

دور بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة دراسة حالة شركة NCA-Rouiba

محمد عصمت بن حمو

أستاذ مساعد (أ) جامعة مستغانم

[benhamouesmet@yahoo.fr]

محمد رمضاني

[أستاذ محاضر (أ) جامعة مستغانم]

[ramdanifinance@yahoo.fr]

دور بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة دراسة حالة شركة NCA-Rouiba

ملخص

يتموقع تقييم المؤسسات في قلب المالية، حيث أنها تهدف إلى إعطاء قيمة للمؤسسة أو مجموعة من القيم بالاعتماد على مجموعة من الطرق المختلفة (طريقة الدّمة المالية، طريقة مقارنة التدفّقات، مدخل فائض القيمة (GOOD WILL)، الطرق التي تعتمد على البورصة، هذه القيم المتحصّل عليها سوف تستعمل كأداة أساسية في عملية نقل الملكية (الخصوصية) أو عملية الإدماج بين مؤسّستين أو أكثر أو تحفيز المستثمرين الماليين على الإقبال على الأدوات المالية المتداولة في البورصة. سوف نحاول في هذا المقال التطرّق إلى أهميّة بورصة الجزائر في تقييم المؤسسات المدرجة من جهة و من جهة أخرى إلى مختلف الطرق و المقاربات الممكن استخدامها في هذا المجال.

الكلمات المفتاحية

بورصة الجزائر، طرق التقييم، مضاعف PER، معادلة D'I. Fisher، معادلة Golden Shapiro، معادلة

MOLODOVSKI

.CODE JEL : G15 ,L25 ,N27, C65.

Résumé

L'évaluation des entreprises se positionne dans le fonds du finance ou elle vise à donner la valeur des entreprises ou bien à un ensemble de valeurs basé sur une méthode de déférentes manières. L'information financière et la méthode de comparaison des flux. L'entrée GOOD WILL, les méthodes auquel se base sur le marché boursier, ces valeurs seront utilisé comme un outil essentiel pour le transfert de la propriété (privatisation) ou l'intégration entre deux entreprises ou plus ou d'encourager les investisseurs financiers d'acheter des instruments financiers négociés en bourse.

Nous allons tenter dans cet article d'aborder l'importance de la bourse d'Algérie sur l'évaluation des

entreprises d'une part et d'autres part sur les divers méthodes et approches qui peuvent être utilisées dans ce domaine.

la bourse d'Algérie, méthodes évaluations, amplificateur **PER**, équation d'I. **Fisher**; équation : **Mots clés**
GOLDEN SHAPIRO, équation **Molodovski**.

CODE JEL : G15 ,L25 ,N27, C65.

Abstract:

The assessment of the enterprises lies at the heart of the financial institution since it aims at giving a value or a set of values to the firms relying on a range of different methods (method of financial disclosure, method of flows approach, method of surplus value, Good Will), methods that rely on the stock market.

The obtained values will be used as an essential tool in the process of transfer of ownership (privatization); or the process of integration between two or more enterprises or to stimulate the financial investors to demand for the financial tools traded in the stock market.

In this article, we will try to address the importance of the Algerian stock exchange in assessing the institutions listed on the one hand, and on the other hand, we will tackle the various ways and approaches that can be used in this field.

Key words : Algeria Stock Exchange, evaluation methods, **PER** amplifier; Equation **GOLDEN SHAPIRO**, **Molodovski** equation

CODE JEL : G15 ,L25 ,N27, C65.

مقدمة

تعد بورصة الجزائر حديثة النشأة وذلك بسبب الاعتماد على النهج الاشتراكي بعد الاستقلال الذي يكرس التدخل القوي للدولة في الاقتصاد ولكن بعد أزمة قطاع المحروقات سنة 1986 كان ولا بد على الحكومة الجزائرية تبني مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية من أهمها التقليل من تدخل الدولة في الاقتصاد من خلال تطبيق قانون استقلالية المؤسسات 01/88 المؤرخ في يوم 12 جانفي 1988م ثم صدور قانون 22/95 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية وكذلك صدور قانون النقد والقرض 10/90 لإصلاح المنظومة المالية وأخيرا إنشاء سوق الأوراق المالية في سنة 1990 لدعم الإصلاحات المذكورة سابقا ولتكون الأساس في تمويل الأنشطة الاقتصادية.

و مما لا شك فيه أن الهدف من الاستثمار في البورصة هو تعظيم المكاسب والأرباح وذلك بالاستثمار في الأدوات المالية الخاصة بالمؤسسات التي تتصف بالاستقرار المالي وثبات العوائد وانخفاض نسبة المخاطرة مقارنة بالمؤسسات الأخرى المدرجة في البورصة، و عملية المفاضلة بين الأدوات المالية لا تتم بطريقة ارتباطية ولكن بالاعتماد على مجموعة من الطرق والمقاربات التي تساهم في تحديد قيمها وكذلك قيم أرباح المتوقع تحقيقها مستقبلا .

