



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث  
فرع علوم التسيير  
تخصص مالية ومحاسبة

بعنوان:

## محاولة ارساء نموذج لتقييم مؤسسات

### الاتصال في الجزائر

" دراسة حالة مؤسسة موبيليس خلال الفترة 2015-2018 "

من إعداد المترشح: عبد الحق قنون

نوقشت واجيزت علنا بتاريخ: 19 أبريل 2018

امام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ - جامعة ورقلة) رئيسا	أ/ الدكتور: بلخير بكاري
(أستاذ - جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا	أ/ الدكتور: عبد الغني دادن
(أستاذ - جامعة المدية) مناقشا	أ/ الدكتور: تھتان مراد
(أستاذ محاضر - أ - جامعة المدية) مناقشا	أ/ الدكتور: سلام عبد الرزاق
(أستاذ محاضر - أ - جامعة ورقلة) مناقشا	أ/ الدكتور: عبد الله مايو
(أستاذ محاضر - أ - جامعة ورقلة) مناقشا	أ/ الدكتور: محمد الصغير قريشي

السنة الجامعية 2018/2017





جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث  
فرع علوم التسيير  
تخصص مالية ومحاسبة

بعنوان:

محاولة ارساء نموذج لتقييم مؤسسات الاتصال  
في الجزائر

" دراسة حالة مؤسسة موبيليس خلال الفترة 2015-2018 "

من إعداد المترشح: عبد الحق قنون

نوقشت واجيزت علنا بتاريخ: 19 أبريل 2018

امام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ - جامعة ورقلة) رئيسا	أ/ الدكتور: بلخير بكاري
(أستاذ - جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا	أ/ الدكتور: عبد الغني دادن
(أستاذ - جامعة المدية) مناقشا	أ/ الدكتور: همتان مراد
(أستاذ محاضر - جامعة المدية) مناقشا	أ/ الدكتور: سلام عبد الرزاق
(أستاذ محاضر - جامعة ورقلة) مناقشا	أ/ الدكتور: عبد الله مايو
(أستاذ محاضر - جامعة ورقلة) مناقشا	أ/ الدكتور: محمد الصغير قريشي

السنة الجامعية 2017/2018

## الاهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيته ونجاحي بإذن الله الكريم:  
إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله تعالى ورزقنا رضاهم، وأدعو الله أن يغفر لهما ويرحمهما  
كما ربياني صغيرا.

كما أهديها كذلك إلى إخوتي وأخواتي حمّاهم الله وبارك فيهم، أدعو الله أن يُيسر لهم  
طريق العلم.

... إلى كل أفراد عائلة " قنون " وعائلة " بوعيش " حفظهم الله ورعاهم.

... إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد، والذين هم في القلب ولا تسعهم هذه  
الورقة، فأسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء وأن يفتح لهم طريق الخير والعلم.

... وإلى كل طالبي وسالكي طريق العلم، أسأل الله أن يفتح لهم أبواب العلم والرحمة.

عبد الحق قنون

# تقدير وعرفان

قال الله تعالى: ﴿وَسَيَجْزِي اللَّهُ الشَّاكِرِينَ﴾<sup>1</sup>

إن الحمد لله نحمده ونستعينه ونستغفره، ونشكره على كل نعمة أنعمها علينا، ونحمده لتوفيقنا لإتمام هذا العمل.

أما بعد فلا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والاحترام والتقدير إلى الأستاذ المشرف "أ. د/عبد الغني دادن" على إشرافه على هذا العمل وما قدمه لي من توجيه ونصح وإرشاد طيلة فترة التكوين والبحث.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى "الأستاذ عبد الوهاب دادن، الأستاذ بلخير بكاري"؛ على النصائح والارشادات المقدمة في سبيل انجاز هذا العمل فلهم خالص الشكر والامتنان فجزاهم الله خيراً.

الشكر الجزيل لموظفي مؤسسة موبيليس المساهمين في انجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي، من الطور الابتدائي إلى الطور الجامعي، أدعو الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة.

كذلك أوجه الشكر إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في سبيل انجاز هذا العمل.

---

<sup>1</sup>- سورة آل عمران، الآية 144

## ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة موضوع إشكالية تقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر من خلال محاولة إرساء نموذج للتقييم المالي خاص بأحد المتعاملين في قطاع الاتصالات، وهذا انطلاقاً من تبيان المقاربة الأنسب لتقييم شركات الاتصال الناشطة في البيئة الجزائرية واعتمادها كنموذج للتقييم وفق بيئة الأعمال الجزائرية، حيث تم الاعتماد على دراسة حالة مؤسسة موبيليس قصد تطبيق النموذج.

توصلت الدراسة إلى أن مقارنة التدفقات النقدية تعتبر المقاربة الأنسب لتقييم هذا الصنف من الشركات، حيث أن إرساء نموذج للتقييم المالي مرتكز أساساً على هذه المقاربة يمكن أن يساعد مؤسسة موبيليس في اتخاذ قرارات مستقبلية انطلاقاً من مجال القيم الذي تتحصل عليه من خلاله، حيث تجد نفسها أمام مجال من القيم يمكن على أساسه اتخاذ قرارات تكتيكية - قرارات قريبة المدى - بالاعتماد على القيم المتوصل إليها والمحسوبة أساساً على الفترة القصيرة نظراً للأسباب والخصائص التي تتميز بها البيئة الجزائرية.

### الكلمات المفتاحية:

قيمة مؤسسة، تقييم مؤسسة، مقارنة تقييم، مقارنة التدفقات النقدية، مقارنة الذمة المالية، مقارنة الفائض، قطاع الاتصالات، مؤسسة موبيليس.

## Abstract

The purpose of this study is to address the problematic of telecommunications companies' evaluation in Algeria through the attempt to establish a financial model for the evaluation of one of the dealers in the telecommunications sector. This is based on the analysis of the most appropriate approach to evaluating the active telecommunications companies in Algeria and their adoption as a model for evaluation according to the Algerian business environment. The case study methodology was used to establish the model. The study found that the cash flow approach is considered the most appropriate approach to evaluate this type of business. Hence, the establishment of a financial valuation model based on this approach can help Mobilis to make tactical decisions based on the values it obtains through the model. Where it finds itself in front of a range of values, on its basis near term strategic decisions can be taken, this based on the values reached and calculated mainly on the short period due to the Algerian environment characteristics.

### Keywords:

**Company valuation, company value, Cash-Flow Approach, patrimonial Approach, goodwill Approach, telecommunication sector, Mobilis.**

## قائمة المحتويات

أ ..... مقدمة

1 ..... الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي لتقييم المؤسسات

3 ..... المبحث الأول: مفهوم القيمة والتقييم

12 ..... المبحث الثاني: مقاربات تقييم المؤسسة

45 ..... الفصل الثاني: الدراسات السابقة حول تقييم المؤسسات

47 ..... المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة

52 ..... المبحث الثاني: مناقشة الدراسات السابقة ومساهمة الدراسة الحالية

56 ..... الفصل الثالث: واقع قطاع الاتصالات في الجزائر

58 ..... المبحث الأول: السيرورة القانونية لقطاع الاتصال في الجزائر

60 ..... المبحث الثاني: سوق الاتصالات في الجزائر

66 ..... المبحث الثالث: مساهمة قطاع الاتصالات في الاقتصاد الوطني

70 ..... الفصل الرابع: بناء نموذج التقييم الخاص بمؤسسة موبيليس

72 ..... المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة

74 ..... المبحث الثاني: تقييم مؤسسة موبيليس

87 ..... خاتمة

91 ..... قائمة المراجع

96 ..... قائمة الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
26	حساب القدرة على التمويل الذاتي	(01-I)
41	تفضيل مقاربات التقييم حسب خصوصية المؤسسة	(02-I)
65	الحصص السوقية للمتعاملين في خدمة الجيل الثالث	(01-III)
74	سندات الخزينة العمومية متوسطة الأجل المدرجة في بورصة الجزائر	(01-IV)
75	معدلات علاوة المخاطر حسب المستوى	(02-IV)
76	معدل الاستحداث حسب السيناريوهات	(03-IV)
78	النتائج الصافية التقديرية للفترة 2016-2018	(04-IV)
78	مجال القيم حسب طريقة الربح الصافي	(05-IV)
79	البيانات التقديرية لمؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي	(06-IV)
80	مجال القيم حسب طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي	(07-IV)
81	حساب التدفق النقدي الحر التقديري للفترة 2016-2018	(08-IV)
82	المؤشرات التقديرية المعتمدة لحساب القيمة المتبقية	(09-IV)
82	قيمة المؤسسة حسب طريقة التدفقات النقدية المتاحة	(10-IV)



## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
09	مراحل عملية التقييم	(01-I)
43	معايير اختيار الطريقة المناسبة للتقييم	(02-I)
61	تطور سوق الهاتف الثابت	(01-III)
63	تطور الاشتراكات في الهاتف النقال في الجزائر	(02-III)
64	تطور الحصة السوقية للمتعاملين في الهاتف النقال في الفترة 2000-2015	(03-III)
66	تطور رقم الاعمال المحقق من الهاتف الثابت	(04-III)
67	تطور رقم الاعمال المحقق من الهاتف النقال	(05-III)
68	مساهمة قطاع الاتصالات في الناتج الداخلي الخام	(06-III)

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
97	تطور الانفاق المتوسط الشهري على الهاتف الثابت	(01)
98	الهيكل التنظيمي لمؤسسة موبيليس	(02)
99	سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر	(03)
100	ملخص البيانات المالية التقديرية	(04)
101	نتائج تقييم المؤسسة وفق الربح الصافي	(05)
101	نتائج تقييم المؤسسة وفق الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي	(06)
102	نتائج التقييم وفق التدفقات النقدية الحرة المخصصة	(07)

قائمة الاختصارات والرموز

ANCC	Actif Net Comptable Corrigé	الأصل الصافي المحاسبي
AT&T	American Téléphone & Telegraph	الشركة الامريكية للهاتف والتلغراف
ARPT	Autorité De Régulation De La Poste Et Des Télécommunications	سلطة الضبط للبريد والاتصالات السلكية واللاسلكية
ADSL	Asymmetric Digital Subscriber Line	خط المشترك الرقمي غير المتماثل
ATM	Algérie Telecom Mobilis	موبيليس تيليكوم الجزائر
CAF	Capacité D'Autofinancement	القدرة على التمويل الذاتي
CMPC	Coût Moyen Pondéré Du Capital.	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
CPNE	Capitaux Permanents Nécessaires A L'exploitation	الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال
EBE	L'excédent Brut D'Exploitation	الفائض الإجمالي للاستغلال
FTD	Flux De Trésorerie Disponible	التدفق النقدي المتاح
GW	Good Will	فائض القيمة
MBA	Marge Brute D'Autofinancement	الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي
NGN	Next Génération Network	شبكة الجيل المستقبلي
OTA	Optimum Telecom Algerie	أوبتيموم تيليكوم الجزائر
PIB	Produit Intérieur Brut	الناتج الداخلي الخام
WTA	Watania Telecom Algerie	الوطنية تيليكوم الجزائر

مقدمة

يشهد العالم في العشرين السنة الأخيرة من القرن 21 تطورات هائلة في شتى المجالات ومنها ما نجد في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصال وبالأخص مجال الاتصالات اللاسلكية الذي نجد بداية تطوره مع اجراء أول مكالمة لاسلكية سنة 1973 من طرف نائب شركة موتورولا إلى احدى مكاتب الشركة الأمريكية المنافسة والعريقة في مجال الاتصالات AT&T واشتملت على عبارة "اتصل بكم لمعرفة إذا كان صوتي مسموعا بوضوح لديكم أم لا"، ومنذ ذلك الحين بدأ تطوير أجيال شبكات الاتصال في ثمانينيات القرن العشرين وذلك بعد إطلاق اليابان للشبكة في جيلها الأول ولتستمر شبكات الاتصال في التطور حتى وصلت إلى ما هي عليه اليوم من قدرات في نقل اتصالات بالفيديو والبيانات بمعدلات كبيرة جدا.

وفي ظل هذا التطور تستغل الشركات والمؤسسات الناشطة في هذا المجال هذه الشبكات في التنافس فيما بينها من خلال تقديم مختلف الخدمات المتعلقة بتكنولوجيا الاتصال ومحاولة تقديم أحسن تغطية ممكنة للشبكة قصد استغلالها من طرف الزبائن بهدف السيطرة على سوق الاتصال وتحقيق أكبر قدر ممكن من التدفقات والأرباح المالية.

حصيلة لهذه التطورات استفادت الجزائر من هذه التكنولوجيا وتم استعمال أول شبكة للهاتف النقال في سنة 1998 من طرف المتعامل موبيليس التابع لمجمع اتصالات الجزائر، وبصدور القانون 03-2000 المحدد للقواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية تم فتح سوق الاتصالات الجزائرية للتنافس بدخول متعاملين جدد لتقديم خدمات الاتصال حسب ما تتطلبه احتياجات المستعملين لها.

تبعاً لهذه التطورات شهدت الجزائر عدة تطورات اقتصادية خاصة في مجال خصوصية بعض مؤسساتها الحكومية التي انجر عنها عمليات تقييم للمؤسسات قصد التفاوض من اجل التنازل عنها للخوادم، كما حاولت تأميم بعض الشركات الناشطة في البيئة الاقتصادية الجزائرية في الآونة الأخيرة منها شركة جيزي المتعاملة في قطاع الاتصالات حيث أحدثت ضجة من خلال عملية التفاوض بشأن عملية التقييم والقيمة النهائية للتنازل نظراً لضخامة الشركة وموقعها التنافسي في سوق الاتصالات الجزائرية.

وفي هذا الشأن تعد عملية تقييم هذا الصنف من الشركات معقدة في ظل الغياب شبه التام لدور بورصة القيم حيث أنها تلعب دور المقيّم للشركات المدرجة مثل ما هو معمول به في الدول المتقدمة، ومن جهة أخرى مدى الاعتماد على المقاربات الممكنة لتقييمها نظراً لخصوصية هذه المؤسسات و الشركات المصنفة ضمن الشركات التكنولوجية، إضافة إلى ذلك البيئة الجزائرية التي تتميز بعدم التأكد بسبب التخبط الاقتصادي الذي تمر به، ما جعل منها موضوع للبحث في إشكالية تقييم هذا النوع من الشركات الاقتصادية في ظل التطور الذي تحضى به شركات الاتصال.

ومن هذا المنطلق بنيت إشكالية الموضوع على النحو التالي:

ما مدى مساهمة بناء نموذج للتقييم المالي خاص بالمتعامل موبيليس في إنجاز عمليات تقييم شركات الاتصال بالجزائر في ظل التطورات والمنافسة في مجال الاتصال؟

بهدف منا للتحكم في صلب الموضوع ارتأينا إلى طرح بعض الاسئلة التي يمكن أن تساعد في الإجابة على إشكالية الموضوع ومحاولة بناء النموذج كما يلي:

- في ظل تعدد مقاربات التقييم وخصوصية شركات الاتصال؛ ماهي المقاربة الأنسب للوقوف على القيمة الحقيقية التقريبية لهذه المؤسسات بمنظور استمرارية النشاط؟
- ما هو الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصال في الجزائر وما هو تموقع مؤسسة موبيليس بين المتعاملين فيه؟
- في ظل المقاربة المعتمدة في بناء نموذج التقييم، ما مدى مساهمتها بالنسبة للمؤسسة قيد الدراسة؟

### فرضيات الدراسة:

للإجابة على الأسئلة المطروحة سيتم اعتماد فرضيات يمكن ان تساعد في الإجابة على السؤال الرئيسي للدراسة كما يلي:

- تعتبر مقارنة التدفقات المقاربة الأمثل لتقييم شركات الاتصال في الجزائر لما لها من أهمية في إعطاء النظرة المستقبلية للشركة؛
- يتميز قطاع الاتصال في الجزائر بتنافسية شديدة في ظل سيطرة شركة جيزي على سوق الاتصال؛
- تساهم المقاربة المعتمدة في بناء النموذج في بناء قرارات مستقبلية انطلاقا من مجال القيم المتوصل اليه.

### أهداف الدراسة

- تحليل ومحاولة التوصل الى المقاربة الأنسب للتقييم المالي الخاصة بشركات الاتصال الناشطة في البيئة الجزائرية؛
- تبيان واقع والقوانين المسيرة لقطاع الاتصال في الجزائر وإبراز تموقع المتعامل موبيليس في سوق الاتصال بالجزائر؛
- محاولة تقديم مقترحات حول تقييم شركات الاتصال الناشطة في الجزائر في ظل التطورات التكنولوجية؛
- المساهمة في بناء برنامج مصغر للتقييم خاص بمؤسسة موبيليس لاستعماله لاتخاذ القرارات المستقبلية.

### أهمية الموضوع:

يستمد الموضوع أهميته انطلاقاً من تطور شركات الاتصال والمنافسة فيما بينها في الوقت الراهن ومدى مساهمتها في اقتصاديات الدول و تطورها من خلال ضخامة الأصول المستثمرة و المستغلة من طرفها و التي تدر بتدفقات مالية هامة تسرع من نمو هذه المؤسسات، من جهة أخرى تتأتى أهمية الموضوع من خلال ما مرت به الجزائر من عمليات تقييم لمختلف الأغراض و ما شهدته من مفاوضات طويلة من أجل تقييم شركات -جيزي- الناشطة في قطاع الاتصال بالجزائر قصد شراء أسهمها، و في الأخير تعتبر محاولة لإعطاء الحلول المناسبة وإعطاء نموذج يساعد في اتخاذ القرارات بالنسبة للمؤسسة محل الدراسة.

### مبررات اختيار الموضوع

- أهمية قطاع الاتصالات في اقتصاديات الدول في الوقت الراهن حيث يستحوذ على قطاع الخدمات بشكل قوي؛
- التطور الذي يشهده القطاع عبر العالم ومسايرته في الجزائر بشكل خاص وتأثيره على المجتمع؛
- الإشكال الذي مرت به الحكومة الجزائرية وملاك شركة اوراسكوم تيليكوم في عمليات التفاوض حول القيمة النهائية للتنازل عن أسهم الأخيرة؛
- أهمية التقييم لمثل هذا النوع من الشركات والمؤسسات لطبيعة ممتلكاتها ونشاطها في بيئة أعمال جزائرية يغيب عنها دور السوق المالي الذي يلعب دور المقيم؛
- غياب وجود عمليات التقييم في بيئة الأعمال الجزائرية ما أدى بالحكومة الجزائرية للاستعانة بمكاتب التقييم الخارجية (مكتب شيرمان وستيرلينغ آل أل بي<sup>2</sup>).

### منهج الدراسة:

قصد بلوغ الهدف العام من الدراسة والاجابة على الإشكاليات الفرعية وصولاً إلى الاجابة على الإشكالية العامة، سيتم الاعتماد على الأسلوب التحليلي في الجانب النظري من خلال تحليل أهم المقاربات القابلة للتطبيق والتوصل للمقاربة الأمثل التي ستساهم في بناء النموذج، إضافة إلى ذلك سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي في تشخيص الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصالات في الجزائر، كما سيتم اعتماد منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي لإحدى الشركات المتعاملة في الهاتف النقال بالجزائر المتمثلة في مؤسسة موبيليس لإعطاء خصوصية للنموذج الخاص بها.

### حدود وأدوات الدراسة:

تتمثل الحدود المكانية والزمانية للدراسة في مؤسسة موبيليس الناشطة في قطاع الاتصال بالجزائر والتي تنشط عبر كامل التراب الوطني وذلك باستعمال بياناتها المالية التقديرية للفترة 2016-2018 لبلوغ الهدف المنشود والمتمثل في بناء نموذج التقييم الخاص بالمؤسسة بالاستعانة ببرنامج Office Excel 2016.

### هيكل الدراسة:

تم تقسيم هذه الدراسة وفقا لما تقتضيه الدراسات المتقدمة في مواضيع المالية والحاسبة حيث سيتم عرض أربعة فصول ممثلة في:

**الفصل الأول** الذي سيتطرق إلى الإطار النظري لتقييم المؤسسات بدأ من تحليل مفاهيم القيمة، التقييم والأغراض من التقييم إضافة إلى تحليل مراحل التقييم، كما سيتم التطرق إلى أهم مقاربات تقييم المؤسسات القابلة للتطبيق في البيئة الجزائرية في محاولة للوقوف على المقاربة الأنسب للتقييم لشركات الاتصال في البيئة الجزائرية.

**الفصل الثاني** يعرض أهم الدراسات في حدود ما توصل اليه الباحث والتي قسمت بدورها إلى دراسات وطنية ودراسات أجنبية موزعة بين الأطروحات دكتوراه، مذكرات ماجستير ومقالات علمية في موضوع تقييم المؤسسات وذلك بهدف تحليل والاستفادة من أهداف الدراسات والنتائج المتوصل اليها وتبيان مكانة الدراسة الحالية بين الدراسات التي سيتم تناولها في الفصل.

**الفصل الثالث** يتناول تحليل الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصالات في الجزائر من خلال تحليل السيورة القانونية لهذا القطاع وتحليل الحصص السوقية للمتعاملين فيه بهدف معرفة مكانة المؤسسة محل الدراسة في سوق الاتصالات الجزائرية إضافة إلى مساهمة هذا القطاع في الاقتصاد الوطني.

وبالنسبة **للفصل الرابع** سيتطرق إلى الدراسة التطبيقية في محاولة لبناء نموذج تقييم خاص بمؤسسة موبيليس من خلال تطبيق المقاربة الملائمة للتقييم وفقا لما تم التوصل اليه في التحليل النظري.



### صعوبات الدراسة:

تمثلت صعوبات البحث في هذا الموضوع في عدة نقاط تمثلت فيما يلي:

- عدم توفيق الباحث في الحصول على دراسات تخص قطاع الاتصال في مجال التقييم المالي للمؤسسات؛
- اختلاف واقع التقييم في الجزائر بالمقارنة بالدول الأجنبية التي تعتمد على بورصة القيم ما شكل فجوة بالنسبة للباحث في الاستفادة من نماذج التقييم المتطورة؛
- الصعوبة في الاستناد على دراسات متطورة في مجال تقييم الشركات، خاصة في شاكلة شركات الاتصال التي تمتلك أصولا مادية ومعنوية ضخمة؛
- صعوبة التواصل مع مسؤولين في شركات الاتصال في الجزائر وتحفظهم عن الكشف عن معلومات خاصة تخدم موضوع البحث لأسباب لا يمكن فهمها، ما جعل الدراسة تقتصر على مؤسسة واحدة.

الفصل الأول:

الإطار النظري والمفاهيمي

لتقييم المؤسسات

## تمهيد

يتمثل الهدف الرئيسي من عملية تقييم المؤسسات في تحديد القيمة المحتملة او مجال لقيم الذي يعبر عن القيم الحقيقية التي تمثل قدرات المؤسسة والتي سينتهي باتخاذ المؤسسة لقراراتها انطلاقا من مجال القيم او القيمة المحتملة المتوصل إليها ولفهم هذه العملية وجب تحليل الإطار النظري لهذه العملية في هذا الفصل والذي سيتناول مبحثين كما يلي:

المبحث الأول نعرض فيه الإطار النظري لتقييم المؤسسات في محاولة لفهم أساسيات تقييم المؤسسات، وهذا من خلال التطرق لعدة نقاط تتمحور حول تقييم المؤسسات انطلاقا من تحديد مفهوم القيمة والتقييم وكذا عرض دوافع التقييم والمراحل التي تقوم عليها هذه العملية.

المبحث الثاني يتطرق إلى تحليل أهم مقاربات التقييم التي يمكن تطبيقها في بيئة الأعمال الجزائرية من خلال التطرق إلى ثلاث مقاربات تتمثل في " مقارنة الذمة المالية، مقارنة التدفقات، مقارنة فائض القيمة" وهذا بهدف الوقوف على المقاربة الأنسب للتطبيق على المؤسسة قيد الدراسة.

### المبحث الأول: مفهوم القيمة والتقييم

يتناول هذا المبحث المفاهيم الأساسية للقيمة والتقييم من خلال إعطاء التعاريف اللازمة للقيمة والتقييم والتطرق إلى أنواع القيمة، إضافة إلى أغراض التقييم والمبادئ التي تقوم على أساسها هذه العملية، كما سيتم تناول مراحل عملية التقييم والتي يمكن ان تمثل مخطط العمل بالنسبة للمقيم لإنجاح العملية.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية للقيمة والتقييم

يهدف هذا المطلب الى تحليل المفاهيم الأساسية للقيمة وأنواعها، إضافة الى إعطاء مفهوم نسبي للتقييم من خلال تحليل المفاهيم المقدمة سابقا.

### الفرع الأول: تعريف القيمة وأنواعها

#### أولا/ تعريف القيمة:

قيمة الأصل هي ذلك المبلغ المالي الذي يستعد المستثمر أن يدفعه مقابل الحصول على أصل ما في سوق تنافسية حرة<sup>1</sup>، كما أن القيمة لا تعبر عبر عن حدث وقع بل تعبر عن رأي (opinion) بخلاف السعر الذي يعبر عن حدث يقع من خلال تبادل الأصل بمبلغ مالي متفق عليه بين البائع والمشتري<sup>2</sup>.

القيمة عبارة عن مبلغ مالي يُدفع مقابل أصل له حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل حيث أن قيمة أي أصل تتوقف على عوامل يمكن أن تتغير بتغير الزمن والمكان مثل<sup>3</sup>:

- البيئة الاقتصادية الاجمالية للموطن الذي يتواجد به الأصل؛
- الاستخدام المحتمل للأصل عبر الزمن سواء طويل او متوسط الأجل؛
- توقيت تقدير الأصل؛
- الندرة النسبية وقيمة البدائل؛
- سيولة السوق الخاصة بالأصل؛
- الحالة المادية للأصل.

ومن خلال هذه المفاهيم المقدمة نستنتج أن القيمة تعبر عن رأي يتوصل اليه الخبير يحكمه مجموعة من المحددات حيث ينعكس هذا الرأي في مقدار مالي يمكن التفاوض من اجله.

<sup>1</sup> Zvi Bodie and Robert Merton, *Finance*, 3e édition, Nouveaux Horizon, Pearson, 2011, p221.

<sup>2</sup> Jean Brilman and Claude Maire, *Manuel d'évaluation Des Entreprises*, les éditions d'Organisation, Paris, 1988, p19

<sup>3</sup> - طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات،الدار الجامعية الإسكندرية، 2010،ص11.

توجد مفاهيم مختلفة للقيمة ذات تعريف واستخدامات وتفسيرات مختلفة وهذا كالتالي:

- 1- القيمة العادلة: حسب المعيار 13 من معايير التقارير المالية الدولية فان القيمة العادلة هي الثمن الذي يمكن استلامه نتيجة بيع أصل، او دفعه لتحويل التزام بموجب عملية منتظمة بين مشاركين في السوق في تاريخ القياس<sup>1</sup>.
- 2- القيمة الاستثمارية: هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية المتولدة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين<sup>2</sup>، والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر لعدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن ان تؤثر على تقدير المشتري لقيمة الاستثمارية للشركة، منها<sup>3</sup>:
  - ✓ توفر البدائل وفرص انشاء القيمة المتصورة؛
  - ✓ رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛
  - ✓ مدى إدراك المخاطرة و/أو تقلب القدرة الإيرادية للأصل؛
  - ✓ الوضع الضريبي للمشتري؛
  - ✓ تفاؤل المشتري وادراكه لخصوصية النشاط.
- 3- قيمة المنفعة: تتمثل في القيمة المحينة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة والمتنظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة المنفعة<sup>4</sup>.
- 4- القيمة الاستبدالية: تتمثل في تكلفة استبدال أصل جديد ذي منفعة مساوية للأصل الحالي<sup>5</sup>، وعادة ما تستعمل في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشر مثل " المعدات المكتبية والتجهيزات".
- 5- القيمة المتبقية: تتمثل في المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه مقابل أصول عند نهاية منفعتها بعد خصم تكاليف الخروج المنتظرة<sup>6</sup>.
- 6- قيمة التصفية: هي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية الشركة وسداد التزاماتها وتنتج هذه القيمة عند التصفية الإلزامية لأصول الشركة أو وضعية مالية مشكوك فيها<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> خالد جمال الجعارات، مختصر المعايير المحاسبية الدولية 2015، مطبعة جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2014، ص44.

<sup>2</sup> Vincent Juguet & all , Philippe Giraudon, and Stéphane Onnée, *Évaluation d'entreprises* DAREIOS, Paris, France, 2009, p .

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص19.

<sup>4</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، الجزائر، 2009، ص91.

<sup>5</sup> Aswath Damodaran, *Pratique de Finance d'entreprise*, 1er Ed De Boeck, Bruxelles, 2010, p587.

<sup>6</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، مرجع سبق ذكره، ص91.

<sup>7</sup> Patrice Vizavona, *pratique de gestion-Evaluation des entreprises-*, TOME 3 BERTI Edition, Paris, France, 1991),p04.

والتصفية يمكن ان تكون اجبارية او منظمة حيث يكمن الفرق بينهما في الوقت المتاح للعثور على السوق حيث أن<sup>1</sup>:

● قيمة التصفية الاجبارية: هي المبلغ الصافي الذي يجلبه أصل ما إذا عرض للبيع الفوري في السوق المفتوحة ويكون كل من البائع والمشتري لديه معرفة باستخدامات وأغراض الأصل ويكون البائع مجبر او مضطر للبيع والمشتري راغب في الشراء ولكن غير مجبر.

● قيمة التصفية المنظمة: تتمثل في المبلغ الصافي الذي يجلبه الأصل إذا عرض للبيع في السوق المفتوحة مع اتاحة وقت معقول لإيجاد المشتري، ويكون لدى البائع والمشتري معرفة تامة باستخدامات وأغراض الأصل ويكون البائع مضطرا للبيع والمشتري راغب و ليس مضطرا.

7- القيمة المصفاة: هي عبارة عن القيمة الناتجة عن بيع المؤسسة لبعض أصولها في الحالات العادية أو في

الحالات التي تعاني منها المؤسسة من مشاكل مالية قصد الاستمرار في نشاطها على الأقل لفترة معينة<sup>2</sup>.

8- قيمة النفاية: هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل المقرر إخراجه عن الخدمة<sup>3</sup>.

#### العلاقة بين القيمة، السعر والتكلفة:

- القيمة: تتمثل في رأي يقدمه الخبير عن السعر الأكثر احتمالا ان يدفع للحصول على أصل في السوق او للفوائد الاقتصادية للامتلاك هذا الأصل.

- السعر: هو المبلغ المعروض او المدفوع على أصل، بسبب القدرات والدوافع والمصالح الخاصة بالمشتري أو البائع حيث أن الثمن المدفوع قد يكون مختلفا عن القيمة التي قدرت للأصل من قبل الخبير.

- التكلفة: تعبر عن المقدار المالي المطلوب لحيازة أو انشاء أصل معين.

انطلاقا من التعريفات المقدمة فتكمن العلاقة بين هذه المصطلحات في أن السعر هو نتيجة لقبول قيمة أصل من خلال التفاوض والذي ينجر عنه تدفق نقدي والمتمثل في التكلفة.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 19.

<sup>2</sup> Claude janssens, *Réflexions Générales Sur La Valeur d'une Entreprise- l'approche Industrielles, Accountancy&Tax*, 2/2008, P39.

<sup>3</sup> *Ibid*, p40.

الفرع الثاني: مفهوم التقييم

يعتبر مفهوم التقييم شيء معقد نوعاً ما حيث أن إعطاء الشيء قيمته يقوم على مجموعة من العناصر التي يجب أخذها بعين الاعتبار، كذلك هو الحال لتقييم المؤسسات حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار بعض النقاط الأساسية منها " نوع الشركة، الجهة الطالبة للتقييم، الغرض من التقييم " التي تسهل عملية التقييم للوصول إلى الهدف المبتغى منه ألا وهو الوصول إلى القيمة.

ومنه يمكننا إعطاء بعض التعاريف للتقييم كما يلي:

التقييم بمعناه اللغوي هو تحديد قيمة شيء ما، أما بالنسبة لتقييم أصول المؤسسة فهو محاولة الوصول إلى القيمة المالية لها غير أن هذه القيمة استرشادية تقديرية<sup>1</sup>.

التقييم هو عملية تحديد القيم الجارية لأصول وخصوم الشركة المراد تقييمها وذلك في تاريخ معين من أجل تحديد القيمة العادلة لها عن طريق استخدام عدة أساليب في التقييم تناسب ظروف الشركة، من أجل الوصول إلى عدة قيم مختلفة تفتح مجالاً للتفاوض أمام الشركة، حيث أن كل ذلك يتطلب كفاءات وخبرات عالية إضافة إلى ضرورة الإلمام بكافة الظروف المحيطة بالشركة وبكافة العوامل التي يمكن أن تؤثر على نتائج عملية التقييم<sup>2</sup>.

ومنه نقول أن التقييم يعتبر عملية يقوم بها شخص خبير أو متخصص باستعمال أدوات وطرق من أجل الوصول لهدف معين ألا وهو تحديد القيمة المحتملة "القريبة من الحقيقة" للمؤسسة لاستعمالها لمختلف الدوافع.

<sup>1</sup> محمود علي الجبالي، "تقييم الأصول الثابتة لأغراض التخصصية: حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، العدد العاشر، 2012، ص 253.

<sup>2</sup> رندا الدبل، تقييم الشركات العائلية، دار البازوري العلمية للنشر، عمان، 2013، ص 252.

المطلب الثاني: دوافع ومبادئ التقييم

يتطرق هذا الطلب الى تحديد الدوافع من عملية التقييم والمبادئ التي يجب على المقيم معرفتها لإنجاح هذه العملية.

الفرع الأول: دوافع التقييم

تتعدد دوافع تقييم المؤسسات حسب خصوصية كل منها وعلى أساس هذه الدوافع تتحدد أساليب التقييم ومن هذه الدوافع نجد<sup>1</sup>:

- الاندماج والاستحواذ؛
- المنازعات القضائية ومنازعات الملكية؛
- الدخول للسوق الأوراق المالية؛
- الرفع من رأس المال؛
- التقييم الجبائي؛
- حوكمة الشركات ومتابعة القيم للمساهم؛
- حيازة او تنازل عن فرع او أصل؛
- محاولة السيطرة وفرض الرقابة على المؤسسة عن طريق امتلاك جزء من أسهمها سواء كان جزء كبير "Majoritaire" او جزء صغير "Minoritaire"؛
- فتح رأس المال عن طريق العرض العمومي للشراء او العرض العمومي للتبادل؛
- عمليات الخوصصة؛
- التغيير من الشكل القانوني للشركة او المؤسسة؛
- خطط ملكية أسهم الموظفين\*؛
- طلب من الجهات المقرضة.

<sup>1</sup> Florence Pierre and Eustache Besançon, *Valorisation d'entreprise et théorie financière*, 1ère éd , Ed. d'Organisation ,france, 2003, p64.

\* EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN.



الفرع الثاني: مبادئ التقييم

إن المبادئ الاقتصادية مثل العرض والطلب تؤثر على قيمة الأصل، ومع ذلك فهناك أربعة مبادئ اقتصادية محددة تؤثر على تقدير القيمة بشكل هام وهي كالتالي<sup>1</sup>:

أولاً/ مبدأ وجود البدائل: يقضي هذا المبدأ ان عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة ولا يعني هذا المبدأ ان كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعني ببساطة أن البائع ليس مجبراً على البيع لمشتري معين أو المشتري ليس مجبراً على الشراء من بائع بعينه، فاذا لم يكن هذا هو الوضع فان آلية السوق سوف تتشوّه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

ثانياً/ مبدأ الاستبدال: يقضي هذا المبدأ بأن المشتري العاقل لا يدفع في أصلٍ ما يزيد على تكلفة استبداله بأمرٍ يقوم بنفس الوظيفة، ولكن تطبيق المبدأ على الشركة او المؤسسة ككل أصعب بكثير حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال الشركة او المؤسسة بأخرى امر بالغ التعقيد.

