

مراحل عملية تقييم المؤسسات

(مخطط العمل)

أ. بلخير بكاري

أ. هوارى سويسى

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

جامعة ورقلة

الملخص:

يحاول هذا المقال الوقوف على موضوع ذو أهمية بالغة، خاصة في ظل ما تشهده الجزائر من تحولات اقتصادية، إذ تمثل سياسة الخصخصة جانبا مهما منها. هذه الأخيرة التي تستدعي القيام بعملية التقييم للمؤسسات لمعرفة القيمة التي يتم بها التنازل. فعملية التقييم سوف لن تخرج بنتائج جيدة ما لم يقوم الخبير باتباع منهجية سليمة وواضحة؛ فيبين هذا المقال مراحل عملية التقييم (مخطط العمل).

Résumé :

L'article que nous proposons aborde un aspect très important des réformes engagées en Algérie, il s'agit de la vaste vague de privatisation amorcée depuis le début de la décennie 1990. C'est l'aspect technique de l'opération de privatisation qui est privilégié au sein de la présente étude.

مداخل: برزت الخصوصية خلال مرحلة الإصلاحات في الجزائر كإحدى السياسات الاقتصادية التي اعتمدت ويعتمد عليها في إطار الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق. فتخلي الدولة الجزئي أو الكلي عن أصولها أوجد من بين ما أوجد مشكل تقييم هذه المؤسسات، أي الحد الأدنى الذي على الدولة أن تتنازل عليه. لذا فهذا المقال يود تسليط الضوء على موضوع التقييم من خلال إبراز أهم مراحله. باعتبار أن نجاح أي عملية مرتبط بتتبع منهجية عمل منظمة وسليمة (مخطط العمل)، تؤدي للوصول إلى قيمة موضوعية ترضي الأطراف، ومن ثمة إنجاح العملية التي من أجلها تم التقييم. وتتمثل هذه المراحل في: مرحلة تحديد المهمة؛ مرحلة جمع المعلومات الخاصة بعملية التقييم؛ مرحلة تشخيص وضعية المؤسسة؛ مرحلة اختيار طريقة التقييم المناسبة؛ مرحلة إيجاد قيمة المؤسسة. وبشيء من التفصيل، سوف نتطرق لهذه المراحل.

أولاً: مرحلة تحديد المهمة (المحدد): يقترن سر نجاح أي عملية بالتحديد الجيد للمهمة والقصد من ورائها، ذلك أن تحديد المهمة يوضح السبيل الذي يجب أن نتبعه، كما يوفر لنا الجهد والوقت ومن ثمة التكلفة. لذا يعد أول وأهم مرحلة من مراحل عملية التقييم.¹ إذ أن عملية التقييم لا تمثل هدفاً في حد ذاتها، بقدر ما هي وسيلة تستعمل للتعرف على "قيمة مؤسسة" تبعا للقصد من ورائها. إذ تتم عملية التقييم عند الحالات التالية: - خصوصية المؤسسات؛ - تحويل المؤسسات (Transmission de L'entreprise)؛ - فتح رأس مال الشركات أو جزءاً منه لغرض الاكتتاب في البورصة؛ - الحيازة أو البيع الكلي للمؤسسة؛ - شراء وبيع الأوراق المالية في إطار تسيير الحافظة المالية؛ - الرفع أو التخفيض من رأس المال؛ - الاندماج والسيطرة بين الشركات؛ - إعادة تقييم الميزانية؛ - توزيع الميراث والتصفية؛ - تقييم المؤسسات يستعمل كأداة تسيير لدى مدير المؤسسة؛ حيث نجد أن مسيري المؤسسات يقومون بتقييم ذاتي لمؤسساتهم قصد توجيه واتخاذ قراراتهم التسييرية والاستراتيجية. كما لاحظنا إن الحالات التي من أجلها يتم تقييم المؤسسة كثيرة؛ لذلك فإن تحديد المهمة بدقة أثناء عملية التقييم تمثل إحدى

الركائز الضرورية لإنتاج العملية، إذ على ضوءها يتحدد إطار الدراسة الذي يتسنى من خلاله التخطيط للأعمال.

ثانياً : مرحلة جمع المعلومات الخاصة بعملية التقييم: ينبغي، قبل القيام بعملية التقييم، جمع عدد كبير من الوثائق والمعطيات التي تستخدم كمعلومات تفيد هذه العملية وتؤدي بها إلى النجاح، وهذا بعد تكوين صورة عامة عن المؤسسة بمعرفة ماضيها وإمكاناتها المستقبلية، هذه الأخيرة التي تهتم كل من المسيرين، المساهمين، والراغبين في تملكها أو الحصول على جزء من أسهمها (المستثمرون المحتملون). أما بالنسبة لأهمية ماضي المؤسسة فيمكن في تمكين الخبير المقيم من الحصول على أكبر قدر من المعلومات التي تساعده على تدقيق وتعميق الدراسة عن وضعية المؤسسة. من بين أهم الوثائق والمعلومات المفيدة للخبير المقيم؛ نجد الميزانية، جدول حسابات النتائج، الملاحق، وثائق مختلفة أخرى، كآخر محضر للجمعية العامة، تقارير محافظ الحسابات، مخططات الأراضي والمباني مع توفر عقود ملكيتها،... بالإضافة إلى ذلك الزيارة الميدانية لمواقع المؤسسة ذلك، أن مختلف المعلومات التي تم جلبها هي مجرد معلومات مستقاة من وثائق؛ فهي لوحدها غير كافية لإعلام الخبير المقيم بكل التفاصيل عن المؤسسة وأصولها. مما يستدعي القيام بزيارة ميدانية لمواقع المؤسسة حتى تساعده في الخروج بدراسة مفصلة ودقيقة عن وضعية المؤسسة من خلال التأكد من صحة الوثائق المحصل عليها، وتزويده بمعلومات أخرى لا تتوفر عليها الوثائق.