على هذا الأساس سوف نحاول في هذا المقال التطرق إلى مختلف طرق تقييم الأدوات المالية الكلاسيكية والمؤسسات المدرجة في البورصة بصفة عامة وكذلك محددات نجاح هذه العملية وذلك بالتطرق إلى النقاط التالية :

1- أساسيات القيمة والمقاربات الكلاسيكية في عملية تقييم المؤسسات.

2- طرق تقييم المؤسسات بالاعتماد على بورصة الجزائر.

3 - دراسة حالة شركة NCA-Rouiba

1- أساسيات القيمة و المقاربات الكلاسيكية في عملية تقييم المؤسسات

يتفق علماء الاقتصاد و المالية على تعريف التقييم بأنه إعطاء قيمة للعناصر المراد تقييمها، بحيث تعبر هذه القيمة عن سعر التوازن الذي سيكون الأساس في عملية التفاوض بين البائع و المشتري، و تعدّ عملية تقييم المؤسسات من العمليات المعقّدة جدا و التي تعتمد على مقاربات مختلفة تتماشى و طبيعة المؤسسة محلّ التقييم و بصفة عامّة يمكن تلخيص طرق التقييم الكلاسيكية على النحو التالي:

1-1- طريقة الدّمة المالية

تعدّ من الطّرق الأكثر بساطة و تمثّل قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصّة بالمؤسسة، فهي طريقة تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع كلّ القيم الحقيقية الخاصّة بممتلكاتها مع طرح الديون و يمكن تقسيم هذه الطّريقة إلى مجموعة من الطّرق الفرعية من أهمّها:¹

* طريقة الأصول الصّافية المحاسبية (ANC): Actif Net Comptable .

* طريقة الأصول الصّافية المحاسبية المصحّحة (ANCC): Actif Net Comptable corrigé.

* الطّريقة الجوهرية (USB): Valeur Substantielle.

إنّ هذه الطّريقة تتّصف بالسّكون و هذا عكس الطّريقة التقديرية (طريقة التدفّقات النقدية المستقبلية) التي تعتمد على تحيين الأرباح المستقبلية المتوقّعة للمؤسسة محلّ التقييم.²

1-2- طريقة التقييم المرتكزة على مقارنة التدفّقات

هذه الطّريقة أو المقاربة تعتمد على جملة الأرباح المستقبلية المتوقّعة تحقيقها من طرف المؤسسة محلّ التقييم و هذا عكس الطّريقة السّابقة التي تعتمد على إعادة تقييم ممتلكاتها. و في هذه الحالة يجب تحديد مجموعة من الفواصل الأساسية قبل عملية التقييم يمكن تلخيصها في النقاط التالية:³

- ما هي النتيجة التي يجب اختيارها في عملية التقييم (الرّبح الصّافي، التمويل الذاتي... الخ).

- هل يجب الاهتمام بالمردودية الحالية أو المردودية المستقبلية؟

- ما هي طريقة التقييم التي يجب الاعتماد عليها؟

- ما هو معدّل التّحيين الواجب استعماله؟

يمكن تقسيم هذه الطّريقة إلى مجموعة من الطّرق الفرعية من أهمّها:

♦ طريقة قيمة المردودية.

♦ الطّريقة المرتكزة على التدفق النقدي المتاح (DCF).

¹ - 3ème Jean Claude TOURNIER, Jean Baptiste TOURNIER, « Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise ? », 3ème

édition, Editions d'organisation, 2002, P 177.

² Emmanuel TCHEMENI, « L'évaluation des entreprises », 3ème édition, Economica, 2003, P 08.

³ - 107 Claude Annie DUPLAT, « Évaluez votre entreprise », VUIBERT, 2007, P 107

3-1- طريقة فائض القيمة

يعرّف فائض القيمة (GOOD WILL) على أنه زائد القيمة¹ الإجمالية المعطاة للمؤسسة في تاريخ معيّن على القيمة الحقيقية لأصولها في ذلك التاريخ، هذا الفائض يشمل الأصول غير المادية أو المعنوية التي تعرف بشهرة الحلّ، و هو يعكس المردودية غير العادية التي تستفيد منها المؤسسة و الناتجة عن مجموعة من القدرات مثل (التفوّق التكنولوجي، العلامة التجارية...الخ).

- يمكن اعتبار فائض القيمة على أنها المقاربة أو الطريقة التي تهدف إلى قياس المزايا المعنوية مثل: كفاءة العمّال، سمعة المؤسسة، التكنولوجيا...الخ التي هي بحوزة المؤسسة مقارنة بالمؤسسات المنافسة و التي سوف تكون السبب في تحقيقها لعوائد و مداخيل أعلى من الحالة العادية.

يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة (GW):

- الطريقة غير المباشرة (طريقة الممارسين) (La méthode des praticiens).

- الطريقة المباشرة (طريقة المردودية المباشرة أو الطريقة الأنجلوساكسونية) (La méthode Anglosaxons).