ثالثاً/ مبدأ الاحلال: يقضي هذا المبدأ بان قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتكبدها المشتري لإمتلاك بديل مرغوب فيه بدرجة مساوية.

رابعاً/ مبدأ المنافع المستقبلية: يقضي هذا المبدأ والذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عمليات الاندماج والتملك بأن قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الأصل او السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فان القيمة المتوقعة لأي مؤسسة او شركة تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة لملكية هذه المؤسسة او الشركة.

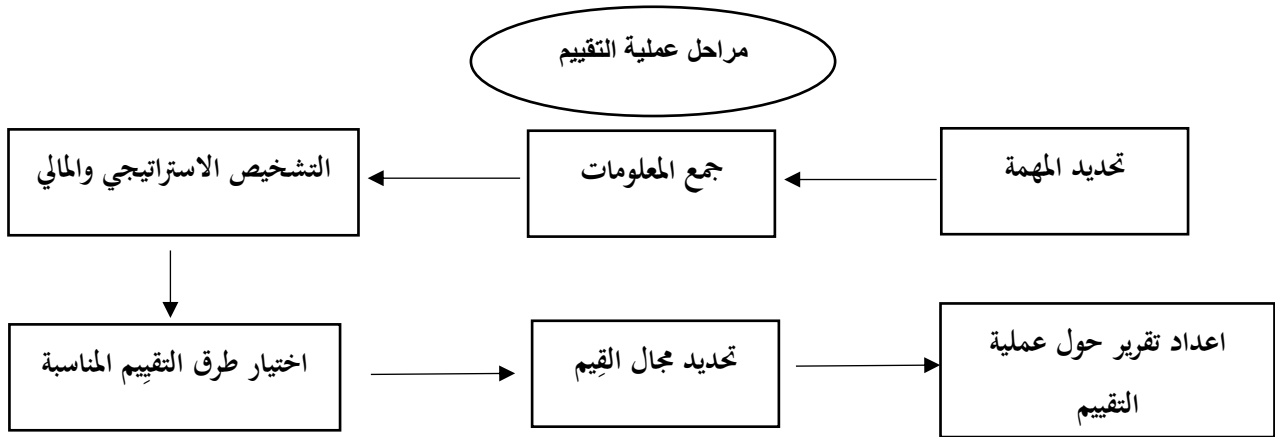
ويجدر بالذكر ان تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية امر معقدا نوعا ما ويتطلب عمل افتراضات عديدة بشأن مستقبل الشركة، ومع ذلك فان القيمة الصافية الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون غالباً أفضل مؤشر للقيمة، ويشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مدخل الدخل إلى تقدير القيمة.

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حامد، مرجع سبق ذكره، ص-ص 24-25.

المطلب الثالث: مراحل عملية التقييم

إن تقييم المؤسسات عبارة عن عملية دقيقة تعتمد على مجموعة من الجزئيات المعقدة جدا حيث تختلف درجة التأكد من مؤسسة إلى أخرى حسب الحجم، قطاع النشاط وطريقة تسيير الجهات الفرعية للمؤسسة، حيث إن القيمة النهائية ما هي إلا خلاصة لمجموعة من العمليات والمراحل التي وُجِبَ القيام بها من طرف المقيم والتي يمكن أن نُلخصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (I-01): يبين مراحل عملية التقييم



المصدر: من تصور الباحث

أولا /مرحلة تحديد المهمة:

الخطوة الأولى والأهم والتي وُجِبَ على المقيم إتباعها هي تحديد المهمة بشكل واضح، حيث ستضعه في الطريق السليم لاتباع منهج سليم لعملية التقييم وتقليل الوقت والجهد وذلك بطرح الأسئلة التالية:

- ماذا نقيم؟: انطلاقا من هذا السؤال سيحاول المقيم معرفة نوع الشركة محل التقييم وجهة انتمائها وهذا ما يسهل معرفة حجم الشركة وكذا القطاع التي تنمي اليه؛
- لماذا نقيم؟ يحدد هذا السؤال الغرض من التقييم للوقوف على السبب الرئيسي الذي طُلب من أجله التقييم والذي على أساسه سيسهل للمقيم اختيار المقاربة الأمثل لعملية التقييم؛
- لمن نقيم؟، كما وُجِبَ على المقيم تحديد الجهة الطالبة للتقييم ومدى علاقتها بالمؤسسة " بائع ومشتري، الورثة، أطراف حكومية... الخ".

ولهذا على المقيم الإجابة على الأسئلة لبناء طريق صحيح يسهل أمامه عملية التقييم وريح الوقت والجهد.

### ثانيا/ مرحلة جمع المعلومات<sup>1</sup>:

تتمثل هذه المرحلة في جمع كل المعلومات الاقتصادية و المالية المتعلقة بالشركة او المؤسسة من وثائق و معلومات محاسبية ،منتجاتها، أسواقها ومنافسيها " وهذا من خلال البيانات العامة الحسابات المنشورة، التقارير الادارية، المقالات الصحفية وخاصة الدراسات القطاعية، ملاحظات و آراء المحللين الماليين و التي على أساسها سيتم تحليلها و التعمق في وضعية المؤسسة و اتخاذ قرارات المناسبة في وقتها ، كما ان هذه المعلومات ستفيد المقيم في تسيير عملية التقييم بشكل جيد فكلما كانت المعلومات متوفرة و سليمة ستوفر عليه الجهد و الوقت.

### ثالثا/ مرحلة التشخيص الاستراتيجي والمالي<sup>2</sup>:

تأتي هذه المرحلة بعد قيام المقيم بالخطوتين التي سبق ذكرهما حيث ان عملية التشخيص تهدف إلى محاولة الوقوف على نقاط القوة لاستغلالها وتعزيزها ونقاط الضعف لمعالجتها وتحسينها، ويقوم المقيم بتشخيص اقتصادي لفهم نموذج اعمال الشركة أو المجمع من المنظور الاستراتيجي والذي يسمح بالوقوف على الحالة التنافسية للمؤسسة، الفرص المتاحة امامها وكذا التهديدات للتحوط منها وتمييز نقاط القوة والضعف، اما المنظور المالي فيسمح بتحديد محددات الأداء الاقتصادي والمالي للمؤسسة على المدى الطويل من خلال تحليل هيكلها التمويلي وتقييم قوتها المالية.

### رابعا/ مرحلة اختيار الطريقة المناسبة للتقييم:

هناك عدة مقاربات مختلفة للتقييم و التي يمكن استخدامها لتقييم المؤسسات، حيث يمكن استخدام واحدة او أكثر حسب الغرض من التقييم و تتمثل هذه المقربات في ( مقارنة الذمة المالية، مقارنة التدفقات، مقارنة فائض القيمة)، تتم عملية اختيار طريقة التقييم وفق عدة شروط تسمح بتطبيق الطريقة و هذا حسب خصوصية الشركة والقطاع المنتمة اليه و كذا المعلومات المتوفرة و المتاحة امام المقيم، إضافة إلى ذلك الظروف المحيطة بعملية التقييم في حذ ذاتها و هذا ما يسهل انجاح العملية و الوصول إلى القيم الحقيقية التي تسمح للمؤسسة باستعمالها لمختلف الأغراض.

### خامسا/ مرحلة تحديد القيمة او مجال القيم

ان الهدف من عملية التقييم لا يتمثل فقط في إيجاد قيمة واحدة للمؤسسة محل التقييم بل و يجب على المقيم الاجتهاد لتحديد مجال القيم، من خلال تحديد القيمة الصغرى والقيمة الكبرى، كما ان أساليب التقييم يجب ان ينظر لها كأداة داعمة للقرارات المسيرين والمستثمرين.

<sup>1</sup> Jean-Étienne Palard and Franck Imbert, *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*, Eyrolles, 2013, p 77.

<sup>2</sup> *Ibid.* p77

سادسا/ مرحلة اعداد تقرير حول عملية التقييم

في المرحلة الأخيرة يقوم المقيم بإعداد تقرير عن عملية التقييم التي وكلت اليه وإبداء رأيه في القيمة التي توصل اليها من خلال التطرق إلى النقاط التالية<sup>1</sup>:

- الأعمال التي قام بها الخبير والظروف التي مرت بها عملية التقييم؛
- الحدود التي اثرت على عدم تطبيق بعض الاعمال، سواء كانت من طالب التقييم أو نتيجة تعذر توفر خبير تقني ذو خبرة بمسائل معينة في إطار التقييم؛
- تبرير المقاربات المستعملة و/او المستبعدة (الظرف، الوضعية، نوع وحجم المؤسسة، النشاط...)
- إعطاء التبريرات المتعلقة بفرضيات اختيار مكونات الصيغ الرياضية لتنفيذ عملية التقييم (معامل المضاعف، معدل الاستحداث، علاوة المخاطر، طبيعة العوائد)؛
- تقديم ملخص لكيفية حساب القيم بمختلف الطرق المعتمدة إضافة إلى ارفاقها بملاحق تفصل حسابات تلك القيم؛ إضافة إلى تبيان مجال القيم المتحصل عليها لتوضيح نتائج مختلف القيم الناتجة عن طرق المستعملة.

<sup>1</sup> “Conseil Supérieur de l’ordre Des Experts-Comptables, **La Mission d’évaluation : Méthodologie et Outils d’analyse / Évaluation d’entreprise** / Focus Bases Documentaires / Accueil - Ordre Des Experts-Comptables,” accessed July 20, 2017, [http://ante.experts-comptables.com/csoec/Focus-bases-documentaires/Evaluation-d-entreprise/La-Mission-d-evaluation-methodologie-et-outils-d-analyse#eztoc23845576\\_1](http://ante.experts-comptables.com/csoec/Focus-bases-documentaires/Evaluation-d-entreprise/La-Mission-d-evaluation-methodologie-et-outils-d-analyse#eztoc23845576_1).

### المبحث الثاني: مقاربات تقييم المؤسسة

يتناول هذا المبحث تحليل أهم مقاربات التقييم التي يمكن تطبيقها في بيئة الاعمال الجزائرية، اذ سيتم التطرق إلى مقارنة الذمة المالية في المطلب الأول والتي تركز على المنظور المحاسبي، أما المطلب الثاني فيتطرق إلى مقارنة التدفقات النقدية والتي تستند إلى المنظور المالي، وفي الأخير سيتطرق المطلب الثالث إلى مقارنة الفوائد والتي تركز على المنظورين المحاسبي والمالي.

#### المطلب الأول: مقارنة الذمة المالية

يتناول هذا المطلب مقارنة الذمة المالية التي تعتمد على الأساس السكوبي من خلال التطرق الى مختلف الطرق التي هي تحت هذه المقاربة كما يلي:

#### الفرع الأول: الأصل الصافي المحاسبي

يمكن تعريف الأصل الصافي على أنه ذلك الفوائد الناتج عن الفرق بين كل مما تملكه المؤسسة من أصول حقيقية وما عليها من التزام اتجاه الغير<sup>1</sup>، كما تقوم هذه الطريقة على تحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من الوضعية المالية الصافية<sup>2</sup>، وعليه فإن قيمة المؤسسة تتحدد وفقا للعلاقة التالية:

$$\text{الأصل الصافي المحاسبي} = \text{مجموع الأصول} - \text{مجموع الديون} \dots (1-1- I)$$

#### الفرع الثاني: الأصل الصافي المحاسبي المصحح

تعطي الميزانية صورة محاسبية للأصول والخصوم حيث يكون التسجيل المحاسبي وفقا للتكلفة التاريخية ما ينتج عنه رؤية تاريخية لهذه العناصر، وفي الواقع قيمة المؤسسة المحسوبة مباشرة هي الحد الأدنى او الأصغر لقيمة الأصل بسبب ارتكازها على منظور لا يعكس الواقع الاقتصادي، وفي أغلب الأحيان فان قيمة الأصل الصافي في الميزانية نادرا ما تعكس الصورة الصادقة للقيمة الاستعمالية الحالية للأصول المستخدمة في نشاط المؤسسة وذلك لعدة نقاط يمكن أن تتأثر بهم متمثلة في<sup>3</sup>:

- التسجيل المحاسبي الذي يتم على أساس التكلفة التاريخية؛
- شبه السيطرة الجبائية للإثبات المحاسبي للاهتلاكات والمؤونات؛
- قيم العناصر المعنوية المسجلة في الميزانية وغياب البعض منها؛
- قيمة سندات المساهمة؛

<sup>1</sup> Yves Brulard et al., *L'acquisition d'une Société En Pratique Aspect Économiques, Juridiques et Fiscaux*, Les Ateliers Des FUCaM, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, p34.

<sup>2</sup> Patrice Vizavona, *Op.Cit*, p05

<sup>3</sup> Florence Pierre et Eustache Besançon, *Op.Cit*, p68.

- الأصول خارج الاستغلال؛
- الخصوم الغير الظاهرة.

ومن هذا المنطلق جاءت طريقة ANCC\* لتصحيح هذه النقائص والسلبيات من خلال ادخال مجموعة من التصحيحات على قيم الأصول، حيث يمكن تقدير قيمة المؤسسة كالتالي<sup>1</sup>:

$$\text{ANCC} = \text{الأصول المصححة (المقيمة بالقيمة الاستعمالية) - الخصوم المستحقة... (2-1-I)}$$

كما يمكن تقدير قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{ANCC} = \text{الأصل الصافي المحاسبي} + / - \text{فوائض او نواقص قيمة للأصول} + \text{الاحتياطات المستترة} + \text{الأصول الضريبية المؤجلة} - \text{الخصوم الضريبية المؤجلة... (3-1-I)}$$

وتتأتى الضرورة من إعادة تقييم الأصول انطلاقاً من التغيرات الاقتصادية التي تطرأ من فترة إلى أخرى، ومنه فلا بد من متابعتها مثل: "تقلب قيمة العملة، أساليب الإهلاك، تطور أسعار السوق لمختلف الأصول"، وبالتالي فان كيفية الحساب يمكن ان ينجم عنه فجوة كبيرة بين الميزانية المحاسبية والميزانية المالية<sup>3</sup>، وعليه لا بد من ترتيب العناصر التي تُكوّن ذمة المؤسسة والتي تتجلى في<sup>4</sup>:

- العناصر الضرورية للاستغلال: تعتبر هذه العناصر من الأملاك المتبقية والدائمة تحت تصرف المؤسسة وتحدد قيمتها على أساس القيمة الاستعمالية، حيث تعبر القيمة الاستعمالية عن السعر الواجب انفاقه او صرفه من اجل اقتناء سلعة ما في الوقت الحالي والتي تكون قادرة على تلبية الحاجة وذلك وفق معايير محددة المدة التي صنعت من اجلها.
- العناصر غير الضرورية للاستغلال: نقصد بها العناصر التي تعمل خارج عملية الاستغلال مثل: الأراضي، المباني، المعدات، الخزينة الظاهرة (الحسابات المحمّدة، سندات التوظيف)، الخزينة الغير ظاهرة (فائض في المخزون)، وبالتالي فهذه الأصول الثابتة سوف يتم الاستفادة منها في تمويل دورة استغلال للمؤسسة او تمويل استثمارات الاستغلال في المستقبل او من طرف المشتري في تمويل عملية الشراء.

\* ANCC = Actif Net Comptable Corrigé

<sup>1</sup> Brulard et all, **Op.Cit**, p34.

<sup>2</sup> "L'actif Net Comptable Corrigé (ANCC)," accessed January 16, 2015, <http://www.decformations.com/comptabilite/ancc.php>.

<sup>3</sup> Claude janssens, **Op.Cit**, P41.

<sup>4</sup> Brilman and Maire, **Op.Cit**, p 136.

وبذلك على المقيم القيام بمجموعة من الإجراءات التصحيحية التي تخص مختلف العناصر المعنية بغية إعطاء صورة صادقة وحقيقة للقيمة وفقا لهذه الطريقة.

أولا/تقييم عناصر الأصول غير جارية:

أ-1- الأصول المعنوية

تقتصر عملية تقييم الأصول المعنوية على براءة الاختراع وما شابهها من تراخيص وشهادات استثمارية حيث أن هذه العناصر تتميز بقيم خاصة مستقلة عن المؤسسة، ويتم تقييم هذه الأصول من خلال سوق نشطة خاصة بها، وفي حالة عدم وجود سوق نشطة يتم تقييمها على أساس التدفقات المستقبلية المستحقة<sup>1</sup>، اما بالنسبة للمصاريف التأسيس والدراسات فيتم التعامل معها كما يلي:

1- مصاريف التأسيس وهي عموما لا تدخل ضمن حسابات الأصول الصافية.

2- مصاريف الدراسات: في هذه الحالة وجب اتباع الأسلوب التالي:

- المصاريف المتعلقة بالمنتجات الموجودة تؤخذ بقيمة صفر (باستثناء الأثر الجبائي) ونفس الامر بالنسبة للمصاريف المتعلقة بالدراسات التي تحافظ على القدرات الحالية للمؤسسة.
- المصاريف المرتبطة بالمنتجات الجديدة يمكن تقييمها وتحسب ضمن الأصول.

أ-2- الأصول المادية

الأراضي: نص النظام المحاسبي المالي الجزائري في الفقرة 121.21 على ان القيمة الحقيقية للأراضي والمباني

تحدد في العادة في السوق وتحدد هذه القيمة استنادا إلى تقدير يجريه مقومون محترفون مؤهلون<sup>2</sup>.

وفي العموم تظهر الأراضي في الميزانية بقيمة شرائها وبالتالي فمن الممكن جداً أن تكون لديها قيمة مضافة، كما وجب التمييز بين هذه الأراضي ما إذا كانت مبنية أو غير مبنية " مخصصة للاستغلال أو خارج الاستغلال"، حيث أن قيمة الأرض الغير مبنية ترتكز على عدة معايير نذكر منها تحديد الموقع، العرض والطلب إضافة إلى رخصة البناء ويتم التقدير بواسطة اللجوء إلى خبراء ومتخصصين في ميدان العقارات والأراضي، والتقصي لدى الوكالات العقارية، الموثقين، المصالح البلدية فهؤلاء يعرفون جيداً الأسعار المحددة في بعض القطاعات ومدى صلاحيتها سواء في استعمالها أم عدم استعمالها، خاصة في المجال القانوني كتفادي مخاطر الحجز و إمكانية البناء من حيث موقعها، كالمناطق الصناعية، فكل هذا يلعب دورا هاما في تحديد سعر قيمة الأرض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Brulard et al., Op.Cit , p35.

<sup>2</sup> الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، مرجع سبق ذكره، ص10..

<sup>3</sup> Brilman and Maire, Op.Cit , p137.

ويتم حساب قيمة الأرض الغير مبنية على أساس سعر المتر المربع كما يلي:

$$\text{قيمة الأرض الغير مبنية} = \text{سعر المتر المربع} \times \text{مساحة الأرض}$$

اما بالنسبة للأراضي المبنية فهي تخضع لتخفيض جزائي ناتج عن وجود بنايات عليها مقدرا بـ 30%<sup>1</sup>، ويتم حساب قيمة الأرض المبنية عن طريق التقدير إلى أساس التكلفة العقارية حيث تركز هذه الطريقة على حساب كل التكاليف الأشغال التي تمت على الأرض من " مصاريف الأخصائي، و كل مصاريف التهيئة و الرسوم المتعلقة بالمشروع إضافة إلى سعر الأرض أي يتم حساب قيمة الأرض انطلاقا من نسبة التكاليف العقارية من سعر تكلفة المتر المربع المبنى، والتي يمكن للمقيم اللجوء إلى معرفة التكلفة العقارية للمتر المربع الواحد عن طريق التقصي عن بنايات أنجزت حديثا في منطقة مجاورة، ومنه تحسب قيمة الأرض المبنية كما يلي :

$$\text{قيمة الأرض المبنية} = \text{قيمة التكلفة العقارية للمتر المربع} \times \text{مساحة الارض}$$

كما يمكن ان تكون الأرض مؤجرة فهنا على المقيم الأخذ بعين الاعتبار مجمل التعويضات التي يمكن للمستأجر ان يفرضها في حالة توقف التأجير لهذه الأراضي<sup>2</sup>.

المباني: يمكن ترتيب المباني التي تساهم في عملية الاستغلال كالتالي (الورشات، المخازن، مقر الإدارة، المكاتب الخاصة بالمصنع) وعليه فان كل مبنى يساهم في عملية الاستغلال الا وله قيمة استعمالية وهذا مهما كان عمره وهذه الأخير لها علاقة بنوع المبنى، النشاط التي يختص به كل مبنى، الاقدمية<sup>3</sup>.

وفي إطار التقييم وتحديد القيمة السوقية للمبنى، تكون هي الأخرى من طرف خبراء متخصصين في الميدان كما هو منصوص عليه في الفقرة 21.121 من النظام المحاسبي المالي<sup>4</sup> ، ويمكن تقييم المباني عن طريق:

- التقييم على أساس إعادة البناء: تركز هذه الطريقة على نوعية المبنى وارتباطها بالنشاط المخصص بها وبالتالي الأخذ بعين الاعتبار كل المصاريف المتعلقة بالبناء، كما يمكن إضافة معاملات أخرى لها والمتمثلة بمؤشر خاص بالتدهور الذي يتعرض له المبنى ومنه يتم التقييم وفق المعادلة التالية<sup>5</sup>:

$$\text{القيمة الاستعمالية للمبنى} = \text{المساحة المبنية} \times \text{تكلفة البناء للمتر المربع} \times \text{معامل الامتلاك} \times \text{معامل القِدم}$$

<sup>1</sup> Idem.

<sup>2</sup> Ibid,138.

<sup>3</sup> Brulard et al., Op.Cit ,p36 .

<sup>4</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، ص10.

<sup>5</sup> Brilman and Maire, Op.Cit, 139.



- **التقييم وفق قيمة الحياة:** تركز هذه الطريقة على أساس تحيين التكاليف المتعلقة بكل سنة نظرا للأشغال والاستثمارات التي قامت بها المؤسسة لإنجاز المبنى من اجل نشاط معين مع تطبيق معدل الاقدمية وهذا للحصول على القيمة الجديدة للمباني.
- **التقييم على أساس المقارنة:** تقوم هذه الطريقة لحساب قيمة المبنى على معرفة تكلفة إعادة بناء مبنى مماثل بنفس المعايير وتطبيق عليه معامل التقدم.
- **التقييم على أساس الدخل:** تطبق هذه الطريقة عموما في الحالات الخاصة والمتعلقة بالمباني المؤجرة بحيث يطبق معدل رسملة للعوائد التي تتحصل عليها المؤسسة نتيجة تأجيرها لها، كما يمكن استعمال هذه الطريقة بالنسبة لمباني غير المؤجرة وذلك بواسطة تقدير نظري للعوائد وفي هذا الشأن على الخبير ان يكون محتاطا وحذرا نظرا لعدم تأجيرها فعلا<sup>1</sup>.

المعدات: تلعب المعدات دورا مهما في حياة المؤسسة ونشاطها، فعملية تقييمها تكون بعدة طرق كما يلي<sup>2</sup>:

- أ- القيمة الاستعمالية: حيث تستند هذه الطريقة على أساس القيمة الجديدة المصححة بواسطة تطبيق معاملات تأخذ بعين الاعتبار المدة المتبقية للآلة حيث يتم تقديرها من خلال معدل الاستخدام ومدى أهمية صيانتها حيث:

$$\text{القيمة الاستعمالية} = (\text{القيمة المحاسبية الصافية} \times \text{القيمة الجديدة}) / \text{القيمة المحاسبية الاجمالية}$$

- ب- التقييم بالمقارنة: تستند هذه الطريقة على المقارنة بين جهازين، بمعنى القيمة الحالية لجهاز معين ومماثل للذي تملك المؤسسة، وذلك من حيث الحداثة في التقنيات، الطاقة الإنتاجية وبالتالي المردودية التي يحققها كل واحد منهما، وهكذا يصبح من الممكن تقدير وإعطاء قيمة للجهاز المستعمل حاليا.

- ت- التقييم عن طريق تكلفة الحياة: يمكن إعطاء قيمة للمعدات انطلاقا من تكلفة الحياة آخذين بعين الاعتبار مدة حياة هذا التجهيز بالإضافة إلى تطور مؤشر السعر كما هو موضح في العلاقة التالية:

$$\text{قيمة التجهيز} = \text{تكلفة الشراء (1 - معامل التقييم)} \times \frac{\text{المدة المتبقية للاستعمال}}{\text{المدة الاجمالية للاستعمال}}$$

<sup>1</sup> بلخير بكاري، النظام المحاسبي المالي والتقييم وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح، المؤتمر العلمي الدولي حول الاصلاح المحاسبي في الجزائر، ورقلة، الجزائر، 2013، ص08.

<sup>2</sup> Brilman and Maire, **Op.Cit.**, p140

حيث يعتبر معامل التقييم المؤشر الذي يقيس التدني الحاصل بين تاريخ الحيازة والسنة الحالية بالنسبة المعنوية.

كما يمكن استعمال طريقة إعادة التقييم والتي تركز على رسملة الاستثمارات وترجيح القيم المحصل عليها بتطبيق معامل الأقدمية، حيث يمكن استعمال هذه الطريقة على كل جهاز لوحده، او على مجموعة من الأجهزة التي تتقارب فيما بينها ونوعا من متشابهة.

عقود الايجار: حسب الفقرة 2.135 من النظام المحاسبي المالي والذي ينص على أنه "يدرج في الحسابات كل أصل يكون محل عقد إيجار تمويل في تاريخ دخول العقد حيز التنفيذ مع احترام مبدأ تغليب الواقع الاقتصادي على الجانب القانوني"<sup>1</sup>، أي ان عند عمليات التقييم يعتبر هذا الاصل ملكا للمؤسسة ويدرج ضمن العناصر التي تدخل في التقييم بالإضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار قسط الإهلاك والاعباء الناتجة عن هذا القرض.

### أ-3- تقييم الأصول المالية:

تقوم المؤسسة ولعدة أسباب باقتناء سندات الملكية او الدين التي يتم إصدارها من قبل مؤسسات أخرى، هذه الأسباب قد تكون مالية كتوظيف للأموال المتاحة وتحصيل الفوائد او الأرباح او تحقيق فوائد عند التنازل عنها، وقد تكون أسباب استراتيجية من اجل مراقبة شركات أخرى مثلا ويمكن ان تكون نظامية من اجل احترام الالتزامات كالاكتتاب في الحصص الاجتماعية عند الحصول على قرض<sup>2</sup>.

ونظرا للتغيرات التي تطرأ خلال السنة على قيمة الاستثمارات فتعمل المؤسسة على تقييم أصولها المالية، ففي الفقرة (5.112) نص النظام المحاسبي المالي على أنه "يقدر الكيان عند حلول كل تاريخ اقفال الحسابات إلى تقدير وتفحص ما إذا كان هناك أي مؤشر يدل على أن أي أصل من الأصول المالية لم تتغير قيمته وإذا ثبت وجود ذلك فوجب على الكيان أن يقوم بتقدير القيمة الممكن تحصيلها من الأصل"<sup>3</sup>.

فبالنسبة لتقييم سندات المساهمة تكون المؤسسة ام حالتين<sup>4</sup>:

- عندما تكون المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات أخرى، فإن هذه الأخيرة تعتبر فروعا من المؤسسة المساهمة (الأم) والتي يجب تقييمها تبعًا لنفس المبادئ المستعملة في المؤسسة الأم ومن ثم دمجها معها، لتشكل وحدة اقتصادية متجانسة؛

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، ص19.

<sup>2</sup> بكاري بلخير، دروس في المحاسبة المعمقة وفق النظام المالي المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016، ص61.

<sup>3</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، ص07.

<sup>4</sup> سويسسي هوارى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص86.

○ أما في الحالة العكسية، لما تكون المؤسسة متنوعة لمحفظتها المالية ومساهمة في المؤسسات بجزء صغير من رأس مالها فإن تقييم هذه المساهمات يتم بطريقة منفصلة عن المؤسسة المساهمة واعتبارها ضمن القيم خارج الاستغلال، بحيث يتم تقييمها بقيمتها التفاوضية خاصة إذا كانت أسهم المؤسسة مسعرة في البورصة أو برسمة الأرباح الموزعة لخمس أو ست سنوات أو عن طريق رسمة النتيجة من أربع إلى خمس سنوات.

### ثانيا/ تقييم الأصول الجارية:

أ-المخزونات: باعتبار تقييم المخزونات أمرا معقدا نوعا ما فان من الضروري أن تتم عملية تدقيق للنوعية، الكمية والقيمة الحقيقية لاستعمال هذه المخزونات، حيث ان هذه العملية تؤدي في النهاية إلى اصدار أحكام تصحيحية للأخطاء التي من الممكن ان تقع فيها المؤسسة بشأن هذه المخزونات النهائية ولذا من الضروري القيام بدراسة عميقة اعتمادا على المحاسبة التحليلية<sup>1</sup>؛ يمكن تقييم هذه المخزونات حسب نوع هذه المخزونات<sup>2</sup>:

- ✓ المواد الأولية: تقيّم على أساس تكلفة الشراء وتأخذ بعين الاعتبار القيمة المتوسطة لمجموع تكاليف الشراء؛
- ✓ المنتجات النهائية: تقييم على أساس التكاليف التي دخلت في صنعها؛
- ✓ المنتجات قيد التنفيذ: تقييم مثل ما يقيم المنتج النهائي والأخذ بعين الاعتبار المواصلة في عملية التصنيع إلى غاية الانتهاء من تصنيعه.

ب-الزبائن: وجب على المقيّم مراجعة حسابات الزبائن كلما تطلب الأمر ذلك والتأكد من عدم وجود زبائن مشكوك فيهم، وفي حالة ما إذا حدث العكس لابد من الأخذ احتياطات وتكوين مؤونات كافية لمواجهة المخاطر التي قد تفاجئ المؤسسة من حين لآخر وبالتالي تعويض المبالغ التي لم تسدد من طرف المتعاملين معها، وفي حالة وجود عملاء غير قادرين على دفع مستحقّاتهم وجب اعدام هذه الديون وتخفيض قيمة العملاء من طرف المقيم.

<sup>1</sup> Patrice Vizavona, *Op.Cit* , p09.

<sup>2</sup> Georges Legros, *L'évaluation Des Entreprises "Méthodes et Études de Cas,"* Management Sup, Dunod, Paris, France, 2011, p54.

الفرع الثالث: طريقة القيمة الجوهرية

ان معرفة القيمة الحقيقية للمؤسسة يستند إلى معرفة مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، مع عزل جميع المؤثرات أو العناصر المكونة لهيكلها المالي، ويتعلق الامر هنا بالفائض بالخرينة او الديون المرتفعة التكاليف وبالتالي الوصول إلى الهدف المنشود وهو تقييم الذمة المالية والذي يسمى من طرف الخبراء الممارسين "بالقيمة الجوهرية للمؤسسة"<sup>1</sup>.

يأتي تركيز الخبراء على القيمة الجوهرية من خلال السلبيات التي تتميز بها طريقة الأصل الصافي المصحح كإهمالها للعناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة لكنها تعمل على تحديد النتيجة رغم ان طريقة ANCC تظهر حقيقة الذمة المالية للمؤسسة.

وتعرف القيمة الجوهرية حسب J.Viel, O.Bredt et M.Renard على أنها القيمة "المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة"، حيث أُدخِل هذا المفهوم في مجال تقييم المؤسسات من طرف الخبراء الألمان سنة 1960<sup>2</sup>.

تقوم طريقة القيمة الجوهرية على مبدأ الاستمرارية في النشاط دون الأخذ في الحسبان مصادر التمويل، وعليه انطلاق من أصولها الصافية المحاسبية والتي تمثل الفرق بين أصول المؤسسة والخصوم المستحقة فإننا نجد أنفسنا امام معادلة تعبر عن الوضعية الصافية للمؤسسة وهي غير كافية للتقييم بل هي معادلة تستعمل في عمليات التشخيص المالي.

ومنه لحساب هذه القيمة وجب على المقيم اتباع بعض الخطوات والمتمثلة في<sup>3</sup>:

- خصم كل العناصر المادية والغير مادية الغير اللازمة للاستغلال؛
- الأخذ بعين الاعتبار فواض القيم التي تحققها العناصر الغير مادية مثل "براءات الاختراع، العلامات التجارية"؛
- إضافة العناصر الضرورية للاستغلال مثل الاستثمارات المؤجرة إلى الأصول؛
- إضافة المصاريف الوهمية كطرف في حساب القيمة الجوهرية.

إذاً فيمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول الاجمالية المعاد تقييمها بمنظوري الاستمرارية منقوص منها العناصر خارج الاستغلال مضافا اليها مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة والأموال المؤجرة.

<sup>1</sup> Brilman and Maire, *Op.Cit*, p106.

<sup>2</sup> Viel, J, O.Bredt, and M,Renard, *L'évaluation des entreprise et des parts d'entreprise, Guide pratique avec des exemple numériques*, Dunod .Paris, France, 1971.  **cité par** Brilman and Maire, *Ibid*,p106.

<sup>3</sup> Patrice Vizavona, *Op.Cit* , p15.

**القيمة الجوهرية = الأصول الاجمالية المصححة بمنظور الاستمرارية - العناصر خارج الاستغلال + مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المؤجرة... (4-1-I)**

من خلال العلاقة رقم (4-1-I) المقدمة أعلاه نلاحظ ان القيمة الجوهرية قد حسبت بصورة إجمالية أي انها متضمنة للديون، حيث تركز سوى على تحديد الربح التقديري ولا تأخذ في الحسبان مفهوم الهامش الخام لتمويل الذاتي وتغيرات الاحتياج في رأس المال العامل، الا ان الخبراء الممارسين المنتمين إلى المدرسة الوطنية لخبراء المحاسبين في بلجيكا أوجدوا مفهومين يحسنان من مفهوم القيمة الجوهرية وهما كما يلي<sup>1</sup>:

- **القيمة الجوهرية الصافية:** والتي تحسب انطلاقا من القيمة الجوهرية الاجمالية منقوصا منها الخصوم المستحقة (مجموع الديون)،

**القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الاجمالية - مجموع الديون... (1-4-1-I)**

من هذا المنظور نجد القيمة الجوهرية تماثل القيمة المحاسبية الصافية المصححة وهذا بعد ادخال بعض التعديلات ممثل الأخذ بعين الاعتبار قيمة الأصول المستأجرة.

- **القيمة الجوهرية الاجمالية المخفضة:** والتي تحسب انطلاقا من القيمة الجوهرية الاجمالية منقوصا منها الديون بدون فوائد.

**القيمة الجوهرية الاجمالية المخفضة = القيمة الجوهرية الاجمالية - الديون بدون فوائد... (2-4-1-I)**

واستناد الى ما تم تحليله نجد ان القيمة الجوهرية تجمع كل القيم او العناصر التي تدخل مباشرة في الاستغلال، وعدم الأخذ العناصر الخارج الاستغلال بعين الاعتبار أي اهمالها، إضافة إلى العناصر التي تدخل في تحديد النتيجة ولكنها لا تظهر في الميزانية مثل الإيجارات.

<sup>1</sup> Pierre Jamar, *L'évaluation des biens immobiliers*, Edipro, Belgique, 2012,p-p141-142.

