 648 926 | 883 603 |
| Autres dettes non courantes | 204 492 | 106 317 | 137 573 |
| Capitaux permanents | 1 960 725 | 2 132 174 | 2 598 350 |
| Actif Immobilisé | 1 581 775 | 1 650 300 | 2 049 308 |
| Immobilisations brutes | 2 433 521 | 2 640 576 | 3 258 957 |
| Amortissements | 863 287 | 1 032 104 | 1 237 668 |
| Autres Actifs non courants | 11 542 | 41 828 | 28 019 |
| Fonds de Roulement | 378 949 | 481 874 | 549 042 |
| Besoin en Fonds de Roulement | -6 610 | 135 272 | 419 580 |
| stock matière première | 216 606 | 403 403 | 619 232 |
| stock produits fabriqués | 68 220 | 91 257 | 228 282 |
| Clients | 379 181 | 396 378 | 498 896 |
| Fournisseurs | 545 509 | 573 145 | 763 587 |
| Autres Actifs | 28 770 | 38 712 | 160 227 |
| Autres Passifs | 153 877 | 221 334 | 323 471 |
| Trésorerie | 385 559 | 346 603 | 129 463 |

الملاحق رقم (16): جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة رويبة (2011-2009)

| Tableau des flux de trésorerie | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|
| Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles | 366 640 | 269 563 | 130 202 |
| Résultat net | 112 105 | 255 635 | 188 042 |
| Ajustement pour : | | | |
| Amortissements et provisions | 135 927 | 215 082 | 235 734 |
| Variation des impôts différés | -6 136 | -5 172 | -12 451 |
| Variation des stocks | -5 193 | -248 082 | -323 628 |
| Variation des clients et autres créances | 89 112 | -88 890 | -301 042 |
| Variation des Fournisseurs et autres dettes | 40 824 | 140 991 | 345 247 |
| Plus ou moins values de cessions nettes d'impôts | 0 | 0 | -1 700 |
| Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement | -561 219 | -330 345 | -551 248 |
| Décaissements sur acquisition d'immobilisations | -561 219 | -330 345 | -579 208 |
| Encaissement sur cession d'immobilisations | 0 | 0 | 1 700 |
| Encaissements sur cessions d'immobilisations financières | 0 | 0 | 26 260,34 |
| Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières | 0 | 0 | 0 |
| Flux de trésorerie provenant des opérations de financement | -29 332 | 21 826 | 203 906 |
| Dividendes versés aux actionnaires | -27 640 | -12 094 | -39 169 |
| Augmentation du capital en numéraire | 0 | 0 | 0 |
| Encaissements des subventions d'investissement | 9 475 | 0 | 8 399 |
| Emission d'emprunts | 42 238 | 148 465 | 374 115 |
| Remboursement d'emprunts | -53 405 | -114 545 | -139 439 |
| Variation de trésorerie de la période | -223 911 | -38 956 | -217 140 |
| Trésorerie nette au début de l'exercice | 609 470 | 385 559 | 346 603 |
| Trésorerie nette à la fin de l'exercice | 385 559 | 346 603 | 129 463 |

الملحق رقم (17): حسابات نتائج مؤسسة رويبة (2012-06-30)

| Tableau des Comptes de Résultats | | 2012/2011 |
|--|--|-------------------|
| Chiffre d'affaires | | 2 658 993 |
| Variation stocks produits finis et en-cours | | -75 538 |
| Subventions d'exploitation | | - |
| PRODUCTION DE L'EXERCICE | | 2 583 455 |
| Achats consommés | | -1 578 247 |
| Services extérieurs et autres consommations | | -415 275 |
| CONSOMMATION DE L'EXERCICE | | -1 993 522 |
| VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION | | 589 933 |
| Charges de personnel | | -257 978 |
| Impôts taxes et versements assimilés | | -42 730 |
| EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | | 289 224 |
| Autres produits opérationnels | | 2 837 |
| Autres charges opérationnelles | | -71 808 |
| Dotations aux amortissements et aux provisions | | -144 012 |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | | 22 470 |
| RESULTAT OPERATIONNEL | | 98 712 |
| Produits financiers | | 8 558 |
| Charges financières | | -49 293 |
| RESULTAT FINANCER | | -40 734 |
| RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS | | 57 978 |
| Impôts exigibles sur résultat ordinaires | | -9 000 |
| Impôts différés sur résultats ordinaires | | 1 889 |
| Total des produits des activités ordinaires | | 2 617 321 |
| Total des charges des activités ordinaires | | -2 566 455 |
| RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | | 50 867 |
| Éléments extraordinaires (produits) | | - |
| Éléments extraordinaires (charges) | | - |
| RESULTAT EXTRAORDINAIRE | | - |
| RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 50 867 |