يمكن تلخيص طرق التقييم الكلاسيكية في الجدول التالي:

الجدول 1. طرق التقييم الأكثر استعمالا :

طريقة التقييم	كيفية الحساب	الإيجابيات	السلبيات
القيمة المالية	الأصول الصّافية الحاسبية ANC	VE= TOTAL ACTIF - DETTES	- تُصَف بالسّكون لأنّها تعتمد على إعادة تقييم الممتلكات و لا تعتمد على الأرباح المحقّقة. - تقصي الأصول المعنوية.
	الأصول الصّافية الحاسبية المصحّحة ANCC	VE= TOTAL ACTIF CORRIGE - DETTES	- تُصَف بالبساطة. - تعتمد على ما هو ملموس في المؤسسة مثل الميزانيات. - تقيس قوّة المؤسسة.
مقاربة التدفّقات	قيمة المردودية (B)	$VE = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t}$	- تعتمد على إنشاء توقّعات اقتصادية ما يعرف Business plan، و تكون الأساس في عمليّة التقييم، و أيّ خطأ في هذه الخطّة سيؤثّر بالسّلْب على قيمة المؤسسة.
	طريقة التدّفّقات التقديّة المناحة DCF	$VE = \sum_{t=1}^n \frac{DCF_t}{(1+I)^t} + \frac{VR}{(1+I)^n}$	- تعتمد على المستقبل و هي طريقة ديناميكية. - تتناسب مع المؤسسات التي تطّبق سياسة توزيع أرباح ثابتة.
طريقة الممارسين (Méthodes Good)	طريقة الممارسين (Méthodes Good)	VE = ANCC + GW علما أنّ: $GW = \frac{1}{2} \left(\frac{B}{I} - ANCC \right)$	- نأخذ بعين الاعتبار الأصول المعنوية، و هي صعوبة تحديد قيمة

¹ - نعيمة غلاب و زينات درّاحي، "تحليل مقاربات تقييم المؤسسات"، الملتقى الدّولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدّور الجديد للدّولة، جامعة فرحات عبّاس، سطيف، من 03-07 أكتوبر. 2004

الأصول المعنوية.	طريقة تصحيحية لطريقة الدّمة المالية.		des praticiens)
		Rente de GW $GW = \frac{\text{I}}{\text{علما بأنّ}}$ Rente de GW = RPE - RPT	La méthode Anglo-saxons

مع العلم أنّ: n: عدد السنوات. DCF_t : التدفق التقدي المتاح: VE: قيمة المؤسسة: I: معدل التّحيين. للسنة B.t: متوسط الربح المتوقع. (الاستحداث) VR: Valeur Résiduelle قيمة التّحلي عن المؤسسة في نهاية السنة n.

$$\text{Résultat prévisionnel d'exploitation} = \text{RPE}$$

Résultat prévisionnel Théorique: RPT

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المراجع التالية:

PALARB, Franck IMBERT, « Guide pratique d'évaluation des entreprises », Eyrolles, 2013, p Jean-Etienne –

13.

George LEGROS, « Evaluation des entreprises », Dunod Paris, 2011, P 292. –

من الملاحظ أنّه تمّت تنوّع في طرق التّقييم الكلاسيكية فيتمّ استعمال طريقة الدّمة المالية مثلاً في حالة المؤسسات التي تتّصف بضخامة الأصول المادية مقارنة بالأصول المعنوية¹ أو في حالة المؤسسات التي تكون في حالة إفلاس أو تراكم المشاكل ما يعني مردودية ضعيفة أو منعدمة. أمّا طريقة DCF فعادة تستعمل في حالة المؤسسات المهيكلّة والتي تنمّي أو تطوّر طريقة عمل "Business plan" ثابت ومفهوم. أمّا طريقة فائض القيمة "GW" فنستعملها في حالة المؤسسات التي تتّصف بضخامة الأصول المعنوية مثل البرامج.

2- طرق تقييم المؤسسات بالاعتماد على بورصة الجزائر:

2-1- تعريف بورصة الجزائر:

السّوق المالي هي وسيلة (ينبغي فيها شرط المكان)¹، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات الرّأسمالية والتّقدية أو بالصّرف الأجنبي بغرض تداول و توثيق و تعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية و المالية و التّقدية... الخ) لفترات متباينة (طويلة و قصيرة) اعتماداً على قوانين و أنظمة و تعليمات معتمدة محلياً أو دولياً.

تمّ إنشاء أوّل سوق مالي في عام 1339 م في بلجيكا² و انتقل إلى مدينة ليون في فرنسا سنة 1639 م ثمّ إلى باريس و إلى امستردام و لندن في القرن السّابع عشر، و انتظمت الأسواق بحدود عام 1890 م بعد حركة الكشوفات الجغرافية و اكتشاف أمريكا الشّمالية و الجنوبية، و كذلك الثّورة الصّناعية التي كان لها الأثر في تطوّر الفكر الاقتصادي و الأسواق المالية.

فيما يخصّ بورصة الجزائر فإنّ إنشاءها أو تأسيسها مرّ على مرحلتين أساسيتين:

المرحلة الأولى: ما بين 1990 و 1992:

¹ -Gérard CHAPALAIN, « Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise », Edition EMS (Management et société), 2004, P 104.

¹ - هوشيار معروف، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمّان، 2009، ص 58

² - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية و التّقدية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع، 2012، ص 34.