الفرع الرابع: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)

يعتبر الباحثان A. Barnay و G. Calba الأموال الضرورية الدائمة الضرورية للاستغلال على أنها كل الوسائل المستخدمة من طرف المؤسسة و المتمثلة في الاستثمارات الثابتة للاستغلال إضافة إلى الاحتياج في رأس المال العامل<sup>1</sup>، وهذا انطلاقاً من الانتقادات الموجهة للقيمة الجوهرية الصافية، حيث تركز هذه الطريقة على الأخذ بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال و المتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دوري الاستثمار و الاستغلال .

وبالتالي فالقيمة تتكون من (الاستثمارات الصافية، الاستثمارات المستأجرة والمؤجرة، قيم الثابتة للقرض الايجاري، الاحتياج في رأس المال العامل)<sup>2</sup>، ومنه يتم حساب كما يلي:

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{الاستثمارات الثابتة للاستغلال} + \text{القيم الثابتة للاستثمارات المستأجرة والمؤجرة} + \text{القيم الثابتة للقرض الايجاري} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل} \dots (I-1-5)$$

<sup>1</sup> André BARNAY and Georges CALBA, *Combien vaut votre entreprise ?*, ENTREPRISE MODERNE D'EDITION, 4e éd ,1975, *cité par* Brilman and Maire, *Manuel D'évaluation Des Entreprises*, p109 .

<sup>2</sup> Chérif-Jacques Allali, *Comptabilité et audit -Annales 2016 du DSCG 4-*, CJA , 2015, p117.

المطلب الثاني: مقارنة التدفقات

يتطرق هذا المطلب الى مقارنة التدفقات حيث سيتم تقديم ثلاث طرق تحت هذه المقاربة متمثلة في طريقة العائد، طريقة القدرة على التمويل الذاتي، وطريقة التدفقات النقدية

الفرع الأول: التقييم على أساس العائد

تعتبر هذه الطريقة حسب اغلب الخبراء نصف تقنية – assez technique – حيث أنه يتم تقييم المؤسسة انطلاقا من العوائد التي تحققها وذلك اعتمادا على النتائج المتكررة والملاحظة على مدى عدة سنوات، او النتائج المحتملة في المستقبل من خلال استحداث هذه النتائج بمعدل خصم آخذا في الاعتبار مخاطر تدني أداء هذه المؤسسة في المستقبل وهذا انطلاقا من تحديد المؤشر الذي يمثل القدرة الربحية للمؤسسة للوقوف على القيمة الحقيقية التي سيمثلها هذا المؤشر.

ومن خلال هذا التحليل يتم تقييم المؤسسة على الأساس التالي<sup>1</sup>:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \frac{\text{(القدرة الربحية) النتيجة النموذجية}}{\text{معدل الخصم}}$$

من خلال المعادلة أعلاه يمكن ان نعلم على أن (1/معدل الاستحداث) يساوي إلى المعامل M الذي يمثل عدد المرات التي يمكن أن نضرب فيه هذه النتائج الذي يسميه الخبراء عدد المرات التي يمكن شراء هذه النتائج، وبذلك تصبح المعادلة بالشكل التالي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{النتيجة النموذجية} \times \text{المعامل}$$

في الممارسة العملية فإن أغلب المهنيين يستخدمون النتائج وهذا حسب تحليلهم الخاص للنتيجة وتأثيرها على قيمة المؤسسة، ويتم الاعتماد على جدول حسابات النتائج في اختيار هذه النتائج والمتمثلة في<sup>2</sup>:

- ✓ الهامش الاجمالي للتمويل الذاتي (MBA) أو القدرة على التمويل الذاتي (CAF)
- ✓ الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE أو EBITDA)
- ✓ النتيجة التشغيلية الصافية (EBIT أو ENE)
- ✓ النتيجة قبل الضريبة (EBT)؛
- ✓ النتيجة الصافية (RN).

<sup>1</sup> DAICI S.A.S. INTERNATIONAL., “3. La Méthode de Rentabilité - Etape 3 : Diagnostics et Évaluation de l’entreprise,” accessed July 10, 2016, <http://www.pic-inter.com/dossier-acheter-commerce/page-163>.

<sup>2</sup> L’Agence France Entrepreneur, “Méthode de Rentabilité,” Agence France Entrepreneur, accessed July 10, 2016, <https://www.afecreation.fr/pid10815/methode-de-rentabilite.html>.

انطلاقاً من هذه المؤشرات سيتم استعمال مؤشرين في عملية التقييم والمتمثلين في النتيجة الصافية التي تعتبر كعائد إضافة إلى الهامش الاجمالي للتمويل الذاتي والقدرة على التمويل الذاتي كونهما مصطلحان مترادفان ويتم الاعتماد عليهم من طرف المحللين داخل المؤسسة أو خارجها.

### أولاً/ التقييم على أساس النتيجة الصافية

تعتبر المؤسسة تركيبة معقدة من العوامل الاقتصادية بهدف الإنتاج حيث ان هذه التوليفة قادرة على تحقيق مستوى من الأرباح والتي نعبر عنها بالعوائد والذي يعتبر المقياس النقدي لكفاءة الوسائل المستخدمة في نشاط اقتصادي ما؛ حيث تم تطوير طريقة التقييم على أساس العائد في سنوات السبعينيات من طرف الباحثين الفرنسيين انطلاقاً من النظرية المالية الكلاسيكية، ويستند هذا التحليل على أن<sup>1</sup>:

أ- المساهمين في المؤسسة لهم الحق في النتائج المحققة ولا يعتبرون كحاملين أسهم فقط؛

ب- قيمة راس المال تقدر فقط من خلال النتائج التي يحققها.

تقوم هذه الطريقة على استحداث متوسط العوائد المتوقعة بمعدل خصم يقوم المقيم باختياره على أساس مجموعة

من العوامل والمعايير، ومنه يمكن إعطاء العلاقة التي تسمح بحساب قيمة المؤسسة على أساس العائد كما يلي<sup>2</sup>:

$$VAL = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{B}{(1+i)^n} \dots (I - 2 - 1)$$

حيث ان:

VAL = القيمة الحالية للمؤسسة؛

B = متوسط الأرباح المستقبلية؛

i = معدل الاستحداث؛

n = عدد السنوات.

من خلال العلاقة الرياضية أعلاه نلاحظ أنها تتكون من عدة عناصر وجب تحليلها:

متوسط الأرباح: يمكن أن يحسب بأخذ أرباح لا تتعدى الخمسة السنوات الماضية التي تسبق عملية التقييم، إلا أنه وبالاعتماد على هذه الأرباح لن يتم التوصل إلى القيمة القريبة من الحقيقة للمؤسسة كون ان القيمة تتحدد على أساس الأرباح المستقبلية وهذا ما يطرح مشكل استخدام الأرباح المستقبلية نظراً لمدى صحة وواقعية التنبؤات؛ إلا انه في حال تعدد الوصول إلى الأرباح المستقبلية يمكن للمقيم ان يستعمل الأرباح الماضية اعتماداً على " الربح الصافي المصحح" كمتوسط يمكن الاعتماد عليه للتعبير عن الربح المستقبلي.

<sup>1</sup> Florence Pierre and Eustache Besançon, **Op.Cit**, p70.

<sup>2</sup> Brilman and Maire, **Op.Cit**, p114.



معدل الاستحداث: يعبر هذا المعدل عن تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار أي هو العائد الذي يمكن ان يُتحصل عليه جراء استثمار نفس رأس المال في مكان آخر، حيث يستعمل هذا المعدل في حساب القيمة الحالية لمجموعة التدفقات المستقبلية، كما يعبر عن معدل المردودية المضمون للمستثمر<sup>1</sup>، ويستند اختيار معدل الاستحداث إلى عدة عوامل منها<sup>2</sup>:

✓ سعر السوق المالي والذي يمكن أن يعرف تقلبات لحالة الاقتراض؛

✓ المخاطرة المتعلقة بالمشروع حيث يعكس مخاطرة احتمال فشل المشروع؛

✓ طبيعة النشاط حيث يكون معدل الاستحداث مرتفع للمشاريع السريعة الاسترداد.

إضافة إلى ذلك يستند اختيار معدل الاستحداث انطلاقا من عدة أسس مرجعية في التطبيق، أي يتم اختياره من بين المعدلات الآتية<sup>3</sup>:

- معدل الفائدة والذي يتركز أساسا على معدل الإقراض المباشر طويل الأجل من طرف البنوك، حيث يعتبره بعض المؤلفين بذلك المعدل العادي المطبق في القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة محل التقييم؛
- معدل اصدار السندات والذي يعبر عنه بالمعدل المتوسط لإصدار السندات في القطاع العام، وان لم يكن متوفرا يتم أخذ المعدل المطبق في القطاع الخاص؛
- المعدل المتوسط للتقييم ذات العائد الثابت في السوق المالي؛
- تكلفة رأس مال المؤسسة لأنه يمثل تكلفة وسطية مرجحة لمختلف موارد التمويل المستعملة؛

إلا أنه عند استعمال معدل الاستحداث في حساب القيمة المؤسسة وجب إضافة علاوة خطر إلى الأصل الخالي من الخطر من اجل تفادي مخاطر عدم التأكد التي تحيط بنشاط المؤسسة في المستقبل، حيث يمكن تصنيف معدل العلاوة الواجب اضافته إلى مستويات عدة متراوحه بين 25% عند المستوى الضعيف من الخطر إلى 200% عند مستوى الخطر العالي جدا وهذا حسب التوقعات الاقتصادية ونوع النشاط التي تتعامل فيه المؤسسة<sup>4</sup>.

مدة الاستحداث: تعبر عن عدد السنوات التي سيتم استخدامها للتوصل إلى قيمة المؤسسة ، حيث ان اختيار هذه المدة لها تأثير مباشر على قيمة المؤسسة انطلاقا من اختيار الفترة، فاستخدام الفترة الطويلة سيؤدي إلى خلل في التقييم نظرا لحالة عدم التأكد التي سيقع فيها المقيم، ومن جهة أخرى اختيار المدة القصيرة سيكون له تأثير إيجابي على عملية التقييم لكون ان المقيم سيعتمد على توقعات المؤسسة و مخطط أعمالها في 3-5 سنوات القادمة إضافة إلى ذلك التطور التكنولوجي الحالي و الذي يؤثر بدوره على الاستثمارات المملوكة من طرف المؤسسة و مردوديتها.

<sup>1</sup> Zvi Bodie and Robert Merton, **Op.Cit** , p44.

<sup>2</sup> Joly, Xavier, **La décision d'investir**, les éditions d'organisation, Paris, France, 1988,p22.

<sup>3</sup> بلخير بكاري. "أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار - ENSP ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010، ص92.

<sup>4</sup> Brilman and Maire, **Op.Cit**, p167.

ثانيا / التقييم عن طريق القدرة على التمويل الذاتي

يعتبر القدرة على التمويل الذاتي المؤشر المرادف للتدفق النقدي باللغة الانجليزية CASH –FLOW حيث يستعمله الباحثون الفرنسيون باسم CAF\*\* حيث ان التدفق النقدي يعبر عن الفرق بين المدخلات المالية والمخرجات المالية<sup>1</sup>، ام القدرة على التمويل الذاتي فهو مرتبط بالنتيجة الصافية.

يعتبر هذان المصطلحان مقياس محاسبي للتدفق النقدي داخل المؤسسة، حيث يكتسب أهمية في تحليل المالي للمؤسسة من خلال تحديد الموارد الداخلية المولدة نتيجة لمختلف النشاطات التي تقوم بها المؤسسة.

يعبر مصطلح القدرة على التمويل الذاتي CAF عن الفائض الإجمالي الذي تولده المؤسسة بعد كل عمليات الاستغلال، الاستثمار والتمويل<sup>2</sup>، كما يعبر عن الطاقة او قدرة المؤسسة على تمويل نشاطاتها بنفسها وهو نفس التعريف المقدم للهامش الإجمالي للتمويل الذاتي MBA\*\* حيث يعبر عن مدى قدرة المؤسسة في تمويل نشاطاتها خلال دورة مالية قبل توزيع ارباحها<sup>3</sup>.

فحسب P. Quiry & Y. Le fur \* فان القدرة على التمويل الذاتي والهامش الإجمالي للتمويل الذاتي مصطلحان مترادفان الا ان مؤشر MBA لا يستبعد تأثير التنازل عن الاستثمارات والتي يؤثر على النتيجة الصافية عكس مؤشر CAF<sup>4</sup>، حيث يمكن حساب مؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة مضافة اليها مخصصات الإهلاك والتغير في مخصصات تدني قيمة الأصول.

كما يتأتى استعمال الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي من خلال التمثيل الجيد للقدرة الربحية للمؤسسة، وكذا الاعتماد عليها في تقييم المؤسسات الصناعية والتي تحتاج إلى استثمارات في شكل عتاد والتي بدورها تهتمك بقيم كبيرة.

\*\* CAF= Capacité d'autofinancement.

<sup>1</sup> Mark Pyles, *Applied Corporate Finance: Questions, Problems and Making Decisions in the Real World*, Springer Science & Business Media, New York, USA, 2013, p71.

<sup>2</sup> Hubert de La Bruslerie, *Analyse Financière Information Financière et Diagnostic*, 4 ed, Dunod, Paris, France 2010,p185.

\*\* MBA = Marge Brute D'Autofinancement

<sup>3</sup> "Marge Brute d'Autofinancement - MBA," accessed January 23, 2016,

<http://www.lexiquedumanagement.com/index.php/component/content/article/1-management/1013-marge-brute-dautofinancement-mba.html>.

\* [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

<sup>4</sup> "Vernimmen.Net : Analyse Financière : Question 4 - Définition de La Marge Brute d Autofinancement," accessed January 23, 2016, [http://www.vernimmen.net/Pratiquer/FAQ/analyse\\_financiere/definition\\_de\\_la\\_marge\\_brute\\_d\\_autofinancement.html..](http://www.vernimmen.net/Pratiquer/FAQ/analyse_financiere/definition_de_la_marge_brute_d_autofinancement.html..)

ويمكن ان نقدم الجدول التالي والذي يفصل طريقة حساب مؤشر القدرة على التمويل الذاتي كما يلي:

الجدول رقم (01-I) : يبين كيفية حساب القدرة على التمويل الذاتي

	<p>النتيجة الصافية</p> <p>+ محصصات الإهلاك المؤونات (الاستغلال، المالية)</p> <p>- المؤونات المسترجعة</p> <p>+ القيمة الصافية للأصول المتنازل عنها</p> <p>- إيرادات الأصول المتنازل عنها</p> <p>- اعانات الاستثمار المحولة إلى حسابات النتائج</p>
	<b>= القدرة على التمويل الذاتي</b>

المصدر: *Fondements de gestion financière: manuel et applications* (بتصرف)<sup>1</sup>

ويأتي استعمال هذا المؤشر لما له من دور وأهمية بالنسبة للمؤسسة من خلال<sup>2</sup>:

- إعادة تحديد الاستثمارات؛
- المساهمة في قدرة المؤسسة على التطور والنمو؛
- تغطية التدني المحتمل للأصول، المخاطر والخسائر التي يمكن ان تتحملها المؤسسة؛
- تغطية مكافأة راس المال (مكافآت المساهمين).

ويمكن استعمال مؤشر CAF لحساب القيمة الاستراتيجية لبعض مؤسسات بغرض الحيازة وذلك باستعمال مضاعفات للوصول لقيمة المؤسسة<sup>3</sup>، كما يستعمل لحساب قيمة مردودية المؤسسة بدلا من الربح الصافي المصحح<sup>4</sup> ويمكن صياغة الطريقة كما يلي:

$$V = CAF \times K \dots (I - 2 - 2)$$

حيث:

V = قيمة المؤسسة؛

CAF = القدرة على التمويل الذاتي

k = معامل المضاعف

<sup>1</sup> Albert Corhay and Mapapa Mbangala, *Fondements de gestion financière: manuel et applications*, Editions de l'ULG, 2007, p88.

<sup>2</sup> Hubert de La Bruslerie, *Op.Cit*, p178.

<sup>3</sup> *Ibid*, p180.

<sup>4</sup> سويسسي هوارى، مرجع سبق ذكره، ص 93.

ونشير إلى ان المعاملات التي تؤخذ بعين الاعتبار في عملية التقييم تقع بين 2 و 12 وهذا حسب نوعية النشاط، فالمعاملات الضعيفة توجه إلى الاستثمارات الأكثر أهمية او إلى القطاعات ذات درجة كبيرة من الاختلال، اما بالنسبة للمعاملات المرتفعة فهي توجه إلى الاستثمارات الصغيرة والخفيفة والقطاعات ذات التوازن<sup>1</sup>. كما ان القدرة على التمويل الذاتي تقيّم الفائض النقدي المحتمل إنشاؤه من طرف المؤسسة خلال السنة المالية، وهذا باستحداث القدرة على التمويل الذاتي كونه تدفق نقدي تولد عن نشاط المؤسسة، ومنه يمكن حساب القدرة المحتملة لنمو المؤسسة في المستقبل عن طريق الصيغة الرياضية كما يلي :

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CAFi}{(1 + K)^n} \dots (I - 2 - 3)$$

### الفرع الثاني: التقييم على أساس التدفقات النقدية المتاحة

تعتبر طريقة التدفقات النقدية خلال الثلاثين عام الماضية الأسلوب المعياري لتقييم النشاط الاقتصادي من منظور استمرارية النشاط، حيث ان هذه الطريقة تستند على ان المؤسسة تعتبر مشروع اقتصادي معقد سيولد أرباحا في المستقبل.

يمكن تعريف التدفق النقدي المتاح على انه المقدار النقدي الذي يمكن ان تدفعه الشركة للمستثمرين بعد تمويل كامل احتياجات الاستثمار اللازمة للنمو، حيث يمكن أن يكون هذا التدفق سلبيا بالنسبة للشركات سريعة النمو<sup>2</sup>.

كما يعبر عن التدفق المتولد من المؤسسة بعد تجديد وتوسيع وسائل الإنتاج ما يسمح للمؤسسة بتغطية تكلفة الدائنين الماليين وحاملي الأسهم<sup>3</sup>، إضافة إلى ذلك فهو يعبر عن فائض الخزينة الغير مستثمر.

من منظور السوق المالي يمكن أن نعرفه على انه التدفق النقدي الافتراضي للأسهم مؤسسة عديمة الاستدانة<sup>4</sup>.

كما يمكن تعريفه على انه التدفق المتبقي بعد دفع الضريبة المعيارية المحسوبة على أساس النتيجة التشغيلية الحالية.

<sup>1</sup> “Quelles Sont Les Règles de l'évaluation d'entreprise Selon l'administration Fiscale ? - Valorisation d'entreprise, Evaluation d'entreprise,” accessed July 8, 2016, <http://www.valorisation-entreprise.com/ae130,quelles-sont-les-regles-de-l-evaluation-d-entreprise-selon-l-administration-fiscale>.

<sup>2</sup> Richard A. Brealey, Stewart , C. Myers, and Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, 10th edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2010, p90.

<sup>3</sup> Georges Legros, *Op.Cit*, p13.

<sup>4</sup> Pablo Fernandez, “Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories, Social Science Research Network, , NY: SSRN Scholarly Paper Rochester, 2015),p03, <http://papers.ssrn.com/abstract=256987>.

ومنه يتم حساب التدفق النقدي المتاح كما يلي<sup>1</sup>:

$$\text{التدفق النقدي المتاح} = \text{النتيجة التشغيلية} - \text{الضرائب على الدخل التشغيلي} + \text{مخصصات الإهلاك}$$

$$- \text{التغير في رأس المال العامل} - \text{الاستثمارات الصافية للاستغلال... (I-2-4)}$$

انطلاقاً من الصيغة أعلاه تتحدد القيمة الاقتصادية للمؤسسة من خلال حساب القيمة الاقتصادية لرأس المال على أساس استحداث التدفقات النقدية المتاحة المتوقعة لعدد من السنوات، حيث يقوم المقيم باتباع هذه الخطوة وبناء سلسلة من القيم اعتماداً على سيناريوهات عديدة بغية الوصول إلى القيم المثلى اعتماداً على مجال من القيم المتوصل إليها والتي يمكن ان تمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة، وذلك حسب حالتين:

أ- حالة عدم وجود قيمة متبقية للمؤسسة<sup>2</sup>:

عادة ما تستخدم هذه الطريقة في تقييم المؤسسات الحديثة النشأة، حيث يكون كل الرأس المال مستعمل في استثمارات الناشئة Startup Investment، في هذه الحالة يمكن صياغة العلاقة الرياضية لتقييم المؤسسة كما يلي:

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FTDi}{(1+K)^n} \dots (I-2-5)$$

حيث:

FTD = التدفق النقدي الحر المقدر في الفترة.

k = معدل الاستحداث؛

n = المدة المأخوذة لحساب التدفقات

حيث يمكن أخذ فترة حساب التدفقات بين 5 إلى 7 سنوات وهذا على افتراض أن مدة حياة مشروع رأسمالي سيعاد بيعه، إضافة إلى ذلك الاستحداث يكون باستعمال نسبة عالية نسبياً وذلك لأخذ بعين الاعتبار المخاطر المحيطة بالنشاط والمؤسسة بشكل خاص<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Pascal Quiry et al., *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd edition, John Wiley & Sons, Chichester, U.K.; Hoboken, NJ, 2009, p651.

<sup>2</sup> Brillman and Maire, *Op.Cit.*, p126.

<sup>3</sup> *Idem.*

ب- حالة وجود قيمة متبقية للمؤسسة:

في هذه الحالة تصاغ العلاقة الرياضية كما يلي<sup>1</sup>:

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FTD_i}{(1+k)^n} + \frac{V_r}{(1+k)^n} \dots (I-2-6)$$

$V_0$  = قيمة المؤسسة؛

$FTD_i$  = تدفق النقدي المتاح للسنة  $i$ ؛

$k$  = معدل الاستحداث؛

$V_r$  = القيمة المتبقية للمؤسسة.

$n$  = مدة الاستحداث

تحليل القيمة المتبقية للمؤسسة: تعرف حسب هذا المنظور بقيمة الاستمرار ويتم احتسابها على أساس فرضية معدل نمو التدفق النقدي والذي يرمز اليه ب  $g_{FTD}$  الثابت على مدى البعيد إلى غاية السنة  $n$  التي تم اختيارها لتقييم المؤسسة، ومنه يتم صياغة العلاقة الرياضية التالية<sup>2</sup>:

$$V_r = \frac{FTD_{n+1}}{(k - g_{FTD})} = \left( \frac{1 + g_{FTD}}{k - g_{FTD}} \right) \times FTD_n \dots (I-2-7)$$

حيث ان معدل النمو على المدى الطويل يستند إلى معدل نمو الأرباح المتوقعة على المدى البعيد.

كما يمكن ان تحتسب القيمة المتبقية كما يلي<sup>3</sup>:

$$V_t = \frac{FTD}{i - c}$$

حيث ان:

$V_t$  : القيمة المتبقية المقدرة لنهاية المشروع؛

$FTD$  : التدفق النقدي المتاح لنهاية المشروع؛

$i$  : تكلفة راس المال

$c$  : معدل النمو الدائم

<sup>1</sup> Jonathan Berk and Peter DeMarzo, *Finance d'entreprise*, trans, Gunther Capelle-Blancard and Nicolas Couderc, 2nd ed, Pearson, Paris, 2011,p286.

<sup>2</sup> *Idem*.

<sup>3</sup> Georges Legros, *Op.Cit*, p19.

من خلال المعادلة السابقة يتبين لنا أن تقدير القيمة النهائية صعب للغاية بسبب استعمال معدلات نمو متوقعة في فترة غير نهائية، كما يمكن ان تخالف التوقعات على المدى البعيد ما لا يعطي صورة صادقة للقيمة النهائية، حيث يعتبر المحللون حسب P. Quiry & Y. Le fur ان المؤسسة تدخل في مرحلة نضج بالنسبة للأفق الواضح<sup>1</sup> وبالتالي عدم مصداقية التقديرات وبالتالي انحراف القيمة المقدرة للمؤسسة عن حقيقتها.

انطلاقاً من الانتقادات الموجهة لحساب القيمة المتبقية خاصة في بيئة الاعمال يشوبها الغموض على المستوى المستقبلي يمكن حساب القيمة المتبقية للمؤسسة انطلاقاً من:

✓ استحداث أحد نتائج حسابات التسيير التالية (رقم الاعمال، الفائض الإجمالي للاستغلال، النتيجة التشغيلية)

بمعدل خصم التدفق النقدي المتاح في السنة الأخيرة؛

✓ رسملة التدفقات الحرة للسنة الأخيرة من التقدير أو رسملة الأرباح للسنة الأخيرة للتوقعات بواسطة مؤشر *PER*

المقدر للمؤسسة<sup>2</sup>؛

✓ تصفية أصول المؤسسة في السنة الأخير من فترة التقدير وتقدير ما يمكن ان يدفع المشترون لمجموع الأصول<sup>3</sup>؛

✓ حساب الأصل الاقتصادي للسنة الأخيرة للتوقعات<sup>4</sup>؛

✓ استحداث التدفق الأخير إلى ما لا نهاية بمعدل استحداث يتمثل في معدل العائد الواجب الحصول عليه؛

- معدل الاستحداث: يعد حساب معدل الاستحداث امراً معقداً امام المحللين الماليين نظراً لعدة اعتبارات تم التطرق اليها سابقاً، الا ان أصحاب هذه الطريقة يوصون بأخذ التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال (*CMPC*) \* كونها يأخذ في الحسبان التكاليف المتوسطة للديون والأسهم لاستحداث التدفقات النقدية مع الأخذ بعين الاعتبار علاوة المخاطر الخاص بالمؤسسة أو القطاع الذي تنشط فيه.

- فترة الاستحداث: بالنسبة لهذا العنصر ففي الممارسة العملية، يتم توقع التدفقات النقدية المحددة خلال عدد معين من السنوات، وتسمى هذه الفترة فترة التوقع الواضحة، حيث ان هذه المدة تختلف تبعاً للقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، حيث يمكن أن تكون قصيرة بقدر 2-3 سنوات لشركة الفائقة التكنولوجية او التكنولوجيات المتطورة، 5-7 سنوات لشركات التجارية كما يمكن ان يستعمل بعض المحللين و المقيمي فترة تمتد بين 20-30 سنة<sup>5</sup>، الا ان استخدام الفترة الطويلة الممتدة بين 20-30 سنة ستؤثر على نتائج التوقعات حيث تكون عشوائية وفاقدة للواقعية و تميزها الشكوك حول مدى مصداقيتها.

<sup>1</sup> Pascal Quiry and Yann Le Fur, *Finance d'entreprise*, 14e éd, Dalloz Gestion ,Paris, France, 2015,p 697.

<sup>2</sup> Jean-Baptiste Tournier and Jean-Claude Tournier, *Evaluation d'entreprise: Que vaut une entreprise ?*, 4eme édition, Eyrolles, Paris, France, 2007,p150.

<sup>3</sup> ASWATH DAMODARAN, *INVESTMENT VALUATION*, 2nd ed, JOHN WILEY & SONS INC ,NEW YORK, 2002,p425.

<sup>4</sup> Georges Legros, *Op.Cit*,p19.

\* CMPC = Coût moyen pondéré du capital.

<sup>5</sup> Quiry et al., *Op.Cit*, p651.

المطلب الثالث: مقارنة فائض القيمة

ستتطرق في هذا المطلب الى مقارنة الفائض انطلاقا من تقديم تعريفا لمصطلح فائض القيمة إضافة الى تقديم الطرق الممكنة لحساب فائض القيمة.

الفرع الأول: تعريف فائض القيمة

تتعدد تعريفات فائض القيمة من طرف الباحثين وهذا بسبب اختلاف الأبحاث والغرض من استخدام فائض القيمة ولهذا سنقوم بإعطاء مجموعة من التعاريف المتمثلة بفائض القيمة.

فائض القيمة Goodwill يعبر عن الفائض الناتج عن الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة والأصل الصافي المصحح بقيمته السوقية حيث أن الناتج السلبي لنفس العنصرين سيعبر عن القيمة المتآكلة **Bad Will**<sup>1</sup>.

فائض القيمة يعبر عن قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد من منظور الاستغلال المستقبلي، حيث أن هذه الفوائض التي تحققها المؤسسة تتركز على العوامل الداخلية والخارجية التي تساهم بشكل فعال في تعظيم الربحية في الماضي، الحاضر والمستقبل<sup>2</sup>.

حسب المعيار الثالث من المعايير الدولية للتقارير المالية IFRS\* فإن فائض القيمة هي المنافع المستقبلية التي تتولد من أصول معنوية ولا يمكن تحديدها او الاعتراف بها بشكل منفصل<sup>3</sup>.

فائض القيمة هو مقياس لقيمة الأصول المعنوية التي لم يتم تقييمها مباشرة عن طريق الأصل الصافي المصحح، حيث يمكن للمؤسسة تحقيق فائض من خلال مجموعة من الأصول المعنوية والتي يمكن أن تتمثل في: الدراية الفنية، خبرة المؤسسة، حقوق الايجار، مهارة الموظفين، جودة التسيير، الكفاءة التنظيمية، حالة العملاء، سمعة العلامة التجارية، محفظة الابتكار التي تمتلكها المؤسسة وتستثمر فيها<sup>4</sup>.

فالتقييم على أساس فائض القيمة يعتبر من طرق التقييم المركبة او المهجنة حيث انه يقوم بالجمع بين المقاربة السكونية (مقاربة الذمة المالية) والطريقة الديناميكية (مقاربة التدفقات)، ويأتي استخدام هذه الطريقة للمشاكل الموجودة في طريقة تقييم العناصر المعنوية والتي لا تظهر في الميزانية الا أنها تساهم بشكل أو بآخر في نتائج المؤسسة، كما لا يوجد

<sup>1</sup> Brulard et al., **Op.Cit**, p42.

<sup>2</sup> Albert Corhay and Mapapa Mbangala, *Fondements de gestion financière: manuel et applications*, Editions de l'ULG, 2007, p153.

\* IFRS=International Financial Reporting Standards

<sup>3</sup> خالد جمال الجعرات، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>4</sup> Hubert de La Bruslerie, **Op.Cit**,p360.



توافق في آراء المحللين والخبراء بشأن المقاربة الأمثل لحساب فائض القيمة ومنه سنقوم بدراسة وإعطاء طرق التي تقييم هذه العناصر.

### الفرع الثاني: أساليب التقييم على أساس فائض القيمة

تتعدد طرق تقييم على أساس فائض القيمة حيث يمكن تقسيمها إلى طرق مباشرة وطرق غير مباشرة.

#### أولا/ الطرق المباشرة:

#### 1- الطريقة الانغلو سكسونية *Anglo-Saxon*

بموجب هذه الطريقة فان تحديد قيمة المؤسسة يركز على مجموع الأصل الصافي المصحح وفائض القيمة GW والذي يتم تقييمها على أساس الفرق بين صافي ربح المؤسسة والعوائد المحصل عليها من توظيف الأموال الضرورية بمعدل خالي من الخطر لمدة غير منتهية وتعطى قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$V = ANCC + GW \dots (I - 3 - 1)$$

حيث يحسب فائض القيمة GW وفقا للعلاقة التالية:

$$GW = \frac{(Rn - i \cdot ANCC)}{t} \dots (I - 3 - 1 - 1)$$

حيث أن:

Rn = الربح الصافي للمؤسسة؛

ANCC = الأصل الصافي المحاسبي المصحح؛

i = سعر الفائدة بدون مخاطر؛

t = معامل الاستحداث بعلاوة مخاطر.

ومنه وانطلاقا من الصيغتين المقدمتين أعلاه فإن قيمة المؤسسة تحسب كما يلي:

$$V = ANCC + \frac{(Rn - i \cdot ANCC)}{t} \dots (I - 3 - 1)$$

<sup>1</sup> Vincent Juguet, Philippe Giraudon, and Stéphane Onnée, *Op.Cit.*, p 175.

2- طريقة الربح المختصر لفائض القيمة

تسمى هذه الطريقة بطريقة (اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين)\* حيث يوصي هؤلاء الخبراء بحساب فائض القيمة باستحداث الربح الفائض لفترة معينة، عكس الطريقة الانغلو سكسونية والتي تعتمد على فترة غير منتهية، حيث تأخذ بعين الاعتبار تآكل فائض القيمة عبر الزمن وهذا لهشاشة العوامل المساهمة في توليد فائض الربح.

ومن هذا المنطلق تحسب قيمة المؤسسة كما يلي:

أ- حالة ثبات فائض القيمة: وفقا لهذه الحالة يتم حساب قيمة المؤسسة بجمع الأصل الصافي المصحح أو القيمة الجوهرية مع فائض القيمة التي تولده المؤسسة كما يلي<sup>1</sup>:

$$V = A + GW \dots (I - 3 - 2 - 1)$$

حيث يحسب فائض القيمة وفقا للعلاقة التالية:

$$GW = (B - r.A) \frac{1 - (1 + k)^{-n}}{k} \dots (I - 3 - 2 - 1 - 1)$$

ومنه:

$$V = A + (B - r.A) \frac{1 - (1 + k)^{-n}}{k} \dots (I - 3 - 2 - 1)$$

حيث ان:

A = الأصل الصافي المصحح او القيمة الجوهرية،

K = معدل الفائدة السندات الحكومية؛

B = القدرة الربحية او الربح الصافي (net incom) ؛

r = معدل المردودية المطلوبة (معدل الاستحداث)؛

n = مدة الاستحداث و التي تتراوح بين 5-8 سنوات.

\* Union of European Accounting Experts.

<sup>1</sup> Angelo Corelli, *Inside Company Valuation*, SpringerBriefs in Finance, Springer, switzerland, 2017, p10.

ب- حالة عدم ثبات فائض القيمة: وفقا لهذه الحلي يتم حساب القيمة كما يلي<sup>1</sup>:

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^N \frac{(B - k \cdot ANCC)}{(1 + r)^n} \dots (I - 3 - 2 - 2)$$

تجدر الإشارة إلى أن استعمال هذه الطريقة يكون وفق بعض التوصيات التي قدمها الخبراء بشأن التعامل مع العوامل المكونة لصيغة الرياضية<sup>2</sup>:

- أ- ينصح باستعمال فترة بين 3 إلى 8 سنوات كون الطريقة تفترض أن فائض القيمة يتآكل مع الزمن.
- ب- كما ينصح استعمال معدل الفائدة المطبق على السندات الحكومية مع إضافة 50% كمعامل خطر، كون ان السندات الحكومية شبه خالية من المخاطر.
- ت- يخضع مؤشر القدرة الربحية B إلى تخفيض يقدر ب 30% كمعامل حيطة وحذرهما كونه ربح يتم التنبؤ به<sup>3</sup>.

ثانيا/ الطرق غير المباشرة

1- طريقة الممارسين (الطريقة الألمانية):

تقوم هذه الطريقة على الجمع بين طريقة الذمة المالية من خلال استعمال (الأصل الصافي المصحح او القيمة الجوهرية) وطريقة التدفقات، حيث تقوم على رسملة الربح الصافي بمعدل استحداث مضاعف لمعدل التوظيف المفترض (i) لقيمة الأصل الصافي المصحح، مما يدل على استعمال معدل استحداث بمعامل خطر "Taux risqué" مضاعف لمعدل (i) الخالي من الخطر<sup>4</sup>، يحسب فائض القيمة متوسط فائض قيمة المرودية على قيمة الأصل الصافي كما يلي:

$$GW = \frac{1}{2} \left[ \frac{B}{i} - A \right] \dots (I - 3 - 3 - 1)$$

أو برسملة نصف فائض الربح على قيمة الأصل الصافي لمدة غير محدودة بمعامل  $\frac{1}{i}$

$$GW = \frac{1}{2} \times \frac{1}{i} (B - iA) \dots (I - 3 - 3 - 2)$$

<sup>1</sup> Georges Legros, *Op.Cit*, p136.

<sup>2</sup> Pablo Fernández, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Academic Press, 2002, p34.