ثالثاً: مرحلة التشخيص Le Diagnostic يعتبر التشخيص ثالث مرحلة من مراحل عملية التقييم، إذ يعمل على المساعدة في اتخاذ القرارات المالية بصفة عامة وعملية التقييم بصفة خاصة؛ تقديم المعلومات الجاهزة التي تساعد المسؤولين في كل المواقع عند اتخاذ القرارات التي لها أثر مالي²؛ إبراز الحقائق، من خلال تفسير الأرقام وتوضيح جوانب القوة والضعف للمؤسسة؛ معرفة وضعية المؤسسة في السوق، والسبل الكفيلة لأجل تعزيز وضعها في المستقبل، هذا الأخير الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند القيام بعملية التقييم³. وعموماً تتأثر مخرجات عملية التشخيص بطبيعة المعلومات وجودتها إذ أنه كلما كانت المعلومات

المستعملة صادقة كلما كانت نتائج عملية التشخيص أكثر صدقا، وبذلك تؤدي إلى إنجاح عملية التقييم.

رابعاً: طرق التقييم: يمكن تصنيف طرق التقييم إلى ثلاث مقاربات، وهي: الطرق المرتكزة على الذمة المالية؛ الطرق المرتكزة على التدفقات؛ الطرق المازجة بين الطريقتين السابقتين.

I - طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية: Approche Patrimoniale تضم مقارنة الذمة المالية لمجموع الطرق التي تنطلق في الحساب من الجانب التاريخي للمؤسسة. فهذه الطرق تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة، المبينة في الميزانية، فهي مقارنة سكونية، على عكس المقاربات التقديرية أو التوقعية التي تركز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح، أو التدفق النقدي للمؤسسة.⁴ فالغرض من التقييم على أساس الذمة المالية هو إعطاء تقدير موضوعي مستقل على التوقعات والتنبؤات.

I-1 طرق الأصل الصافي المحاسبي المصحح: Actif Nette Comptable Corrigée (ANCC) تقوم طريقة الذمة المالية على تقييم مختلف أصول والتزامات المؤسسة بشكل منفصل، ليتم بعد ذلك تجميعها للوصول إلى قيمة المؤسسة ككل.⁵ يمكن تحديد قيمة الذمة المالية للمؤسسة محاسبياً انطلاقاً من وضعيتها الصافية، حيث يمكن صياغتها على الشكل الآتي:

$$\text{الأصول الصافية} = (\text{الأصول} - \text{الأصول بدون قيمة} *) - \text{الديون المستحقة}$$

كما يمكن إيجاد قيمة الذمة المالية للمؤسسة من خلال القيمة المحاسبية للأموال الخاصة بعد تخصيص نتائج الدورة؛ وذلك كما يلي:⁶

$$\text{الأصول الصافية} = \text{الوضعية الصافية} + \text{إعانات الاستثمار} + \text{المؤونات النظامية}$$

ولاعتبارات محاسبية، ضريبية وتاريخية، نجد أن القيم التي تظهر في الميزانية تكون بعيدة عن " القيم الحقيقية" لهذا يجب إعادة تقييم هذه العناصر أصلاً بأصل، لنصل إلى ما يعرف بـ الأصل المحاسبي الصافي المعاد تقييمه. إذ أن هذا الإجراء ضروري لمعالجة

الآثار الناتجة عن الانخفاض النقدي، تطبيق طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في السوق، إضافة إلى الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية.⁷ ما سبق يهدف إلى إعطاء ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة بالمؤسسة، لتمكنهم من إعطاء قرارات سليمة تجاهها كل حسب مركزه، بما فيهم الخبير المقيم. للقيام بتقييم سليم وفق هذه الطرق لابد أن نميز بين نوعين من القيم للذمة المالية. إذ يتمثل النوع الأول في الأصول الموجهة للاستغلال فقط، أو ما يعرف بالأموال الضرورية للاستغلال، التي لا تفيد المساهمين في اعطائهم القيمة التي تعود لهم، بقدر ما تفيد في إعطاء معلومات مهمة عن الآلة الإنتاجية التي ينتج عنها العوائد، فهذه المعلومات هي غالبا ما تكون مجدية لطرق التقييم الأخرى (قياس GOOD WILL للتقييم مثلا)، أما بالنسبة للنوع الثاني فهو يمثل قياس لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، بغض النظر عن مفهوم الاستغلال فهي تعطينا قيمة لصالح المؤسسة ككل (إذ تفيد المساهمين)، المقصود الأصل الصافي الحقيقي (المصحح).⁸ تنطلق فكرة الأصل الصافي المصحح (L'Actif Net Corrigée) من الفرضية القائمة على استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية لاستغلال المؤسسة تقيم على أساس قيمة الاستعمال، بينما العناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيم بالقيمة السوقية (مخفضا منها مصاريف البيع) كما يتم استبعاد بعض العناصر من الحساب كالعناصر المعنوية غير القابلة لتقييم خاص (كشهرة المحل لمؤسسة مبتلعة Absorbée، تكلفة الحيازة لبراءات اختراع استغلت)، وبالمقابل نضيف الآلات والمعدات المحازة عن طريق قرض الإيجار (crédit-bail).⁹ وعليه فطريقة الأصل الصافي المصحح تقوم بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقا للحقيقة الاقتصادية للميزانية. وبعد الانتهاء من ذلك ينتج الأصل الصافي المصحح عن الفرق بين الأصل المصحح والخصوم المستحقة، كما يلي:

الأصل الصافي المصحح = الأصل المصحح - الخصم المستحق المصحح

إلا أنه بسبب القصور المسجل في طريقة الأصل الصافي المصحح، أدى إلى ظهور طرق أخرى تعمل على تغطيته، وذلك بنظرة أكثر اقتصادية للذمة المالية للمؤسسة. إذ تتمثل هذه الطرق في طريقتي القيمة الجوهرية والأموال الدائمة الضرورية الاستغلال.

I- 2 القيمة الجوهرية: La Valeur Substantielle تنطلق طريقة القيمة الجوهرية في التعرف على قيمة مؤسسة، من خلال معرفة " حقيقة قدرتها على الربحية"، وذلك بغض النظر عن طبيعة هيكلها المالي (الذي يخلق فائض خزينة، أو مديونية بمعدل مرتفع).¹⁰ ولأجل ذلك فهي تركز على مبدأ استمرارية النشاط، وتهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الشروط العادية. وعلى هذا الأساس نجدها تتميز عن الأصل الصافي المصحح في كون أن العناصر المكونة لها مستقلة عن نمط تمويلها ووضعها القانوني، وبأنها موجهة لتلبية احتياجات الاستغلال بالمؤسسة¹¹ فهي بذلك تعتبر المؤسسة كأداة إنتاج مكيفة مع احتياجات الاستغلال.¹² وفيما يرتبط بحساب القيمة الجوهرية للمؤسسة نجدها مختلفة بحسب نظرة المحلل المعتمدة (أخذ أو عدم أخذ الديون في الحسبان).¹³ وعليه سنكون بصدد مفاهيم للقيمة الجوهرية إذ أن حساب القيمة الجوهرية الإجمالية لمؤسسة نجدها تحسب كما يلي:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة
+ مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة
+ الأملاك المؤجرة (بقيمتها الاستعمالية)
- العناصر خارج الاستغلال

نلاحظ أن المفهوم السابق يحسب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية أي أن الديون متضمنة، بالإضافة إلى ذلك أوجدت المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين بلجيكا مفهومين آخرين للقيمة الجوهرية وهما: القيمة الجوهرية المخفضة (Réduite) والقيمة الجوهرية الصافية، إذ يحسبان وفق العلاقتين الآتيتين:

القيمة الجوهرية المخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

I-3 الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال: Capitaux Permanent Nécessaires (CPNE) l'Exploitation تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE) من طرف (A. Barnay و G. Calba) حيث يعتبر البديل الذي جاء على إثر الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال.¹⁴ ويتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال.¹⁵ فهي بذلك تمثل مبلغ الأموال طويلة الأجل الضرورية للتوظيف العادي للمؤسسة، كما تمثل الموارد

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال
+ القيم الثابتة لقرض الإيجار
+ القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة
+ الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

الضرورية لتمويل الاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل، إذ هي بذلك تنطلق من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة. ويتم حسابها كما يلي:¹⁶

إن مقارنة الذمة المالية بمختلف طرقها وجهت لها عدة انتقادات يمكن إيجازها في النقاط الآتية:

- 1 - نجد أنها أثناء عملية إعادة تقييم وتصحيح عناصر الأصول والخصوم تعتمد دوما على جانب الذاتية في التقييم؛
- 2 - تجاهلها لبعض الاستثمارات المعنوية، كالزبائن La Clientèle، السمعة التجارية، العناصر التي ليست لها قيمة مستقلة أو منفصلة،... إلخ. كونها تظهر في الميزانية، ومن ثم فلا يوجد سعر يمكن ملاحظته؛
- 3 - عدم مراعاتها لـ: نوعية التسيير، وضعية المؤسسة في سوقها، درايتها الفنية (savoir-faire)، وجود مصلحة بحث فعالة، إذ نجدها بذلك تهمل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة، والتي تهتم كثيرا المساهم المحتمل؛

4 - تتجاهل القيم المضافة الناتجة عن تكامل أصول وموارد المؤسسة فيما بينها.