محمد عصمت بن هو، محمد رمضاني

من خصائص هذه المرحلة هو تزامنها مع تطبيق بعض الإصلاحات الاقتصادية المتمثلة في استقلالية المؤسسات من خلال قانون 01/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 و إنشاء ما يُعرف بصناديق المساهمة³ حسب القانون 03/88 و كذلك تقسيم رأس المال الخاص بالمؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم و تحويلها إلى شركات مساهمة يتمّ تسييرها من طرف مؤسسة سُميت بشركة القيم المنقولة (S.V.M) و التي كانت مهمتها تشبه مهمة البورصة في الدول المتقدمة.

المرحلة الثانية: ما بعد 1993 م:

بسبب عدم وضوح المهام الموكلة إلى شركة القيم المنقولة تمّ إصدار قانون رقم 10/93 الصادر في 23-05-1993¹ و الذي تمّ تعديله بقانون 10/96 الصادر في 10-01-1996 و المتعلقان بإنشاء بورصة الأوراق المالية أو بورصة الجزائر، تسيير هذه الأخيرة بواسطة هيئتين هما²:

♦ لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة (COSOB):

و لها وظيفة مراقبة و التأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، كما تعطي تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة.

♦ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):

La société de gestion de la bourse des valeurs mobilières

هي شركة ذات أسهم يبلغ رأس مالها 475.200.000 دينار (في سنة 2010) يتوزّع إلى حصص متساوية بين البنوك العمومية المعتمدة بصفتهم وسطاء في عمليات البورصة.

- تتولّى هذه الشركة التي تمّ إنشاؤها بموجب المرسوم التشريعي 10/93 المذكور سابقا و التي شُكلت في 05 ماي 1997 م المهام الرئيسية التالية³:

تنظيم جلسات التسعير و تسيير منظومة التفاوض.

التنظيم العملي للإدخال في بورصة القيم المنقولة.

نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و النشرة الرسمية للتسعيرة (BOC)

إنّ الهدف من إنشاء بورصة الجزائر هو دفع عجلة التّموّل الاقتصادي إذا تلعب دورا بارزا و مهمّا في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز، فهي تمثّل عاملا أساسيا في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية و المحلية يضاف إلى ذلك إنّها تمثّل وسيلة لتطبيق برنامج الخصخصة المشار إليه في المرسوم التنفيذي 22/95 المتعلّق بخصخصة المؤسسات العمومية و المعدّل بالمرسوم التنفيذي رقم 04/01 الصادر في 20 أوت 2001 المتعلّق بالتنظيم و التسيير و خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية و المساهمة في هذا البرنامج تتمثّل في إعادة تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة، و كذلك استعمال هذه الأخيرة كوسيلة

³ - حسب القانون 03/88 صناديق المساهمة تتمثّل في: صناديق المواد الغذائية، صناديق المناجم، صناديق التجهيز، صناديق البناء، صناديق الكيمياء و الصيدلة، صناديق الاتصال و الإعلام الآلي، صناديق الصناعات المختلفة، صناديق الخدمات.

¹ Mustapha HASSEB-BEY, « Entreprise algérienne : gestion, mise à niveau et performance économique », Thala éditions, 2004, P 24.

² - الجريدة الرسمية رقم 11 الصادرة في 2003/01/17.

³ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي لسنة 2010، ص 74.

لنقل الملكية للمؤسسة ككلّ و أو لجزء منها أو فرع. فعلى سبيل المثال قيام ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي بالاعتماد على البورصة و ذلك خلال الفترة (1995-2003) و ذلك على النحو التالي¹ :

- فندق الأوراسي (فرع النشاط: السياحة): طرح 20 % من حصّة رأس المال في البورصة.
 - صيدال (فرع النشاط: كيمياء الصيدلة): طرح 20 % من حصّة رأس المال في البورصة.
 - إرياض سطيف (فرع النشاط: تصنيع المواد الغذائية): طرح 20 % من رأس المال في البورصة.
- 2-2- طرق تقييم المؤسسات بالاعتماد على البورصة:**

تعدّ البورصة من أهمّ المصادر المستعملة في عملية تقييم المؤسسات بالاعتماد على تقييم جملة الأدوات المالية المتداولة فيها و التي يستعملها المستثمرون المليون كمرجع أساسي في عمليّة المفاضلة و اتخاذ القرارات الاستثمارية الصّائبة و الرّشيدة.

2-2-1- طريقة التّقييم PER (نسبة السّعر / الرّبح):

Evaluation par la méthode (price/Earning ration)

تهدف هذه الطّريقة إلى تحديد قيمة الأصل المالي (الأدوات المالية) بدلالة عدد المرّات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته. هذه الطّريقة تعتمد على معدّل PER الذي يتمّ حسابه بالطّرق التالية²:

$$PER = \frac{\text{الربح السهم}}{\text{سعر السهم}}$$

كما يمكن حساب PER بالمعادلة التالية:

$$PER = \frac{\text{أرباح المؤسسة / قيمة المؤسسة في البورصة}}{\text{PER}}$$

و في هذه الحالة قيمة المؤسسة تكون على النحو التالي¹

$$VE = E \times \frac{P}{E}$$

مع العلم أنّ:

VE: قيمة المؤسسة.