<sup>3</sup> Brillman and Maire, *Op.Cit*, p121.

<sup>4</sup> *Idem*.

ومنه يمكن تقدير قيمة المؤسسة انطلاقاً من العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$V = \frac{A + \left(\frac{B}{i}\right)}{2} \dots (I - 3 - 3)$$

حيث أن:

A = الأصل الصافي المصحح؛

B = الربح الصافي؛

i = معدل الاستحداث.

من خلال العلاقة المقدمة نلاحظ أنها تستند إلى إعطاء نفس الوزن للقيمة الصافية للأصول وقيمة المردودية، وبالنسبة لمعدل الاستحداث (i) فيتم الاعتماد على معدل الفائدة المفروض على سندات الخزينة بالإضافة إلى معدل علاوة يتراوح بين 25% و 50%، كما ينصح مؤلفي هذه الطريقة بتطبيق تخفيض على الربح الحقيقي يقدر بـ 30%<sup>2</sup>.

ثالثاً/ الطرق الأخرى لحساب فائض القيمة

-1 طريقة شراء الأرباح السنوية:

ترتكز هذه الطريقة في حساب فائض القيمة على ضرب فائض الربح في عدد معين من السنوات، حيث أن المشتري يكون مستعد لدفع قيمة الأصل الصافي مضافاً إليه الربحية لعدد من السنوات<sup>3</sup>، ومنه يتم حساب فائض القيمة للمؤسسة كما يلي<sup>4</sup>:

$$GW = n (B - iA) \dots (I - 3 - 4 - 1)$$

ومنه يمكن حساب قيمة المؤسسة وفقاً للعلاقة التالية:

$$V = A + n (B - iA) \dots (I - 3 - 4)$$

حيث أن:

A = أصل الصافي المحاسبي المصحح؛

n = عدد السنوات، و عادة ما يؤخذ من 3 إلى 5 سنوات؛

i = معدل الفائدة المفروض على القروض الطويلة الأجل.

<sup>1</sup> Fernández, *Op.Cit*, p35.

<sup>2</sup> Brillman and Maire, *Op.Cit*, p123.

<sup>3</sup> S. N. Maheshwari & S. K. Maheshwari, *Advanced Accountancy Volume-II*, Vikas Publishing House, 10th Edition, 2009, p317.

<sup>4</sup> Pablo Fernandez, *Company Valuation Methods*, Social Science Research Network, Rochester, NY, SSRN Scholarly Paper, 2015, p09, <http://papers.ssrn.com/abstract=274973>

-2 طريقة حساب الفائض على أساس CPEN

تعود هذه الطريقة إلى الباحثان Barny & Calba حيث يعتمد في هذه الطريقة استعمال الأموال الدائمة للاستغلال الضرورية والعوائد المالية بدلا القيمة الجوهرية والقدرة الربحية، حيث أن القدرة الربحية تساوي إلى الفرق بين المدروسة المالية وقيمة توظيف الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال بمعدل خالي من المخاطر، ومنه يتم حساب فائض القيمة كما يلي<sup>1</sup>:

$$GW = \left( \frac{CPNE + a_n \times RF}{1 + i a_n} \right) - CPNE \dots (I - 3 - 5 - 1)$$

ومنه يتم تقدير قيمة المؤسسة وفقا لما يلي:

$$V = A + \left( \frac{CPNE + a_n \times RF}{1 + i a_n} \right) - CPNE \dots (I - 3 - 5)$$

حيث ان:

A = الأصل الصافي المصحح؛

CPNE = الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال؛

RF = العوائد المالية؛

i = معدل استحداث (يُعتمد على المعدل المتوسط المفروض على السندات الحكومية مضافا اليه علاوة بين 25% و75%)؛

a<sub>n</sub> = القيمة الحالية للمبالغ المستقبلية بالاعتماد على (i).

<sup>1</sup> Brilman and Maire, Op.Cit, p124.

المطلب الرابع: اختيار المقاربة الملائمة للتقييم

ان الاختيار المناسب للمقاربات القابلة للتطبيق يعد امرا صعبا نظرا لخصوصية ومميزات كل مقارنة كما انها محل مفاظلة دائمة بالنسبة للمقيم والذي يختار على أساس مجموعة من المعايير التي يراها كل مقيم حسب رأيه وخبرته في ذلك، وقبل ذلك وجب تحليل المقاربات المعروضة في المطالب السابقة بغية تبيان المقاربة الملائمة للتقييم.

الفرع الأول: تحليل مقاربات التقييم

بالنسبة لمقاربة الذمة المالية فهي طريقة تبدو واقعية كونها تأخذ في الحسبان كل ما هو مملوك للمؤسسة من خلال جرد أصولها وما هو موجود في المؤسسة، الا انها غير كافية حيث أن تطبيق طريقة الذمة المالية يعتبر امراً مرهقاً وصعباً لأنها تستند إلى اجراء تقييم لكل عنصر من عناصر الميزانية بشكل منفصل ما يتطلب تحريات طويلة وعميقة لمختلف عناصر الأصول المعنية وتدخل لأصحاب الاختصاص في ميادين مختلفة (الخبير العقاري، خبير التقنيات، خبير العقود القانونية.. الخ).

تقييم الأصول المادية والمعنوية للشركة وفق هذه المقاربة واعتمادها على عدة طرق لتقييم هذه الاصول سي طرح اشكالاتاً في عدم اتساق النتائج بالنسبة للمقيم ما يؤدي في الأخير إلى تظليل القيمة النهائية والحقيقة للمؤسسة وبالتالي التأثير على عمليات اتخاذ القرار بالنسبة للمؤسسة وللمستثمر، كما ان هذه الطريقة لم تعطي الحل المناسب لتقييم الأصول المعنوية والتي تعتبر هامة داخل المؤسسة كالعلامات التجارية، والبرمجيات، والتي تلعب دوراً هاماً في حياة ونمو المؤسسة. وفي الأخير فالقيم المتوصل إليها لا يمكن ان تعكس القيمة الاقتصادية المستقبلية في الواقع وتوقعات المستثمرين بشأن المردودية المستقبلية للشركة حيث تستند إلى القيم الدفترية التاريخية المعكوسة في الصورة التي تقدمها الميزانية فقط ما يجعلها طريقة تتميز بالسكون والجمود ولا تأخذ بعين الاعتبار الواقع الاقتصادي والآفاق المستقبلية.

اما فيما يخص **مقاربة التدفقات** فهي تستند إلى مفهوم التحليل الديناميكي-المتحرك- حيث تقوم على فكرة ان للمؤسسة القدرة على انشاء ثروة مستقبلية انطلاقاً من التدفقات التي ستولدها، كما ان هذه الطريقة تركز كذلك على أن المؤسسة قادرة على تحقيق تدفقات من خلال استثماراتها المعنوية المستخدمة مثل (براءات الاختراع، شهرة المحل... الخ) ما يعطيها ميزة عن مقاربة الذمة المالية.

إضافة إلى ذلك هذه المقاربة توفر قدراً كبيراً من المرونة وتتماشى مع اهداف المتفاوضين، خاصة المستهدفين للمؤسسة الساعين لمعرفة قدرة المؤسسة المستقبلية على تحقيق أرباح وتحقيق نمو على المستوى البعيد وهو ما يتماشى مع منظور الاستمرارية.

وعلى النقيض ومن الانتقادات المطروحة فأنها طريقة يتم التعامل معها بحذر شديد حيث تستند إلى البيانات المتوقعة ومعدل خصم، وهذا الأخير الذي يعرف جدلاً في طريقة اختياره، كما ان الحصول على البيانات المتوقعة يعتبر من

الأمر المعقد نسبياً أمام المقيم من حيث الحصول عليها خاصة في الميادين الغير متطورة و في ظل شبه غياب لدور السوق المالي.

ومنه فدور هذه المقاربة هي حساب القيمة الاقتصادية والاستثمارية للمؤسسة لاعتمادها على المنظور الديناميكي للتحليل والرؤية المستقبلية للنشاط وهذا ما يتماشى مع منظور استمرارية نشاط المؤسسة.

أما بالنسبة لمقاربة الفائض فتعتبر طريقة عملية تسمح بحساب قيمة العناصر المعنوية نسبياً و التي تساهم في نشاط واستمرارية المؤسسة، كما انها طريقة مكتملة لطريقة الذمة المالية، حيث انها تقوم بأخذها بعين الاعتبار العوائد التي تولدها الأصول والتي يمكن ان تحقق فوائض وبذلك تصبح الطريقة أكثر ديناميكية منها سكونية ما يجعلها تلعب دور المصحح لطريقة الذمة المالية في حالة التقييم الخاطيء.

إلا انها طريقة لا تأخذ بعين الاعتبار التوازن المالي للمؤسسة وأنها طريقة حساسة لتغيرات الربح المستعمل في حساب فائض الربح superbénéfice حيث ان الربح المتوقع يمكن ان لا تحققه المؤسسة وذلك ما سيؤثر على تقدير قيمة فائض القيمة GW، إضافة الى أنها تتميز باختلاف الآراء حول اختيار وتطبيق معدل الاستحداث والفترة المستخدمة في الاستحداث.

### الفرع الثاني: المفاضلة بين نماذج التقييم

يعتبر تقييم المؤسسات امتحانا صعبا ومعقدا أمام المقيم، حيث يكون أمام مجموعة من المقاربات والطرق التي وتوجب عليه الاجتهاد في اختيار الطريقة او الطرق التي يراها مناسبة للوصول إلى الهدف المنشود الا وهو تحديد قيمة المؤسسة التي تمثل قدرات المؤسسة- بمنظور الاستمرارية- أو على الأقل تحديد مجال القيم الذي يمثل القيم الحقيقية والذي بدوره يسمح لطالب التقييم اتخاذ قراراته.

فاستعمال طريقة عوض الأخرى تكون انطلاقاً من رأي الخبير او المقيم ودرجة أهميتها بالنسبة له وكذلك مدى تأثيرها على القيم النهائية وهذا حسب القطاع وحجم الشركات او المؤسسات، وفيما يخص الاستعمالات والممارسات العملية لهذه الطرق من طرف الخبراء فهو شيء مهم للمقيمين في حد ذاته حيث أن الخبراء في هذا المجال يقدمون آراء ونصائح في اتخاذ قرار المفاضلة بين مقاربات التقييم المتعددة والقابلة للتطبيق في بيئة ما.

ففي دراسة قدمها الباحثان (F. Bancel et U. Mitto)<sup>1</sup> عن الممارسة العملية لطرق التقييم في أوروبا، حيث تم اعتماد استبيان لـ 400 مختص في مجال المالية (مسيرى المحافظ المالية، مسيرى الثروات، محللون ماليون، مدراء ماليون، خبراء في التقييم) سبق لهم وأن قاموا بعملية التقييم.

<sup>1</sup> FRANCK BANCEL and USHA R. MITTOO, "Théorie et Pratique de l'évaluation d'Entreprise," Techniques et recherche, La revue Analyse financière, N°48,2013, p81.

حيث توصلنا إلى ان الاعتماد على مقارنة التدفقات النقدية والمقارنات بلغت نسبة 80% من التطبيق من طرف المختصين إضافة إلى الاعتماد على طريقة الذمة المالية بنسبة 22% والطرق الأخرى بنسبة 10%، وفي دراسة أخرى قدم الباحثان P.Quiry et Y. Le fur سنة 2003<sup>1</sup> دراسة ميدانية عن الطرق المفضلة في التقييم وهذا من خلال استبيان عبر موقعهم<sup>2</sup>، حيث شارك أزيد من 1300 مهتم بموضوع تقييم المؤسسات من مختلف بلدان العالم، فكانت النتائج مشابهة للدراسة الأولى حيث يفضل المقيمون طريقة التدفقات النقدية بنسبة 53% مقابل طرق الذمة المالية التي لم تتعدى 12%.

وفي دراسة أخرى أجريت من طرف (Shahed Imam & all)<sup>3</sup> لمعرفة الطرق المفضلة للتقييم لدى المحللين الماليين في الأسواق الاوربية فتوصلت الدراسة إلى أن مضاعفات الربحية وطريقة التدفقات النقدية يعتبران من أهم نماذج التقييم وأكثرها شعبية عند المحللين مقارنة مع مقارنة الذمة المالية، كذلك اعتماد مقارنة التدفقات تقلل من احتمالات الوقوع في الأخطاء المتوقعة وهذا ما يتمشى مع مفهوم أن القيمة هي مجموعة من المعلومات المتراكمة ذات الصلة مع التدفقات النقدية.

من جهة اخرى يكون الاعتماد على مقارنة عوض الأخرى حسب بعض المعايير التي يختارها الخبير حسب مهارته والتي نذكرها في النقاط التالية:

- الهدف من التقييم: يتوقف هذا المعيار على دوافع التقييم كما تم التعرض اليها سابقا، فالمؤسسة أمام قرارات عدة تصب في الجانب الاستراتيجي لتطوري أدائها ومحاولة النمو لمواجهة المؤسسات المنافسة.
- مدى توفر المعلومات: تعتبر أساس عملية التقييم فكلما وُفق الخبير في التوصل إلى المعلومات المطلوبة و الكافية كلما وفق في تقديم نتائج صريحة وموثوقة، وهذا يرتكز على درجة الإفصاح المحاسبي، فطريقة الذمة المالية تستند إلى البيانات التاريخية للمؤسسة من خلال الميزانيات والمعلومات المحاسبية المكتملة؛ اما الطرق المعتمدة على التدفقات فترتكز على البيانات المالية للمؤسسة إضافة إلى البيانات التي توفرها الأسواق المالية ( معدل الاستحداث، المعاملات، قيم المؤسسات المقارنة... الخ) إضافة إلى الطرق المختلطة التي تعتمد على مجموعة من المعلومات المذكورة سابقا.
- خصوصية المؤسسة: تلعب خصوصية المؤسسة دورا كبيرا في اختيار الطريقة المثلى للتقييم، فالمؤسسة التي تمتلك نسبة كبيرة من الأصول المعنوية لا يمكن تقييمها بمقاربة الذمة المالية فيفضل تطبيق طريقة التدفقات لتبيان دور

<sup>1</sup> Pascal Quiry and Yann Le Fur, "GRAPHIQUE DU MOIS : Les méthodes d'évaluation," LA LETTRE VERNIMMEN.NET, N°22 (September 2003), P05.

<sup>2</sup> www.vernimmen.net

<sup>3</sup> Shahed Imam, Jacky Chan, and Syed Zulfiqar Ali Shah, **Equity Valuation Models and Target Price Accuracy in Europe: Evidence from Equity Reports**, *International Review of Financial Analysis* 28 ,June 2013, 9–19,



هذه الأصول في نمو المؤسسة في المستقبل، كما يفضل تطبيق هذه المقاربة في الشركات التكنولوجية وسريعة النمو لما لها من استثمارات ضخمة وهامة إضافة إلى المؤسسات التي تعتمد مخطط أعمال متوسطة او طويلة الاجل. ويمكن إعطاء نظرة تصورية لاختيار الطريقة المناسبة حسب خصوصية المؤسسة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (I-02): يبين تفضيل مقاربات التقييم حسب خصوصية المؤسسة

فائض القيمة	التدفقات النقدية	الذمة المالية	المقاربة التفضيل
<ul style="list-style-type: none"> <li>- المؤسسات المعتمدة على للأصول المعنوية بنسبة كبيرة في نشاطها.</li> <li>- الشركات التي تعيد استثمار لأرباحها.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الشركات الخدمائية</li> <li>- الشركات شركات القابضة</li> <li>- الشركات المدرجة</li> <li>- المؤسسات التي تعتمد على مخطط اعمال للأفق الواضح.</li> <li>- جميع الأنشطة تمتلك استثمارات الهامة (صناعة، خدمات، تكنولوجيا)</li> <li>- شركات ذات حجم متوسط او كبيرة مع نظرة مستقبلية واضحة الافاق.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الشركات القابضة</li> <li>- الشركات العقارية</li> <li>- الشركات الصناعية</li> <li>- التجارة والتوزيع</li> </ul>	<p>يمكن التطبيق</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الشركات الناشئة؛</li> <li>- المؤسسات التي لا تحقق توازن مالي مستمر؛</li> <li>- المؤسسات التي تواجه حالة العسر المالي أو الإفلاس.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الشركات الصغيرة التي لا تمتلك افق واضحة؛</li> <li>- المؤسسة التي تكون دوراتها الاقتصادية أكبر من مدة آفاقها المستقبلية (مثل: نشاط كيميائي)؛</li> <li>- شركات ذات الطابع " التامين، عقارات".</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الشركات الناشئة؛</li> <li>- شركات تكنولوجيا المعلومات والاتصال.</li> <li>- شركات الخدمات العامة؛</li> <li>- الشركات ذات النمو السريع؛</li> </ul>	<p>لا يمكن التطبيق</p>

المصدر: من اعداد وتصور الباحث

ملاحظة:

بالنسبة للشركات الناشئة فمن الصعب تقييمها كونها في بداية نشاطها تحقق نتائج سلبية بسبب عدم تحقيق ارقام اعمال تغطي ضخامة النفقات الثابتة ما يؤثر على النتائج النهائية بالسلب، كما ان العمل على تحقيق عوائد مستقبلية يكون بالأمر الصعب في افاق غير واضحة، الا ان بعض الخبراء يوصون بتطبيق مقارنة التدفقات بحذر شديد والأخذ بعين الاعتبار مخطط العمل على الأمد المتوسط.

على الرغم من تفضيل بعض الخبراء لتطبيق العديد من المقاربات المتوفرة امام الخبير لتحقيق مجال من القيم، الا انه ليس من المعقول تطبيقها كلها والميل للخروج بقيمة متوسطة ناتجة عن تطبيق عدة طرق حيث لا يمكن ان يكون لها أي معنى اقتصادي.

كما تلعب الخبرة والمعرفة التقنية في عملية التقييم دورا مهما في تحديد أساليب التقييم وهذا وفقا لأسباب موضوعية، حيث لا يمكن أن يخلو تقرير التقييم المقدم لطالبه من الدوافع والحجج الدقيقة لاختيار طرق التقييم.\*  
ويتم الاختيار الطريقة المناسبة اعتمادا على بعض المعايير المعينة لتسهيل عملية التقييم كما هو مبسط في الشكل المبين أدناه<sup>1</sup>:

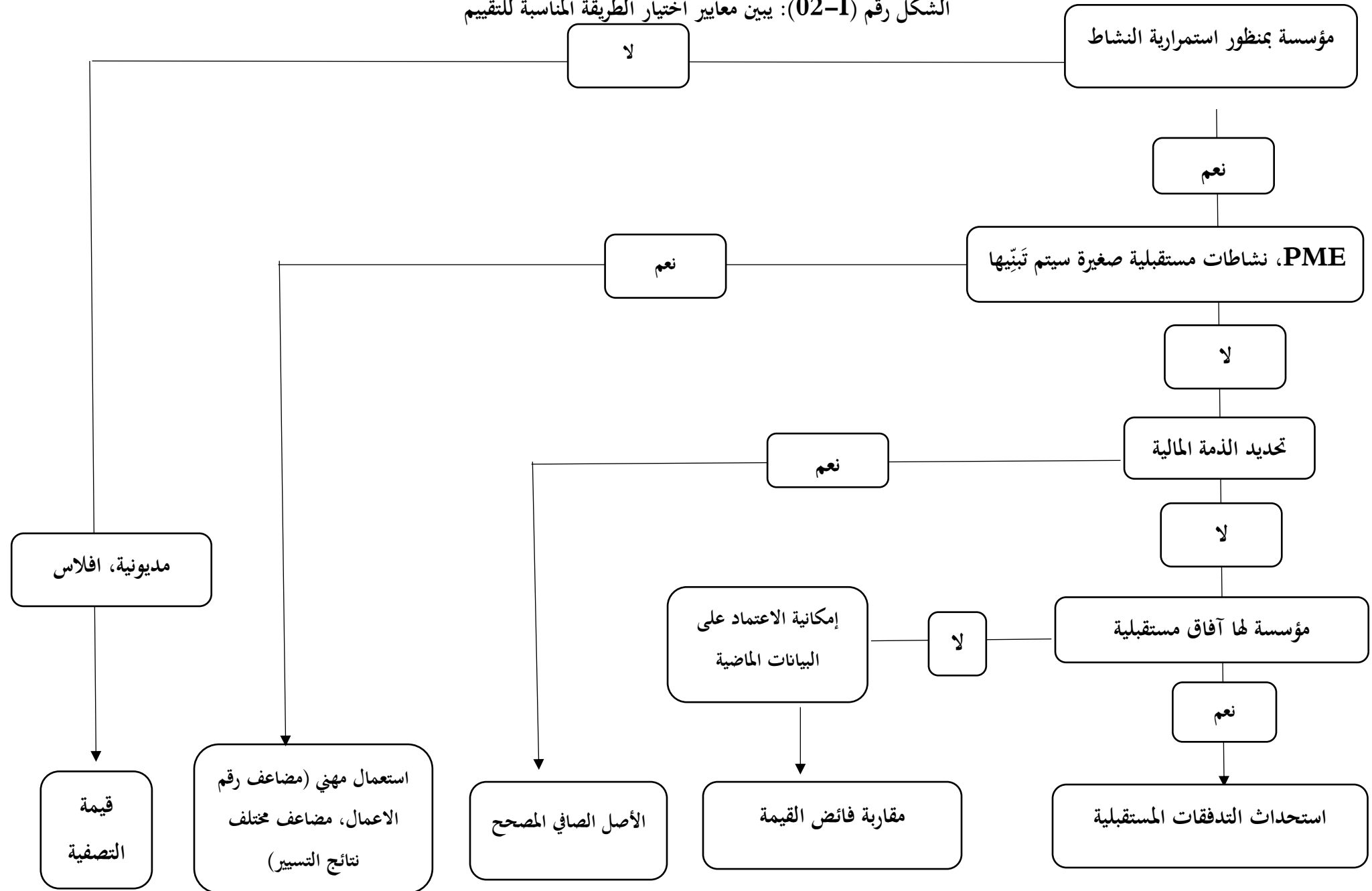
\* تم التطرق لهذه النقطة في الصفحة 09.

<sup>1</sup> “Choisir Les Bonnes Méthodes d’évaluation,” *EB Advisory* (blog), February 22, 2016, <http://www.eb-advisory.com/choisir-bonnes-methodes-devaluation/>.

## الفصل الأول

## الإطار النظري والمفاهيمي لتقييم المؤسسات

الشكل رقم (02-I): يبين معايير اختيار الطريقة المناسبة للتقييم



### خلاصة الفصل:

حاولنا في هذا الفصل تحليل الإطار النظري لتقييم المؤسسات حيث توصلنا إلى أن القيمة تتمثل في رأي يتوصل إليه الخبير يحكمه مجموعة من المحددات حيث ينعكس هذا الرأي في المقدار المالي الذي يمكن التفاوض من أجله، حيث أن القيمة تكون نتيجة لعملية يقوم بها الخبير جراء استعمال مختلف الأدوات والطرق المتاحة أمامه وهذا باتباع المراحل الواجبة للقيام بهذه العملية و التي وجب احترامها من طرف الخبير لتحديد هذه النتيجة، وهذا انطلاقا من تحديد المهمة وجمع المعلومات وصولا إلى تحديد مجال القيم و اعداد التقرير الخاص بالعملية التقييم.

وفي ظل تعدد مقاربات التقييم قمنا بتحليل المقاربات الممكن استعمالها في البيئة الجزائرية انطلاقا من مقارنة الذمة المالية التي تتركز على جرد أصول المؤسسة و ما هو موجود فيها لإعطاء قيمة المؤسسة من منظور تاريخي ، كما اعتمدنا تحليل مقارنة التدفقات النقدية التي تستند على مفهوم التحليل الديناميكي و القيام على فكرة أن المؤسسة لها قدرة على تحقيق ثروة مستقبلية انطلاقا من التدفقات التي ستحققها، هذا ما يساعد المستثمرين والملاك على معرفة مستقبل المؤسسة، أما المقاربة الثالثة فتمثلت في مقارنة فائض القيمة التي تعتبر طريقة مكتملة لمقاربة الذمة المالية بل بالأحرى مقارنة مصححة لمقاربة الذمة المالية في حال الوقوع في أخطاء التقييم.

وبذلك المفاضلة بين هذه المقاربات يقوم على أساس الهدف من العملية ومدى توفر المعلومة وخصوصية المؤسسة والذي يعتبر العنصر المهم في العملية، وفي ظل عملية التقييم الخاصة بمؤسسات الاتصال التي تصنف ضمن المؤسسات التكنولوجية وفي ظل تحديد قيمة المؤسسة بمنظور استمرارية النشاط نعتبر مقارنة التدفقات المقاربة الأمثل لعملية تقييم هذا الصنف من الشركات او المؤسسات لما لهذه المقاربة من أهمية في اتخاذ القرارات المستقبلية.

## الفصل الثاني

الدراسات السابقة حول تقييم

المؤسسات

## تمهيد

بعد التطرق للإطار النظري لتقييم المؤسسات في الفصل السابق من خلال تحليل اهم المقاربات الممكن تطبيقها في البيئة الجزائرية والوقوف على المقاربة المناسبة للتقييم، سيتطرق هذا الفصل إلى أهم الاعمال التي توصلنا اليها والمتعلقة بموضوع تقييم المؤسسات التي أنجزت وطنيا وما تم إنجازه في الدول الأجنبية.

ولإثراء الموضوع والتحكم في هذه النقطة سيتم تقسيم الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول سيتناول عرض للدراسات وطنيا والتي قسمت بين اطروحات دكتوراه ورسائل ماجستير، إضافة إلى عرض أهم الأعمال المنجزة في الدول الأجنبية والتي تم اختيارها على أساس قابلية التطبيق النماذج المعمول بها والتي انقسمت بين اطروحات ومقالات علمية.

اما في المبحث الثاني فسيتم مناقشة الدراسات المعروضة من أجل تحليلها وإعطاء نقاط الشبه والاختلاف مع الدراسة الحالية، كذلك الاستفادة من المناهج تم الاعتماد عليها في الدراسات السابقة، وفي الأخير محاولة تحليل موقع الدراسة الحالية بالنسبة للدراسات التي تم عرضها.

### المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة

يتناول هذا المبحث اهم الاعمال التي تم التوصل اليها في حدود ما اطلع عليه الباحث والتي لها علاقة بموضوع تقييم المؤسسات التي أنجزت وطنيا وفي الدول الأجنبية، حيث سيتناول المطلب الأول عرض للدراسات العربية و التي كانت تنقسم بين اطروحات دكتوراه ورسائل ماجستير، اما المطلب الثاني فسيكون لعرض الأعمال المنجزة في الدول الأجنبية و التي تم اختيارها على أساس قابلية التطبيق النماذج المعمول بها والتي انقسم بين اطروحات و مقالات علمية.

#### المطلب الأول: الدراسات الوطنية

##### دراسة (بلخير بكاري)<sup>1</sup>:

حاول الباحث معالجة موضوع تقييم المؤسسات وأثره على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات المحروقات في الجزائر حيث هدف إلى تطبيق مقارنة التدفقات النقدية لإعطاء مجال تفاوضي أوسع للمؤسسة في عملية الشراكة، وهذا بعد تحليل عملية التقييم التي اعتمدها شركة E.N.S.P والمتمثلة في احدى طرق الذمة المالية والمتمثلة في الأصل الصافي المصحح وإعطاء البديل وتبيان أهمية المقاربة الديناميكية في تقييم المؤسسات لتخطي التحليل الساكن في ظل تطور الفكر المالي المحاسبي.

توصل الباحث إلى أن استعمال لمقاربة الذمة المالية أدى بها إلى استعمال مجال محدود للتفاوض نظرا لتحصلها على قيمة واحدة للشركة لا تمثل واقعها الحقيقي وهذا نظرا للقصور الذي تتميز به طرق الذمة المالي من تجاهل لبعض العناصر المهمة والتي تؤثر على قيمة المؤسسة، كما ان الاعتماد على مقارنة التدفقات النقدية والتي تقوم على استعمال عدة سيناريوهات سيعطي مجال أكبر للتفاوض من خلال التحصل على عدد كبير من القيم تفوق القيمة المحسوبة وفق مقارنة الذمة المالية، كما ان النتائج المتوصل اليها من طرف الباحث من خلال استعمال طريقة التدفقات تعطي قيم أعلى من القيمة المقدمة عن طريق الذمة المالية رغم اختلاف السيناريوهات المستعملة ما مكن الباحث بالتسليم ان تقييم المؤسسات القطاع البترولي وفق التدفقات النقدية لوحدها تعتبر الطريقة المرجعية للتقييم والتفاوض بشكل أمثل.

من خلال تحليلنا للدراسة نستنتج ان الباحث بلغ اهداف الدراسة واستطاع ان يرسي نموذج قطاعي للتقييم مستندا إلى منهج التدفقات النقدية لتقييم المؤسسات البترولية لمختلف الأغراض واتخاذ القرارات المالية والاستراتيجية.

<sup>1</sup> - بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP - ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010.



دراسة (هوارى سويسي)<sup>1</sup>:

حاول الباحث في هذه الدراسة معالجة موضوع تقييم المؤسسات في ظل التحولات الاقتصادية التي شهدتها الجزائر سابقا من عمليات الخصخصة والانتقال إلى اقتصاد السوق، وذلك بدراسة إشكالية التقييم لأغراض الخصخصة حيث حاول الباحث ان يجلل ويبين المنهجية السليمة للوصول إلى تقييم سليم للمؤسسات بغرض التفاوض، كما حاول ان يبين دور التقييم في اتخاذ القرارات للمستثمرين الماليين، كما حاول الباحث الوقوف على واقع ممارسات التقييم من طرف الممارسين لمهنة المحاسبة و المالية و الاكاديميين المهتمين بموضوع التقييم من اجل تحسين عملية التقييم في الجزائر، إضافة إلى ذلك قام الباحث بمحاولة لإرساء نظام للتسيير بالقيمة من أجل اتخاذ القرارات استراتيجية من طرف المؤسسة.

توصل الباحث من خلال دراسة الواقع العملي للتقييم في الجزائر إلى أنه لا يمكن اعتبار حساب متوسط النتائج عدة طرق للتقييم لنفس المؤسسة قياسا دقيقا لقيمة المؤسسة، حيث يمكن البحث والتدقيق في مجموعة من العناصر التي تمثل المحددات العملية للتقييم، كما أن ضرورة تأسيس هيئة تعنى بعملية التقييم من شأنها ان تحتم بترقية هذا النشاط وإطفاء صفة القبول العامل على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة التي تصدر عن الخبراء، كما أوصى الباحث بتطبيق النموذج المقترح وهذا باعتماد التدرج في تطبيق النظام التسييري المبني على القيمة بتطبيق النظام الفرعي والمتمثل في التسيير الاستراتيجي بالقيمة في المرحلة الأولى وبذلك و من خلال هذه الدراسة نستنتج انها حاولت معالجة موضوع التقييم لأغراض التفاوض لواقع مرت به الجزائر في سنوات سابقة، كما انه تناول الموضوع من جانب تسييري لتقييم المؤسسات بغرض اتخاذ القرارات.

دراسة (بلحواجب هند)<sup>2</sup>

حاولت الباحثة في هذه الدراسة الإجابة على إشكالية التي تدور حول كيفية إيجاد مجموعة من القيم في إطار عمليات التنازل عن المؤسسة بغرض الخصخصة، حيث انطلقت الباحثة من تحليل مقاربات التقييم الممكن استعمالها إضافة إلى دراسة وتحليل عمليات الخصخصة في الجزائر وفي الأخير محاولة تحليل عملية التقييم لأغراض الخصخصة.

<sup>1</sup> - سويسي هوارى, تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.

<sup>2</sup> Belhouadjeb Hinde, L'évaluation des entreprises et la privatisation en Algérie - Cas d'une entreprise publique des travaux routiers -, Thèse de Magister en Sciences Economiques, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion, Université d'Alger, 2009.

طبقت الباحثة في الدراسة المقاربات الثلاث " الذمة المالية - التدفقات النقدية - فائض القيمة " في تقييم المؤسسة المدروسة والتي تعرضت لعملية الخصخصة من قبل، حيث قدمت مجموعة من القيم التي يمكن ان تفتح مجال للتفاوض من اجلها التنازل عن هذه المؤسسة.

#### دراسة (عبد القادر قليز)<sup>1</sup>:

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تبيان أهمية قيمة المؤسسة ومساهمتها في إيجاد طريقة خصخصة ملائمة، حيث اعتمد قيمة المؤسسة كأداة تفيد في تقليل المخاطر التي تنجر عن خصخصة المؤسسة ممثلة في مخاطر اختيار مشتري غير كفاء في تسيير المؤسسة و مخاطر انحراف المشتري عن أهداف تطور المؤسسة محل الخصخصة الناجم عن عدم تمثّل المعلومة، ولذلك من الضروري اعتماد تقييم المؤسسة المراد خصصتها وذلك في سياق الانتقال إلى اقتصاد السوق، كما تطرق الباحث إلى المشاكل التي تعترض عملية تقييم المؤسسات في ظل التحول إلى اقتصاد السوق، ومن الرغم من أهمية الدراسة ودورها في تحليل العلاقة بين عملية الخصخصة وتقييم المؤسسات الا انها لم تشر إلى طرق التقييم المناسبة ولا مقترحات تساعد في اختيار طريقة دون الأخرى في ظل تعدد مقاربات التقييم.

#### دراسة (وهيبة بوخدوني)<sup>2</sup>

تدور إشكالية البحث حول إيجاد الكيفية المناسبة لتقييم مؤسسات القطاع السياحي في ظل عملية الخصخصة كي تتمكن الدولة من ربح الوقت وتخفيض التكاليف دون تبديد لأموالها. وقد تناولت الباحثة موضوع الخصخصة في قطاع السياحة، إضافة إلى تحليلها مختلف الطرق المستعملة لتقييم المؤسسة من خلال محاولة تقييم أصول فندق السفير، استطاعت الباحثة في هذه الدراسة أن تقدم مع تحليل مستفيض لمختلف طرق التقييم التي تساعد في تقييم مؤسسات القطاع السياحي في الجزائر لإنجاح عملية الخصخصة في هذا القطاع.

<sup>1</sup> Abdelkader GLIZ, **Valeur De L'entreprise Et Methode De Privatisation Dans Un Contexte De Transition Vers L'economie De Marche**, These De Doctorat D'etat En Sciences Economiques, Faculte Des Sciences Economiques Et Des Sciences De Gestion, Universite D'alger, 2001).

<sup>2</sup> - وهيبة بوخدوني، تقييم أصول المؤسسات العمومية للقطاع السياحي في إطار عملية الخصخصة، دراسة حالة: فندق السفير، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

دراسة (Pascal S.Froidevaux)<sup>1</sup>:

هدفت هذه الدراسة إلى استخدام المنظور السلوكي في تقييم الأسهم المدرجة ، من خلال الاعتماد على بناء نموذج متطور تقديري يركز على مقارنة التدفقات النقدية لتحليل سلوكيات المستثمرين في السوق المالي الأمريكي، حيث ارتكزت مدخلات النموذج على المؤشرات المستعملة من طرف المستثمرين في تقييمه للأسهم، كما اعتمد الباحث في بناء النموذج على مزيج من الأساليب المرتكزة على مقارنة التدفقات النقدية و هذا من اجل تحليل نمو التدفقات النقدية، مدة النمو، معدل الاستحداث، كذلك اختبر الباحث قدرة النموذج على التفريق بين الأسهم المقيمة بأدنى سعرها والأسهم المبالغ في تقييم في سوق الولايات المتحدة الامريكية خلال الفترة 1993-2002.