II - طرق التقييم المرتكزة على مقارنة التدفقات: *Approche par les Flux* إن قيمة العائد التي تظهر أكثر ديناميكية من قيمة الذمة المالية، نجدها تسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من أرباح تعرف بالمردودية التي تهم خصوصاً المستثمرين.¹⁷ وتشقّ قيمة العائد من التدفقات التي تتعلق بعملية الاستغلال للمؤسسة خلال فترة ماضية أو مستقبلية. إن المبدأ الذي تعتمده هذه المقاربة هو اعتبار الأصول على أنها مجموعة خدمات مختزنة ينتظر تحققها مستقبلاً، فبقدر ما يتوقع أن يحققه هذه الأصول من خدمات تتحدد قيمتها حالياً (أي تاريخ عملية التقييم). وعلى اعتبار أن هذه المقاربة تعتمد أساساً على النتيجة المحاسبية، فإنه يتوجب على المقيم إجراء العديد من التصحيحات المرتبطة بها. ذلك أن النتيجة المحاسبية الصافية هي في الحقيقة بعيدة عن النتيجة (الربح) الحقيقية للمؤسسة وذلك بفعل تأثير بعض الإجراءات للقواعد المحاسبية وخصوصاً الجبائية منها،... إذ بموجب هذه التصحيحات سيتم تحويل النتيجة المحاسبية إلى نتيجة اقتصادية تعبر أكثر عن الواقع وتعلق بدورة الاستغلال. ويمكن أن نستعرض جملة من الطرق المنظوية تحت مقارنة التدفقات وذلك على النحو الآتي:

II-1 الطرق المرتكزة على الربح: *Approche par le Bénéfice* حيث يمكن أن نجد ضمن هذا المنظور القيم الآتية:¹⁸ قيمة المردودية؛ قيمة تدفقات الخزينة (*Flux de Trésorerie*)؛ نسبة سعر السهم/الربح (*PER (Ratio Cours / Bénéfice)*).

قيمة المردودية: تعتبر المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للقيام بعمليات اقتصادية معينة. فهي تسمح لنا بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة، ونجدها توضح بالعلاقة الآتية:¹⁹ قيمة المردودية = النتيجة/الوسائل المستخدمة
تعتمد هذه الطريقة لتحديد قيمة مؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء. وتكتب وفق العلاقة الآتية:²⁰

$$V = \sum_{t=1}^n B(1+i)^t$$

حيث أن : V : تمثل قيمة المؤسسة.

B : متوسط الربح المتوقع.

n : عدد السنوات.

i : معدل الإستحداث.

ما يمكن ملاحظته على هذه الطريقة أنها تحمل ثلاث متغيرات تتمثل في: الربح، معدل الاستحداث ومدة الاستحداث.

(2) التقييم عن طريق تدفقات الخزينة المستحدثة: ²¹ Evaluation par les Flux de Trésorerie Actualiser

تعتمد هذه الطريقة عند تحديدها لقيمة مؤسسة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها. حيث يتم حساب تدفق الخزينة كما يلي:

تدفق الخزينة = (الناتج - الضريبة على الإستغلال) + (المخصصات - استرجاع الإهلاكات ومؤهلات الإستغلال) - (الاستثمارات وارتفاع احتياج رأس المال العامل) وكما هو الحال بالنسبة لطريقة المردودية، نقوم وفق هذه الطريقة باستحداث متوسط تدفق الخزينة للثلاث أو الخمس سنوات المتوقعة بمعدل إستحداث مختلف، لأن المعدل يمكن أن يتغير من تركيبة (Formule) إلى أخرى، نظرا لتغيرات مركبات كل طريقة كما قد يحدد معدل الإستحداث عن طريق المشتري.

(3) التقييم بواسطة نسبة سعر السهم/الربح: L'évaluation par la Relation Cour / Bénéfice تلعب هذه العلاقة دورا هاما في عملية تقييم المؤسسات، حيث تستخدم التسمية الأنجلوساكسونية ("Price Earning Ratio " PER)، وتشير هذه العلاقة إلى عدد المرات التي

يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته.²² وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة

$$V = (P/E) \cdot B \quad \text{23: وفقًا للعبارة الآتية:}$$

حيث أن: V : يمثل قيمة المؤسسة.

P/E : معامل نسبة سعر السهم / الربح المأخوذ من البورصة.

B : يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة.

II-2 الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي: *Approche Par Cash Flow* يعد مفهوم التدفق النقدي (Cash Flow) مفهومًا أنجلو ساكسونيًا، ويتجلى ذلك من خلال تسميته. ونجده يمثل الفرق بين النقدية المحصلة (التدفقات النقدية الداخلة) والنقدية المدفوعة (التدفقات النقدية الخارجة) خلال فترة زمنية معينة. بالمقابل نجد المصطلح باللغة الفرنسية ويسمى بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) (*Capacité d'Autofinancement*)، التي تتمثل في مجموع الموارد التي تم تحقيقها من خلال نشاط المؤسسة، وذلك من أجل ضمان عملية تمويلها، حيث نجد أن هذه الموارد تضم: الربح الصافي ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات (نخض منها تلك المسترجعة).²⁴

القدرة على التمويل الذاتي = الربح الصافي + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات (منقوصا منها تلك المسترجعة)

وترتكز مقارنة التدفق النقدي في تقييم المؤسسة، على التدفقات النقدية المستقبلية، الناتجة عن الاستثمار. إذ تمثل قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزينة المتاحة، والتي بدورها تشكل معطيات مهمة لجميع المستثمرين.

(1) التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي: *L'évaluation par la Capacité d'Autofinancement* يمكن استعمال هذا المفهوم لحساب قيمة المؤسسة من منظور المردودية، بدلا من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح. وعليه تصبح المعادلة بالشكل الآتي: $V = CAF \times K$ ²⁵ حيث أن: V : يمثل قيمة المؤسسة.

CAF: يمثل القدرة على التمويل الذاتي.

K: المعامل المضاعف؛ ويساوي $1/t$ ، حيث أن: t معدل الاستحداث

فيما يتعلق بمعدل الرسملة والزمن المرجعي، تبقى نفس الملاحظات الموجهة في حساب المردودية باستخدام الربح الصافي المصحح، إلا أنه وفي غياب تقديرات صادقة لمعدل الاستحداث، يفضل الاستناد إلى التكلفة الترجيحية المتوسطة لمختلف موارد التمويل²⁶

أما فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) فيمكن استعماله كبديل لنسبة السعر/الربح (P/E) في طرق المقارنة، نظرا للانتقادات الموجهة إلى هذا الأخير، فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تمثل وزنا كبيرا حيث تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة. فتصبح القدرة على التمويل الذاتي أكثر تمثيلا للقدرة الربحية منها على الربح الصافي وتكتب من الشكل: $cash\ flow / cours$ ²⁷ وعند استبدال قيمة القدرة على التمويل الذاتي مكان الربح في العلاقة التي تحسب بها قيمة المردودية، فإن قيمة المؤسسة تحسب وفق قيمة القدرة على التمويل الذاتي بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n CAF_t / (1+i)$$

وتبين العلاقة السابقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة،²⁸ فالرسملة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

(2) التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح: Discounted Cash Flow تقوم هذه الطريقة في تقييم المؤسسة، انطلاقا من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة، ويتم بعد ذلك استحداثها بمعدل معين، يأخذ في الحسبان الخطر المرتبط بالاستثمار. ويتم اعداد سلسلة التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، تتراوح مدتها عموما بين 5 و10 سنوات، كما يتم حساب في آخر هذه الفترة قيمة نهائية (قيمة باقية)، وتحسب قيمة المؤسسة وفق هذه العلاقة على النحو الآتي:²⁹

$$V = \sum_{i=1}^n DCF_i / (1+t)^i + VT (1+t)^n$$

حيث أن: V: تمثل قيمة المؤسسة.

DCF_i: التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة i.

t: معدل الاستحداث.

n: عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير.

VT: القيمة الباقية للمؤسسة.

(أ) التدفق النقدي المتاح: ترتبط التدفقات النقدية المستعملة في هذه الطريقة بنشاط الإستغلال فقط، مما يعني أنه لا يتم الأخذ بالحسبان التدفقات المرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة (كدفع عوائد الأسهم، أو الأعباء المالية،...).³⁰ تفترض هذه الطريقة معرفة عميقة بالمؤسسة كما تعتمد على توقعات أكثر صدقا.³¹ وحسب التدفق النقدي المتاح، على النحو الآتي:³²

نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية والصافية من الضرائب.

+ مخصصات الاهتلاكات.

= التدفق النقدي (الكلاسيكي).

+/- التغير في احتياج رأس المال العامل.

+ التنازل عن الأصول (صاف من الضريبة).

- الاستثمارات.

= التدفق النقدي المتاح

ما يلاحظ، أن هذه الطريقة تتميز بثقل وطول في الإجراءات المرتبطة بها، إلا أنه بالرغم من ذلك فهي من الطرق الأكثر تعبيراً عن حقيقة قيمة المؤسسة، خاصة إذا تمت العناية الدقيقة بالعناصر المكونة لها كونها تنطلق من إمكانياتها المستقبلية، وتعمل هذه الطريقة أيضاً على تسهيل التفاوض بين البائع والمشتري، لأنهما ينطلقان من مبدأ الاعتماد على المستقبل.

III - الطرق المركبة Les Méthodes Composites نظرا للانتقادات الموجهة لكل من مقاربتَي الذمة المالية (الميزانية) والتدفقات (جدول حسابات النتائج). والمتمثلة أساسا في تجاهل الأول للمردودية المستقبلية للمؤسسة. وكذا مختلف قيمها المعنوية، وتلك الانتقادات الموجهة للثانية، والمتمثلة أساسا في إهمالها لتكوين أصول المؤسسة (أي ماضيها)، فقد تم اعتماد مقاربة ثالثة متمثلة في الطرق المركبة. حيث نميز بين الطرق المرتكزة على المتوسط الترجيحي (بين قيمة الذمة المالية وقيمة المردودية)، وتلك المعتمدة على مفهوم فائض القيمة (GOOD WILL).

III-1 الطرق المرتكزة على المتوسط الترجيحي : فعلى سبيل المثال لا الحصر، يمكن أن نجد في هذا الإطار، طريقتين هما: طريقة الممارسين؛ طريقة المعاملات الترجيحية.

III-2 الطرق المرتكزة على مفهوم فائض القيمة: GOOD WILL لا تعطي عملية التقييم عن طريق الذمة المالية أو عن طريق التدفقات النقدية المستقبلية تقدير متخصص، لأن هذه القيم تتجاهل العناصر المعنوية والخصائص الاستراتيجية للمؤسسة. ولأجل التوفيق بين هاتين الطريقتين، تم إيجاد ما يسمى بالتقييم عن طريق فائض القيمة (GW)(Good Will)، الذي يقوم على قياس المزايا المعنوية، سمعة المؤسسة، كفاءة العمال، الربح المتوقع،... التي تتوفر للمؤسسة، حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المتعلقة بالأصل الصافي المصحح. ففائض القيمة هو عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية.³³ يمكن تقييم مؤسسة، انطلاقا من فائض القيمة، وفق عدة طرق والتي تنقسم إلى صنفين: طرق مباشرة، وأخرى غير مباشرة، إضافة إلى أن كل طريقة يمكن حسابها بشكل إجمالي (Méthode Brute) أو بشكل صاف (Méthode Nette).

III-2-1 الطرق المباشرة: توجد عدة طرق لحساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة:

1 - الطريقة الأجلوساكسونية.

2 - طريقة الربح المختصر لفائض القيمة Rente Abrégée du Good Will

3 - طريقة Calba et Barnay

4 - طريقة الألمان أو طريقة Stuttgart

5 - طريقة إتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين.

6 - طريقة شراء النتائج السنوية La Méthode d'Achat des Résultats Annuels

7 - طريقة معدل بخطر و معدل بدون خطر Taux Risqué et Taux Non Risqué

III-2-2 الطرق غير المباشرة: توجد حسب هذا المعيار طريقة واحدة تسمى بـ: الطريقة غير المباشرة، وتسمى أيضا بطريقة الممارسين (Méthode des Praticiens)، أو بالطريقة الألمانية (Méthode Allemande). يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة (GW)، انطلاقا من القيمة الإجمالية، حيث يعتبرون بأن فائض القيمة يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المصححة، والفرق بين قيمتها الإجمالية وقيمتها الجوهرية. ويحسب وفق العلاقة الآتية :

الطريقة الإجمالية:³⁴

$$V = \frac{1}{2} (VS + (CB / i)) + AHE - E$$

$$GW = 1/2i (CB - i.VS)$$

حيث أن : V : تمثل قيمة المؤسسة.

VS : تمثل القيمة الجوهرية.

CB : تمثل القدرة الربحية.

i : تمثل معدل الفائدة.

AHE : تمثل عناصر خارج الاستغلال.

E : يمثل الديون.

GW : تمثل فائض القيمة.

$$GW = 1/2i(B - (i.ANC)) = ANC + 1/2i(B - (i.ANC)):$$
³⁵

إذن، ففائض القيمة حسب هذه الطريقة يساوي إلى النصف المرسل لفائض الربح خلال مدة غير منتهية. ما يمكن ملاحظته على هذه الطريقة بشقيها الإجمالي والصافي، أنها تظهر تحكيمية (Arbitraire)، لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة. كما أن فائض القيمة حسبها، يساوي إلى نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول المطروحة

(ANC) أو (VS). ضف إلى ذلك أن أصحاب هذه الطريقة يستعملون تخفيضاً على الربح الصافي المصحح (B) أو القدرة الربحية (CB) يقدر بـ (30 %)، عندما يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية عن الحديثة.³⁶ تتمتع مقارنة فائض القيمة (Good will) على عدة إيجابيات؛ منها:

أ - تبين مدى القدرة التي تتمتع بها المؤسسة حتى تجعلها تحقق أرباح أكبر من تلك العادية، فبحوزة المؤسسة عناصر جعلتها تحقق مردودية حقيقية أعلى من المردودية العادية، الناتجة مثلاً عن توظيف أموال مماثلة في شراء سندات.

ب - تعرض مقارنة فائض القيمة للممارسين ميزتين مهمتين، حيث تسمح بتقييم سريع معتمد على الحقيقة الحالية للاستغلال (شدة الرسملة *intensité capitalistique*، نتيجة اقتصادية) وتمثل مقارنة عملية للخطر. كما تعطي أيضاً إمكانية لمسح الأخطاء التي تنتج من تقييم مغلوط فيه لأصول الاستغلال.

ج - تسمح بأتاحة المقارنة بين مختلف المؤسسات المماثلة، فهي بذلك تمثل أداة لدى المستثمر تساعده على اختيار مؤسسة دون أخرى.

بالرغم من الإيجابيات السابقة، إلا أنه يكتنفها بعض القصور، مما جعلها محل إنتقادات؛ أهمها :

أ - تعتبر هذه المقارنة غير موافقة للمؤسسات المحققة للخسائر، وبالتالي فإن تطبيقها يقتصر فقط على تلك المحققة لنتائج إيجابية.

ب - من الجانب العملي، تعتبر مقارنة فائض القيمة المعمول بها من طرف الممارسين كطريقة تقييم أساسية سهلة وسريعة، كونها تعتمد فقط على المعطيات المتعلقة ببنية الاستغلال، وتتجاهل بذلك المشاكل المتعلقة بالتوازن المالي والاستثمار والتمويل، كما أنها ترتكز على معطيات تقديرية بسيطة يتم التوصل إليها عن طريق امتداد (extrapolation) بسيط.³⁷

ج - يلاحظ أن مقارنة فائض القيمة (GW) حسب (Péne Didier) أقل موافقة لتقييم المؤسسات المهمة (الكبرى)، وعلى العكس من ذلك فهي أكثر ملائمة لتقييم المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة (PME) كونها أكثر وضوحا وشفافية من الطرق الأخرى عند بيع تلك المؤسسات للجمهور.³⁸

خامسا: مرحلة إيجاد قيمة المؤسسة: إن استعراض الطرق في المرحلة السابقة، لا يعني بالضرورة بأن جميعها صالح للتقييم. فإن ما يذهب إليه بعض المقيمين في تطبيق مجموعة من الطرق المختلفة، من حيث مناظيرها (مقارباتها) ومن ثمة إيجاد متوسط هذه الطرق - في رأينا - يعتبر مكلف من جهة، وليس معبرا عن القيمة الحقيقية للمؤسسة من جهة أخرى. لذا فإن اختيار طريقة ما من منظور معين مرتبط أساسا بـ: 1- إيجاد وتحديد الغرض من عملية التقييم (خصوصة، اندماج، دخول للبورصة، تسيير محفظة مالية،...); 2- مدى توفر المعلومات اللازمة لعملية التقييم؛ 3- طبيعة ونشاط المؤسسة محل التقييم (دورية، نمو مستقر، توقف نشاط، مستمرة في النشاط، تواجه صعوبات في النشاط)؛ 4- المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة (وجود بورصة، عدم وجود بورصة، واقع الاقتصاد الوطني أثناء عملية التقييم،... إلخ).

الخلاصة: إن عملية التقييم باختلاف مقارباتها، لا يمكن أن تتم ما لم يحدد الهدف من وراء هذه العملية وما لم يتم توفر مجموعة من الوثائق والمعلومات حول المؤسسة محل التقييم، ذلك أن هذه الوثائق والمعلومات تلعب دورا مهما في تزويد الخبير بكل ما يخص المؤسسة. ماضيها، والذي يستقى من مخرجات نظام المعلومات المحاسبية وعن مستقبلها والذي يستخرج من خلال عملية التشخيص، التي يقوم بها هذا الخبير المقيم. إذا فهناك نوعين من المعلومات، معلومات مستقاة من مخرجات نظام المعلومات المحاسبية، ومعلومات منبثقة من خارج نظام المعلومات المحاسبية، والمتمثلة أساسا في عملية التشخيص والزيارة الميدانية لمواقع المؤسسة، وكذا المعلومات التقنية والتجارية والمعلومات المتعلقة بالمسيرين، إلى غير ذلك من المعلومات التي يرى الخبير المقيم أنها ضرورية لإنجاح عملية تقييمه للمؤسسة. لذا فقبل إقدام المقيم على تقييم المؤسسة وتطبيق مختلف هذه الطرق، عليه أن يحدد مهمته جيدا، ثم يقوم بجمع المعلومات والوثائق التي يرى أنها ضرورية، وكذا يشخص

حالة المؤسسة، فاحترام مراحل عملية التقييم باتباعها خطوة بخطوة، تمثل دورا مهما في إنجاح هذه العملية. أما عن تعدد طرق التقييم، فإنه بقدر ما يمثل نقطة إيجابية تتيح للخبير المقيم الفرصة في اختيار الطريقة الأنسب للمؤسسة، بقدر ما تطرح له مشاكل في الاختيار المناسب بين طريقة وأخرى؛ لأن هذا يخلق مجموعة من القيم للمؤسسة الواحدة في ظل وجود قيمة وحيدة لها، كما إتضح لنا أنه بتطبيق نفس الطريقة على مؤسسة ما، من خلال عدة خبراء تقييم بإمكانه أن يعطينا عدة قيم نظرا للاختلاف في حساب مكونات الطريقة نفسها. إضافة لما سبق فإن هناك مشاكل تتعلق بالطريقة نفسها، فبالنسبة للطرق المرتكزة على الزمة المالية (الميزانية)، فإن أهم مدخلاتها، هي مخرجات النظام المحاسبي؛ فبقدر تمتع هذا الأخير بالمصداقية بقدر حصول الخبير على قيمة أكثر موضوعية وواقعية للمؤسسة. كذلك نفس الشيء يقال بالنسبة للطرق المرتكزة على مقاربة التدفقات (جدول حساب النتائج)، إذ نجد أن أهم مدخلاتها هي جدول حسابات النتائج ومخرجات عملية التشخيص، وكذا مختلف المعطيات التي يتم الحصول عليها من السوق المالية أو البنوك. لكن في ظل غياب شبه تام للسوق المالية، وعدم نضوج النظام البنكي، واقع التقييم في الجزائر، أدى ذلك إلى صعوبة، عملية التقييم عن طريق التدفقات. لهذا فإننا نجد أنه من بين محددات تطبيق طريقة تقييم معينة هو مدى توفر المعطيات المتعلقة بكل طريقة، بالإضافة إلى توحي الأهداف من عملية التقييم نفسها، هل ستنتم لغرض عملية التصفية، أو الاندماج، أو الخصخصة (الجزئية أو الكلية)، أو الدخول للبورصة، أو لغرض عملية التفرع (La Filialisation). مما سبق فقد اتضح لنا، أن كل طريقة تقييم ترتبط بمنطق تحليل محدد، كما أنها طرق ضرورية أثناء عملية التقييم، لكن لا يمكن استعمالها جميعا في آن واحد، لأنها تتطلب الكثير من المعلومات التي لا تكون متاحة أحيانا أو تحتاج وقتا وجهدا كبيرين للتحليل، كما يجب مراعاة الأهداف المرجوة منها. وقد تم استنتاج، أنه لا توجد طريقة تقييم تعطي تقييما دقيقا، وغير قابل للنقاش. مع ذلك، فإن هذا لا يجعلنا ننكر النمذجة النظرية، فهي ضرورية أيضا وذلك للاستجابة لاحتياجات الجهات التي تدير الصفقات (المعاملات)، ففائدتها تكمن في التكيف مع حقائق السوق والتفاوض، إذ تمثل سعرا مرجعيا من خلاله يتم التوفيق بين البائع والمشتري.