E: الربح الإجمالي للمؤسسة.

E/P: تمثّل نسبة سعر السهم / الربح و يتمّ الحصول عليه من البورصة.

- إنّ المعدّل PER يحدّد سعر المؤسسة بالاعتماد على نسبة الأرباح الصّافية المحقّقة مثلاً: إذا كانت قيمة PER لأيّ مؤسسة هي 10، هذا يعني أنّ على المستثمر المالي دفع ما بقيمة 10 أضعاف الأرباح المحقّقة² لاكتساب ذلك الأصل (سهم أو مؤسسة). إذن نلاحظ أنّ المعدّل يعتمد على متغيّرين اثنين و هما³ :

¹ Wladimir ANDREFF, « Réformes, libéralisation, privatisation en Algérie », L'harmattan, 2009 / 4 – N 71, P 13.

² Gérard CHAPALAIN, « Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise », Edition EMS, 2004, P 125.

³ BID P 126

محمد عصمت بن هو، محمد رمضاني

أ) السّعر: يتمّ استقاؤه من البورصة¹ و هو متغيّر داخلي يخضع لآلية العرض و الطّلب داخل السّوق. و بسبب تعدّد أسعار الأسهم في البورصة بسبب قيمته يطرح مشكل تحديد السّعر الواجب استعماله و لحلّ هذه المشكلة عادة ما يتمّ استعمال سعر الإقفال في اليوم الذي تجرى فيه عملية التّقييم.

ب) العائد (الرّبح): على عكس السّعر يتمّ استقاؤه من مصادر خارجية تتمثّل في القوائم المالية للشّركة المعنية. و يلاقي هو الآخر اختلافًا بين الممارسين و الأكاديميين نظرا لتعدّد مفاهيمه (الرّبح الصّافي من الضّرائب، النتيجة... الخ) و لحلّ هذه المشكلة نجد أنّ البعض يوصي باستعمال DPA² و الذي يمثّل الثروة النظرية للمساهم.

2-2-2- الطّرق المعتمدة على تحيين أرباح الأسهم (التوزيعات):

La méthode d'actualisation des dividendes

ما هم متّفق عليه هو أنّ مشتري السّهم يهدف إلى تحقيق أرباح في المستقبل أو بيع السّهم بسعر يفوق قيمة الشّراء، و بصفة عامّة تعتمد هذه المقاربة على تحديد قيمة السّهم بالاعتماد على تحيين الأرباح المستقبلية التي سوف يتحصّل عليها حامل السّهم خلال عدد سنوات امتلاكه للسّهم (n سنة) يضاف إلى ذلك سعر بيع السّهم في نهاية تلك الفترة كما هو مبين في معادلة (i. Fisher).
أ- معادلة i. Fisher: في هذه الحالة فإنّ قيمة الأصل تساوي القيمة الحالية للمداخيل بأنواعها (أرباح الأسهم و سعر البيع أو نقل الملكية) التي يرغب المستثمر في الحصول عليها كما هو مبين في المعادلة التّالية³:

$$VO = \sum_{i=1}^T \frac{div_i}{(1+K)^i} + \frac{P_T}{(1+K)^T} \quad (1)$$

مع العلم أنّ:

VO: قيمة السّهم في تاريخ يوم التّقييم (t= 0).

Div_i: الرّبح الخاصّ للسّنة i.

K: معدّل التّحيين (يتمّ استعمال في هذه الحالة معدّل المردودية المطلوب من طرف المساهم).

P_T: سعر بيع المؤسّسة في نهاية الفترة (السّنة T).

-إذا ما افترضنا أنّ T عدد السّنات يؤول إلى +∞ تصبح المعادلة (1) على التّحو التّالي:

$$VO = \sum_{i=1}^{+\infty} \frac{div_i}{(1+K)^i}$$

الملاحظ هو تلاشي الطّرف الثّاني في المعادلة و ذلك بسبب تلاشي قيمة الأصل محلّ التّقييم.

² Claude Annie DUPLAT, « Evaluez votre entreprise », op.cit, P133.

³ - هواري سويس، "أهية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلّة الباحث، عدد 05، 2007، ص 115.

¹ - نقصد هنا بالسعر القيمة السوقية للسهم و ليس الاسمية أو الدفترية.

² DPA :Dividende par action et le bénéfice net d'une société dévisée par le nombre d'actions qui composent son capital.
DPA= bénéfice Net de l'exercice / nombre d'actions.

³ George LEGROS, « L'évaluation des entreprises », op.cit, P 87.

محمد عصمت بن هو، محمد رمضاني

— ما يعاب على هذه الطريقة هو شبه استحالة تطبيقها بطريقة صحيحة بسبب صعوبة تحديد قيمة أرباح الأسهم (Div) كل سنة بدون توقّف ($t=1 \rightarrow +\infty$)، و قصد حلّ هذا المشكل تمّ بناء طريقة أو نموذج جديد يسمّى بنموذج Golden Shapiro.