توصل الباحث من خلال اختباره للنموذج المقدر و المرتكز على مقارنة التدفقات النقدية المخصومة قادر على التفرقة بين الأسهم المقيمة لأقل من قيمتها و الأسهم المبالغ في قيمتها وبذلك استنتج ان السوق المالي الأمريكي غير كفؤ، أي يمكن اعتماده كمؤشر استثمار في الأسهم الامريكية من خلال استغلال سوء التقييم للأسهم في السوق، كما ان النموذج تنبؤي لفترة طويلة و هذا ما يتعارض مع الدراسات التي توصي باستعمال مدة قصيرة للتنبؤ بالتدفقات النقدية، إضافة إلى ذلك أثبت الباحث أن النموذج المقدر قابل للاستعمال في الأنواع المختلفة من الأسواق المالية " الصاعدة – النازلة – المستقرة" .

دراسة (Petresen & Plenborg)<sup>2</sup>:

هدفت الدراسة إلى تبيان مدى وجود أخطاء منهجية التي تنشأ عند تنفيذ عملية تقييم الشركات من الناحية العملية، وانتهاك الافتراضات الكامنة وراء نماذج التقييم كأمثلة على أخطاء المنهجية، حيث تم تحليل عملية التقييم التي قامت بها خمسة مؤسسات مالية دماغارية من اجل اقتفاء أثر مدى التطبيق الصحيح لنماذج التقييم بالشكل الصحيح، حيث تم تطبيق نموذج التدفقات النقدية ونموذج الأرباح المتبقية إضافة إلى نماذج أخرى مماثلة بناء على رسمة الأرباح لتقييم الشركة. توصلت الدراسة إلى أن جميع نماذج التقييم المختبرة كانت معيبة إلى حد ما من خلال وجود بعض الأخطاء المجدولة التي اثرت على تقدير القيمة الحقيقية للمؤسسة قيد التقييم حيث توصل الباحثان إلى عدم احترام حساب تكلفة رأس

<sup>1</sup> Pascal S. Froidevaux, **Fundamental equity valuation: stock selection based on discounted cash flow**, A thesis of Doctor of Economics and Social Sciences University of Fribourg, Switzerland ,2004,

<sup>2</sup> Christian Petersen and Thomas Plenborg, **The Implementation And Application Of Firm Valuation Models,**” *Journal of Applied Business Research* 25, no. 1, 2009.

المال التي يجب أن تعكس التغيير في رأس المال، وتم استنتاج ان هذا الانتهاك كان هادفا من قبل المقيمين من اجل استغلال الفجوة في القيمة والاستحواد على جزء كبير من رأس المال.

كما توصلت الدراسة إلى ثلاث نماذج على الأقل مستعملة في التقييم تعطي قيمة محايدة عن القيمة الحقيقية للشركات ذلك يعود إلى الأخطاء المنهجية التي يقع فيها المقيمون وهذا ما يؤثر على التوصيات التي يقدمها المحللون الماليون للمستثمرين وتعرضهم لخطر تنفيذ عمليات غير مربحة ما يؤدي إلى تعرض هذه المؤسسات المالية لخطر انخفاض سمعتها.

### دراسة (Wictor Patena) <sup>1</sup>:

كان هدف الباحث من هذه الدراسة تبيان كيفية تعامل الشركة مع مجموعة القيم التي تحصل عليها من طرف مختلف المقيمين سواء المحللين الماليين، شركات التقييم أو السوق المالي و التي تطلب منهم اجراء تقييم لها من خلال دراسة الكيفية المثلى للتعامل مع مجموعة قيمة الشركة، حيث قام الباحث بتحليل مقاربات التقييم الأكثر شيوعا و استعمالا من طرف الممارسين و الهيئات المختصة لتبيان نقاط القوة و الضعف من أجل اقتراح نموذج PATEV • والذي يستند إلى ترجيح نتائج التقييم المعادلة لرسملة الشركة، أي يتم انشاء محفظة للقيم بمعاملات ترجيح لتحديد قيمة الشركة وذلك اعتماداً على عدة سيناريوهات للوقوف على مجال القيم الذي يسمح لها بالتفاوض.

### دراسة (Shahed Imam & all) <sup>2</sup>:

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان ما إذا كان المحللون الماليون في الأسواق الأوروبية يفاضلون بين نماذج التقييم المرتكزة على أساس التدفقات النقدية والمرتكزة على أساس الذمة المالية وتبيان مدى دقة نماذج التقييم من المرتكزة على التدفقات النقدية والمرتكزة على أساس الاستحقاق ومساهمتها في تحسين التوقعات بشأن قيمة الأسهم في المستقبل، حيث اعتمد الباحثون في دراستهم على تحليل تقارير أبحاث الأسهم لمعظم الشركات المدرجة في مؤشر (Dow Jones Euro Stoxx 50). توصل الباحثون إلى أن مضاعفات الربحية وطريقة التدفقات النقدية يعتبران من اهم نماذج التقييم وأكثرها شعبية عند المحللين مقارنة مع مقارنة الذمة المالية، كذلك اعتماد مقارنة التدفقات تقلل من احتمالات الوقوع في الأخطاء المتوقعة وهذا ما يتماشى مع مفهوم أن القيمة هي مجموعة من المعلومات المتراكمة ذات الصلة مع التدفقات النقدية.

<sup>1</sup> Wiktora Patena, **Company Valuation: How to Deal with a Range of Values?**, Science Research Network Rochester, NY: Social, 2010), SSRN Scholarly Paper, <http://papers.ssrn.com/abstract=1727563>

• (Portfolio Approach To Equity Valuation)

<sup>2</sup> Shahed Imam, Jacky Chan, and Syed Zulfiqar Ali Shah, **Equity Valuation Models and Target Price Accuracy in Europe: Evidence from Equity Reports**, *International Review of Financial Analysis* 28, June 2013, 9–19,

### المبحث الثاني: مناقشة الدراسات السابقة ومساهمة الدراسة الحالية

نهدف من هذا المبحث إلى مناقشة الدراسات المعروضة سابقا من أجل تحليلها وإعطاء نقاط الشبه والاختلاف مع الدراسة الحالية، كذا الاستفادة من المناهج التي تم الاعتماد عليها في الدراسات السابقة، حيث سيتناول المطلب الأول مناقشة الدراسات المعروضة أما المطلب الثاني سيتم عرض مساهمة الدراسة الحالية.

#### المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة

من خلال تمحيصنا للدراسات المذكورة توصلنا إلى مجموعة من الملاحظات والنقاط التي وجب تحليلها ومناقشتها كما يلي:

فبالنسبة للدراسات المحلية فنجد أن أغلبها كانت تعالج موضوع التقييم لأغراض الخوصصة وهذا راجع إلى الفترة التي مرت بها الجزائر للانتقال نحو اقتصاد السوق من خلال خوصصة مؤسساتها حيث طغى تحليل موضوع الخوصصة بالشكل الذي يقلل من أهمية عملية التقييم مثل دراسة (بوزار صافية) والتي لم تعطي حولا مناسبة لتقييم المؤسسة حالها حال دراسة (بلحواجب) التي اكتفت بتقديم مجموعة من القيم التي تمثل قيمة المؤسسة دون إعطاء التبريرات وكيفية استعمالها للتفاوض من أجل التنازل عن المؤسسة.

ساهم (قلير عبد القادر) من خلال دراسته في كيفية الاعتماد على قيمة المؤسسة كأداة تفيد في التقليل من المخاطر التي تنجر عن خوصصة المؤسسة وتحليل المشاكل التي تعترض عملية تقييم المؤسسات في ظل التحول إلى اقتصاد السوق، إلا انه لم يقدم تحليلا لكيفية اختيار الطرق المناسبة للتقييم في ظل تعدد هذه المقاربات وإمكانية تطبيقها في بيئة الاعمال الجزائرية.

كما ساهمت دراسة (سويبي هوارى) في إعطاء المناهج السليمة لاستعمال طرق التقييم و الوصول إلى قيمة المؤسسة ومن جهة أخرى قدم نظرة عن الواقع الحقيقي و العملي لممارسات التقييم في البيئة الجزائرية و الذي آل به إلى التوصية بضرورة تأسيس هيئة تعنى بعملية التقييم من شأنها أن تهتم بترقية عمليات التقييم وإضفاء صفة القبول العام على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة التي تصدر عن الخبراء، إلا أن الدراسة تناولت موضوع التقييم من الجانب التسييري للمؤسسة ولم تعطي الجانب التقني أهمية بالغة كون أن الباحث حاول ان يرسى نموذج يقوم على تطبيق نظام التسيير المبني على القيمة.

وبالنسبة لدراسة (بكارى بلخير) فهي من الدراسات الهامة من الجانب التقني وهذا من خلال اعتماد الباحث على إرساء نموذج قطاعي للتقييم بتناوله تقييم المؤسسات البترولية مركزا على مقارنة التدفقات النقدية حيث أثبت أهمية

استعمال عدة طرق في التقييم من أجل التفاوض وذلك بتخطي التحليل الساكن "الذمة المالية" في التقييم والتي اعتمدها المؤسسة والانتقال إلى اعتماد التحليل المتحرك من خلال استعمال طريقة التدفقات النقدية واثبات أنها الطريقة المرجعية للتقييم في هذا القطاع.

أما فيما يتعلق بالدراسات الأجنبية فحاولنا أن نقتصر على الدراسات التي اعتمدت طرق التقييم القابلة للتكيف مع واقع البيئة الجزائرية في ظل الغياب الشبه التام للسوق المالي، ومن خلال تحليلنا لاحظنا أن جل الدراسات تعتمد مقارنة التدفقات النقدية في التقييم كونها تمثل الواقع الحقيقي للمؤسسة كما أن اعتماد طريقة التدفقات النقدية تساعد المقيمين والمحللين على معرفة أداء المؤسسات وسلوك المستثمرين وهذا ما توصلت إليه دراسة (Pascal F).

كما أن دراسة (Wictor) تعطي نظرة وتصور لكيفية التعامل مع مجموعة القيم المتحصل عليها من خلال استعمال نماذج تستند إلى ترجيح نتائج التقييم وفق عدة سيناريوهات، وأما فيما يخص المفاضلة بين مقاربات التقييم فمكنت دراسة (Shahed & all) من إعطاء نظرة حول أهمية اختيار المقاربات وتأثيرها على اتخاذ القرارات والوصول إلى النتائج المرجوة، حيث تعتبر مقارنة التدفقات أكثر شيوعا واستعمالا من طرف المحللين وهذا لأهميتها في الاعتماد على النظرة المستقبلية للمؤسسات في اتخاذ القرارات الاستراتيجية.

### المطلب الثاني: مساهمة الدراسة الحالية

من خلال بحثنا في الأدبيات التطبيقية لموضوع تقييم المؤسسات نجدها بجزارة في الدول الأجنبية إلا أنها لا تتوافق تطبيقيا مع البيئة الجزائرية كما أن موضوع تقييم شركات الاتصال يبدو غائبا عن الدراسة كون أن هذه الشركات غالبا ما تكون مدرجة في الأسواق المالية وهذه الأخير التي تلعب دورا مهما في عملية تقييم الأسهم - الشركات - كما أن الدراسات الأجنبية المتوصل إليها في تقييم المؤسسات ارتكزت على المفاضلة بين نماذج التقييم ودورها في اتخاذ القرارات المناسبة.

أما بالنسبة للدراسات في بيئة الأعمال الجزائرية وفي حدود ما توصل إليه الباحث فلم نجد اهتماما لعمليات التقييم خاصة بقطاع الاتصالات رغم أهميته في الوقت الحالي وتأثيره على المجتمع بشكل أو بآخر، كما أن المؤسسات الاتصال دور في الاقتصاد الوطني في المستقبل بسبب التسارع التكنولوجي الحاصل واستغلاله من طرف مستعمليه.

كما أن معرفة القيمة الحقيقية للمؤسسة أمرا مهما في حد ذاته حيث يؤثر على اتخاذ القرارات الاستراتيجية للمؤسسة ما يجعلها هدفا لكبار المستثمرين لحيازته أو الاستثمار فيه.

من خلال ذلك فدراستنا تهتم بعملية التقييم الخاصة بمؤسسات الاتصال متمثلة في شركة موبيليس التي تعتبر غير مدرجة في السوق المالي الجزائري ، حيث سنحاول تقديم نظرة عن الواقع الاقتصادي لشركات الاتصال في الجزائر ومكانة الشركة قيد الدراسة بينها ، كذلك محاولة تطبيق مقارنة التدفقات و الخروج بمجال من القيم التي ستساعد المؤسسة على اتخاذ قراراتها المستقبلية، كما انها محاولة لإرساء نموذج للتقييم لشركات الاتصال في الجزائر ، وهذا ما يجعل دراستنا تتوافق من حيث الأهداف مع دراسة (بكارى بلخير) كما أنها تختلف عن الدراسات المنجزة في البيئة الجزائرية من حيث الغرض كون انها تناولت موضوع التقييم لأغراض الخصوصية، كما انها تختلف عن الدراسات الأجنبية من حيث التطبيق كون ان الدراسة ستم على احدى شركات الاتصال والتي تعتبر غير مدرجة في بورصة القيم عكس ما هو معمول به في الدول الأجنبية المتطورة والناشئة في الوقت الحالي.

خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل تلخيص اهم الدراسات المحلية والأجنبية التي تم التوصل اليها والمتعلقة بموضوع تقييم المؤسسات من خلال الوقوف على اهم أهدافها والنتائج المتوصل اليها، حيث توصلنا إلى ان اغلب الدراسات العربية والمحلية تناولت موضوع التقييم لأغراض الخوصصة نظرا للفترة التي مرت بها الجزائر في إجراءات خوصصت مؤسساتها في ظل انتقالها إلى سوق الحرة، كما انه لم نجد اهتماما لموضوع التقييم للمؤسسات الناشطة في قطاع الاتصالات رغم أهميته في الوقت الحالي.

بالنسبة للدراسات الأجنبية فنجدها غير متوافقة تطبيقيا مع البيئة الجزائرية كما ان موضوع تقييم شركات الاتصال يبدو غائبا عن الدراسة كون أن هذه الشركات غالبا ما تكون مدرجة في الأسواق المالية وهذه الأخير التي تلعب دورا مهما في عملية تقييم أسهم الشركات كما ان الدراسات الأجنبية المتوصل اليها في تقييم المؤسسات ارتكزت على المفاضلة بين نماذج التقييم ودورها في اتخاذ القرارات المناسبة.

ولذلك سنحاول في الفصل للثالث تحليل الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصال في الجزائر لمعرفة سيرورة عمله والوقوف على مكانة المؤسسة محل الدراسة - موبيليس -.



الفصل الثالث:

واقع قطاع الاتصالات

في الجزائر

## تمهيد

يلعب قطاع الاتصالات دورا هاما في الاقتصاديات الوطنية للبلدان حيث يصنف ضمن قطاعات الخدمات من خلال الخدمات التكنولوجية المقدمة داخل البلاد انطلاقا من خلال مساهمة التكنولوجيا الحديثة وتسييره داخل البلاد، كما له دورا هاما في المساهمة في المنتج الداخلي الخام الذي يعتبر مؤشرا مهما لقياس مستويات الرفاهية داخل الدولة. فنهدف من خلال هذا الفصل إلى محاولة تحليل الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصالات في الجزائر ومعرفة توقع مؤسسة موبيليس في سوق الاتصالات بالجزائر من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، في المبحث الأول سيتم التطرق إلى السيرورة القانونية لهذا القطاع من خلال تبيان القوانين والسلطة المسيرة والمراقبة لهذا القطاع. كما سيتم تحليل سيرورة سوق الاتصالات في الجزائر في المبحث الثاني والذي يعرض تطور سوق الهاتف الثابت وسوق الهاتف النقال في الجزائر، أما المبحث الثالث سيتطرق إلى مساهمة قطاع الاتصالات في الناتج الداخلي الخام (PIB) من خلال تحليل الإيرادات المحققة داخل هذا القطاع ومساهمته في (PIB).

## المبحث الأول: السيورة القانونية لقطاع الاتصال في الجزائر

### المطلب الأول: تطور قطاع الاتصالات في الجزائر

كانت وزارة تكنولوجيا المعلومات والاتصال تمارس احتكارا في استغلال الشبكات السلكية واللاسلكية ذلك وفق للأمر 89-75 المؤرخ في 30 ديسمبر 1975 والتي يتضمن قانون البريد والمواصلات، ومنذ سنة 1999 أطلق رئيس الجمهورية الجزائرية إصلاحات كبيرة على الصعيد الوطني وقرر تحرير وتطوير قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية من خلال تصريح بسياسة قطاعية تحدد أولوية الأهداف المسطرة والمبتناة من قبل الحكومة وهذا يوم 25 جويلية 2000، حيث تهدف هذه السياسة إلى<sup>1</sup>:

- تطوير عرض الخدمات الهاتفية؛
  - تحسين جودة الخدمات المقدمة وزيادة في جملة الخدمات المقدمة؛
  - ربط سكان المناطق الريفية والمجموعات الأخرى المحرومة بخدمات الاتصال وتكنولوجيا الاعلام؛
  - تطوير شبكة وطنية للاتصالات السلكية واللاسلكية الفعالة والموصولة بشبكات الإعلام؛
  - ترقية الاتصالات وتكنولوجيات الإعلام كقطاع اقتصادي هام يساهم في تقديم اقتصاد تنافسي مفتوح على العالم أين يمثل قطاع الخدمات جزءا هاما من الناتج المحلي الإجمالي.
- وترجمت هذه الإرادة الحكومية في 05 أوت 2000 بإصدار القانون 03-2000 المحدد للقواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، والذي يهدف خاصة إلى<sup>2</sup>:
- تحديد إطار دستوري لسلطة ضبط مستقلة وحررة.
  - تحديد إطار وشروط ضبط النشاطات المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية.
  - خلق شروط التطور منفصلة عن نشاطات البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية.
  - تحديد الشروط العامة لاستغلال ميادين البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية من طرف المتعاملين.
  - تطوير وتقديم خدمات البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية ذات جودة وضمانها في شروط موضوعية وشفافة في بيئة تنافسية مع ضمان المصلحة العامة.
- وبالموازاة تم بتاريخ 15 ديسمبر 2001 اصدار القانون رقم 20-01 المتعلق بتهيئة الإقليم وتطويره الدائم وبيان توجيهي للخدمات والبنية التحتية للإعلام والاتصالات السلكية واللاسلكية والإعلام<sup>3</sup>، حيث يهدف البيان التوجيهي للتهيئة الرقمية إلى التّفاذ إلى هذه الخدمات في كافة الإقليم، وتشجيع التطور الاقتصادي للإقليم وانضمام الجميع إلى مجتمع المعلومات والثقافة والتكنولوجيا.

<sup>1</sup> سلطة الضبط للبريد و المواصلات السلكية و اللاسلكية، نشرة فصلية لسلطة الضبط للبريد و المواصلات السلكية و اللاسلكية رقم 5 و 6، الجزائر، سبتمبر 2006، ص 25.

<sup>2</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 48، الامانة العامة للحكومة، الجزائر، 2000، ص 04.

<sup>3</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77، الامانة العامة للحكومة، الجزائر، 2001، ص 18.

كما يجب أن يحدد الأهداف التجريبية وتطور المراكز الخاصة بالموارد متعددة الوسائط، وتحديد طرق ووسائل ترقية استعمال تكنولوجيا المعلومات والاتصال على مستوى مؤسسات التعليم والتكوين المهني. ومن بين هذه الأولويات تقرر الحكومة التحولات الاقتصادية والمؤسسية، وذلك بتحديد جهاز تنظيمي لفتح مختلف جوانب سوق الاتصالات السلكية واللاسلكية للمنافسة من أجل تنشيط خلق مناصب العمل المباشرة والغير المباشرة وضمان نفاذ وتوفير خدمات الاتصالات السلكية واللاسلكية ولاسيما ترقية الخدمة الشاملة للاتصالات السلكية واللاسلكية.

### المطلب الثاني: مهام سلطة الضبط ARPT

بهدف تقليص الهوة الرقمية بين الجزائر و الدول المتقدمة و تشجيع النفاذ إلى الانترنت و ترقية الصناعة الوطنية فيما يخص تكنولوجيا المعلومات و الاتصال، تم إنشاء سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية في إطار تحرير سوق البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، كذلك لفتح المنافسة وتشجيع مشاركة الاستثمار الخاص في هذه الأسواق من خلال سنّ القانون رقم 03-2000 المؤرخ في الخامس أوت 2000 المحدد للقواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية<sup>1</sup>، كما يمثل مهام هذه السلطة وفقا للمادة 13 من نفس القانون<sup>2</sup>:

- ✓ السهر على وجود منافسة فعالة على مستوى سوق البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية باتخاذ كل التدابير الضرورية لترقية أو استعادة المنافسة في هاتين السوقين؛
- ✓ السهر على توفير تقاسم الهياكل التحتية للمواصلات السلكية واللاسلكية في ظل احترام حق الملكية؛
- ✓ تخطيط، إدارة، تخصيص ومراقبة استخدام الترددات في النطاقات المقدمة لها مع احترام مبدأ عدم التمييز؛
- ✓ اعداد مخطط وطني للترقيم، ودراسة طلبات الأرقام وتخصيصها للمتعاملين؛
- ✓ المصادقة على العروض المرجعية للربط البيني والبث في النزاعات المتعلقة بالربط البيني؛
- ✓ منح تصريحات التشغيل واعتماد معدات البريد والاتصالات السلكية واللاسلكية ووضع المواصفات والمعايير التي يجب أن تستجيب لها؛
- ✓ التحكيم في المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين فيما بينهم أو مع المستخدمين؛
- ✓ الحصول من المتعاملين على المعلومات الضرورية للقيام بالمهام المخولة لها؛
- ✓ اعداد التقارير والاحصائيات العمومية وتقرير سنوي يتضمن نشاطاتها، قراراتها، آرائها وتوصياتها مع مراعاة طابع الكتمان وسرية الاعمال وكذا التقارير المالية، الحسابات السنوية وتقرير تسيير الصندوق الخاص بالخدمة العامة؛
- ✓ السهر على تطبيق دفاتر الشروط بالطريقة ذاتها بالنسبة لجميع المتعاملين وضمان المساواة فيما بينهم؛

<sup>1</sup> سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية - Arpt.dz، ملحة عن سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية ”، تاريخ الاطلاع 2015/12/28، <http://www.arpt.dz/ar/arpt/bref/>.

<sup>2</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 48، المادة 13، الامانة العامة للحكومة، الجزائر، 2000، ص 8-9.

- ✓ تسيير إجراء المناقصات لمنح تراخيص إنشاء وتشغيل شبكات الاتصالات العامة؛
- ✓ تحديد القواعد لمعاملي شبكات الاتصالات العامة بهدف تسعير الخدمات المقدمة للجمهور؛
- ✓ المشاركة في إعداد الموقف الجزائري في المفاوضات الدولية وذلك في مجالي البريد والاتصالات السلكية واللاسلكية؛
- ✓ المشاركة في تمثيل الجزائر في المنظمات الدولية المختصة في مجالي البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية.

## المبحث الثاني: سوق الاتصالات في الجزائر

### المطلب الأول: سوق الهاتف الثابت

قبل سنة 2000 عانى سوق الاتصالات في الجزائر تأخراً من حيث انتشار الهاتف و الذي لم يتجاوز انتشاره 6% مقابل 8% في البلدان المغاربية المجاورة و 40% في البلدان المتقدمة، ويرجع هذا التأخر إلى احتكار الدولة لهذا القطاع إلى غاية فتح خدمات الاتصالات السلكية على المنافسة بصدور القرار 03-2000 المؤرخ في 05 اوت 2000 الذي نص على استقلالية قطاع البريد والمواصلات وفصل أنشطة البريد عن الاتصالات، حيث تم انشاء شركة مساهمة (SPA) سميت باتصالات الجزائر تعمل في مجال الشبكات و خدمات الاتصالات الالكترونية من خلاله<sup>1</sup>، إلا انه لم يعطي اي نتيجة ملموسة حتى سنة 2003 ، حيث سُجل نمو في استخدام الهاتف الثابت قُدر ب 47.8% بين 2003-2004 راجع إلى ادخال الهاتف الثابت اللاسلكي WLL\* الذي انطلق بداية سنة 2004.

وفي سنة 2005 عزز سوق الهاتف الثابت بدخول ثاني متعامل للهاتف الثابت، وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، ذات الاسم التجاري "لكم" والتي تكونت من الشركتين المصريتين: المصرية للاتصالات و أوراسكوم تليكوم، حيث فازت بمناقصة وطنية بقيمة 65 مليون دولار، وهي أول رخصة للهاتف الثابت في القطاع الخاص بالجزائر، وبدأت الشركة بعملياتها مطلع 2005 ، حيث عرضت شبكتها الخاصة للهاتف الثابت والانترنت عبر الجزائر، وقدمت خدمة محلية ووطنية ودولية باستعمال شبكة لاسلكية من الجيل الثالث تعتمد على تكنولوجيا شبكة الجيل الجديد<sup>2</sup>(NGN\*) إلا ان هذه شركة لم تنجح في استقطاب قدرا من المشتركين بسبب ضعف جودة الاتصال والخدمات، وبسبب عدة مشاكل تكنولوجية منها استعمال النظام اللاسلكي الصيني WLL الذي اعتبر بطيء وغير قادر على تقديم خدمة أنترنت موثوقة ما اثر على مردودية الشركة ونقص في السيولة وهذا ما نتج عنه تسريح للعمال وأعلنت افلاسها سنة 2008.

<sup>1</sup> Algérie Télécom, "Algérie Télécom SPA Histoire et Réalisations," accessed 28/12/2016, [https://www.algerietelecom.dz/siteweb.php?p=at\\_histoire\\_realisations](https://www.algerietelecom.dz/siteweb.php?p=at_histoire_realisations).(بتصرف)

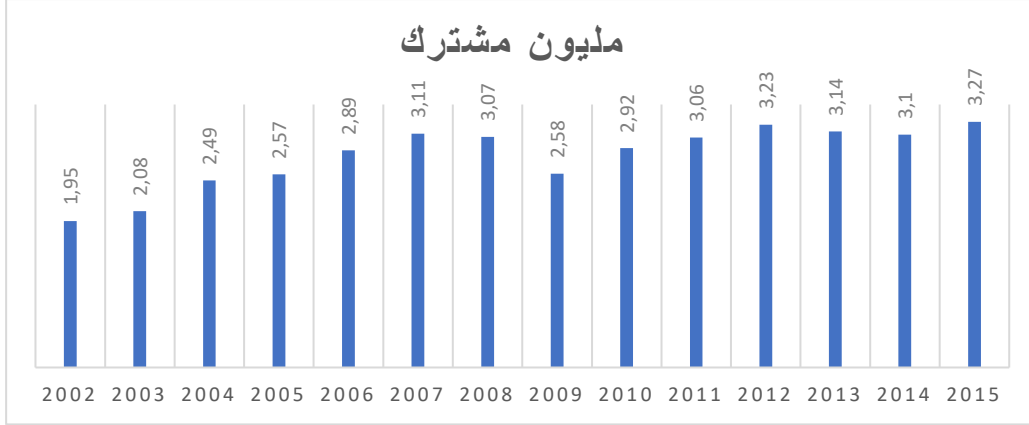
\* Wireless Locall Loop

\* Next Generation Network

<sup>2</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, **Rapport Annuel N°05** (Algerie: ARPT, 2005),p47.(بتصرف).

من خلال تقديمنا لتطور سوق الاتصالات في الجزائر يمكن القاء نظرة على تطور سوق الهاتف الثابت في الجزائر من حيث عدد المشتركين في الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (III-01): تطور سوق الهاتف الثابت



المرجع: من اعداد الباحث اعتمادا على التقرير السنوي لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية<sup>1</sup> 2015.

من خلال البيانات المقدمة في الشكل البياني أعلاه نلاحظ ان سوق الهاتف الثابت في الجزائر حقق تطورا جيدا في الفترة 2007-2002 حيث قدرت عدد المشتركين 3.11 مليون مشترك في سنة 2007 بتطور قدر ب 48% مقارنة بسنة 2002 وهذا راجع أساسا إلى توسع التغطية بشبكة السلكية و اللاسلكية عبر التراب الوطني، كما سجل تراجع قدر ب 24 % في سنة 2009 مقارنة بسنة 2007 حيث سجل 2.58 مليون مشترك في الهاتف الثابت ويمكن تفسير هذا التراجع لخروج المتعامل الثاني " لكم " من المنافسة إضافة إلى المنافسة الشديدة التي فرضتها الهواتف اللاسلكية وانتقال المشتركين إلى استعمال الهاتف النقال.

في سنة 2015 تم تسجيل ارتفاع في عدد المشتركين حيث بلغ 3.27 مليون مشترك مسجلا ارتفاعا قدر ب 27% مقارنة ب 2009 ويمكن ارجاع سبب هذا الارتفاع إلى انتشار استعمال الانترنت عن طريق ADSL\* وتحسن الخدمات المقدمة نسبيا من طرف متعاملها الذي يستخدم الشبكة السلكية في تزويد مشتركيه.

وفي تقرير مصغر أنجزته وزارة البريد وتكنولوجيا الاعلام والاتصال عن مؤشرات تكنولوجيا الاعلام والاتصال ومجتمع المعلومات تقول " ان تطور الهاتف الثابت في الجزائر يتجه نحو الاستقرار، وهي ظاهرة تمت ملاحظتها في العالم بأسره تقريبا حيث يتهاوى عدد مشتركي الهاتف الثابت من عام لآخر"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, **Rapport Annuel N°15** (Algerie: ARPT, 2015).p36

\* ADSL = Asymmetric Digital Subscriber Line

<sup>2</sup> - وزارة البريد و تكنولوجيا المعلومات و الاتصال، مؤشرات تكنولوجيا الاعلام والاتصال و مجتمع المعلومات، [http://www.mptic.dz/ar/IMG/pdf/Indicateurs\\_TIC\\_ar.pdf](http://www.mptic.dz/ar/IMG/pdf/Indicateurs_TIC_ar.pdf) ، تاريخ الاطلاع 2015/12/31.

المطلب الثاني سوق الهاتف النقال

عرف سوق الهاتف النقال في الجزائر تطورا سريعا في الكثافة الهاتفية وعدد المشتركين منذ اصدار القانون -2000 03 الذي سمح بفتح القطاع أمام المنافسة بعدما كان محتكرا من قبل المتعامل الوطني الوحيد الحامل حاليا للعلامة موبيليس والذي يعتبر فرعا من مجمع اتصالات الجزائر وأول متعامل للهاتف النقال في الجزائر.

في شهر جوان من سنة 2001 تحصل المتعامل اوراسكوم اتصالات الجزائر على ثاني رخصة بقيمة 735 مليون دولار امريكي أي ما يعادل أكثر من 55 مليار دج في نفس الوقت الذي اقترح فيه المتعامل الفرنسي ORANG ما قيمته 412 مليون دولار امريكي<sup>1</sup>، الا انه في أبريل 2014 تم شراء 51% من اسهم شركة اوراسكوم اتصالات الجزائر من طرف الحكومة الجزائرية بعد فترة من المفاوضات قاربت 5 سنوات بعد الاتفاق على مبلغ التنازل من طرف الشركة الام الروسية (\*Vimpelcom) التي احتفظت ب 49% من أسهم الشركة نظرا لما يعرفه السوق الجزائري من نشاط كبير و تنافسية حادة، حيث بلغت قيمة الصفقة 2.6 مليار دولار<sup>2</sup>، وتم تحويل الاسم إلى اوبتيموم اتصالات الجزائر OTA.

وفي 10 اوت 2014 تم تحويل كل الرخص التي يحملها المتعامل اوراسكوم اتصالات الجزائر إلى المتعامل اوبتيموم اتصالات الجزائر وفقا للمرسوم التنفيذي رقم 312-14 المؤرخ في نوفمبر 2014<sup>3</sup>.

أما المتعامل الثالث و المتمثل في "الوطنية للاتصالات الجزائر" فقد منح ترخيص التعامل في ديسمبر 2003 بمبلغ قدر ب 421 مليون دولار امريكي ما عادل 33 مليار دج في مقابل المتعامل الاسباني TELAFONICA الذي اقترح مبلغ 409.2 مليون دولار امريكي<sup>4</sup>، و في اوت 2004 تم اطلاق الاسم التجاري لعلامتها المسماة بنجمة والتي أدخلت تشكيلات من المنتجات و الخدمات الفريدة من نوعها حيث أدخلت معايير جديدة لعالم الاتصالات في الجزائر، حيث اقترحت للمستهلك الجزائري عروضاً و منتجات و خدمات مبتكرة ذات جودة رفيعة بفضل أجهزة من أحدث التكنولوجيا وتسعيرات تنافسية.

وفي 21 نوفمبر 2013 تم تغيير العلامة التجارية للوطنية للاتصالات الجزائر من نجمة إلى اوريدو، وهذا بعد ان أعلنت مجموعة كيوتل القطرية التي تملك أسم الشركة الوطنية للاتصالات عن تغيير علامتها التجارية لتصبح اوريدو،

<sup>1</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°04" (Algerie: ARPT, 2004)P74.

<sup>2</sup> Vimpelcom\* تحولت إلى VEON في أواخر 2015 انظر الموقع :

<http://www.djezzy.dz/djezzy/actualite-et-nouveautes/communiqués-de-presse/vimpelcom-devient-veon/>

<sup>3</sup> "Orascom Telecom s'algerianise," Leco-dz.com, accessed February 26, 2016,

[http://www.leconews.com/fr/actualites/nationale/investissement/orascom-telecom-s-algerianise-18-04-2014-168962\\_360.php](http://www.leconews.com/fr/actualites/nationale/investissement/orascom-telecom-s-algerianise-18-04-2014-168962_360.php).

<sup>4</sup> - المجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 70، لامانة العامة للحكومة، الجزائر، ديسمبر 2014، ص 03.

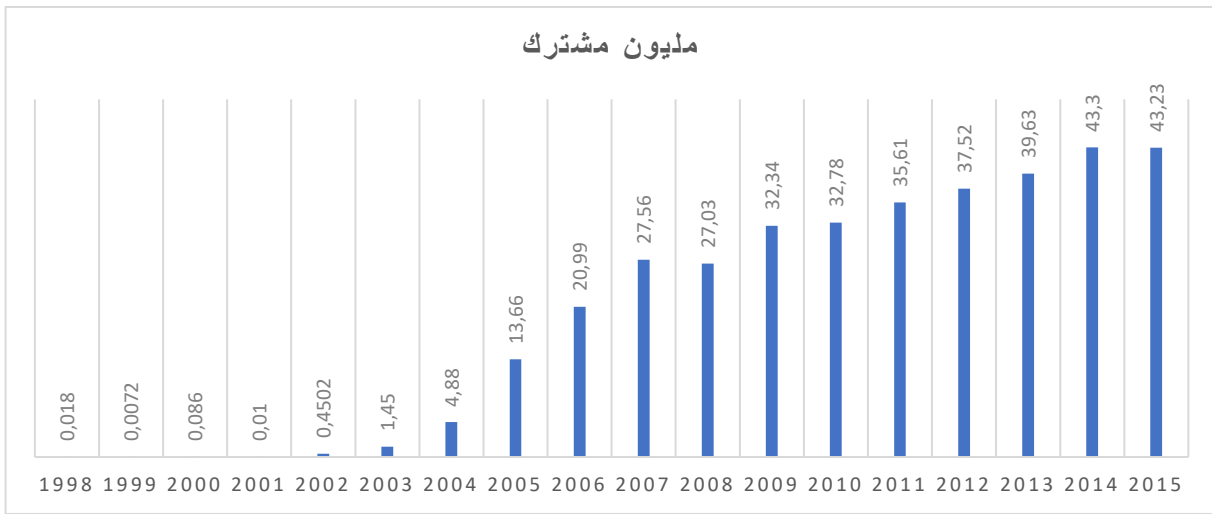
- OTA = Optimum Telecom Algerie.