1. Raffegeau Jean, et Fernand Dubois, L'évaluation financière de l'entreprise, 1^{ère} édition, Presse Universitaires de France, 1988, Paris, P. 18.
 2. هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار الفكر، عمان، 2000، ص: 67.
 3. Bravard Jacques, L'évaluation des entreprises, édition Dunod, Paris, 1976, P. 11.
 4. Tchemeni Emmanuel, l'évaluation des entreprises, édition Economica, Paris, 1993, P 8.
 5. Vernimmen Pierre, finance d'entreprise, 3^{ème} édition, édition Dalloz, Paris, 1998, P 659.
 6. Tchemeni Emmanuel, op-cit, P : 9.
 7. Brilmain Jean et Maire Claude, Manuel d'évaluation des entreprises, L'édition d'Organisation, Paris, 1990, P. 135.
 8. www.icompus.ucl.ac.be/Fin/3843/Evaluation%20Patrimoniale.htm
 9. Mauguière Henri, op-cit, L'évaluation des entreprises non cotée, édition Dunod, Paris, 1990, P.19.
 10. Brilmain Jean et Maire Claude, op-cit, P. 106.
 11. Bellalah Mondher, Gestion Financier, diagnostic, évaluation, et choix d'investissement, édition Economica, Paris, 1998, P. 84.
 12. Alla Jean, L'évaluation des entreprises de la théorie et la pratique, édition Cujas, Paris, 1978, P. 102.
 13. Bellalah Mondher, op-cit, P. 84.
 14. Tchemeni Emmanuel, op-cit, P. 14.
 15. Vizzavona Patrice, Pratique de Gestion, Evaluation des entreprises, Tome3, Berti édition, Alger, 1991, P. 18.
 16. Tchemeni Emmanuel, op-cit, P. 14.
 17. Abdeladim Leila, les privatisations d'entreprises publique dans les pays du Maghreb (Maroc - Algérie - Tunisie), les édition internationales, Alger, 1998, P. 164.
 18. Boyer André, l'essentiel de la Gestion, 2^{ème} édition , édition d'organisation, Paris, 2001, P. 136.
 19. G. Hirigoyen, < Ratios >, Encyclopédie de la gestion et du management, sous la direction de robert le duff, édition Dalloz, Paris, 1999, P. 1024.
 20. Choinel Alain, Introduction à l'ingénierie financière, la revue banque, 1991, Paris, PP. 128-129.
 21. Boyer Andre, op-cit p 36.
 22. Bouhadida Mohamed, Dictionnaire des Finances des Affaires et du Management, édition Casbah, Alger, 2000, P. 165.
 23. Choinel Alain, op-cit, P. 130.
 24. Bouhadida Mohamed, op-cit, P. 44.
 25. Chantal N.Honigman, et Hubert M.Tubiana, op-cit , P.202.
 26. Bellalah Mondher , op-cit , P. 137.
 27. Brilman Jean et Maire Claude, op-cit, P. 75.
 28. G. Hirigoyen, op-cit, P. 384 .
 29. <http://pwcglobal.com/lu/eng/about/press-rm/agefijanvier 2001.html>
 30. idem.
 31. Choinel Alain, op-cit, P. 135.
 32. Jobard Jean-Pierre et Georges Deplooes, Gestion Financière, 9^{ème} édition, édition Sirey, Paris, 1986, P. 301.
 33. Vernimmen Pierre, op-ci, P. 66.
 34. Ibidem, P. 28.
 35. Tchemeni Emmanuel, op-cit, PP. 24 -25.
 36. Idem.
 37. Ibid, P. 116.
 38. Idem.
- *نقصد بالأصول بدون قيمة هي تلك الأصول التي لاتملك قيمة سوقية، أي لايمكن التنازل عنها وبالتالي سجلت في جانب الأصول في المحاسبة لغرض مبادئ محاسبية كالمصاريف الإعدادية.