ب- نموذج Golden Shapiro (نموذج معدل التّموّ الثابت):

يعتبر هذا النموذج من أشهر النماذج الخاصة بتحيين توزيعات أرباح الأسهم. تمّ إنشاؤه سنة 1959 م¹ و يعتمد

على فرضيتين أساسيتين هما:

- الأرباح الموزّعة (Div) في تزايد مستمرّ.
- نسبة تزايد الأرباح ثابتة بمعدّل g إلى زائد ما لا نهاية ($+\infty$).

بهذا الأساس (الفرضيات) تحدّد قيمة المؤسسة بالمعادلة التالية:

$$VO = \lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{div_1}{(1+k)} + \frac{div_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{div_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{div_1(1+g)^n}{(1+k)^{n+1}} \right]$$

مع العلم أنّ:

Div_1 : أرباح الأسهم الموزّعة في السنة الأولى.

$Div_1(1+g) = Div_2$: أرباح الأسهم الموزّعة في السنة الثانية.

$Div_1(1+g)^2 = Div_3$: أرباح الأسهم الموزّعة في السنة الثالثة.

$Div_1(1+g)^n = Div_{n+1}$: أرباح الأسهم الموزّعة في السنة $(n+1)$.

في هذه الحالة لدينا متتالية هندسية أساسها $(1+g)$ ، و في فترة زمنية تؤول إلى $(+\infty)$. هذه المتتالية (قيمة المؤسسة) تساوي القيمة التالية¹:

$$V_0 = \frac{Div}{K-g}$$

مع العلم أنّ g (نسبة تزايد الأرباح) أصغر من معدّل التّحيين K ، و تسمّى هذه المعادلة بنموذج التّموّ الثابت.

رغم اعتبار هذه الطريقة من أهم المقاربات المستعملة في تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة إلا أنّها تعرف بعد الحدود أو النقائص في عملية التطبيق من أهمها فرضية ثبات معدل أو نسبة تزايد الأرباح الموزّعة (g) علما أنّ هذا الأخير يتغير مع مرور الوقت تماشيا مع التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية، يضاف إلى

ذلك انه في بعض الحالات ترفع بعض المؤسسات من نسبة تزايد الأرباح الموزّعة إلى مستويات جد مرتفعة تفوق 20%

($g > 20\%$) وبالتالي فإن قيمة معادلة المقام $(K-g)$ تكون في هذه الحالة سالبة و بالتالي استحالة تطبيقها النموذج.

ج- نموذج Molodovski (Three – Stage – Model)

هو امتداد لنموذج Golden Shapiro حيث أنّ الاختلاف الوحيد هو تقسيم مستقبل

¹ Jean Etienne PALARD, Franck IMBERT, « Guide pratique d'évaluation des entreprises », Eyrolles, 2013, 257.

¹ Florence PIERRE, « Evaluation d'entreprise et théorie financière », Ed d'organisation, 2004, p 84.

محمد عصمت بن هو، محمد رمضاني
المؤسسة إلى ثلاث مراحل¹:

بالثبات محدد (g1) -المرحلة الأولى: يتصف فيها معدل نمو الأرباح الموزعة

مسبقا من طرف الإدارة بالاعتماد على خطة العمل " business plan "

-المرحلة الثانية: هي مرحلة انتقالية لبضعة سنوات يتصف فيها معدل نمو الإرباح الموزعة بالانخفاض المستمر ما يعرف

بالانخفاض الخطي (g2) .

(g3=0) . -المرحلة الثالثة: تؤول إلى $+\infty$ 'يكون فيها توزيعات الأرباح ثابتة أي (

حاول هذا النموذج القضاء على مشكلة ثبات نسبة تزايد الأرباح الموزعة (g)

التي هي من أساسيات نموذج Golden Shapiro وقسمها إلى 3 مستويات أخذ

بعين الاعتبار مراحل تطور مردودية المؤسسات المدرجة في البورصة.

3- دراسة حالة شركة NCA-Rouiba وفقا لنموذج Golden shapiro

تم اتخاذ قرار إدراج شركة NCA-Rouiba في البورصة من طرف مجلس الإدارة المنعقد بتاريخ 27 ماي 2011 بهدف فتح مجال يسمح بتزويد المؤسسة بالأموال اللازمة لتمويل استثماراتها حيث انه في سنة 2013 تم طرح 2.122.988 سهم عادي بسعر ثابت قدر بحوالي 400 دج (بعد أخذ بعين الاعتبار كل التكاليف) 'مع العلم أن هذه الأسهم سوف تعطي لحامليها الحق في الأرباح و جزئ من أصول الشركة في حالة الإفلاس يضاف إلى ذلك حق المشاركة في الجمعيات العامة. سوف نحاول في هذا الجزء تحديد قيمة المؤسسة بتطبيق نموذج Golden shapiro المبني أساسا على 3 متغيرات أساسية و

هي :

1-3 - تحديد أرباح الأسهم الموزعة في السنة الأولى (Div₁):

في ملحق المعلومات الصادر من طرف شركة NCA-Rouiba (سنة 2013) سنة طرح الأسهم في البورصة و بالاعتماد على خطة العمل المحددة من طرف الإدارة تم تحديد قيمة توزيعات الأرباح الخاصة بحملة الأسهم و المحدد ب 33 % من قيمة السهم أي حوالي 133.34 دج .