الملحق رقم (18): ميزانية مؤسسة رويبة (2012-06-30)

| ACTIF | 30/06/2012 |
|---|------------------|
| TOTAL ACTIF NON COURANT | 2 025 090 |
| Immobilisations incorporelles nettes | 22 290 |
| <i>Immobilisations incorporelles brutes</i> | 35 631 |
| <i>Amortissement des immobilisations incorporelles</i> | -13 341 |
| Immobilisations corporelles nettes | 1 972 893 |
| Terrains nets | 398 571 |
| <i>Terrains bruts</i> | 398 571 |
| Bâtiments nets | 322 235 |
| <i>Bâtiments bruts</i> | 392 342 |
| <i>Amortissement des bâtiments</i> | -70 106 |
| Autres immobilisations corporelles nettes | 1 251 776 |
| <i>Autres immobilisations corporelles brutes</i> | 2 508 295 |
| <i>Amortissement des autres immobilisations corporelles</i> | -1 256 519 |
| Immobilisations encours nettes | 311 |
| <i>Immobilisations encours brutes</i> | 311 |
| Immobilisations financières | 29 908 |
| <i>Autres participations et créances rattachées</i> | 0 |
| <i>Autres titres immobilisés</i> | 0 |
| <i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i> | 4 260 |
| <i>Impôts différés actif</i> | 25 648 |
| TOTAL ACTIF COURANT | 1 998 913 |
| Stocks et encours nets | 714 204 |
| <i>Stocks et encours nets</i> | 762 017 |
| <i>Provisions de dépréciation des Stocks et encours</i> | -47 813 |
| Créances et emplois assimilés | 953 684 |
| <i>Clients nets</i> | 683 637 |
| <i>Clients bruts</i> | 826 463 |
| <i>Provisions de clients</i> | -142 826 |
| Autres débiteurs | 116 187 |
| Impôts et assimilés | 119 973 |
| Autres créances et emplois assimilés | 33 886 |
| Disponibilités et assimilés | 331 026 |
| <i>Trésorerie</i> | 331 026 |
| <i>Provisions de dépréciation des disponibilités et assimilés</i> | 0 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | 4 024 004 |

| PASSIF | 30/06/2012 |
|---|------------------|
| CAPITAUX PROPRES | 1 467 737 |
| Capital émis | 849 195 |
| Capital non appelé | - |
| Primes et réserves | 564 163 |
| Ecarts de réévaluation | - |
| Résultat net | 50 867 |
| Autres capitaux propres | 3 511 |
| PASSIFS NON COURANTS | 865 272 |
| Emprunts et dettes financières | 771 738 |
| Impôts (différés et provisionnés) | - |
| Autres dettes non courantes | - |
| Provisions et produits constatés d'avance | 93 534 |
| PASSIFS COURANTS | 1 690 995 |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 1 016 293 |
| Impôts | 130 717 |
| Autres dettes | 362 421 |
| <i>Échéances à moins d'un an sur emprunts bancaires à moyen terme</i> | <i>80 469</i> |
| <i>Autres passifs</i> | <i>281 951</i> |
| Trésorerie passif | 181 564 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | 4 024 004 |

الملحق رقم (19): جدول تدفقات خزينة رويبة (2012-06-30)

| Tableau des flux de trésorerie | 30/06/2012 |
|---|-----------------|
| Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles | 209 848 |
| Résultat net | 50 867 |
| Ajustement pour : | |
| Amortissements et provisions | 111 693 |
| Variation des impôts différés | -1 889 |
| Variation des Stocks | 131 804 |
| Variation des clients et autres créances | -118 134 |
| Variation des Fournisseurs et autres dettes | 35 507 |
| Plus ou moins values de cessions nettes d'impôts | 0 |
| Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement | -128 148 |
| Décaissements sur acquisition d'immobilisations | -128 148 |
| Encaissement sur cession d'immobilisations | 0 |
| Encaissements sur cessions d'immobilisations financières | 0 |
| Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières | 0 |
| Flux de trésorerie provenant des opérations de financement | -61 700 |
| Dividendes versés aux actionnaires | -30 305 |
| Augmentation du capital en numéraire | 0 |
| Encaissements des subventions d'investissement | 0 |
| Emission d'emprunts | 21 125 |
| Remboursement d'emprunts | -52 521 |
| Variation de trésorerie de la période | 19 999 |
| Trésorerie nette au début de l'exercice | 129 463 |
| Trésorerie nette à la fin de l'exercice | 149 462 |