<sup>4</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°04.",p74.

وذلك لتصبح فرعا من مجمع اوريدو القطرية، وجاء هذا التغيير استعدادا و تزامنا مع اطلاق خدمة الجيل الثالث الذي أُطلق في ديسمبر 2013، حيث قال المدير العام لمؤسسة نجمة سابقا و اوريدو حاليا في احدي الندوات الصحفية لتقديم العلامة التجارية الجديدة ان تغيير علامة التجارية سيفتح آفاق جديدة للاستثمار<sup>1</sup>.

من خلال تقديمنا لتطور سوق الاتصالات اللاسلكية في الجزائر يمكن القاء نظرة على تطور سوق الهاتف النقال في الجزائر من حيث عدد المشتركين في الشكل الموالي:

الشكل البياني رقم (III-02) يبين تطور الاشتراكات في الهاتف النقال في الجزائر



المرجع: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2008<sup>2</sup>، 2011<sup>3</sup>، 2015<sup>4</sup>.

من خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ ان الفترة الممتدة بين 1998 - 2001 كانت تتميز بضعف في المشتركين حيث لم يتجاوز حد 100000 مشترك ونسبة التغطية قدرت ب 0.32% وهذا راجع لعدم رواج استعمال الهواتف النقالة وضعف استعمال تكنولوجيات متطورة ترضي المشتركين، إضافة إلى ذلك احتكار السوق من طرف المتعامل موبيليس، وبعد فتح السوق للتنافس وفقا للقانون 03-2000 وبعد سنة 2002 عرف سوق النقال تطور بشكل هائل حيث وصل عدد المشتركين في سنة 2009 إلى 32.73 مليون مشترك بنسبة تغطية قدرت ب 91.68% وهذا ما يبين القدرات الكبيرة للمتعاملين في طرح منتجاتهم لجذب المشتركين وانتشار خدمات تكنولوجيات اللاسلكية.

<sup>1</sup> Ooredoo, "Communiqué de Presse, Première Filiale Internationale Du Groupe à Adopter La Nouvelle Marque," accessed March 2, 2016, [http://www.ooredoo.dz/content/mb\\_files/communique-nedjma-devient-ooredoo.pdf](http://www.ooredoo.dz/content/mb_files/communique-nedjma-devient-ooredoo.pdf).

<sup>2</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°08" (Algerie: ARPT, 2008).

<sup>3</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°11" (Algerie: ARPT, 2011).

<sup>4</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°15." (Algerie: ARPT, 2015)



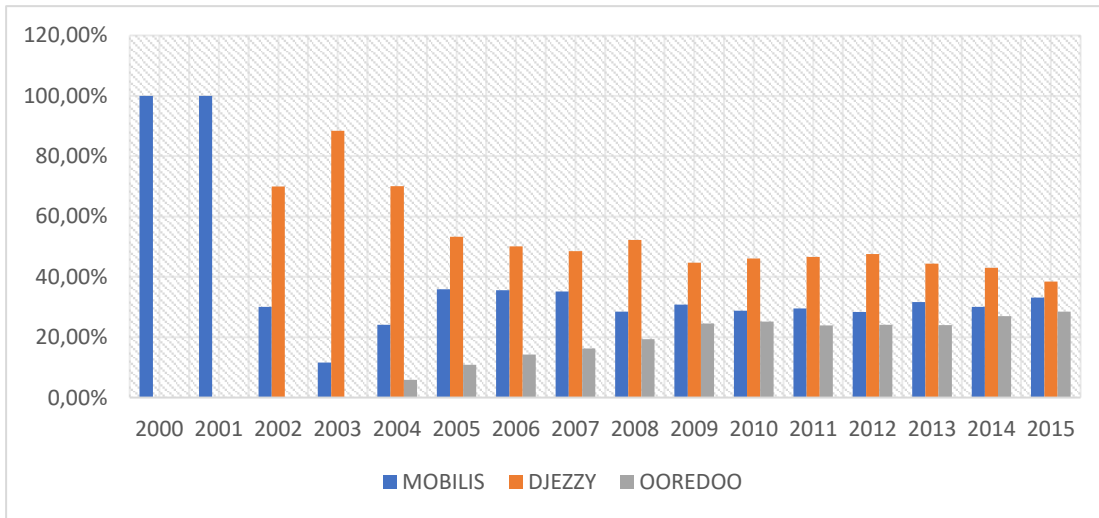
كما شهدت سنة 2008 انخفاضا في عدد الاشتراك راجع إلى عملية إعادة تعريف الشرائح SIM حيث ان الشرائح التي لم تحدد هويتها لا يمكن استخدامها سواءا للمكالمات الواردة او الصادرة أي توقيفها نهائيا حيث تم توقيف ما قارب 2578775 شريحة ما أدى إلى انخفاض الاشتراك في هذه السنة<sup>1</sup>.

أما الفترة الأخيرة والممتدة بين 2010-2015 فقد شهد سوق النقال تطور كبيرا حيث بلغ عدد المشتركين 43.3 مليون مشترك بنمو قدر 33.67% مقارنة ب 2009 ويعود هذا إلى ارتفاع نسبة التغطية عبر التراب الوطني والتي بلغت 100% في سنة 2015 إضافة إلى تحسن الخدمات المقدمة من طرف المتعاملين بأسعار تنافسية كما أثر إطلاق تكنولوجيا الجيل الثالث الذي دخل حيز التنفيذ أواخر 2013 على جذب الكثير من المشتركين.

### المطلب الثالث: تحليل الحصة السوقية للمتعاملين في سوق الهاتف اللاسلكي

في ظل التنافس الحاصل بين المتعاملين الثلاث وجب القاء نظرة على الحصة السوقية للمتعاملين الثلاث لمعرفة مكانة شركة موبيليس قيد الدراسة في سوق النقال في الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 2000 – 2015 كما هو مبين في الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم (III-03): يبين تطور الحصة السوقية للمتعاملين في الهاتف النقال في الفترة 2000-2015



المراجع: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2010<sup>2</sup>, 2012<sup>3</sup>, 2015<sup>4</sup>.

من خلال النتائج المبينة في الشكل البياني اعلاه نلاحظ ان شركة جيزي تسيطر على سوق النقال في الجزائر منذ دخولها كمنافس اول في الجزائر لشركة موبيليس حيث حصلت على نصيب الأسد من الحصة السوقية لخدمات الهاتف للنقال في الجزائر يليها المتعامل موبيليس التي فقدت الحصة السوقية سنة 2002 بفتح السوق للتنافس حيث استثمرت

<sup>1</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, “Rapport Annuel N°08.”, Op.Cite,p59

<sup>2</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, “Rapport Annuel N°10” (Algerie: ARPT, 2010),p47.

<sup>3</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, “Rapport Annuel N°12” (Algerie: ARPT, 2012),p50.

<sup>4</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, “Rapport Annuel N°15”,p41.

شركة جيزي خبرتها في مجال تكنولوجيايات النقل كونها تابعة لواحدة من أعرق شركات الاتصال في العالم، حيث نلاحظ ان شركة موبيليس لم تتجاوز نسبة 35% من اجمالي الحصة السوقية و ذلك بدخول المتعامل الثالث OOREDOO الذي يمتلك 26% من الحصة السوقية في المركز الأخير .

**الحصة السوقية للمتعاملين في خدمة الجيل الثالث:**

في ظل التسارع التكنولوجي دخلت السوق الجزائرية في التعامل في خدمات الجيل الثالث تماشيا مع ظروف التكنولوجيا في العالم تم اصدار رخص إقامة و استغلال شبكة عمومية للمواصلات اللاسلكية من الجيل الثالث وتوفير خدمات المواصلات اللاسلكية للجمهور وفقا للمرسوم التنفيذي 13-405 الخاص بالمتعامل موبيليس، المرسوم التنفيذي رقم 13-406 الخاص بشركة الوطنية للاتصالات الجزائر، والمرسوم التنفيذي رقم 13-407 الخاص بالمتعامل شركة اوبتيموم تيليكوم<sup>1</sup> والجدول الموالي يبين الحصص السوقية للمتعاملين في سوق خدمات الجيل الثالث وفقا لبيانات سلطة الضبط:

الجدول رقم (III-01): الحصص السوقية للمتعاملين في خدمة الجيل الثالث

السنة	2014	2015
موبيليس	44.85%	40.09%
جيزي	14.74%	25.39%
اوريدو	40.41%	34.52%

المصدر: التقرير السنوي لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2015<sup>2</sup>

من خلال بيانات الجدول أعلاه نلاحظ ان مؤسسة موبيليس تسيطر على سوق خدمات الجيل الثالث في السنتين الاوليتين من إطلاق الخدمة وهذا من خلال استغلال ظروف التعثر الخاصة بالمتعامل جيزي الذي كان في حالة تفاوض مع الحكومة الجزائرية من أجل التنازل عن أسهم الشركة لصالح الأخيرة؛ في سنة 2015 تواصلت السيطرة على السوق من طرف المتعامل موبيليس رغم تراجع نسبة الحصة السوقية بحوالي 4% بسبب استعادة المتعامل جيزي جزءا هاما من الحصة السوقية الخاصة به.

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 60، الامانة العامة للحكومة، الجزائر، 2013.

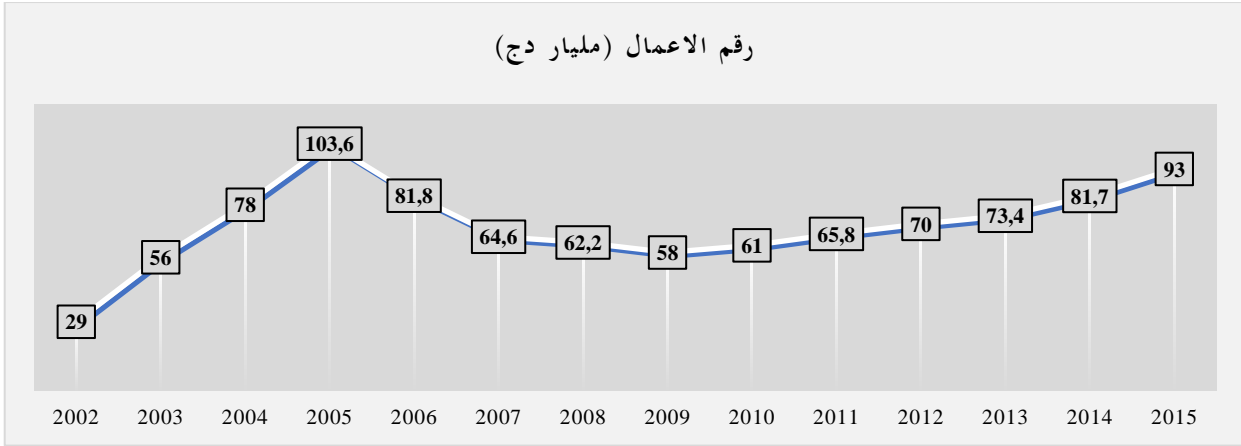
<sup>2</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°15", p42.

### المبحث الثالث: مساهمة قطاع الاتصالات في الاقتصاد الوطني

نحاول في هذه المطلب تحليل مساهمة قطاع الاتصالات في الاقتصاد الوطني انطلاقا من الإيرادات المحققة من طرف المتعاملين فيه ومساهمته في الناتج المحلي الخام.

#### المطلب الأول: إيرادات الهاتف الثابت

في الشكل البياني التالي سنقوم بعرض وتحليل تطور رقم الاعمال الذي المحقق من خدمات الهاتف الثابت كما يلي:  
الشكل البياني رقم (III-04) يبين تطور رقم الاعمال المحقق من الهاتف الثابت



المرجع: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2008، 2011، 2015.

نلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه أن هناك نمو مستمر في رقم الأعمال خلال الفترة 2001-2005 حيث بلغ 103.6 مليار دج كأعلى وأحسن رقم أعمال محقق للمتعاملين في خدمة الهاتف الثابت وهذا راجع أساسا إلى انتشار استعمال الهاتف الثابت ونمو الانفاق الشهري على الهاتف الثابت من طرف المشتركين والذي بلغ 3272 دج شهريا نهاية 2005 وذلك ما يبينه الملحق رقم (01).

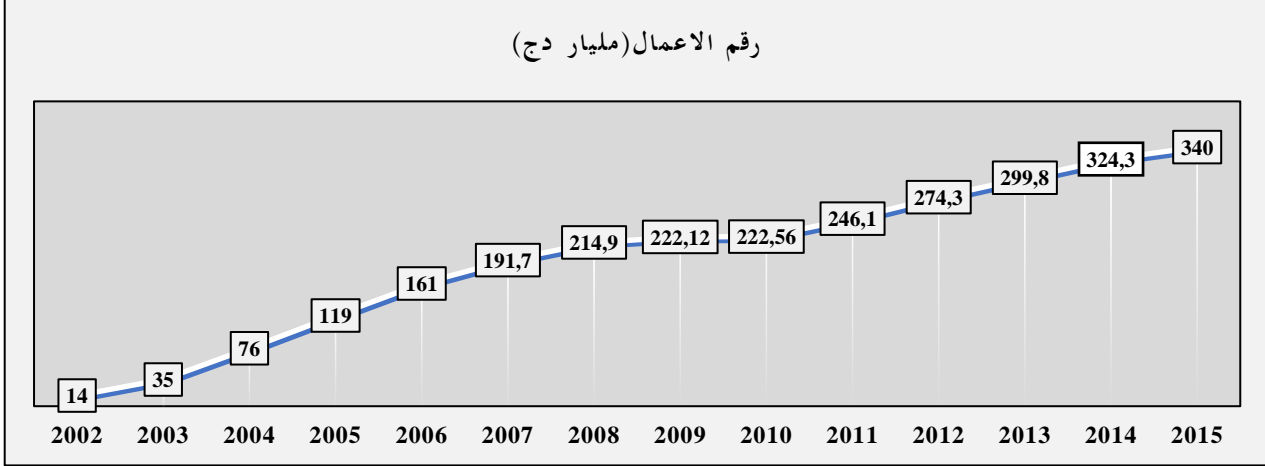
إلا أنه سُجل تراجع متواصل خلال الفترة 2006-2009 حيث بلغ رقم الأعمال 58 مليار دج بتراجع قدر بنسبة 44% بالمقارنة بسنة 2005، ويمكن تحليل هذا التراجع أساسا إلى انخفاض حجم الرواج الكلي للهاتف الثابت كنتيجة لانتشار الهاتف النقال في نفس الفترة و انتقال الأفراد إلى طلب الخدمات اللاسلكية مقابل الخدمات السلكية، حيث فرضت الهواتف النقالة منافسة شديدة خلال هذه الفترة بوجود ثلاث متعاملين في هذا القطاع.

كما شهدت الفترة الثالثة التي حددت بين 2010-2014 تحسنا ملحوظا في رقم الاعمال المحقق مقارنة بالفترة السابقة حيث تم تحقيق 93 مليار دج في سنة 2015 بمعدل نمو قدر ب 90% مقارنة بنهاية الفترة السابقة ويرجع سبب هذا النمو إلى تحسن واستقرار عدد المشتركين في الخط الثابت بسبب زيادة الطلب على خدمات الانترنت ADSL والتي تُزوّد عن طريق الشبكة السلكية ما أثر على نمو متوسط الانفاق الشهري على الهاتف الثابت حيث بلغ 2435 دج شهريا سنة 2015 مقابل 1712 دج شهريا في سنة 2009.

المطلب الثاني: إيرادات الهاتف النقال

يقدم الشكل الموالي تطور رقم الاعمال المحقق خلال الفترة 2002-2015 من طرف المتعاملين في قطاع الاتصالات في الجزائر :

الشكل البياني رقم (III-05) يبين تطور رقم الاعمال المحقق من الهاتف النقال

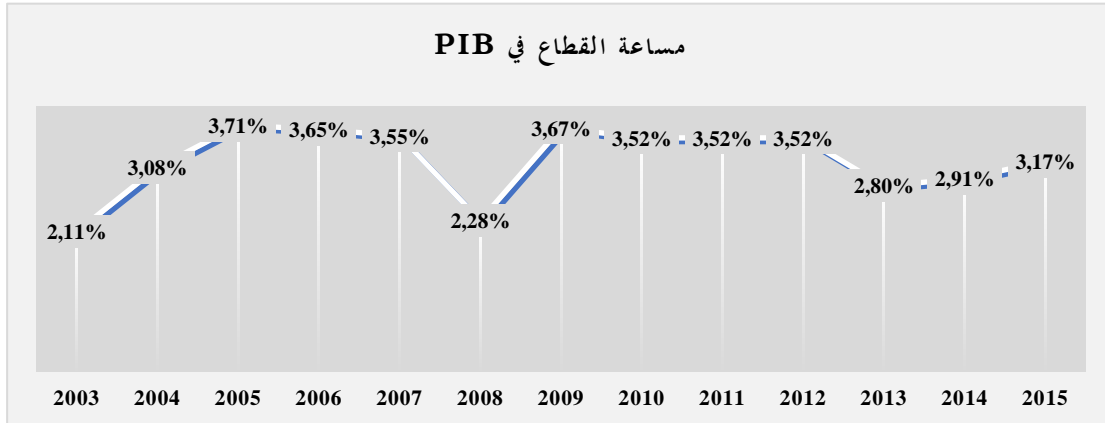


المراجع: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2008، 2011، 2015.

من خلال الشكل البياني رقم (III-05) أعلاه نلاحظ نمو مستمر وسريع لرقم الاعمال خلال الفترة 2002-2009 حيث تم تحقيق 14 مليار دج في سنة 2002 بعد فتح سوق الاتصالات اللاسلكية مع تنفيذ قانون 03-2000، وتواصل نمو رقم الاعمال محققا 222.13 مليار دج سنة 2009 واستقر عند نفس المبلغ خلال السنة الموالية بمبلغ قدر بـ 222.56 مليار دج، ويمكن ارجاع نسبة النمو القوية خلال نفس الفترة إلى سرعة انتشار خدمات الهاتف النقال والطلب عليه من طرف المستخدمين الذي بلغ في نهاية هذه الفترة 32 مشترك كما تم التطرق اليه سابقا.

و في الفترة الموالية و المتمثلة في 2011-2015 تم تحقيق نمو في رقم الاعمال بلغ نهاية هذه الفترة 340 مليار دج مقابل 246.1 مليار دج كإيرادات بداية الفترة -2011- بنسبة نمو قدرت بـ 38.2% خلال نفس الفترة و يرجع سبب هذا النمو إلى التوسع في تقديم الخدمات عبر كامل التراب الوطني حيث بلغت نسبة التغطية إلى 107% ما أدى إلى نمو عدد المشتركين في خدمات الهاتف النقال التي بلغت 43 مليون مشترك نهاية 2015 إضافة إلى ذلك دخول خدمات جديدة في مجال الانترنت و المتمثلة في خدمات الجيل الثالث.

الشكل رقم (III-06): مساهمة قطاع الاتصالات PIB



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2008، 2011، 2015.

من خلال المعطيات المقدمة من طرف سلطة الضبط ARPT فنلاحظ أن قطاع الاتصالات يساهم بنسبة ضعيفة في الاقتصاد الوطني قدرت بـ 3.17% نهاية سنة 2015 كمساهمة في PIB بمبلغ إجمالي قدر بـ 532 مليار دج والمحقق في سنة 2015<sup>1</sup> ويرجع ضعف المساهمة في الناتج إلى سيطرة قطاع المحروقات على جزء كبير وهام من الناتج الداخلي الخام الذي تعتمد عليه الحكومة في تسيير شؤون البلاد، وهذا رغم التسهيلات المقدمة من طرف الحكومة لتقوية هذا القطاع من خلال تسهيل ضخ استثمارات جديدة لتهيئة البنية التحتية وتوسيع قاعدة ربط العملاء بالتكنولوجيا تماشيا مع تطورها عبر العالم بدءاً بطرح خدمات الجيل الثالث سنة 2013 وخدمة الجيل الرابع على الشبكة السلكية في نصف الثاني من سنة 2014 في انتظار ما سيساهم به مشروع خدمات الجيل الرابع على الشبكة اللاسلكية.

## خلاصة الفصل

<sup>1</sup> Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "Rapport Annuel N°15.",p06.

من خلال ما تم التطرق اليه في هذا الفصل انطلاقا من تحليل الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصال في الجزائر من خلال القوانين المسيرة له إضافة إلى تطور سوق الهاتف النقال الذي انبثق من سوق الهاتف الثابت بسبب التسارع التكنولوجي، نستنتج أن القانون 03-2000 لعب دورا هاما في تطوير وتحسين التنافسية داخل قطاع الاتصالات بالجزائر حيث ساهم في فتح المجال للتنافس أمام الشركات المتعاملة في هذا النشاط إلا أن مساهمة القطاع في الاقتصاد تبقى ضعيفة لأسباب يرجعها الباحث إلى اعتماد الدولة على قطاع المحروقات في تحصيل مداخيلها لتسيير الشؤون العامة للدولة.

ومن جهة أخرى وانطلاقا من بيانات الحصص السوقية توصلنا إلى أن مؤسسة موبيليس تواجه تنافسية شديدة من طرف المتعاملين في نفس القطاع حيث صنفت في المرتبة الثانية بعد المتعامل جيزي، إذ أنها لم تتجاوز عتبة 35% من خدمات الهاتف النقال رغم سيطرتها على خدمات الجيل الثالث في أول سنتين من تطبيقها في السوق الجزائرية ويمكن ارجاع ذلك إلى القوة التسييرية التي تمتلكها شركة جيزي كونها تابعة لإحدى أقوى مجتمعات الهاتف النقال المتعاملة في أوروبا وباقي العالم.

## الفصل الرابع:

بناء نموذج التقييم الخاص

بمؤسسة موبيليس

## تمهيد

بعد التطرق في الفصل النظري إلى تحليل أهم مقاربات التقييم القابلة للتطبيق في البيئة الجزائرية، حيث تم التوصل إلى أن مقارنة التدفقات هي الطريقة المناسبة لتقييم الشركات لما لها من خصائص، إضافة إلى تحليل الأدبيات التطبيقية في موضوع التقييم حيث حاولنا تبيان أهدافها وأوجه الإيجاب والقصور التي تميزها وأخيرا مكانة الدراسة الحالية بين الدراسات التي تم التطرق لها.

اما الفصل الثالث الذي تطرقنا فيه إلى تحليل الواقع الاقتصادي لقطاع الاتصالات في الجزائر وتوصلنا إلى أن مؤسسة موبيليس تواجه تنافسية شديدة من قبل المتعاملين في سوق الاتصالات اللاسلكية في ظل التطورات التكنولوجية.

سيتناول هذا الفصل الدراسة التطبيقية والمتمثلة في دراسة حالة لمؤسسة موبيليس من خلال محاولة اسقاط نموذج التقييم وفق مقارنة التدفقات النقدية بمختلف الطرق التي تم تحليلها في الفصل النظري "طريقة الربح - طريقة الهامش الإجمالي - طريقة التدفقات النقدية المتاحة" كمحاولة لتقييم مؤسسة موبيليس وإعطاء تحليلات لمجال القيم واستعمالاتها.

وبغيت منا لتحقيق الهدف المنشود من الدراسة قُسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، يتطرق المبحث الأول إلى منهجية وأدوات البحث، أما المبحث الثاني فيعرض نتائج الدراسة المتوصل إليها وأخيرا المبحث الثالث الذي يتم فيه مناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها.



### المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة

نهدف من هذا المبحث الى تقديم منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة بهدف الوصول الى الهدف المنشود الا تقييم مؤسسة موبيليس والخروج بمجال من القيم يساهم في اتخاذ القرارات المستقبلية.

#### المطلب الأول: عينة الدراسة

قصدا منا لتحقيق الهدف المنشود من الدراسة ارتأينا إلى اختيار مؤسسة موبيليس لتطبيق نموذج الدراسة محاولة منا لإعطاء الحلول المناسبة لتقييم هذا النوع من المؤسسات كونها مؤسسة متعاملة في مجال الاتصالات بالجزائر.

#### الفرع الأول: تقديم مؤسسة موبيليس

تعتبر مؤسسة موبيليس فرعا من فروع مجمع اتصالات الجزائر وهي أول متعامل للهاتف النقال في الجزائر حيث تقدم لزيائنها سلسلة من المنتجات والخدمات المختلفة، كما تحاول المؤسسة فرض نفسها كمؤسسة حيوية، مبدعة ووفية في محيط جد تنافسي وسليم أساسه ومفتاح نجاحه يكمن في الجدية والمصداقية بالإضافة إلى الاتصال المباشر مع زبائنها. كما يعتبر المتعامل موبيليس مؤسسة ذات أسهم، تأسست برأسمال قدره 100 مليون دج موزعة على ألف سهم، قدر السهم الواحد ب 1000 دج حيث أن كل الأسهم مملوكة للمؤسسة الأم - اتصالات الجزائر- تم الإعلان عن نشأتها في شهر اوت من سنة 2003، وأصبح لديها هيكلها التنظيمي المستقل بداية من جانفي 2004، وتم انشاء اول إدارة مركزية لها في شهر جويلية من سنة 2004 بالعاصمة، ومنذ انطلاق تسييرها في 2004 تم إطلاق اول شبكة تجريبية لخدمات الهاتف النقال في الجزائر مع فرض شروط بالالتزام بضمان تغطية شاملة عبر كامل ارجاء التراب الوطني<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: أهداف مؤسسة موبيليس

وضعت مؤسسة موبيليس منذ نشأتها أهدافا كقيم تقوم عليها وهذا بغرض تحقيق أفضل أداء لها وتطوير نفسها، ويمكن ايجاز هذه الأهداف في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- العمل الدائم بشعار " أينما كنتم " حيث يعد تعهدا بالإصغاء الدائم؛
- محاولة الوصول إلى أكبر عدد من المشتركين في خدماتها والسيطرة على سوق النقال في الجزائر؛
- تبني سياسة التغيير والإبداع في تقديم الخدمات بما يتماشى والتغيرات التكنولوجية؛
- السهر على توفير شبكة ذات جودة عالية والوصول إلى نسبة 100% عبر كامل التراب الوطني؛

<sup>1</sup> من وثائق المؤسسة.

<sup>2</sup>Mobilis, "A PROPOS D' ATM MOBILIS," accessed January 30, 2016, <http://www.mobilis.dz/ar/apropos.php> (بتصرف).

- التكفل الجيد بالمشركين لضمان رضائهم ووفائهم من خلال توفير خدمة للمشركين جد ناجعة بالإضافة إلى التنويع والإبداع في العروض والخدمات المقترحة.
- التماشي مع التطورات التكنولوجية المتسارعة من خلال تقديم خدمات الجيل الثالث والرابع.
- وضع إجراءات تسييره جديدة تماشيا مع عصنة الإدارة؛
- الرفع من القدرة والقابلية التنافسية على الدوام من خلال تقديم أحسن الأسعار، الجودة والخدمات؛
- محاولة تحسين هوامش الربح عبر الدورات المالية من خلال تحقيق رقم أعمال خام من سنة إلى أخرى؛
- الالتزام بلعب دور هام في مجال التنمية المستدامة وبمساهمتها في التقدم الاقتصادي.

### الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة

مؤسسة موبيليس مقسمة ومنظمة وفق معايير عالية وقوية من حيث الإدارة الاستراتيجية تماشيا وتطورات الهياكل التنظيمية المعاصرة، فتسير من طرف رئيس مدير عام PDG\*\* ومحاط بثمانية مدراء وطنيين ممثلين في<sup>1</sup>:

" الاعمال العامة، الموارد البشرية، العلامة والاتصال، أنظمة المعلومات، الاستراتيجية، البرمجة والنجاعة، المالية والمحاسبة، الشبكات والخدمات، الاعمال التجارية والتسويق" بالإضافة إلى ثمانية مدراء جهويين، كما تم تجهيز المؤسسة حديثا بمجلس إدارة يتكون من 9 أعضاء ذو كفاءة تكمن مهامهم في المصادقة على القرارات الاستراتيجية.

ويمكن القاء نظرة على الهيكل التنظيمي لمؤسسة موبيليس في الملحق رقم (02).

### المطلب الثاني: حدود وأدوات الدراسة

تتمثل الحدود المكانية والزمنية للدراسة في دراسة حالة مؤسسة موبيليس والتي تم الاعتماد على البيانات المالية المتحصل عليها من طرفها والتي تمثلت في مجموعة من البيانات التقديرية للسنوات 2016، 2017، 2018، إضافة إلى مقابلات شخصية مع المسؤولين فيها للاستفادة من معلومات تفيد الدراسة، وهذا بغية تقييم المؤسسة حسب ما تتطلبه مقارنة التقييم عن طريق التدفقات المرتكزة أساسا على التقديرات المستقبلية للشركات والمؤسسات، إضافة إلى ذلك تم الاعتماد على بيانات بورصة القيم الجزائرية والمتمثلة في معدلات الفائدة الخاصة بأذونات الخزينة العمومية المدرجة فيها.

وبغية تحقيق هدف الدراسة وتطبيق طريقة التقييم المعتمدة والوصول إلى النتائج النهائية والمتمثلة في مجال القيم تم الاستعانة ببرنامح Excel office 2016 لحساب مجال القيم وتبني نموذج خاص بمؤسسة موبيليس.

\*\* Président Directeur Général.

<sup>1</sup> - Mobilis, "A PROPOS D' ATM MOBILIS," accessed January 30, 2016, <http://www.mobilis.dz/ar/apropos.php>.

المبحث الثاني: تقييم مؤسسة موبيليس

يتناول هذا المبحث تقييم مؤسسة موبيليس انطلاقا من تحديد المحددات الأساسية لمقاربة التدفقات في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني ستتم عملية التقييم للمؤسسة وفق نفس المقاربة، وفي الأخير سيتم تحليل ومناقشة النتائج.

المطلب الأول: المحددات الأساسية لمقاربة التدفقات

تتمثل المحددات الأساسية للتقييم على أساس مقاربة التدفقات في العوامل المشتركة بين طرق التقييم وفق هذه المقاربة والمتمثلة في: " معدل الاستحداث، فترة الاستحداث "، وسنبين في هذا المطلب كيفية اختيار هذين العاملين وفقا لما تتطلبه الدراسة.

الفرع الأول/ معدل الاستحداث

يعبر معدل الاستحداث عن الأداة المستعملة في معرفة وحساب القيمة الحالية لمجموع التدفقات المستقبلية، يتم حساب هذا المعدل كما يلي:

$$\text{معدل الاستحداث} = \text{معدل الأساس} + \text{علاوة المخاطر}$$

حيث يمكن استعمال عدة مصادر لتمثيل معدل الأساس تم ذكرها في الفصل النظري<sup>1</sup>، ووفقا لدراستنا التطبيقية سيتم الاعتماد على متوسط معدل الفائدة الخاص بسندات الخزينة العمومية متوسطة الأجل-7سنوات- المدرجة في بورصة الجزائر كونه يمثل معدل فائدة خالي من الخطر.

وفي الجدول التالي يبين معدلات سندات الخزينة العمومية متوسطة الأجل المدرجة في بورصة الجزائر:

الجدول رقم (01-IV): سندات الخزينة العمومية متوسطة الأجل المدرجة في بورصة الجزائر

نسبة الفائدة	حجم الاصدار 10 <sup>6</sup> دج	تاريخ الاستحقاق	تاريخ الادراج	سعر الادراج	رمز ISIN	الرمز	الفئة
3,00%	5 000,00	12/05/2020	08/05/2013	105.84	DZ0000700280	O070520	O.A.T 7 ans
3,00%	5 000,00	08/04/2018	06/04/2011	106.82	DZ0000700223	O070418	O.A.T 7 ans
3,00%	10 000,00	24/03/2019	21/03/2012	104.48	DZ0000700256	O070319	O.A.T 7 ans
3,00%	37 692,00	26/01/2021	26/01/2014	100.05	DZ0000700314	O070121	O.A.T 7 ans
3.25 %	21 882,00	05/07/2022	05/07/2015	98.43	DZ0000020348	O070722	O.A.T 7 ans
4.00 %	953	22/01/2024	18/01/2017	95.50	DZ0000700371	O070124	O.A.T 7 ans

المصدر: بيانات سوق السندات الخزينة العمومية - بورصة الجزائر<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - انظر المطلب الثاني من المبحث الثاني، ص 24

<sup>2</sup> "SGBV Bourse d'Algérie," **Marché oat , OAT cotées**, accessed 25/02 2017, <http://www.sgbv.dz/?page=oat&lang=fr>.

من خلال معدلات الفائدة في الجدول أعلاه يمكن استعمال متوسط معدل الفائدة الخاص بسندات الخزينة العمومية والذي يمثل 3.21% كمعدل أساس خال من المخاطر يمكن أن نضيف إليه علاوة المخاطر للحصول على معدل الاستحداث.

بالنسبة لعلاوة المخاطر والذي يعتبر كتعويض للمخاطر التي يمكن ان تواجهها الاستثمارات في المستقبل، فهو معدل يتم اضافته لمعدل الأساس للحصول على معدل الاستحداث.

ففي مقابلة شخصية مع موظفي مصلحة الاستراتيجية<sup>1</sup> وقصدا منا لمعرفة أهم المؤشرات المستقبلية لبناء استراتيجية المؤسسة والتوصل إلى أهم المخاطر التي يمكن أن تواجهها في ظل نشاطها بقطاع خدمات الاتصال في الجزائر توصلنا إلى حصر هذه المخاطر فيما يلي:

- مخاطر تدني مستوى تقديم الخدمات أهمها التغطية الشبكية ما يؤدي إلى ارتفاع مخاطر خسارة الحصة السوقية؛
- مخاطر التسارع التكنولوجي العالمي ومدى مسيرته من طرف المؤسسة؛
- مخاطر تغير القوانين وفرض قرارات جديدة لا تتماشى وأهداف المؤسسة من طرف سلطة الضبط المسيرة لقطاع الاتصال في الجزائر.
- مدى قبول طلبات الترخيص لتغطية أكبر مجال ممكن من شبكات الجيل الجديدة من طرف سلطة الضبط؛
- قوة المنتجات والخدمات المقدمة من طرف المنافسين المتعاملين في نفس النشاط؛
- مدى الاستقرار الاقتصادي الجزائري ومردودية المؤسسة.

وعلى أساس المخاطر المتوصل إليها تم بناء جدول معدلات علاوة المخاطر الخاصة بالدراسة في بيئة الأعمال الجزائرية التي تتميز بعدم اليقين المستقبلي للظروف الاقتصادية التي تمر بها بيئة الأعمال الجزائرية والذي قسم إلى مستويات عدة انطلاقا من المستوى الضعيف للمخاطر إلى حالة عدم التأكد، ومنه فقد تم الاعتماد على نسبة 50% كعلاوة خطر عند مستوى ضعيف ظنا منا انه سيغطي المخاطر التي تحيط بنشاط المؤسسة والخصوصية القطاع الذي يتميز بالاعتماد على استثمارات تكنولوجية هامة وكذا التنافسية الحادة بين المتعاملين، ما أدى بنا إلى الاعتماد على رفع معدل العلاوة ب 25% عند كل مستوى.

<sup>1</sup> - عدم ذكر الأسماء بطلب منهم - لصعوبة التواصل مع المسؤول الرئيسي لقسم الاستراتيجية -

الجدول التالي يبين معدلات علاوة المخاطر التي سيتم الاعتماد عليها لبناء سيناريوهات في عملية التقييم:

الجدول رقم (02-IV): يبين معدلات علاوة المخاطر حسب المستوى

مستوى المخاطر	مخطر معدوم	مخطر تحت الضعيف	مخطر ضعيف	مخطر متوسط	مخطر كبير	مخطر تشاؤمي	حالة عدم التأكد
نسبة علاوة المخاطر	0%	25%	50%	75%	100%	125%	150%

المصدر: من اعداد الباحث

ومنه يمكن حساب معدل الاستحداث اعتمادا على معدل الأساس وعلاوات المخاطر التي سيتم اعتمادها وفقا

للجدول الموالي:

الجدول رقم (03-IV): معدل الاستحداث حسب السيناريوهات

سيناريو	مستوى المخاطر	معدل الفائدة	نسبة علاوة المخاطر	علاوة المخاطر	معدل الخصم
سيناريو 01	مخطر معدوم	3,21%	0,00%	0,00%	3,21%
سيناريو 02	مخطر تحت الضعيف	3,21%	25,00%	0,80%	4,01%
سيناريو 03	مخطر ضعيف	3,21%	50,00%	1,61%	4,82%
سيناريو 04	مخطر متوسط	3,21%	75,00%	2,41%	5,62%
سيناريو 05	مخطر كبير	3,21%	100,00%	3,21%	6,42%
سيناريو 06	مخطر تشاؤمي	3,21%	125,00%	4,01%	7,22%
سيناريو 07	حالة عدم التأكد	3,21%	150,00%	4,82%	8,03%

المصدر: من اعداد الباحث

### الفرع الثاني/ فترة الاستحداث

يعتبر عدد السنوات المستعملة في عملية التقييم من اهم العناصر المؤثرة على قيمة المؤسسة النهائية وللدور المهم الذي تلعبه في تحديد مجال القيم والقيمة الحقيقية للمؤسسة، حيث ان اختيار هذه المدة لها تأثير مباشر على قيمة المؤسسة انطلاقا من اختيار الفترة.

فاستخدام الفترة الطويلة التي تمتد بين 20-30 سنة سيؤدي إلى خلل في التقييم نظرا لحالة عدم التأكد التي سيقع فيها المقيم حيث ستكون نتائج عشوائية وفاقدة للواقعية وتميزها الشكوك حول مدى مصداقيتها والحالة التي لا يمكن أن تطبق في بيئة الاعمال الجزائرية نظرا لعدم الاستقرار الاقتصادي ولا تتناسب مع التطورات التكنولوجية السريعة الحاصلة حاليا.

و بالنسبة للفترة القصيرة والمتوسطة الممتدة بين 3-7 سنوات سيكون لتطبيقها تأثير إيجابي على عملية التقييم لكون تطبيقها سيعتمد على التوقعات الواضحة للمؤسسة و مخطط أعمالها، يقسم الخبراء هذه الفترة إلى الفترة القصيرة

التي لا تتعدى 3 سنوات و التي تسمى بفترة التوقع الواضح و التي تعتمد على مخطط اعمال المؤسسة في الفترة القريبة والتي تساعد في التقليل من مخاطر الوقوع في حالات عدم اليقين و هذا ما يتناسق مع خصوصية النشاطات التكنولوجية و المؤسسات فائقة النمو ، أما الفترة المتوسطة الممتدة من 3-7 فتطبق للمؤسسات التجارية و الصناعية و التي تعتمد على استثمارات ضخمة وهامة لا تتأثر بالتطورات التكنولوجية بشكل كبير.

ومن خلاله فمؤسسة موبيليس التي تصنف ضمن المؤسسات الناشطة في مجال خدمات التكنولوجية -الاتصالات اللاسلكية- فسيتم اعتماد مخطط عمل وفقا لما يتماشى مع أهدافها الرئيسية المسطرة في ظل تعاملها في بيئة الاعمال الجزائرية، ومنه سيتم الاعتماد على مخطط عمل لمدة لا تتجاوز الثلاث سنوات لعدة أسباب أخذت بعين الاعتبار كفرضيات تعمل من اجلها المؤسسة:

- العمل على رفع نسبة المشتركين والسيطرة على سوق الاتصالات في الجزائر؛
- تقديم أحسن الخدمات مع ما يتماشى والتغيرات التكنولوجية في مجال الاتصالات؛
- توسيع رقعة التغطية الشبكية التكنولوجية لتقديم الخدمات الجديدة وفقا لخدمات الجيل الرابع؛
- التسارع التكنولوجي الحاصل في الوقت الحالي والذي يؤثر على الاستثمارات المستعملة في القطاع والتي ستقادم بظهور استثمارات جديدة بفعل الابتكارات والاختراعات؛
- المسيرة السريعة للقوانين الصادرة من سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية في استغلال الشبكات والذي يعتبر أساس نشاط متعاملي الاتصالات اللاسلكية؛
- فرضية ثبات معدلات الضريبة في السنوات القادمة؛
- حالة عدم التأكد التي تتميز بها البيئة الاقتصادية الجزائرية على المدى المتوسط والبعيد،

#### المطلب الثاني: التقييم وفق مقارنة التدفقات

سنحاول في هذا المطلب تقديم عملية تقييم مؤسسة موبيليس وفقا لمقارنة التدفقات اعتمادا على طريقة الربح الصافي، الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي وأخير التدفقات النقدية المتاحة والتي تم تحليلها سابقا للخروج.

#### الفرع الأول/ التقييم على أساس الربح الصافي

تقوم هذه الطريقة على استحداث النتائج الصافية المستقبلية، حيث سيعبر عن مدى كفاءة الوسائل المستخدمة في الرفع من قيمة المؤسسة من خلال قيمة رأسمالها المستخدم والذي يقدر من خلال النتائج التي يحققها.

ومنه تقييم مؤسسة حسب هذه الطريقة يكون من خلال العلاقة التالية:

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{B}{(1+i)^n} \dots \dots (IV - 01)$$

حيث ان:

$V =$  القيمة النهائية للمؤسسة

$B =$  النتائج الصافية التقديرية؛

$i =$  معدل الاستحداث؛

$n =$  عدد سنوات؛

وبالنسبة لدراستنا يمكن حساب قيمة المؤسسة وفق المعادلة التالية:

$$V = \sum_{n=1}^3 \frac{B}{(1+i)^n} \dots \dots (IV - 01)$$

وهذا حسب السيناريوهات المعدة سابقا والمتمثلة في سيناريوهات  $(S_1, S_2, S_3, S_4, S_5, S_6, S_7)$ .

سنبين النتائج الصافية المقدرة من طرف المؤسسة وفقا لبياناتها المالية وهي كما يبينها الجدول التالي:

الجدول رقم (04-IV): النتائج الصافية التقديرية للفترة 2018-2016

الوحدة النقدية: مليون دج

السنة التقديرية	2016	2017	2018
المبلغ المقدر	10 781,194	12 074,49	13 886,178

المصدر: البيانات المالية للمؤسسة

من خلال البيانات المقدمة أعلاه نلاحظ ارتفاع نتائج التقديرية لسنوات الدراسة وهذا ما يدل على ان المؤسسة تسعى جاهدة إلى تحقيق نتائج مستقبلية جيدة من خلال استغلال التغطية الكلية لتراب الوطني بخدمات الجيل الثالث، كذا استغلال تقديم الخدمات الجديدة المتعلقة بالجيل الرابع التي دخلت حيز التنفيذ في 4 سبتمبر 2016 حسب المرسوم التنفيذي رقم 16-235 المؤرخ في 2 ذو الحجة 1437 الموافق ل 4 سبتمبر 2016.

انطلاقا من الجدول رقم (04-IV) وبيانات المحددات الرئيسة للتقييم المعدة سلفا، تحصلنا على مجال القيم النهائية وفقا للسيناريوهات المنجزة كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05-IV): مجال القيم حسب طريقة الربح الصافي

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، سبتمبر 2016 الامانة العامة للحكومة، الجزائر 2016، ص 03.

الوحدة النقدية: مليون دج

سيناريو	قيمة المؤسسة دج
سيناريو 01	34 411,806 د.ج.
سيناريو 02	33 868,548 د.ج.
سيناريو 03	33 332,712 د.ج.
سيناريو 04	32 817,046 د.ج.
سيناريو 05	32 314,393 د.ج.
سيناريو 06	31 824,314 د.ج.
سيناريو 07	31 340,492 د.ج.

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات المؤسسة المالية

من خلال الجدول رقم (IV-05) نلاحظ نتائج متقاربة نوعا ما وهذا نتيجة لفترة الاستحداث المستعملة كما ان القيم المتحصل عليها في انخفاض مستمر ويعود ذلك إلى تأثير معدل الاستحداث والذي يؤثر بالسلب على قيمة المؤسسة.

#### الفرع الثاني/ التقييم وفق الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي

يعتبر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي مؤشرا محاسبيا مرادفا لمؤشر القدرة على التمويل الذاتي حيث يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تمويل نشاطاتها خلال دورة مالية قبل توزيع الأرباح، كما يعتبر مؤشراً هاماً لتمثيل القدرة الربحية الحقيقية للمؤسسة بفعل تصحيح النتيجة من خلال الاهتلاكات التي تم اضافتها للنتيجة الصافية.

وللتذكير يتم حساب مؤشر الهامش الإجمالي من خلال إضافة مجموع الاهتلاكات والمؤنات إلى النتيجة الصافية المحققة.

الجدول التالي يوضح بيانات مؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي التقديرية لمؤسسة موبيليس.

#### الجدول رقم (IV-06): البيانات التقديرية لمؤشر MBA

الوحدة النقدية: مليون دج

2018	2017	2016	
13 886, 178	12 074, 937	10 781, 194	الربح الصافي التقديري (1)
39 172, 172	32 108, 338	25 686, 670	الاهتلاكات والمؤنات التقديرية (2)
<b>53 058, 350</b>	<b>44 183, 275</b>	<b>36 467, 864</b>	<b>MBA (1+2) التقديري</b>

المصدر: بيانات المالية للمؤسسة



من خلال بيانات الجدول رقم (IV-06) نلاحظ ان الاهتلاكات في ارتفاع مستمر ما يوضح لنا سياسة المؤسسة الاستثمارية التوسعية لمواجهة التحديات المستقبلية في التنافس على تقديم أحسن خدمات تكنولوجيا الجيل الرابع خلال فترة الدراسة.

ويتم تقييم المؤسسة وفقا لطريقة MBA انطلاقا من العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{MBA_i}{(1+K)^n} \dots (IV - 02)$$

حيث أن

MBA = الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي؛

i = معدل الاستحداث؛

n = عدد السنوات

لتقييم مؤسسة موبيليس وفق طريقة الهامش الاجمالي للتمويل الذاتي سيتم الاعتماد على المعادلة التالية:

$$V_0 = \sum_{n=1}^3 \frac{MBA_i}{(1+K)^n} \dots (IV - 02)$$

وذلك بالاتباع السيناريوهات المعدة سابقا والمتمثلة في سيناريوهات الخمس (S<sub>1</sub>, S<sub>2</sub>, S<sub>3</sub>, S<sub>4</sub>, S<sub>5</sub>, S<sub>6</sub>, S<sub>7</sub>)

الجدول الموالي يوضح مجال القيم المتوصل اليه حسب طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي.

الجدول رقم (IV-07): مجال القيم حسب كريقة MBA

الوحدة النقدية: مليون دج

سيناريو	قيمة المؤسسة دج
سيناريو 01	125 071, 443 د.ج.
سيناريو 02	123 059,025 د.ج.
سيناريو 03	121 074,553 د.ج.
سيناريو 04	119 165,220 د.ج.
سيناريو 05	117 304,490 د.ج.
سيناريو 06	115 490,720 د.ج.
سيناريو 07	113 700,513 د.ج.

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على البيانات المالية للمؤسسة

من خلال الجدول رقم (07-IV) نلاحظ ان مجال القيم المتوصل اليه أكبر من مجال القيم المتوصل اليه سابقا وفقا لطريقة خصم النتائج الصافية التقديرية، ويعود ذلك إلى تأثير الاهتلاكات التي ساهمت في تصحيح النتيجة الصافية وتمثيل الصورة الحقيقية للقدرة الربحية لمؤسسة موبيليس.

### الفرع الثالث/ التقييم وفق التدفقات النقدية المتاحة

يعتبر التقييم وفق طريقة استحداث التدفقات الحرة من أشهر الطرق المستعملة في تقييم الشركات والأسهم، حيث يعبر التدفق النقدي الحر عن التدفق المتولد من المؤسسة بعد تجديد وتوسيع وسائل الإنتاج والذي يمكن أن يعوض الدائنين وحاملي الأسهم، ولأهمية هذا المؤشر يمكن استعماله في تقييم المؤسسة محل الدراسة وهذا انطلاقا من حساب المؤشر والتقييم انطلاقا منه، حيث ان قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة تحسب وفق للعلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FTD_i}{(1+k)^n} + \frac{V_r}{(1+k)^n} \dots IV - 04$$

حيث ان:

$V_0$  = قيمة المؤسسة؛

$FTD_i$  = تدفق النقدي المتاح للسنة  $i$ ؛

$k$  = معدل الاستحداث؛

$V_r$  = القيمة المتبقية للمؤسسة.

$n$  = مدة الاستحداث

ولحساب قيمة المؤسسة وجب حساب قيمة التدفق النقدي الحر التقديري لمؤسسة موبيليس والموضح في الجدول الموالي:

### الجدول رقم (07-IV): حساب التدفق النقدي الحر التقديري للفترة 2016-2018

الوحدة النقدية: مليون دج

2018	2017	2016	
17 372, 475	18 286, 816	15 901, 579	النتيجة التشغيلية
4 343,118	4 571, 704	3 975, 395	الضريبة على الدخل التشغيلي <sup>1</sup>
39 172, 172	32 108, 338	25 686, 670	مخصصات الإهلاك والمؤونات
326 ,532	-3 747, 474	-7 193, 163	$\Delta$ احتياج في راس مال العامل
7 695, 459	12 412,032	16 549,375	الاستثمارات الصافية
<b>44 005.812</b>	<b>36 976,025</b>	<b>28 256 ,643</b>	<b>التدفق النقدي الحر</b>

المصدر: بيانات المالية المؤسسة

<sup>1</sup> - تم حساب الضريبة على نشاط المؤسسة بمعدل 25% وفقا للقانون 150 من قانون الضرائب المباشرة الرسوم المماثلة لسنة (2011) قبل التعديل الصادر وفقا للمادة 150 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة لسنة (2016).

فيما يخص القيمة المتبقية فقد وضحنا في الفصل النظري كيفية حسابها او الحصول عليها، وفي دراستنا فسيتم الاعتماد على ثلاث مؤشرات من أهم نتائج حسابات التسيير - رقم الأعمال، الفائض الإجمالي للاستغلال، النتيجة التشغيلية - التي يمكن ان تمثل القيمة المتبقية للمؤسسة في ظل استمرارية نشاطها من خلال استحداثها بمعدل خصم التدفق النقدي المتاح في السنة الأخيرة ممثلة في سنة 2018 والموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (IV-08): المؤشرات التقديرية المعتمدة لحساب القيمة المتبقية

الوحدة النقدية: مليون دج

القيمة المقدرة	المؤشر المعتمد
127 937,166	رقم الاعمال (Vr 01)
56 544,647	الفائض الاجمال للاستغلال (Vr 02)
17 372,475	النتيجة التشغيلية (Vr 03)

المصدر: بيانات المؤسسة

اعتمادا على معطيات الجدول رقم (IV-08) سيتم استحداث المؤشرات (Vr01- Vr02 - Vr03) اعتمادا على معدل المستعمل في خصم آخر تدفق والمتمثل في سنة 2018.

انطلاقا من العلاقة رقم (IV-04) وبيانات الجدول رقم (IV-07) وبيانات الجدول رقم (IV-08) سيتم حساب مجال القيم وفق طريقة التدفقات النقدية التي تم توضيحها والجدول الموالي يوضح النتائج المتوصل اليها:

الجدول رقم (IV-09): قيمة المؤسسة حسب طريقة DCF

الوحدة النقدية: مليون دج.

سيناريو	قيمة المؤسسة (دج)	سيناريو	قيمة المؤسسة (دج)	سيناريو	قيمة المؤسسة (دج)
سيناريو Vr03-01	117 917	سيناريو Vr02-01	153 547	سيناريو Vr01-01	218 483
سيناريو Vr03-02	115 896	سيناريو Vr02-02	150 710	سيناريو Vr01-02	214 160
سيناريو Vr03-03	113 905	سيناريو Vr02-03	147 918	سيناريو Vr01-03	209 908
سيناريو Vr03-04	111 991	سيناريو Vr02-04	145 237	سيناريو Vr01-04	205 829
سيناريو Vr03-05	110 128	سيناريو Vr02-05	142 630	سيناريو Vr01-05	201 865
سيناريو Vr03-06	108 313	سيناريو Vr02-06	140 093	سيناريو Vr01-06	198 012
سيناريو Vr03-07	106 523	سيناريو Vr02-07	137 593	سيناريو Vr01-07	194 220

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على البيانات المالية للمؤسسة.

يبين الجدول رقم (IV-09) الموضح أعلاه مجال القيم المتوصل اليها من خلال تطبيق طريقة التدفقات النقدية المتاحة لمؤسسة موبيليس، حيث قدم مجال متكون من 21 قيمة حسب السيناريوهات المعدة والقيمة النهائية المعتمدة، ما يلاحظ من القيم المتوصل إليها انها متباينة ومتداخلة مع مجال القيم المتحصل عليه وفق طرقة الهامش الإجمالي لتمويل الذاتي.

المطلب الثالث: تحليل ومناقشة النتائج

بعد تقديمنا لنتائج تقييم مؤسسة موبيليس وذلك باستخدام الطرق الثلاث وفقا لمقاربة التدفقات سيتم تحليل ومناقشة النتائج المتوصل اليها كما يلي:

مجال القيم المتوصل اليه وفقا لطريقة الربح الصافي التقديري اعتمادا على بيانات مؤسسة موبيليس يعطي صورة لقيمة المؤسسة لمسيرها انطلاقا من تأثير كفاءة الوسائل المستخدمة على قيمة المؤسسة، أي الحصول على القيمة التشغيلية انطلاقا من النتيجة الصافية المحققة من طرف مؤسسة موبيليس، فعلى أساس هذه المقاربة يمكن للمؤسسة ان تتخذ قرارات مستقبلية لتحسين الوسائل أو الأصول المستعملة قصد تحسين الربحية الصافية وبذلك إعطاء قيمة جيدة للمؤسسة.

رغم أن استعمال النتيجة الصافية المستحدثة يعتبر كلاسيكيا في مجال تقييم المؤسسات إلا أنه يعطي صورة للمساهم أو المستثمر عن مدى كفاءة وسائل الإنتاج في تحقيق الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة.

طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي المخصوصة أعطت قيما أكبر من القيم المتوصل اليها باستعمال طريقة النتيجة الصافية المقدره ويعود هذا إلى تأثير الاهتلاكات التي اعتبرت ضخمة ما يبين أهمية الأصول المستثمرة من طرف المؤسسة، كما أنها تقديرات تبين سياسة المؤسسة التوسعية في الاستثمار لمواجهة التحديات المستقبلية.

مؤسسة موبيليس تتميز باستخدام استثمارات ضخمة للغاية ومهمة في نشاطها، حيث ستتهلك بقيم ضخمة كما هو مبين في بياناتها، وبذلك فعنصر الاهتلاكات سيساهم في تصحيح النتيجة الصافية ويعطي صورة صادقة عن القدرة الربحية للمؤسسة أي تقديم مجال للقيمة التشغيلية الحقيقية.

استعمال مؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي في تقييم المؤسسات يساهم في إعطاء صورة حقيقية لمساهمة الأصول في الرفع من قيمة المؤسسة، هذا ما سيساعد المؤسسة على اتخاذ قرارات لتجديد الأصول أو توسيع الاستثمارات وهذا تماشيا مع فكرة استمرارية النشاط.

كما أن هذه الطريقة ستساعد مؤسسة موبيليس في معرفة القيمة المحتملة للنمو في الأجل القصير من خلال مساهمة مؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي على التطور والنمو، كما أن المؤسسة محل الدراسة بإمكانها استعمال هذا المؤشر لمعرفة قيمتها الاستراتيجية ومعرفة مكانتها في سوق المؤسسات المستهدفة بغرض الاستثمار.

توصلنا وفق طريقة التدفقات النقدية المتاحة إلى ثلاث مجالات للقيم الحقيقية وفق نظر الباحث، حيث أن هذه المجالات كانت في شكل متباين حيث يمكن تفسير ذلك إلى تأثير المؤشر المستعمل في حساب القيمة المتبقية من أجل التوصل إلى القيم النهائية للمؤسسة وفق طريقة التدفقات النقدية المستحدثة.

استعمال مؤشر التدفق النقدي المتاح في عملية التقييم سيساعد مسيري المؤسسة ومتخذي القرار على معرفة ما تساهم به الأصول من تدفقات خصوصا الأصول المعنوية التي تمتلكها المؤسسة والتي يمكن ان تكون بمبالغ اقل من الأصول المادية إلا انها تدر بتدفقات مالية تساهم في الوقوف على القيمة الحقيقية لها وبذلك معرفة القيمة المناسبة والملائمة لقدراتها المالية والاقتصادية والتي تمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة.

أمام التحديات التي تواجهها مؤسسة موبيليس وفي ظل التنافسية الشديدة في قطاع الاتصالات، فمجال القيم وفق طريقة خصم التدفقات النقدية الحرة يفتح المجال امامها في عمليات التفاوض المستقبلية سواء كانت استثمارية كالتوسع الخارجي المتمثل في عمليات الاندماج او الشراكة مع شركات خارجية تنشط في نفس المجال أو عمليات التمويلية من خلال دخول البورصة التي تتطلب عملية تقييم أولية لنجاح العملية.

مجال القيم المتوصل اليه استنادا إلى الطرق المعتمدة في تقييم مؤسسة موبيليس يعطي صورة اقتصادية وواقعية لقيمة المؤسسة عند كل مستوى، كما ان القيم يمكن ان تلعب الدور التصحيحي للنقائص التي تتميز بها كل طريقة معتمدة في تقييم مؤسسة موبيليس وفقا لمقاربة التدفقات.

نظرا لخصوصية المؤسسة التي تعتمد على أصول تكنولوجية ولغياب سوق حقيقة لتقييم هذه الأصول في الجزائر فمقاربة التدفقات ستقدم مساهمة لمسيري المؤسسة في معرفة القيمة الاستثمارية للأصول في حالة اتخاذ قرار التوسع من خلال حيازة الأصول أو تحديدها.

## خاتمة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل التطبيقي إلى عدة نقاط حاولنا من خلالها معالجة موضوع تقييم شركات الاتصال في الجزائر من خلال محاولة تطبيق نموذج للتقييم المالي على مؤسسة موبيليس المتعاملة في قطاع الاتصالات في الجزائر، فتم بناء نموذج مرتكز على مقارنة التدفقات بالاعتماد على ثلاث طرق - طريقة النتيجة الصافية، الهامش الإجمالي لتمويل الذاتي - التدفقات النقدية المتاحة - وتم التوصل إلى عدة نتائج من خلال هذا النموذج.

فعملية التقييم حسب مقارنة التدفقات تركز أساس على الاختيار الأنسب للمحددات الأساسية للمقارنة والمتمثلة في معدل الاستحداث وفترة الاستحداث حيث لهما أثر بالغ على القيم النهائية أو مجال القيم، فاختيار معدل الاستحداث وفترة الاستحداث يقوم على خصوصية القطاع وما يحيطه من تحديات.

نموذج التقييم المرتكز على أساس مقارنة التدفقات قدم مجموعة من مجالات القيم التي يمكن لمؤسسة موبيليس الاعتماد عليه في اتخاذ القرارات المستقبلية حسب الغرض المرتكز على استمرارية النشاط، إما لتحسين كفاء الوسائل المستعملة في نشاطها، إعادة تحديد أصولها أو معرفة القيمة المحتملة للمؤسسة، كما يمكنها معرفة القيمة الاقتصادية للمؤسسة للتفاوض لمختلف الأغراض الاستثمارية الداخلية و/أو الخارجية، أو في سياق عملية التمويل من خلال الدخول لبورصة القيم.

الخاتمة

### الخاتمة:

حاولت هذه الدراسة الإجابة على إشكالية تقييم شركات الاتصال في الجزائر من خلال محاولة بناء نموذج خاص بإحدى الشركات الناشئة في سوق الاتصالات الجزائرية ممثلة في المتعامل موبيليس لمساعدتها في اتخاذ القرارات المستقبلية، وهذا انطلاقاً من تحليل الإطار النظري لتقييم المؤسسات في الفصل الأول الذي تم التوصل فيه إلى:

قيمة المؤسسة تتمثل في رأي يتوصل إليه الخبير حيث يكتمه مجموعة من المحددات، حيث ينعكس هذا الرأي في مقدار مالي يمكن التفاوض من أجله حيث تمر بعدة مراحل لإتمامها وتحديدتها.

في ظل تعدد مقاربات التقييم الممكن تطبيقها في البيئة الجزائرية توصلنا إلى ان:

مقاربة الذمة المالية تركز على جرد أصول المؤسسة وما هو موجود فيها لإعطاء قيمة نهائية للمؤسسة من المنظور التاريخي، هذا يعطيها منظورا سلبيا في عملية التقييم من منظور الاستمرارية من خلال أنها لا تعكس توقعات المستقبلية بشأن الربحية وهو ما يهم الملاك والمستثمرون، إضافة إلى ذلك إهمال الجانب المعنوي من أصول المؤسسة الذي يعتبر جزءا هاما من نشاط المؤسسة وهو تتميز به أصول الشركات التكنولوجية.

مقاربة التدفقات تركز أساسا على مفهوم التحليل الديناميكي، حيث تقوم على فكرة قدرة المؤسسة على تحقيق تدفقات تساهم في انشاء الثروة المستقبلية، إضافة إلى ذلك أنها تهتم بدور وقدرة الأصول المعنوية المستخدمة على توليد تدفقات مالية تساهم في الرفع من قيمة المؤسسة.

يتوجب على المقيم المستعمل لمقاربة التدفقات أخذ الحيطة والحذر في التعامل مع هذه المقاربة من خلال التعامل الجيد مع العناصر المكونة له- التدفقات المقدرة، معدل الاستحداث، فترة الاستحداث- حيث أن أي إهمال لدور هذه العناصر سيكون له أثر سلبي على عملية التقييم وبذلك انحراف القيم النهائية المتوصل إليها عن صورتها الواقعية.

مقاربة فائض القيمة هي مقاربة تسمح بحساب قيمة العناصر المعنوية التي تساهم في نشاط المؤسسة كما يمكن اعتبارها مقاربة مكتملة لمقاربة الذمة المالية، بل بالأحرى هي مقاربة مصححة للانحرافات التي قد تقع نتيجة للأخطاء في عملية التقييم وفق مقاربة الذمة المالية.

في ظل توفر تطبيق هذه المقاربات تتم عملية المفاضلة بينها على أساس الهدف من العملية ومدى توفر المعلومات التي تسمح بعملية التقييم إضافة إلى ذلك الخصوصية التي تتميز بها المؤسسة محل التقييم.



## خاتمة

من خلال تصنيف شركات الاتصال ضمن الشركات التكنولوجية وفي ظل تحديد قيمة المؤسسة بمنظور استمرارية النشاط توصلنا إلى أن مقارنة التدفقات هي المقاربة الأنسب لتقييم هذا الصنف من الشركات / المؤسسات لما لهذه المؤسسات من خاصية وما تتميز به مقارنة التدفقات من أهمية في المساهمة في اتخاذ القرارات المستقبلية.

ومن خلال هذه النتائج تمكنا من الإجابة على السؤال الأول وإثبات الفرضية الأولى القائلة ان مقارنة التدفقات المقاربة الأمثل لتقييم شركات الاتصال في الجزائر لما لها من أهمية في دراسة الأفاق المستقبلية

بعد تحليلنا للواقع الاقتصادي لقطاع الاتصالات في الجزائر والقوانين المسيرة له توصلنا إلى ان قانون 03-2000 لعب دورا مهما في تطوير قطاع الاتصال في الجزائر من خلال فتح السوق للمنافسة و دخول متعاملين جدد، كما أن قطاع الاتصال في الجزائر يتميز بالتنافسية الشديدة بين المتعاملين حيث احتلت مؤسسة موبيليس المرتبة الثانية من حيث الحصة السوقية و الخدمات المقدمة بعد المتعامل جيزي الذي يسيطر على سوق الاتصالات في الجزائر منذ فتح السوق للتنافس إلى غاية سنة 2015 رغم نجاح المتعامل موبيليس في السيطرة على سوق خدمات الجيل الثالث منذ اطلاقه. ومنه نكون قد أجبنا عن السؤال الثاني وأثبتنا الفرضية القائلة يتميز قطاع الاتصال في الجزائر بتنافسية شديدة في ظل سيطرة شرمة جيزي على سوق الاتصال.

إنجاز عملية التقييم حسب مقارنة التدفقات يركز على الاختيار الأمثل والأنسب لمحددات هذه المقاربة والمتمثلة في "فترة الاستحداث ومعدل الاستحداث" حيث أن لهما أثر بالغ في تحديد القيم النهائية للمؤسسة كما أن اختيارها يكون على أساس خصوصية القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة التقييم وما تواجهه من تحديات.

بعد تقييم مؤسسة موبيليس توصلنا إلى أكثر من مجال من القيم منقسمة حسب سيناريوهات محددة ومعدة حسب مستوى المخاطر – من ضعيف إلى حالة عدم التأكد التام- ما يفتح المجال امام المؤسسة لدراستها بطرق علمية وموضوعية من اجل اتخاذ قراراتها المستقبلية من خلال معرفة عدة نقاط كما يلي:

طريقة النتيجة الصافية والمجال المتوصل اليه على أساسها تساعد مؤسسة موبيليس على معرفة القيمة التشغيلية لأصولها الاجمالية، فعلى أساسها يمكن أن تتخذ قرارات مستقبلية لتحسين الوسائل المستخدمة وإعطاء صورة جيدة للمساهم او المستثمر عن مدى كفاءة وسائل الإنتاج وتأثيرها على قيمة المؤسسة.

التقييم وفق طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي يساعد المؤسسة على معرفة القيمة الاستراتيجية ومعرفة مكانتها في سوق المؤسسات المستهدفة لغرض الاستثمار، إضافة إلى ذلك معرفة القيمة المحتملة للنمو في الأجل القصير من خلال مساهمة مؤشر MBA في التطور والنمو.

## خاتمة

الاعتماد على مؤشر التدفقات النقدية الحرة يساعد المؤسسة على معرفة قيمتها الاقتصادية من خلال ما تساهم به التدفقات النقدية من خلال أصولها خاصة المعنوية التي تلعب دورا هاما في هذا الصنف من الشركات/المؤسسات التي تتميز باستعمالها للأصول المعنوية مقارنة بالأصول العينية.

امام التحديات والتنافسية التي تواجهها مؤسسة موبيليس في سوق الاتصالات الجزائرية، فمجال القيم وفق طريقة التدفقات النقدية الحرة يفتح المجال في عمليات التفاوض المستقبلية سواء كانت استثمارية بمختلف أنواعها او عملية تمويلية من خلال دخولها لبورصة القيم.

ومنه النموذج المقدم المرتكز على مقارنة التدفقات سيساعد مؤسسة موبيليس في اتخاذ قرارات مستقبلية انطلاقا من مجال القيم التي تتحصل عليه من خلاله، حيث تجد نفسها امام مجال من القيم يمكن على أساسها اتخاذ القرارات الاستراتيجية القريبة المدى انطلاقا من القيم المتوصل اليها والمحسوبة أساسا على الفترة القصيرة نظرا للأسباب التي تم ذكرها، الا أنه وجب عليها التعامل بحذر وبجد بمخطط عمل قصير المدى للحصول على تقديرات صحيحة وحقيقة خاصة في بيئة اقتصادية تعرف عدم الاستقرار وعدم اليقين المستقبلي.

ومنه نكون قد أثبتنا الفرضية الثالثة القائلة، تساهم المقاربة المعتمدة في بناء النموذج في بناء قرارات مستقبلية انطلاقا من مجال القيم المتوصل اليه.

## التوصيات

انطلاقا من نتائج المتوصل اليها في الدراسة يمكن ان نساهم بتوصيات من خلال النقاط التالية:

- ضرورة الاعتماد على نماذج التقييم المتاحة أمام المؤسسة لاتخاذ القرارات المستقبلية مع الأخذ بعين الاعتبار الحيطة والحذر في التعامل مع البيانات المقدره المستعملة والنتائج المتوصل اليها ومحاوله؛
- العمل على وضع مخطط عملي المستقبلي جاد لتحسين أداء المؤسسة لتحقيق تدفقات مستقبلية تساهم في الرفع من قيمة المؤسسة؛
- إمكانية تحسين نموذج التقييم المقدم في هذه الدراسة من طرف مسيري المؤسسة حسب الرؤى المستقبلية للمؤسسة في سوق الاتصالات في الجزائر؛
- ضرورة تسهيل عمليات الدراسات المطبقة المؤسسات قصد تمكين الباحثين من تحقيق أهدافهم العلمية وتقديم آراءهم للاستفادة منها من طرف المؤسسات الناشطة في البيئة الجزائرية.

حاولت هذه الدراسة الإجابة عن إشكالية تقييم شركات الاتصال في الجزائر في محاولة للمساهمة في إنجاح عملية تقييم مثل هذا الصنف في البيئة الاقتصادية الجزائرية الا ان محددات نجاح هذه العملية لا يتوقف على هذه الدراسة فحسب بل يجب استكمالها بدراسات أخرى مكملة من خلال دراسة مدى مطابقة النموذج المتوصل اليه على الشركات الاتصال الاخرى المتعاملة في السوق الجزائرية، كما أن محاولة بناء نموذج قطاعي لتقييم شركات الاتصال في الجزائر سيكون له أهمية في إنجاح عمليات تقييم هذا الصنف من الشركات التكنولوجية في البيئة الجزائرية و ما تتميز به، إضافة إلى ضرورة البحث عن كيفية الاستفادة من النماذج المتقدمة في الدول الأجنبية المشابهة لخصوصية الاقتصاد الجزائري.

# قائمة المراجع

1. بكاري بلخير، *دروس في المحاسبة المعمقة وفق النظام المالي المحاسبي*، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016.
2. بلخير بكاري، "أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار - ENSP"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010.
3. بلخير بكاري، *النظام المحاسبي المالي والتقييم وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح*، المؤتمر العلمي الدولي حول الاصلاح المحاسبي في الجزائر، ورقلة، الجزائر، 2013.
4. بوزار صافية، *إشكالية تقييم المؤسسات بغرض الخصوصية - دراسة حالة المؤسسة العمومية الاقتصادية في الجزائر*، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014.
5. خالد جمال الجعرات، *مختصر المعايير المحاسبية الدولية 2015*، مطبعة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.
6. رندا الدبل، *تقييم الشركات العائلية*، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، 2013.
7. سويسسي هواري، *تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر*، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
8. طارق عبد العال حماد، *التقييم و اعادة هيكلة الشركات*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
9. محمود علي الجبالي، "تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة: حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، العدد العاشر، 2012.
10. وهيبة بوخدوني، *تقييم أصول المؤسسات العمومية للقطاع السياحي في إطار عملية الخصوصية*، دراسة حالة: فندق السفير، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
11. *الجريدة الرسمية الجزائرية*، العدد 48 (الجزائر: الامانة العامة للحكومة، 2000).
12. ———، العدد 77 (الجزائر: الامانة العامة للحكومة، 2001).
13. ———، العدد 19، الامانة العامة للحكومة، الجزائر، 2009.
14. ———، العدد 60 (الجزائر: الامانة العامة للحكومة، 2013).
15. ———، العدد 70، ديسمبر 2014 (الجزائر: الامانة العامة للحكومة، 2014).
16. ———، العدد 52، سبتمبر 2016 (الجزائر: الامانة العامة للحكومة، 2016).
17. سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، "نشرة فصلية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، رقم 5 و 6"، الجزائر، سبتمبر 2006.
18. وزارة البريد و تكنولوجيا المعلومات و الاتصال، مؤشرات تكنولوجيا الاعلام و الاتصال ومجتمع المعلومات [http://www.mptic.dz/ar/IMG/pdf/Indicateurs\\_TIC\\_ar.pdf](http://www.mptic.dz/ar/IMG/pdf/Indicateurs_TIC_ar.pdf)
19. سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، - "Arpt.dz" لحة عن سلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، "تاريخ الاطلاع 2015/12/28 http://www.arpt.dz/ar/arpt/bref/

20. Abdelkader GLIZ, **Valeur De L'entreprise Et Methode De Privatisation Dans Un Contexte De Transition Vers L'economie De Marche**, These De Doctorat D'etat En Sciences Economiques, Faculte Des Sciences Economiques Et Des Sciences De Gestion, Universite D'alger, 2001.
21. Albert Corhay and Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: manuel et applications**, Editions de l'ULG, 2007.
22. Albert Corhay and Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: manuel et applications**, Editions de l'ULG, 2007.
23. Algérie Télécom, "Algérie Télécom SPA Histoire et Réalisations," accessed 28/12/2016, [https://www.algerietelecom.dz/siteweb.php?p=at\\_histoire\\_realisations](https://www.algerietelecom.dz/siteweb.php?p=at_histoire_realisations).
24. André BARNAY and Georges CALBA, **Combien vaut votre entreprise ?**, ENTREPRISE MODERNE D'EDITION, 4e éd ,1975 .
25. Angelo Corelli, **Inside Company Valuation**, SpringerBriefs in Finance, Springer, switzerland, 2017.
26. ASWATH DAMODARAN, **INVESTMENT VALUATION**, 2nd ed, JOHN WILEY & SONS INC ,NEW YORK, 2002.
27. Aswath Damodaran, **Pratique de Finance d'entreprise**, 1er Ed De Boeck ,Bruxelles, 2010.
28. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°04**" (Algerie: ARPT, 2004).
29. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°05**" (Algerie: ARPT, 2005).
30. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°08**" (Algerie: ARPT, 2008).
31. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°10**" (Algerie: ARPT, 2010).
32. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°11**" (Algerie: ARPT, 2011).
33. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°12**" (Algerie: ARPT, 2012).
34. Autorité de Régulation de la Poste et des Télécommunications, "**Rapport Annuel N°15**" (Algerie: ARPT, 2015).
35. Belhouadjeb Hinde, **L'évaluation des entreprises et la privatisation en Algérie - Cas d'une entreprise publique des travaux routiers -**, Thèse de Magister en Sciences Economiques, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion, Université d'Alger, 2009.
36. Chérif-Jacques Allali, **Comptabilité et audit -Annales 2016 du DSCG 4-**, CJA , 2015.
37. Christian Petersen and Thomas Plenborg, **The Implementation And Application Of Firm Valuation Models**," *Journal of Applied Business Research* 25, no. 1, 2009.
38. Claude janssens, **Réflexions Générales Sur La Valeur d'une Entreprise- l'approche Industrielles**, *Accountancy&Tax*, 2/2008.
39. Florence Pierre and Eustache Besançon, **Valorisation d'entreprise et théorie financière**, 1ère éd , Ed. d'Organisation ,france, 2003.
40. FRANCK BANCEL and USHA R. MITTOO, "**Théorie et Pratique de l'évaluation d'Entreprise**," *Techniques et recherche*, La revue Analyse financière, N°48,2013.
41. Georges Legros, **L'évaluation Des Entreprises "Méthodes et Études de Cas**," Management Sup, Dunod,Paris, France, 2011.

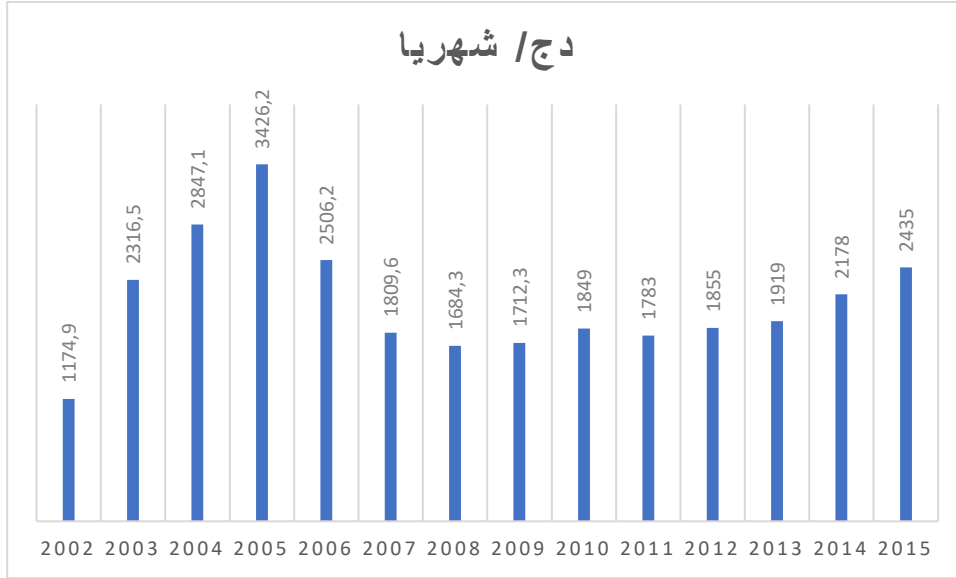
42. Hubert de La Bruslerie, *Analyse Financière Information Financière et Diagnostic*, 4 ed, Dunod, Paris, France 2010.
43. Jean Brilman and Claude Maire, *Manuel D'évaluation Des Entreprises*, Ed. d'Organisation ,Paris, 1988.
44. Jean-Balptiste Tournier and Jean-Claude Tournier, *Evaluation d'entreprise: Que vaut une entreprise ?*, 4eme édition, Eyrolles, Paris, France, 2007.
45. Jean-Étienne Palard and Franck Imbert, *Guide pratique d'évaluation d'entreprise* ,Eyrolles, 2013.
46. Joly, Xavier, *La décision d'investir*, les éditions d'organisation, Paris, France, 1988.
47. Jonathan Berk and Peter DeMarzo, *Finance d'entreprise*, trans, Gunther Capelle-Blancard and Nicolas Couderc, 2nd ed, Pearson, Paris, 2011.
48. L'Agence France Entrepreneur, "Méthode de Rentabilité," Agence France Entrepreneur, accessed July 10, 2016, <https://www.afecreation.fr/pid10815/methode-de-rentabilite.html>.
49. Mark Pyles, *Applied Corporate Finance: Questions, Problems and Making Decisions in the Real World*, Springer Science & Business Media, New York, USA, 2013.
50. Mobilis, "A PROPOS D' ATM MOBILIS," accessed January 30, 2016, <http://www.mobilis.dz/ar/apropos.php>
51. Pablo Fernandez, "Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories, Social Science Research Network, , NY: SSRN Scholarly Paper Rochester, 2015.
52. Pablo Fernandez, *Company Valuation Methods*, Social Science Research Network, Rochester, NY, SSRN Scholarly Paper ,2015, p09, <http://papers.ssrn.com/abstract=274973>
53. Pablo Fernández, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* ,Academic Press, 2002.
54. Pascal Quiry and Yann Le Fur, "GRAPHIQUE DU MOIS : Les méthodes d'évaluation," LA LETTRE VERNIMMEN.NET, N°22 (September 2003).
55. Pascal Quiry and Yann Le Fur, *Finance d'entreprise*, 14e éd, Dalloz Gestion ,Paris, France, 2015.
56. Pascal Quiry and Yann Le Fur, *GRAPHIQUE DU MOIS : Les méthodes d'évaluation*,.
57. Pascal Quiry et al., *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd edition, John Wiley & Sons, Chichester, U.K.; Hoboken, NJ, 2009.
58. Pascal S. Froidevaux, *Fundamental equity valuation: stock selection based on discounted cash flow* , A thesis of Doctor of Economics and Social Sciences University of Fribourg, Switzerland ,2004.
59. Patrice Vizavona, *pratique de gestion-Evaluation des entreprises-*, TOME 3 BERTI Edition ,Paris, France, 1991.
60. Pierre Conso and Farouk Hemici, *Gestion Financiere de L'entreprise*, Dunod, Paris, 1999.
61. Pierre Jamar, *L'évaluation des biens immobiliers*, Edipro, Belgique, 2012.
62. Richard A. Brealey, Stewart , C. Myers, and Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, 10th edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2010.
63. S. N. Maheshwari & S. K. Maheshwari, *Advanced Accountancy Volume-II*, Vikas Publishing House, 10th Edition, 2009.
64. Shahed Imam, Jacky Chan, and Syed Zulfiqar Ali Shah, *Equity Valuation Models and Target Price Accuracy in Europe: Evidence from Equity Reports*, *International Review of Financial Analysis* 28 ,June 2013.
65. Thomas Plenborg, *Firm Valuation: Comparing the Residual Income and Discounted Cash Flow Approaches*, *Scandinavian Journal of Management* 18, no. 3,2002.
66. Viel, J, O,Bredt, and M,Renard, *L'evaluation des entreprise et des parts d'entreprise, Guide pratique avec des exemple numériques*, Dunod ,Paris, France, 1971.

67. Vincent Juguet, Philippe Giraudon, and Stéphane Onnée, *Évaluation D'entreprises*, DAREIOS ,Paris, France, 2009.
68. Wiktor Patena, **Company Valuation: How to Deal with a Range of Values?**, Science Research Network Rochester, NY: Social, (2010), SSRN Scholarly Paper.
69. Yves Brulard et al., *L'acquisition D'une Société En Pratique Aspect Économiques, Juridiques et Fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, Les Ateliers Des Fucam, 2008.
70. Zvi Bodie and Robert Merton, *Finance*, 3e édition, Nouveaux Horizon ,Pearson, 2011.
71. "L'actif Net Comptable Corrigé (ANCC)," accessed January 16, 2015, <http://www.decformations.com/comptabilite/ancc.php>.
72. "Choisir Les Bonnes Méthodes d'évaluation," *EB Advisory* (blog), February 22, 2016, <http://www.eb-advisory.com/choisir-bonnes-methodes-devaluation/>.
73. "Conseil Supérieur de l'ordre Des Experts-Comptables, La Mission d'évaluation : Méthodologie et Outils d'analyse / Évaluation d'entreprise / Focus Bases Documentaires / Accueil - Ordre Des Experts-Comptables," accessed July 20, 2017, [http://ante.experts-comptables.com/csoec/Focus-bases-documentaires/Evaluation-d-entreprise/La-Mission-d-evaluation-methodologie-et-outils-d-analyse#eztoc23845576\\_1](http://ante.experts-comptables.com/csoec/Focus-bases-documentaires/Evaluation-d-entreprise/La-Mission-d-evaluation-methodologie-et-outils-d-analyse#eztoc23845576_1).
74. "**Marge Brute d'Autofinancement - MBA**," accessed January 23, 2016, <http://www.lexiquedumanagement.com/index.php/component/content/article/1-management/1013-marge-brute-dautofinancement-mba.html>.
75. "Orascom Télécom s'algérianise," *Leco-dz.com*, accessed February 26, 2016, [http://www.leconews.com/fr/actualites/nationale/investissement/orascom-telecom-s-algerianise-18-04-2014-168962\\_360.php](http://www.leconews.com/fr/actualites/nationale/investissement/orascom-telecom-s-algerianise-18-04-2014-168962_360.php).
76. "Quelles Sont Les Règles de l'évaluation d'entreprise Selon l'administration Fiscale ? - Valorisation d'entreprise, Evaluation d'entreprise," accessed July 8, 2016, <http://www.valorisation-entreprise.com/ae130,quelles-sont-les-regles-de-l-evaluation-d-entreprise-selon-l-administration-fiscale>.
77. "SGBV Bourse d'Algérie," **Marché oat , OAT cotées**, accessed 25/02 2017, <http://www.sgbv.dz/?page=oat&lang=fr>.
78. "Vernimmen.net : Analyse Financière : **Question 4 - Définition de La Marge Brute D Autofinancement**," accessed January 23, 2016, [http://www.vernimmen.net/Pratiquer/FAQ/analyse\\_financiere/definition\\_de\\_la\\_marge\\_brute\\_d\\_a\\_utofinancement.html](http://www.vernimmen.net/Pratiquer/FAQ/analyse_financiere/definition_de_la_marge_brute_d_a_utofinancement.html).
79. <http://www.djezzy.dz/djezzy/actualite-et-nouveautes/communiqués-de-presse/vimpelcom-devient-veon>.
80. DAICI S.A.S. INTERNATIONAL., "3. **La Méthode de Rentabilité - Etape 3 : Diagnostics et Évaluation de L'entreprise**," accessed July 10, 2016, <http://www.pic-inter.com/dossier-acheter-commerce/page-163>.
81. Ooredoo, "**Communiqué de Presse, Première Filiale Internationale Du Groupe À Adopter La Nouvelle Marque**," accessed March 2, 2016, [http://www.ooredoo.dz/content/mb\\_files/communiqué-nedjma-devient-ooredoo.pdf](http://www.ooredoo.dz/content/mb_files/communiqué-nedjma-devient-ooredoo.pdf).
82. [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)



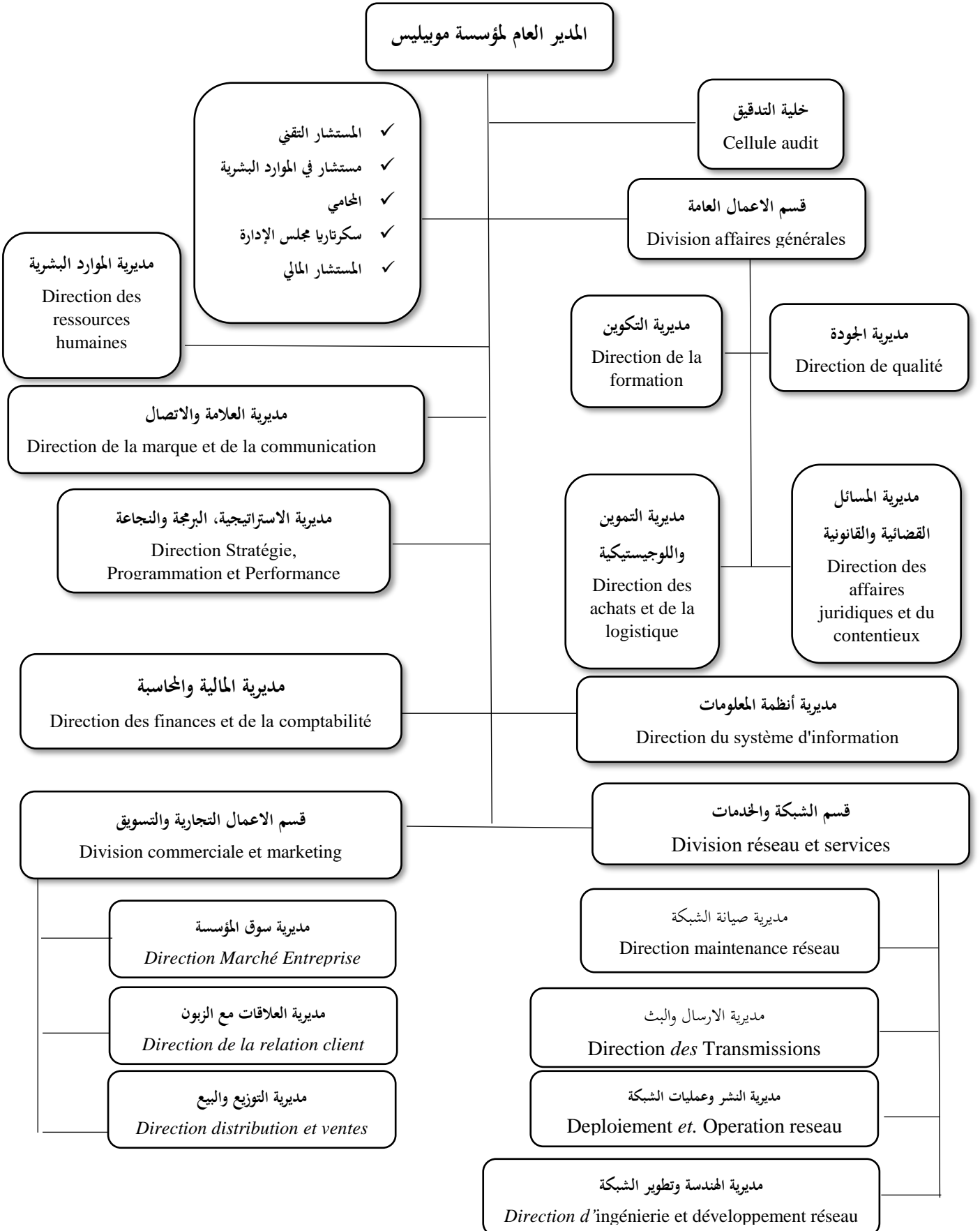
قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): تطور الانفاق المتوسط الشهري على الهاتف الثابت



المرجع: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية 2009،  
2011، 2015.

الملحق رقم (02): الهيكل التنظيمي لمديرية العامة لمؤسسة موبيليس لسنة 2015



الملحق رقم (03): سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر

الفئة	الرمز	رمز ISIN	سعر الادراج	تاريخ الادراج	تاريخ الاستحقاق	حجم الاصدار 10 <sup>6</sup> دج	نسبة الفائدة
O.A.T 7 ans	O070520	DZ0000700280	105.84	08/05/2013	12/05/2020	5 000,00	3,00%
O.A.T 10 ans	O100521	DZ0000700231	111.56	04/05/2011	05/05/2021	5 000,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O150721	DZ0000700074	102.16	12/07/2006	12/07/2021	27 000,00	5,00%
O.A.T 15 ans	O150122	DZ0000700090	103.05	17/01/2007	17/01/2022	16 000,00	5,00%
O.A.T 15 ans	O150123	DZ0000700132	110.66	16/01/2008	16/01/2023	6 000,00	5,00%
O.A.T 10 ans	O100318	DZ0000700140	113.64	12/03/2013	14/03/2018	1 999,00	4.50 %
O.A.T 7 ans	O070418	DZ0000700223	106.82	06/04/2011	08/04/2018	5 000,00	3,00%
O.A.T 7 ans	O070319	DZ0000700256	104.48	21/03/2012	24/03/2019	10 000,00	3,00%
O.A.T 10 ans	O100219	DZ0000700173	108.43	18/02/2009	20/02/2019	28 900,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100320	DZ0000700207	111.37	17/03/2010	18/03/2020	14 999,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100422	DZ0000700264	108.85	18/04/2012	20/04/2022	15 000,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100623	DZ0000700298	108.93	05/06/2013	09/06/2023	5 000,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O151223	DZ0000700157	120.22	10/12/2008	11/12/2023	1 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150324	DZ0000700181	108.58	18/03/2009	18/03/2024	15 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150425	DZ0000700215	109.6	07/04/2010	07/04/2025	19 900,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150626	DZ0000700249	115.62	01/06/2011	01/06/2026	5 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150527	DZ0000700272	106.3	02/05/2012	03/05/2027	15 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150728	DZ0000700306	100.00	03/07/2013	07/07/2028	5 000,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070121	DZ0000700314	100.05	26/01/2014	26/01/2021	37 692,00	3,00%
O.A.T 10 ans	O100224	DZ0000700322	100.05	23/02/2014	23/02/2024	41 232,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O150329	DZ0000700330	100.10	23/03/2014	23/03/2029	48 177,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070722	DZ0000020348	98.43	05/07/2015	05/07/2022	21 882,00	3.25 %
O.A.T 15 ans	O150730	DZ0000700363	90.50	15/07/2015	19/07/2030	21 860,00	4,00%
O.A.T 10 ans	O100725	DZ0000700355	92.20	08/07/2015	12/07/2025	15 633,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070124	DZ0000700371	95.50	18/01/2017	22/01/2024	953	4.00 %

المصدر: بورصة الجزائر

الملحق رقم (04) ميزانية مؤسسة موبيليس

N° Comptes	Actifs	Montant Brut	Amort./Prov.	Exercice	Exercice - 1
2	ACTIFS NON COURANT	0	0	0	0,00
207	Ecart d'acquisition - « goodwill »	0	0	0	0,00
20	Immobilisations incorporelles	7 824 516 200,55	2 785 901 127,43	5 038 615 073,12	5 464 994 040,00
21	Immobilisations corporelles	221 064 004 433,82	121 805 483 572,75	99 258 520 861,07	72 866 376 877,93
211	Terrains	334 600 000	0	334 600 000	321 982 460,00
2131	Bâtiments	6 098 125 273,55	1 473 316 203,89	4 624 809 069,66	4 585 389 382,13
218	Autres immobilisations corporelles	214 631 279 160,27	120 332 167 368,86	94 299 111 791,41	67 959 005 035,60
22	Immobilisations en concession	0	0	0	0,00
23	Immobilisations en cours	10 906 546 474,17	0	10 906 546 474,17	15 052 756 819,53
26+	Immobilisations financieres	0	0	0	0,00
265	Titres de participation évalués par équivalence (Titre mis en équivalence-entreprise associe)	0	0	0	0,00
26	Autres participations et creances rattachées	0	0	0	0,00
271+	Autres titres immobilisés	0	0	0	0,00
274+	Prêts et autres actifs financiers non courants	180 134 436,76	0	180 134 436,76	0,00
133	Impôts différés actif	1 414 146 303,53	0	1 414 146 303,53	0,00
188	Comptes de liaison	0	0	0	0,00
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>241 389 347 848,83</b>	<b>124 591 384 700,18</b>	<b>116 797 963 148,65</b>	<b>94 671 730 583,00</b>
3+	ACTIFS COURANT	0	0	0	0,00
3	Stocks en cours	1 925 486 695,31	31 611 695,24	1 894 875 000,07	1 791 585 455,73
4	Créances et emplois assimilés	0	0	0	0,00
41	Clients	42 312 438 079,94	22 465 477 458,96	19 846 960 620,98	15 801 914 443,73
409+	Autres débiteurs	8 199 335 182,31	2 774 235,65	8 196 560 946,66	8 045 373 048,50
44+	Impôts et assimilés	7 043 008 608,26	0	7 043 008 608,26	7 076 271 615,21
48	Autres actifs courants (Autres créances et emplois assimilés)	0	0	0	0,00
5	Disponibilités et assimilés	0	0	0	0,00
50-	Placements et autres actifs financiers courants	16 102 533 020	0	16 102 533 020	26 475 951 552,00
51+	Trésorerie	16 127 406 895,18	0	16 127 406 895,18	14 325 155 124,96
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>91 710 208 481</b>	<b>22 499 863 389,85</b>	<b>69 211 345 091,15</b>	<b>73 516 251 240,14</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>333 099 556 329,83</b>	<b>147 091 248 090,03</b>	<b>186 009 308 239,8</b>	<b>168 187 981 823,14</b>

N° Comptes	Passifs	Exercice	Exercice - 1
1	CAPITAUX PROPRES	0	0
101	Capital émis(capital social ou fonds de dotation, ou fonds d'exploitation)	25 000 000 000	25 000 000 000
109	Capital non appelé	0	0
104+	Primes et réserves	48 561 126 816,34	36 143 768 801,83
105	Ecarts de réévaluation	0	0
107	Ecart d'équivalence	0	0
12	Résultats net – part du groupe	9 374 951 226,7	12 417 358 014,51
11	Autres capitaux propres (Report à nouveau)	124 023 087,46	124 023 087,46
PSC	Part de la société consolidante	0	0
PM	Part des minoritaires	0	0
<b>TOTAL1</b>		<b>83 060 101 130,5</b>	<b>73 685 149 903,8</b>
1+	PASSIFS NON COURANTS	0	0
16+	Emprunts et dettes financières	2 037 300 192,49	1 958 782 692,49
134+	Impôts (différés et provisionnés)	15 616 345,5	22 281 250
229	Autres dettes non courantes (Droits du concédant)	0	0
15+	Provisions et produits comptabilisés d'avance	26 283 926 031,05	18 597 597 586,94
<b>TOTAL2 (TOTAL PASSIFS NON COURANTS)</b>		<b>28 336 842 569,04</b>	<b>20 578 661 529,43</b>
4+	PASSIF COURANTS(CAPITAUX COURANT)	0	0
40	Fournisseurs et comptes rattachés	53 588 563 698,21	53 028 558 254,51
444+	Impôts	12 396 438 857,25	13 015 913 226,68
42+	Autres dettes	8 627 361 984,8	7 879 698 908,32
52+	Trésorerie Passif	0	0,4
<b>TOTAL3(Total Passif Courant)</b>		<b>74 612 364 540,26</b>	<b>73 924 170 389,91</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>186 009 308 239,8</b>	<b>168 187 981 823,14</b>

## الملحق رقم (05) ملخص البيانات المالية التقديرية

الوحدة النقدية: دج

	2018	2017	2016	
<b>Chiffre D'affaires</b>	127 937 166 503,30	134 670 701 582,42	122 427 910 529,47	رقم الاعمال
<b>Excédent Brut D'exploitation</b>	56 544 647 353,94	50 395 153 874,52	41 588 249 443,70	الفائض الاجمال للاستغلال
<b>Dotations Aux Amor, Prov Et Pertes De V</b>	39 172 171 967,56	32 108 337 678,32	25 686 670 142,66	مخصصات الإهلاك والمؤونات
<b>Résultat Opérationnel</b>	17 372 475 386,39	18 286 816 196,20	15 901 579 301,04	النتيجة التشغيلية
<b>Résultat Net De L'exercice</b>	13 886 177 757	12 074 937 180	10 781 193 911	النتيجة الصافية
<b>Var BFR</b>	326 532 186,39	- 3 747 474 551,51	- 7 193 163 852,93	التغير في راس مال العامل
<b>Investissement D'exploitation</b>	8 468 315 503,73	19 693 756 985,42	16 549 375 618,00	الاستثمارات الصافية
<b>Flux De Trésorerie Disponible</b>	54 846 153 913,95	38 494 885 266,13	39 157 591 471,78	التدفق النقدي الحر
<b>Marge Brut Autofinancement</b>	53 058 349 724,54	44 183 274 858,31	36 467 864 053,36	هامش الإجمالي للتمويل الذاتي

المصدر: الوثائق المالية للمؤسسة

## الملحق رقم (06): نتائج تقييم المؤسسة وفق الربح الصافي

الوحدة النقدية: دج

	القيمة المقدرة 2016	القيمة المقدرة 2017	القيمة المقدرة 2018	قيمة المؤسسة دج
<b>S-01</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	34 411 806 086,37 د.ج.
<b>S-02</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	33 868 548 664,07 د.ج.
<b>S-03</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	33 332 712 682,77 د.ج.
<b>S-04</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	32 817 046 960,12 د.ج.
<b>S-05</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	32 314 393 537,85 د.ج.
<b>S-06</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	31 824 314 929,06 د.ج.
<b>S-07</b>	10 781 193 910,71 د.ج.	12 074 937 179,99 د.ج.	13 886 177 756,99 د.ج.	31 340 492 920,89 د.ج.

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على البيانات المالية للمؤسسة

## الملحق رقم (07): نموذج تقييم المؤسسة وفق الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي

الوحدة النقدية: دج

	القيمة المقدرة 2016	القيمة المقدرة 2017	القيمة المقدرة 2018	قيمة المؤسسة دج
<b>S-01</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	125 071 443 948,14 د.ج.
<b>S-02</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	123 059 025 191,65 د.ج.
<b>S-03</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	121 074 553 984,25 د.ج.
<b>S-04</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	119 165 220 964,79 د.ج.
<b>S-05</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	117 304 490 637,01 د.ج.
<b>S-06</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	115 490 720 813,63 د.ج.
<b>S-07</b>	36 467 864 053,37 د.ج.	44 183 274 858,33 د.ج.	53 058 349 724,56 د.ج.	113 700 513 478,25 د.ج.

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على البيانات المالية للمؤسسة



## الملحق رقم (08) نتائج التقييم وفق التدفقات النقدية الحرة المخصصة

	القيمة المقدرة 2016	القيمة المقدرة 2017	القيمة المقدرة 2018	معدل الاستحداث	القيمة النهائية = Rex مخصوم	قيمة المؤسسة دج
S-01	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,03	15 801 429 247,14 د.ج.	117 917 237 870,89 د.ج.
S-02	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,04	15 439 613 196,77 د.ج.	115 896 413 490,76 د.ج.
S-03	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,05	15 084 441 633,36 د.ج.	113 905 418 781,44 د.ج.
S-04	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,06	14 744 267 976,86 د.ج.	111 991 499 672,91 د.ج.
S-05	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,06	14 414 246 385,63 د.ج.	110 127 929 033,41 د.ج.
S-06	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,07	14 094 000 947,85 د.ج.	108 312 970 745,05 د.ج.
S-07	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,08	13 779 345 090,51 د.ج.	106 523 151 976,38 د.ج.
	القيمة المقدرة 2016	القيمة المقدرة 2017	القيمة المقدرة 2018	معدل الاستحداث	القيمة النهائية = EBE مخصوم	قيمة المؤسسة دج
S-01	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,03	51 431 141 768,54 د.ج.	153 546 950 392,29 د.ج.
S-02	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,04	50 253 488 007,61 د.ج.	150 710 288 301,61 د.ج.
S-03	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,05	49 097 460 996,12 د.ج.	147 918 438 144,20 د.ج.
S-04	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,06	47 990 249 788,87 د.ج.	145 237 481 484,92 د.ج.
S-05	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,06	46 916 081 941,13 د.ج.	142 629 764 588,91 د.ج.
S-06	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,07	45 873 733 919,73 د.ج.	140 092 703 716,94 د.ج.
S-07	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,08	44 849 579 094,62 د.ج.	137 593 385 980,49 د.ج.
	القيمة المقدرة 2016	القيمة المقدرة 2017	القيمة المقدرة 2018	معدل الاستحداث	القيمة النهائية = CA مخصوم	قيمة المؤسسة دج
S-01	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,03	116 367 416 825,66 د.ج.	218 483 225 449,41 د.ج.
S-02	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,04	113 702 873 100,56 د.ج.	214 159 673 394,55 د.ج.
S-03	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,05	111 087 261 770,88 د.ج.	209 908 238 918,97 د.ج.
S-04	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,06	108 582 100 430,16 د.ج.	205 829 332 126,20 د.ج.
S-05	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,06	106 151 702 554,85 د.ج.	201 865 385 202,63 د.ج.
S-06	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,07	103 793 299 795,12 د.ج.	198 012 269 592,32 د.ج.
S-07	28 256 642 853,37 د.ج.	36 976 024 501,52 د.ج.	44 005 811 904,30 د.ج.	1,08	101 476 060 719,15 د.ج.	194 219 867 605,02 د.ج.

الوحدة النقدية: دج المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على البيانات المالية للمؤسسة

## الفهرس

I.....	الاهداء
II .....	تقدير وعرفان
III .....	مستخلص الدراسة
IV .....	قائمة المحتويات
V .....	قائمة الجداول
VI .....	قائمة الأشكال
VII.....	قائمة الملاحق
VIII.....	قائمة الاختصارات والرموز
أ.....	مقدمة
ب.....	اشكالية الدراسة
ت .....	فرضيات الدراسة
ت.....	أهداف الدراسة
ث .....	أهمية الموضوع
ث .....	مبررات اختيار الموضوع
ث .....	منهج الدراسة
ج.....	حدود وأدوات الدراسة
ج .....	هيكل الدراسة
ح.....	صعوبات الدراسة

### الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي لتقييم المؤسسات

2 .....	تمهيد
3 .....	المبحث الأول: مفهوم القيمة والتقييم

3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية للقيمة والتقييم.....
3	الفرع الأول: تعريف القيمة وأنواعها .....
6	الفرع الثاني: مفهوم التقييم .....
7	المطلب الثاني: دوافع ومبادئ التقييم.....
7	الفرع الأول: دوافع التقييم.....
8	الفرع الثاني: مبادئ التقييم .....
9	المطلب الثالث: مراحل عملية التقييم.....
12	المبحث الثاني: مقاربات تقييم المؤسسة .....
12	المطلب الأول: مقارنة الذمة المالية.....
12	الفرع الأول: الأصل الصافي الخاسي .....
12	الفرع الثاني: الأصل الصافي الخاسي المصحح.....
19	الفرع الثالث: طريقة القيمة الجوهرية .....
21	الفرع الرابع: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE).....
22	المطلب الثاني: مقارنة التدفقات.....
22	الفرع الأول: التقييم على أساس العائد.....
27	الفرع الثاني: التقييم على أساس التدفقات النقدية المتاحة.....
31	المطلب الثالث: مقارنة فائض القيمة.....
31	الفرع الأول: تعريف فائض القيمة .....
32	الفرع الثاني: أساليب التقييم على أساس فائض القيمة.....
37	المطلب الرابع: اختيار المقاربة الملائمة للتقييم.....
37	الفرع الأول: تحليل مقربات التقييم.....
38	الفرع الثاني: المفاضلة بين نماذج التقييم.....
44	خلاصة الفصل: .....

## الفصل الثاني: الدراسات السابقة حول تقييم المؤسسات

46	تمهيد.....
----	------------

47	المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة
47	المطلب الأول: الدراسات الوطنية
50	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
52	المبحث الثاني: مناقشة الدراسات السابقة ومساهمة الدراسة الحالية
52	المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة
53	المطلب الثاني: مساهمة الدراسة الحالية
55	خلاصة الفصل

### الفصل الثالث: واقع قطاع الاتصالات في الجزائر

57	تمهيد
58	المبحث الأول: السيورة القانونية لقطاع الاتصال في الجزائر
58	المطلب الأول: تطور قطاع الاتصالات في الجزائر
59	المطلب الثاني: مهام سلطة الضبط ARPT
60	المبحث الثاني: سوق الاتصالات في الجزائر
60	المطلب الأول: سوق الهاتف الثابت
62	المطلب الثاني: سوق الهاتف النقال
64	المطلب الثالث: تحليل الحصص السوقية للمتعاملين في سوق الهاتف اللاسلكي
66	المبحث الثالث: مساهمة قطاع الاتصالات في الاقتصاد الوطني
66	المطلب الأول: إيرادات الهاتف الثابت
67	المطلب الثاني: إيرادات الهاتف النقال
68	خلاصة الفصل

### الفصل الرابع: بناء نموذج التقييم الخاص بمؤسسة موبيليس

71	تمهيد
72	المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة

72	المطلب الأول: مجتمع الدراسة.....
72	الفرع الأول: تقديم مؤسسة موبيليس.....
72	الفرع الثاني: أهداف مؤسسة موبيليس .....
73	الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة .....
73	المطلب الثاني: حدود وأدوات الدراسة.....
74	المبحث الثاني: تقييم مؤسسة موبيليس.....
74	المطلب الأول: المحددات الأساسية لمقاربة التدفقات.....
74	الفرع الأول/ معدل الاستحداث.....
76	الفرع الثاني/ فترة الاستحداث .....
77	المطلب الثاني: التقييم وفق مقارنة التدفقات.....
77	الفرع الأول/ التقييم على أساس الربح الصافي .....
79	الفرع الثاني/ التقييم وفق الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي.....
81	الفرع الثالث/ التقييم وفق التدفقات النقدية المتاحة .....
83	المطلب الثالث: تحليل ومناقشة النتائج.....
85	خاتمة الفصل .....
86	خاتمة .....
92	قائمة المراجع .....
96	قائمة الملاحق.....