2-3 - تحديد قيمة معدل التحيين (K):

يمثل معدل التحيين قيمة المردودية المطلوبة من طرف المستثمر الراغب في اقتناء الأدوات المالية الخاصة بالمؤسسة 'تأخذ هذه القيمة بين الاعتبار معدل العائد الخالي من المخاطرة (معدلات الفوائد الخاصة بالبنوك التجارية) وعلاوات المخاطرة التي تحدّد بالاعتماد على نتائج التشخيص المالي الذي يكون يسبق عادة عملية التقييم
في هذه الحالة يتم حساب معدل التحيين بالاعتماد على المعادلة التالية :

$$K = i (1 + r)$$

K: معدل التحيين

i: معدل العائد الخالي من المخاطرة

r: علاوة المخاطرة :

¹ Jean Etienne PALARD, Franck IMBERT, « Guide pratique d'évaluation des entreprises », op cit , P 264.

محمد عصمت بن هو، محمد رمضاني

في ملحق المعلومات المذكور سابقا تم التطرق إلى كل المعلومات المالية الخاصة بالمؤسسة (التحليل المالي) و بصفة عامة ما يمكن استنتاجه هو الاستقرار الذي تعرفه هذه المؤسسة في هذا المجال هذا ما يقلل من قيمة علاوة المخاطرة r .

– إذا ما افترضنا أن $r = 50\%$ و $i = 7\%$ فإن قيمة K تساوي :

$$K = \frac{1}{1+0.5} = 0.1050.07$$

$$K = 10.5\%$$

3-3- تحديد قيمة معدل g (نسبة تزايد توزيعات أرباح الأسهم):

نظريا يتم حساب قيمة g بالقانون التالي

$$\text{Taux De Croissance De Dividende par Action (g)} = \frac{\text{Div } t - \text{Div } (t-1)}{\text{Div } (t-1)}$$

بسبب عدم توفر معلومات حول المؤسسة قبل 2013 (لم تكن مدرجة بعد) نفترض أن g و هو معدل النمو في حالة المردودية العادية) 4%.

في ظل هذه المعطيات فأنا قيمة السهم الواحد حسب نموذج Golden shapiro يكون على النحو التالي :

$$V_0 = \frac{\text{Div}}{K - g} = \frac{133.34}{0.105 - 0.04}$$

$$V_0 = 2015.38$$

أما قيمة المؤسسة تكون على النحو التالي :

$$\text{قيمة المؤسسة} = 2051.38 * 2122988$$

$$\text{قيمة المؤسسة} = 4.355.055.123 \text{ دج}$$

تم تحديد قيمة المؤسسة في نفس ملحق المعلومات الخاص بمؤسسة NCA-Rouiba – بالاعتماد على مجموعة من الطرق

المختلفة يمكن تلخيصها في الجدول التالي :

الجدول 2. تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على مجموعة من الطرق و المقاربات المختلفة:

Méthode D'évaluation	Valorisation
C.F disponibles actualisés	4.515.011.000
Market Value Added	3.753.442.000
Patrimoniale	3.837.226.000
Model Bates	3.564.396.000
La Moyenne	3.917.519.000

SOURCE : Notice D'information NCA Rouiba (2013) page 18

موجودة في حدود Golden Shapiro – نلاحظ أن القيمة المتحصل عليها بتطبيق نموذج

محمد عصمت بن هو، محمد رمضاني

و قريبة نوعا ما مقارنة بالمقاربات (Fourchette Des Valeurs) أو مجال القيم (الأخرى من القيمة المتوسطة لجملة القيم المتحصل عليها).

الخاتمة

ان نجاح عملية تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة توففعلى كفاءة هذه الاخيرة بشقيها الكفاءة التسعيرية و التي يمكن تعريفها على أنها ضمان وصول المعلومات الجديدة الخاصة بالمؤسسات إلى جميع المتعاملين في السوق بأدنى تكلفة وفي نفس الوقت و الكفاءة التشغيلية والتي تعرف على أنها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمرسة ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين فرص تحقيق هوامش ربح ضخمة .

إن غياب هذه الكفاءة و بالتالي غياب المعلومات الحديثة سوف يؤثر بالسلب على تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة و للأدوات المالية الخاصة بها و بالتالي سوفنعكس بالسلب على جودة القرارات المتخذة من طرف المستثمرين ' و في هذا الصدد نلاحظ الجهود المبذولة من طرف لجنة تنظيم مراقبة عمليات بورصة الجزائر COSOB التي تسهر على تزويد المستثمرين بمعلومات مستحدثة عن المؤسسات المدرجة بعد التأكد من جودتها بهدف ترشيد القرار الاستثماري يمكن ادراج النتائج التالية:

- استقرار المؤسسة هذا ما قلل من قيمة علاوة المخاطرة r .
- القيمة المتحصل عليها بتطبيق نموذج Golden Shapiro موجودة في حدود مجال القيم (Fourchette Des Valeurs) .
- القيمة المتحصل عليها قريبة من القيم المتوسطة لباقي المقاربات

المراجع :

*كتب باللغة العربية

- دريد كامل آل شبيب.(2012)،"الأسواق المالية و التقدية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع.
- هوشيار معروف.(2009)،"الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان.
- *مقالات منشورة بمجلات
- هواري سويس.(2007)،"أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، عدد 05،
- *مقالات منشورة في اعمال ملتقى
- نعيمة غلاب و زينبات دراجي.(2004)،"تحليل مقاربات تقييم المؤسسات"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، من 03-07 أكتوبر .