الملحق رقم (20): حسابات النتائج المتوقعة لمؤسسة روية (2009-2017)

| تصنيفات | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 (g) | 2013 (g) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Chiffre d'affaires Net | 2 854 916 | 3 986 346 | 4 630 836 | 5 712 501 | 6 890 490 | 7 672 299 | 8 403 397 | 9 139 858 | 9 676 353 |
| Marge sur coûts matières | 1 257 494 | 1 803 754 | 1 999 962 | 2 406 612 | 2 864 680 | 3 185 436 | 3 489 934 | 3 796 499 | 4 019 724 |
| En % du CA | 44,05% | 45,14% | 43,19% | 42,13% | 41,57% | 41,52% | 41,53% | 41,54% | 41,54% |
| Marge sur coûts variables | 1 206 582 | 1 749 048 | 1 928 665 | 2 320 604 | 2 748 755 | 3 031 990 | 3 321 866 | 3 613 702 | 3 826 196 |
| En % du CA | 42,26% | 43,77% | 41,65% | 40,62% | 39,89% | 39,52% | 39,53% | 39,54% | 39,54% |
| Charges du personnel | 357 208 | 413 511 | 464 579 | 531 296 | 658 652 | 726 001 | 798 023 | 876 164 | 957 740 |
| Masse Fixe | 290 944 | 348 123 | 403 163 | 473 384 | 548 404 | 603 245 | 663 569 | 729 926 | 802 919 |
| Masse Variable | 66 264 | 65 387 | 61 416 | 57 913 | 110 248 | 122 757 | 134 454 | 146 238 | 154 822 |
| Services | 435 637 | 610 994 | 682 996 | 827 329 | 1 010 440 | 1 070 242 | 1 113 011 | 1 195 546 | 1 262 081 |
| Marketing | 94 747 | 157 302 | 120 131 | 204 882 | 311 400 | 345 253 | 378 153 | 411 294 | 435 436 |
| Transport et logistique | 158 721 | 201 614 | 245 857 | 272 137 | 337 387 | 345 253 | 336 136 | 365 594 | 387 054 |
| Assistance, consulting & formation | 55 474 | 81 882 | 99 699 | 87 927 | 95 497 | 100 272 | 105 285 | 110 550 | 116 077 |
| Entretien & réparation | 74 245 | 121 013 | 143 885 | 183 745 | 188 615 | 198 046 | 207 948 | 218 346 | 229 263 |
| Voyages, Déplacements, Hébergement, Restauration | 38 174 | 31 419 | 46 962 | 45 200 | 43 000 | 45 150 | 47 408 | 49 778 | 52 267 |
| Frais de télécommunication | 12 903 | 14 120 | 22 323 | 28 044 | 32 941 | 34 588 | 36 317 | 38 133 | 40 040 |
| Autres services et frais divers | 1 372 | 3 643 | 4 140 | 5 394 | 1 600 | 1 680 | 1 764 | 1 852 | 1 945 |
| Autres charge exceptionnelles d'exploitation | 7 772 | 12 350 | 34 913 | 94 443 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Assurance | 9 701 | 13 288 | 11 781 | 22 673 | 30 000 | 38 361 | 42 017 | 45 699 | 48 382 |
| Commissions bancaires | 22 096 | 31 360 | 33 199 | 33 810 | 40 000 | 46 034 | 50 420 | 54 839 | 58 058 |
| Produits divers | 29 077 | 4 058 | 9 720 | 5 360 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Impôts & taxes | 46 615 | 63 923 | 74 425 | 90 226 | 108 870 | 122 757 | 134 454 | 146 238 | 154 822 |
| EBITDA | 356 631 | 607 682 | 636 490 | 726 186 | 900 793 | 1 028 594 | 1 183 940 | 1 295 216 | 1 345 113 |
| En % du CA | 12,49% | 15,21% | 13,74% | 12,71% | 13,07% | 13,41% | 14,09% | 14,17% | 13,90% |
| Dotations aux amortissements | 140 466 | 168 817 | 208 232 | 231 245 | 377 670 | 386 615 | 393 911 | 403 402 | 411 014 |
| Dotations aux provisions | -4 539 | 46 265 | 60 399 | 133 731 | 68 905 | 76 723 | 84 034 | 91 399 | 96 764 |
| EBIT | 220 704 | 392 600 | 367 859 | 361 211 | 454 218 | 565 256 | 705 995 | 800 416 | 837 336 |
| En % du CA | 7,73% | 9,82% | 7,94% | 6,32% | 6,59% | 7,37% | 8,40% | 8,76% | 8,65% |
| Charges Financières | 94 858 | 59 515 | 97 831 | 111 755 | 106 516 | 132 319 | 120 698 | 104 051 | 88 966 |
| CMT existants | 52 710 | 64 225 | 49 172 | 64 708 | 84 516 | 37 913 | 22 636 | 13 516 | 6 957 |
| Nouveaux CMT | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 56 045 | 56 045 | 44 836 | 33 627 |
| Pertes & Gains de change | 41 780 | -6 359 | 40 464 | 21 855 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Frais financiers de fonctionnement | 368 | 1 648 | 8 195 | 25 193 | 22 000 | 38 361 | 42 017 | 45 699 | 48 382 |
| Résultat des activités ordinaires | 125 846 | 333 085 | 270 028 | 249 456 | 347 703 | 432 937 | 585 297 | 696 364 | 748 370 |
| En % du CA | 4,41% | 8,33% | 5,83% | 4,37% | 5,05% | 5,64% | 6,96% | 7,62% | 7,73% |
| Résultat des opérations non récurrentes | 11 893 | 13 615 | -4 044 | 14 492 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Revenus non récurrents | 13 955 | 26 219 | 3 442 | 33 846 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Charges non récurrentes | 2 063 | 12 604 | 7 485 | 19 354 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Résultat avant impôts | 137 738 | 346 700 | 265 984 | 263 948 | 347 703 | 432 937 | 585 297 | 696 364 | 748 370 |
| En % du CA | 4,82% | 8,68% | 5,74% | 4,62% | 5,05% | 5,64% | 6,96% | 7,62% | 7,73% |
| Impôts sur les bénéfices | 25 633 | 91 065 | 77 942 | 70 000 | 76 495 | 95 246 | 128 765 | 153 200 | 164 641 |
| Résultat net | 112 105 | 255 635 | 188 042 | 193 948 | 271 208 | 337 691 | 456 531 | 543 164 | 583 729 |
| En % du CA | 3,93% | 6,40% | 4,06% | 3,40% | 3,94% | 4,40% | 5,43% | 5,94% | 6,03% |

الملحق رقم (21): الميزانيات المالية المتوقعة لمؤسسة رويبة (2009-2017)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 (e) | 2013 (e) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Fonds Propres | 1 127 391 | 1 365 025 | 1 476 870 | 1 610 818 | 1 817 377 | 2 064 665 | 2 408 632 | 2 799 619 | 3 202 293 |
| Capital | 849 195 | 849 195 | 849 195 | 849 195 | 849 195 | 849 195 | 849 195 | 849 195 | 849 195 |
| Autres Fonds Propres | 166 091 | 260 196 | 439 633 | 567 675 | 696 974 | 877 779 | 1 102 906 | 1 407 260 | 1 769 370 |
| Résultat de l'Exercice | 112 105 | 255 635 | 188 042 | 193 948 | 271 208 | 337 691 | 456 531 | 543 164 | 583 729 |
| Crédits à Moyen Terme | 833 334 | 767 149 | 1 121 480 | 1 108 699 | 1 927 595 | 1 813 004 | 1 474 665 | 1 230 858 | 997 417 |
| Crédits bancaires | 615 006 | 648 926 | 883 603 | 855 215 | 1 740 319 | 1 549 005 | 1 126 631 | 791 426 | 461 221 |
| Autres dettes non courantes | 204 492 | 106 317 | 137 573 | 135 112 | - | - | - | - | - |
| Provisions et produits constatés d'avance | 13 835 | 11 905 | 100 304 | 118 372 | 187 276 | 263 999 | 348 033 | 439 432 | 536 196 |
| Capitaux permanents | 1 960 725 | 2 132 174 | 2 598 350 | 2 719 517 | 3 744 972 | 3 877 669 | 3 883 297 | 4 030 478 | 4 199 710 |
| Actif Immobilisé | 1 581 775 | 1 650 300 | 2 049 308 | 2 392 452 | 3 120 312 | 3 133 697 | 2 964 787 | 2 646 385 | 2 295 371 |
| Immobilisations brutes | 2 433 521 | 2 640 576 | 3 258 957 | 3 844 101 | 4 949 632 | 5 349 632 | 5 574 632 | 5 659 632 | 5 719 632 |
| Amortissements | 863 287 | 1 032 104 | 1 237 668 | 1 474 240 | 1 851 911 | 2 238 526 | 2 632 437 | 3 035 838 | 3 446 852 |
| Autres Actifs non courants | 11 542 | 41 828 | 28 019 | 22 591 | 22 591 | 22 591 | 22 591 | 22 591 | 22 591 |
| Fonds de Roulement | 378 949 | 481 874 | 549 042 | 327 065 | 624 659 | 743 971 | 918 510 | 1 384 092 | 1 904 339 |
| Besoin en Fonds de Roulement | -6 610 | 135 272 | 419 580 | 582 543 | 654 561 | 727 086 | 796 428 | 866 270 | 917 141 |
| Stock matière première | 216 606 | 403 403 | 619 232 | 539 624 | 690 289 | 773 385 | 846 922 | 921 026 | 975 026 |
| Stock produits fabriqués | 68 220 | 91 257 | 228 282 | 368 701 | 287 104 | 319 679 | 350 142 | 380 827 | 403 181 |
| Clients | 379 181 | 396 378 | 498 896 | 617 160 | 744 426 | 828 890 | 907 876 | 987 441 | 1 045 402 |
| Fournisseurs | 545 509 | 573 145 | 763 587 | 839 300 | 942 245 | 1 055 670 | 1 156 048 | 1 257 201 | 1 330 911 |
| Autres Actifs | 28 770 | 38 712 | 160 227 | 253 363 | 305 610 | 340 285 | 372 711 | 405 375 | 429 170 |
| Autres Passifs | 153 877 | 221 334 | 323 471 | 357 005 | 430 624 | 479 483 | 525 174 | 571 199 | 604 728 |
| Trésorerie | 385 559 | 346 603 | 129 463 | -255 478 | -29 901 | 16 885 | 122 082 | 517 823 | 987 198 |

الملحق رقم (22): تدفقات الخزينة المتوقعة لمؤسسة رويبة (2013-2017)

| | 2013 (b) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| Flux d'exploitation | 645 766 | 728 503 | 865 134 | 968 123 | 1 040 634 |
| Résultat net | 271 208 | 337 691 | 456 531 | 543 164 | 583 729 |
| amortissements | 377 670 | 386 615 | 393 911 | 403 402 | 411 014 |
| provisions | 68 905 | 76 723 | 84 034 | 91 399 | 96 764 |
| variations BFR | 72 018 | 72 525 | 69 343 | 69 841 | 50 871 |
| Flux d'investissement | -1 105 531 | -400 000 | -225 000 | -85 000 | -60 000 |
| Investissements foncier & infrastructure | 86 000 | 150 000 | 0 | 0 | 0 |
| Investissements industriels | 857 390 | 200 000 | 0 | 0 | 0 |
| Investissements en système d'information | 33 131 | 0 | 20 000 | 0 | 0 |
| Investissements en hygiène sécurité et environnement | 48 350 | 0 | 0 | 30 000 | 0 |
| Investissements logistique | 51 920 | 0 | 150 000 | 0 | 0 |
| Investissements de maintien | 28 740 | 50 000 | 55 000 | 55 000 | 60 000 |
| Flux de financement | 685 342 | -281 717 | -534 937 | -487 382 | -511 260 |
| Augmentation de capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| distribution de dividendes ordinaire | 64 649 | 90 403 | 112 564 | 152 177 | 181 055 |
| Nouveaux CMT | 1 019 000 | 0 | -203 800 | -203 800 | -203 800 |
| Encaissement | 1 019 000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Décaissement | 0 | 0 | 203 800 | 203 800 | 203 800 |
| Remboursement autres dettes non courantes | 135 112 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Remboursement des anciens CMT | 133 896 | 191 314 | 218 573 | 131 405 | 126 405 |
| Flux de trésorerie de la période | 225 577 | 46 787 | 105 197 | 395 741 | 469 375 |
| Trésorerie de début de période | -255 478 | -29 901 | 16 885 | 122 082 | 517 823 |
| Trésorerie de fin de période | -29 901 | 16 885 | 122 082 | 517 823 | 987 198 |

الفهرس

الفهرس

| | |
|----|---|
| أ |مقدمة عامة..... |
| 11 |الفصل الأول : الإطار العام لتقييم المؤسسة..... |
| 13 |المبحث الأول: القيمة وتقييم المؤسسة..... |
| 13 |المطلب الأول: الإطار النظري للقيمة..... |
| 13 |1- القيمة و مفاهيمها..... |
| 18 |2- الفرق بين القيمة السعر و التكلفة..... |
| 19 |3- مبادئ نظرية التقييم..... |
| 21 |المطلب الثاني: أغراض تقييم المؤسسات و المناهج المعتمدة تقدير القيمة..... |
| 21 |1- أغراض تقييم المؤسسة..... |
| 22 |2- المناهج الأساسية في تقييم المؤسسات..... |
| 23 |المطلب الثالث: مراحل تقييم المؤسسة و العوامل المؤثرة على القيمة..... |
| 23 |1- مراحل عملية تقييم المؤسسة..... |
| 32 |2- العوامل المؤثرة في قيمة المؤسسة..... |
| 36 |المبحث الثاني: أساليب التشخيص الداخلي والخارجي للمؤسسة..... |
| 36 |المطلب الأول: التشخيص الداخلي..... |
| 36 |1- التشخيص التجاري..... |
| 37 |2- التشخيص في الإنتاج..... |
| 39 |3- تشخيص الموارد البشرية..... |
| 40 |4- التشخيص القانوني..... |
| 41 |5- التشخيص المحاسبي والمالي..... |
| 43 |المطلب الثاني: التشخيص الداخلي..... |
| 46 |المبحث الثالث: تشخيص الفعالية (التشخيص المالي)..... |
| 46 |المطلب الأول: إعادة ترتيب الحسابات..... |
| 46 |1- إعادة تشكيل حسابات النتائج..... |
| 48 |2- تشكيل الميزانية الاقتصادية..... |
| 50 |3- ترتيب بعض النقاط الأخرى..... |
| 53 |المطلب الثاني: المرودية الاقتصادية، المالية و اثر الرافعة المالية..... |
| 53 |1- المرودية الاقتصادية..... |

| | |
|----|--|
| 56 |2- المرودية المالية |
| 57 |3- اثر الرافعة المالية |
| 58 |المطلب الثالث: دراسة النمو |
| 58 |1- حساب معدل نمو السنوات السابقة |
| 59 |2- تقدير النمو المستقبلي |
| 62 | الفصل الثاني : أهمية و مقومات تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر |
| 64 |المبحث الأول:أهمية تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر |
| 64 |المطلب الأول:التقييم وخصوصة المؤسسات الاقتصادية العمومية |
| 64 |1- خصوصة المؤسسات الجزائرية |
| 65 |2- دوافع الخصوصية وأهدافها في الجزائر |
| 67 |3- تطور الخصوصية في الجزائر |
| 68 |4- أهمية التقييم في عملية الخصوصية |
| 70 |المطلب الثاني:التقييم وإعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية |
| 70 |1- إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر |
| 70 |2- أسباب إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية |
| 71 |3- أهمية إعادة الهيكلة المالية |
| 72 |4- أهمية تقييم المؤسسة في إعادة الهيكلة |
| 73 |المطلب الثالث:التقييم وتصفية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية |
| 73 |1- تصفية المؤسسات الجزائرية |
| 74 |2- أسباب التصفية |
| 74 |3- مهام المصفي |
| 75 |4- أهمية تقييم المؤسسة في عملية التصفية |
| 76 |المبحث الثاني:التقييم والإفصاح حسب النظام المحاسبي المالي الجزائري |
| |المطلب الأول:تعريف النظام المحاسبي المالي والخصائص النوعية |
| 76 |للمعلومات المالية |
| 76 |1- تعريف النظام وأسباب تبنيه |
| 81 |2- الخصائص النوعية للمعلومة المالية |
| 86 |المطلب الثاني:قواعد تقييم عناصر القوائم المالية |
| 87 |1- قواعد عامة للتقييم |
| 88 |2- قواعد خاصة للتقييم والإدراج في الحسابات |
| 95 |المطلب الثالث:عرض القوائم المالية |
| 97 |1- الميزانية |

| | |
|-----|---|
| 99 | 2- جدول حسابات النتائج..... |
| 101 | 3- جدول تدفقات الخزينة..... |
| 105 | 4- جدول تغير رؤوس الأموال..... |
| 106 | المبحث الثالث : كفاءة بورصة الجزائر..... |
| 106 | المطلب الأول:تقديم عام لبورصة الجزائر..... |
| 106 | 1- نشأة بورصة الجزائر..... |
| 107 | 2- الهيئات المكونة لبورصة الجزائر..... |
| 108 | المطلب الثاني:المؤسسات المندرجة في بورصة الجزائر..... |
| 109 | 1- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي..... |
| 110 | 2- مؤسسة أليانس..... |
| 112 | 3- مؤسسة رويبة..... |
| 113 | 4- المجمع صيدال..... |
| 115 | 5- المجمع بيوفارم..... |
| 116 | المطلب الثالث:أداء بورصة الجزائر..... |
| 212 | الفصل الثالث : تطبيق مناهج التقييم على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر..... |
| 123 | المبحث الأول: استعمال منهج الدخل في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية..... |
| 123 | المطلب الأول: المبدأ وتقدير معدل الاستحداث..... |
| 123 | 1- مبادئ طرق الاستحداث..... |
| 126 | 2- التنبؤ بالتدفقات النقدية..... |
| 129 | 3- تقدير معدل الاستحداث..... |
| 132 | 3-1 تقدير عناصر الخصوم..... |
| 133 | 3-2 تقدير المردودية المنتظرة من المساهمين..... |
| 134 | 3-3 معدل المردودية دون مخاطرة..... |
| 134 | 3-4 علاوة خطر السوق..... |
| 135 | 3-5 تقدير معامل المخاطرة β |
| 136 | المطلب الثاني:تطبيق طرق الاستحداث..... |
| 136 | 1- استحداث تدفقات الخزينة..... |
| 138 | 2- استحداث الحصص..... |
| 142 | 3- التقييم بالنتائج المتبقية..... |
| | المطلب الثالث:صعوبات تطبيق طرق الإستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية..... |
| 145 | المبحث الثاني:استعمال منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات الاقتصادية..... |
| 150 | المبحث الثاني:استعمال منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات الاقتصادية..... |

| | |
|-----|---|
| | الجزائرية..... |
| 150 | المطلب الأول:مبدأ المنهج و إعادة الترتيب المحاسبي..... |
| 151 | 1- مبدأ منهج الممتلكات..... |
| 153 | 2- إعادة الترتيب المحاسبي..... |
| 155 | المطلب الثاني:تقييم عناصر الميزانية والربح الممتاز..... |
| 155 | 1- تقييم عناصر الميزانية..... |
| 155 | 1-1 تقييم عناصر الأصول..... |
| 161 | 2-1 تقييم عناصر الخصوم..... |
| 162 | 3-1 الأصول والخصوم خارج الميزانية..... |
| 163 | 2- تقييم الربح الممتاز..... |
| 164 | 1-2 طرق حساب الربح الممتاز..... |
| 168 | 2-2 اهتلاك الربح الممتاز..... |
| | المطلب الثالث:صعوبات تطبيق منهج الممتلكات في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية..... |
| 169 | المبحث الثالث:استعمال منهج المقارنة في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية..... |
| 172 | المطلب الأول: مبدأ المنهج وتشكيل العينة..... |
| 172 | 1- مبدأ المنهج المقارنة..... |
| 176 | 2- تشكيل العينة..... |
| 179 | المطلب الثاني: تطبيق مضاعفات التقييم..... |
| 179 | 1- مضاعفات النتائج..... |
| 180 | 1-1 المضاعف PER..... |
| 180 | 1-1-1 استعمال المضاعف PER..... |
| 183 | 2-1-1 المضاعف PER النظري..... |
| 185 | 3-1-1 استعمال المضاعف PEG..... |
| 186 | 4-1-1 المضاعف PER النسبي..... |
| 187 | 2-1 مضاعف إجمالي فائض الاستغلال..... |
| 188 | 3-1 مضاعف نتيجة الاستغلال..... |
| 189 | 2- مضاعفات أخرى..... |
| 189 | 1-2 مضاعف رقم الأعمال..... |
| 189 | 2-2 مضاعفات القطاعات..... |
| 190 | 3-2 مضاعفات التحويل..... |

| | | |
|--|---|-----|
| | المطلب الثالث: صعوبات تطبيق منهج المقارنة في تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية..... | 190 |
| | الفصل الرابع : واقع تقييم المؤسسة الاقتصادية في الجزائر..... | 195 |
| | المبحث الأول: تقييم مؤسسة عين الكبيرة للإسمنت (SCAEK)..... | 197 |
| | المطلب الأول: تقديم المؤسسة عين الكبيرة للإسمنت (SCAEK)..... | 197 |
| | 1- لمحة تاريخية عن المؤسسة (SCAEK)..... | 197 |
| | 2- الهيكل التنظيمي للمؤسسة (SCAEK)..... | 201 |
| | 3- اللوائح التنظيمية للمؤسسة (SCAEK)..... | 202 |
| | 4- الخصائص الرئيسية لنشاط المؤسسة (SCAEK)..... | 203 |
| | المطلب الثاني: نقد طرق تقييم المؤسسة (SCAEK)..... | 211 |
| | 1- التقييم بطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها..... | 212 |
| | 2- التقييم بطريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة..... | 214 |
| | 3- التقييم بطريقة مضاعفات التحويل..... | 217 |
| | 4- التقييم بطريقة إيراد الربح الممتاز..... | 218 |
| | 5- التقييم بطريقة القيمة الاقتصادية الإضافية..... | 220 |
| | 6- ملخص النتائج وتقدير القيمة..... | 223 |
| | المبحث الثاني : تقييم المؤسسة روية (NCA-Rouiba)..... | 224 |
| | المطلب الأول: تقديم المؤسسة روية (NCA-Rouiba)..... | 224 |
| | 1- لمحة تاريخية عن المؤسسة (NCA-Rouiba)..... | 224 |
| | 2- الهيكل التنظيمي للمؤسسة (NCA-Rouiba)..... | 228 |
| | 3- اللوائح التنظيمية للمؤسسة (NCA-Rouiba)..... | 229 |
| | 4- الخصائص الرئيسية لنشاط المؤسسة (NCA-Rouiba)..... | 229 |
| | المطلب الثاني: نقد الطرق تقييم المؤسسة (NCA-Rouiba)..... | 246 |
| | 1- التقييم بطريقة استحداث تدفقات الخزينة المتاحة..... | 248 |
| | 2- التقييم بطريقة القيمة الاقتصادية الإضافية..... | 253 |
| | 3- التقييم بطريقة الأصول الصافية المعاد تقييمها..... | 256 |
| | 4- التقييم بطريقة استحداث الحصص..... | 261 |
| | 5- ملخص النتائج وتقدير القيمة..... | 263 |
| | خاتمة عامة..... | 267 |
| | قائمة المراجع..... | 273 |
| | الملاحق..... | 282 |
| | الفهرس..... | 311 |

الملخص:

عملية تقييم المؤسسات هي مهنة شائعة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية المعاصرة. كما يزداد الاهتمام بها يوما بعد يوم، ليس فقط لكثرة عمليات تحويل الملكية، بل من أجل تسعير المؤسسات لدخولها البورصة، الإندماج، التصفية، إعادة الهيكلة.. وهنا تكمن أهمية هذه العملية في تسهيل دوران رؤوس الأموال، وجعلها تتجه نحو القيم الاقتصادية الحقيقية والمعادلة لها.

كون عملية تقييم المؤسسة هي مجرد رأي أو اقتراح للقيمة، ارتأينا من خلال هذه الأطروحة، تسليط الضوء على هذه العملية في إطار تحول الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد السوق، وذلك بمحاولة توضيح أهمية تقييم المؤسسات في إطار هذا التحول، والصعوبات العملية خاصة في تطبيق أهم طرق التقييم، بالإضافة إلى دراسة حالي تقييم، الأولى للمؤسسة عين الكبيرة للاسمنت (سطيف) والثانية للمؤسسة روية للعصائر. الكلمات المفتاحية: القيمة، تقييم المؤسسة، التشخيص، طرق التقييم، القوائم المالية، السوق المالي.

Résumé :

L'évaluation des entreprises est une profession très connue dans la vie économique et sociale moderne. Jour après jour, on s'intéresse beaucoup plus à cette opération, non seulement en raison du grand nombre de transferts de propriété qui se fait quotidiennement, mais pour d'autres buts comme : donner un prix aux entreprises qui veulent accéder à la bourse, ou bien les opérations de fusion , de liquidation, ou de restructuration...Et à partir de ce point, on peut voir l'importance de l'évaluation des entreprises dans l'opération de rotation des capitaux, et l'orientation de ces derniers vers les valeurs économiques réelles et équivalentes.

L'évaluation d'une entreprise est considérée comme une opération qui consiste à donner un avis ou proposer une valeur. A travers cette thèse, on a étudié l'évaluation dans le cadre du passage de l'économie algérienne vers l'économie de marché, et on a essayé de montrer l'importance d'évaluation de l'entreprise algérienne dans cette phase de transition, ainsi que les différents obstacles rencontrés dans cette opération, surtout dans l'application des méthodes d'évaluation à travers deux études de cas, la première est celle de la Société des Ciments de Ain El Kebira (Setif) et la seconde est celle de la NCA Rouiba.

Mots clés : la valeur, évaluation d'une entreprise, diagnostic, méthodes d'évaluation, les états financiers, marché financier.