*مواقع الانترنت

- الجريدة الرسمية رقم 11 الصادرة في 2003/01/17 www.joradp.dz/TRV/A2003B06.pd
- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي لسنة 2010 www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/05/
- ملحق المعلومات الصادر من طرف شركة في سنة 2013 NCA-Rouiba www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd

Livres :

- Claude Annie DUPLAT. (2007), « Évaluez votre entreprise », VUIBERT.
- Emmanuel TCHEMENI. (2003), « L'évaluation des entreprises », 3^{ème} édition, Economica.
- Florence PIERRE.(2004), « Evaluation d'entreprise et théorie financière », Ed d'organisation.
- Jean-Etienne PALARD,Franck IMBERT.(2013), « Guide pratique d'évaluation des entreprises »,Eyrolles.
- George LEGROS.(2011), « Evaluation des entreprises », Dunod Paris.

Gérard CHAPALAIN.(2004), « Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise », Edition EMS(Management et société).

Jean Claude TOURNIER.(2002),Jean Baptiste TOURNIER, « Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise ? », 3^{ème} édition, Editions d'organisation.

Mustapha HASSEB-BEY.(2004), « Entreprise algérienne : gestion, mise à niveau et performance économique », Thala éditions.

Wladimir ANDREFF.(2009), « Réformes, libéralisation, privatisation en Algérie », L'harmattan, p 4 –71.

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	طرق التقييم الأكثر استعمالا	06
02	تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على مجموعة من الطرق	18

الملاحق:

Tableau 1. valorisation par les cash-flows actualisés (milliers de dinars).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat d'exploitation	367 859	361 211	454 218	565 256	705 995	800 416	837 336
Impôt théorique sur EBIT	80 929	79 466	99 928	124 356	155 319	176 091	184 214
Dotation aux amortissements et prov	268 631	36 4975	446 575	463 338	477 945	494 800	507 777
Variation du BFR	284 308	589 153	72018	72 525	69 343	69 841	50 871
Cash-flow d'exploitation	271 253	57 567	728 848	831 713	959 278	1 049 283	1 110 028
Investissements	618 381	585 144	1 105 531	400 000	225 000	85 000	60 000
Cash-flow net	-347 128	-527577	-376 683	431 713	734 278	964 283	1 050 028
Valeur résiduelle	—	—	—	—	—	—	829 291
Somme des cash-flow	-347 128	-527 577	-376 683	431 713	734 278	964 283	879 319
Taux d'actualisation	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
cash-flows nets actualisés	-347 128	-527 577	-337 062	345 670	526 092	618 215	4 520 198
Valeur globale de l'entreprise	5 673 113						
Dette financière initiale	1 180 693						
Actif immobilisé	22 591						
Valeur des fonds propres	4 515 011						

Source www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pdf

Tableau 2: valorisation par la MVA .(milliers de dinars).

Taux de croissance infini (g)	2%
EVA 2017 $(1+g)/(wacc-g)$	
2 908 470.61	
Valeur terminale actualisée	1 668
527.80	
Détermination du MVA :	
Somme des EVA actualisés	
290 612.73	
+ Valeur terminale actualisée	
1 668 527.80	
=MVA	
1 959 140.53	
Détermination de la capitalisation théorique	
=actif économique 2012	
2 952 403.94	
+ MVA	
1 959 140.53	
-dettes financières nettes 2012	
1 180 693.15	
+actif immobilisé hors exploitation	
22 591.12	
capitalisation théorique	
3 753 442.45	

Source www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pdf**Tableau 3: valorisation par la méthode de Bates .(milliers de dinars).**

PER de sortie	
13	
Cout de fonds propres	
18.1%	
Croissance de bénéfices (2012-2017)	
24.7%	
A	0.8
B	

Source www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pdf

Tableau 4: valorisation par la méthode patrimoniale (actif net réévalué) .(milliers de dinars).

	VCN 12	Réévaluation	Plus/moins- value
Immobilisations	21 615	21 615	—
incorporelles	2 348 246	2 741 154	
Immobilisations corporelles	398 571	580 750	182 179
Terrains	314 076	524 806	201 730
Bâtiments	1 550 378	1 550 378	
Autre immobilisations	85 220	85 220	
corporelles	22 591	22 591	
Immobilisation en cours.	1 523 370	1 523 370	
Autre actifs non courants			
Actifs circulant.			
total	3 915 822	4 308 730	392 908

Actif net corrigé	2012
3 915 822	Total actif
Dettes	2 305 004
Actif net comptable	1 610 818
Réévaluations	392 908
Actif net réévalué	2 003 726

2 152 455	La méthode de la rente abrégée du GOODWILL
5 521 997	La méthode des praticiens
3 837 226	Moyenne (valeur d'entreprise)

Source www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd