

جامعة 8 ماي 1945

قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

تخصص مالية المؤسسات



مذكرة ضمن نيل متطلبات الحصول على شهادة الماستر

فرع: علوم التسيير

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان:

## مقاربات القيمة في المؤسسة

دراسة حالة مؤسسة مصبرات عمر بن عمر باستخدام المقاربة المحاسبية للفترة 2016-2018

تحت إشراف الدكتورة:

نسرين معياش

من إعداد الطالبين:

- بسمة سعدان

- جهان طوابرية

- نوقشت علنا يوم 2021/09/08 امام اللجنة المكونة من

الاسم اللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
عبد العزيز بن قيراط	أستاذ التعليم العالي	جامعة 8 ماي 1945	رئيسا
نرجس حداد	أستاذة التعليم العالي	جامعة 8 ماي 1945	مناقشا
نسرين معياش	أستاذة التعليم العالي	جامعة 8 ماي 1945	مشرفا ومقررا

السنة الجامعية : 2020 - 2021



## شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بجلال وجهه العظيم أحمده على نعمه وأشكره على جزيل فضائله، وأصلي واسلم على اشرف الأنبياء والمرسلين نبينا و قوتنا سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين .

لا يسعني بعد إتمام هذه الدراسة إلا شكر الله تعالى الذي أعانني على إتمامها، وماكنت لها لولا عونه و توفيقه، كما أتقدم بخالص الشكر إلى أستاذة الدكتوراة / معياش نسرين، التي تفضلت بقبول الإشراف على

هذه الرسالة، والتي وقفت الى جانبي ومنحتني من علمها وأفكارها ولم تبخل في مد يد العون والمساعدة والتوجيه. كما أتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الموفرين على منحي شرف مناقشتهم لي، وتفضلهم بإستقرار محتويات هذا العمل وإبداء ملاحظاتهم وتوجيهاتهم القيمة التي بها نستزيد.

كما يسعدني و يشرفني أن أتقدم بالشكر والعرفان لجميع أساتذتنا ولا ننسى منهم أحد على الإطلاق وجميعهم يبقوا في ذاكرتنا علما ومكانة، فهم من أناروا عقولنا و أحسنوا إلينا بعلمهم وهم سر بلوغنا لما تحن عليه. كما لا أنسى كل من ساعدني مشكورا من إشارات وموظفي مؤسسة عمر بن عمر - لولاية قالمة- بوعاتي محمود-، و أدين بالشكر أيضا إلى كل من يستحق الشكر والثناء ولم يبخل علي بالعطاء والدعاء، إلى كل من بذل معي جهدا، ونصح لي قولا و أخذ بيدي ووقف معي طوال مشواري و لو بالكلمة الطيبة، جزاهم الله عني خير الجزاء. سائلة المولى العلي القدير أن ينتفع بهذا العمل و أن يوفق الجميع بما يحبه ويرضاه فإن كنت قد أصبت بعض الشيء فذلك فضل الله يؤتيه من يشاء و إن كنت غير ذلك فحسبي أنني إجتهدت، والله الموفق وهو المستعان.

# إهداء

اهدي تخرجي و فرحتي إلى من كلكه الله بالهبة  
و الوقار إلى من علمني العطاء بدون انتظار إلى من  
أحمل اسمه بكل افتخار ارجوا من الله أن يمد  
في عمرك والدي العزيز.  
وإلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب و إلى معنى الحنان و  
التفاني إلى بسة الحياة و سر الوجود إلى من كان دعائها سر  
نجاحي إلى أغلى الحبايب أمي الغالية.  
إلى اخوتي و سندي في الحياة الذين أناروا طريقي وساندوني  
طيلة فترة دراستي.  
إلى رفاق الخطوة الأولى و الخطوة الأخيرة إلى من كانوا في  
سنوات العجاف سحبا ممطرة أنا ممتة جدا.  
وأخيرا إلى من علمني  
ولهم الفضل الأكبر بعد الله اساتذتي الأفاضل.  
"جهان"

# إهداء

"وقل ربي زدني علما"

أقدم لحم الأمس حقيقة اليوم وذكرى الغد إلى الله

الواحد الصمد

الذي أمدني بالقوة والصبر والعزيمة ووفقني في إتمام

هذا العمل...

أهدي هذا العمل إلى كل العائلة الكريمة...

إلى أمي حفظها الله....

إلى جدي وجدتي أطال الله عمرهما...

إلى من أشواق وأحن، إليها خالتي الحبيبة بديار الغربية.

إلى من كانوا أوفياء...أصدقائي جميعا.

إلى جميع من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع

وخاصة أساتذتي.

"بسمه"

## فهرس المحتويات

11.....	المقدمة العامة
5.....	الفصل الأول
5.....	الإطار النظري حول مقاربات القيمة في المؤسسة الاقتصادية
6.....	تمهيد :
7.....	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول القيمة
7.....	1. مفهوم القيمة:
8.....	2. المفاهيم المتعددة لقيمة المؤسسة:
8.....	1.2. القيمة السوقية العادلة:
9.....	2.2. القيمة الاستثمارية:
10.....	3.2. القيمة الاستعمالية القيمة التبادلية:
10.....	4.2. قيمة شهرة المحل:
11.....	5.2. قيمة المشروع المستمر:
11.....	6.2. القيمة الدفترية:
13.....	8.2. القيمة القابلة للتأمين:
13.....	9.2. قيمة الإحلال :
13.....	2. 10. قيمة النفاية :
13.....	المطلب الثاني : مبادئ القيمة
13.....	1. مبدأ وجود بدائل :
14.....	2. مبدأ الاستبدال:
14.....	3. مبدأ الإحلال :

4. مبدأ المنافع المستقبلية: 14.....
- المطلب الثالث: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة. 15.....
1. العوامل المحددة للقيمة: 15.....
2. مداخل تحديد القيمة: 16.....
- المبحث الثاني : المقاربات المحاسبية لتقييم المؤسسة..... 18
- المطلب الأول :طريقة الأصول الصافية المحاسبية..... 18
- المطلب الثاني :طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح..... 19
1. إعادة تقييم الأصول: 20.....
- 1.1. الإستثمارات: 20.....
- 2.1. المخزون: 24.....
- 3.1. الذمم (المدينون): 25.....
2. تقييم الخصوم: 25.....
- المطلب الثالث: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة..... 27
1. الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة : 29.....
- 2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة: 31.....
- المبحث الثالث: المقاربات المالية لتقييم المؤسسة..... 35
- المطلب الأول: النسبة للمعامل المضاعف (PER)..... 35
- المطلب الثاني : نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)..... 36
- المطلب الثالث: كفاءة السوق المالي..... 37
1. مفهوم كفاءة السوق المالي : 37.....
2. شروط كفاءة السوق المالي : 38.....
3. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي : 39.....
4. متطلبات كفاءة السوق المالي: 40.....

42	..... خلاصة الفصل:
43	..... الفصل الثاني
43	..... دراسة ميدانية لمؤسسة عمر بن عمر بقالمة
44	..... تمهيد:
45	..... المبحث الأول: تقديم الشركة المستهدفة للدراسة
45	..... المطلب الأول: تعريف مؤسسة عمر بن عمر CAB
46	..... المطلب الثاني: أهداف مؤسسة عمر بن عمر
46	..... 1. الأهداف الاقتصادية :
48	..... 2. الأهداف الشخصية :
48	..... المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
50	..... 1. تحليل الهيكل التنظيمي للمديرية العامة لمؤسسة المصبرات الغذائية عمر بن عمر:
53	..... المبحث الثاني: عرض القوائم المالية للمؤسسة
53	..... المطلب الأول: عرض ميزانية الأصول لثلاث سنوات الأخيرة(2016،2017،2018):
63	..... المبحث الثالث: تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة عمر بن عمر
63	..... المطلب الأول: تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية
63	..... 1- تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية لسنة 2016:
64	..... 2- تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية لسنة 2017:
66	..... 3- تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية لسنة 2018:
69	..... المطلب الثاني: تقييم مؤسسة عمر بن عمر باستخدام المقاربة المحاسبية
69	..... 1- تقييم المؤسسة اعتمادا على طريقة الأصول الصافية المحاسبية:
71	..... 2. تقييم المؤسسة اعتمادا على طريقة فائض القيمة:
75	..... خلاصة الفصل:
76	..... الخاتمة

76.....	قائمة المراجع
76.....	الملاحق

## قائمة الجداول

25.....	جدول 1 تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على ANCC
51.....	جدول 2 ميزانية الأصول لمؤسسة عمر بن عمر
53.....	جدول 3 ميزانية الخصوم لمؤسسة عمر بن عمر
55.....	جدول 4 جدول حسابات النتائج لثلاث سنوات الاخيرة
58.....	جدول 5 التحليل بواسطة النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر لسنة 2016
59.....	جدول 6 التحليل بواسطة النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر لسنة 2017
60.....	جدول 7 التحليل بواسطة النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر لسنة 2018
64.....	جدول 8 قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصول الصافية المحاسبية
66.....	جدول 9 قيمة المؤسسة وفق الطريقة غير المباشرة لفائض القيمة
67.....	جدول 10 معدل الرسملة حسب علاوة الخطر
68.....	جدول 11 قيمة المؤسسة وفق الطريقة المباشرة لفائض القيمة

## قائمة الأشكال

- الشكل رقم (1) مدة تقييم الاستثمارات المادية ..... 22
- الشكل رقم (2): الشكل الموسع لخريطة الأصول غير المادية ..... 27
- الشكل رقم (3): خط سوق رأس المال ..... 35
- الشكل رقم (4): الهيكل التنظيمي لمؤسسة عمر بن عمر ..... 47
- الشكل رقم (5): منحني بياني يوضح النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018 ..... 61
- الشكل رقم (6): قيمة المؤسسة وفقا لطريقة الأصول الصافية المحاسبية ANC لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018 ..... 65
- الشكل رقم (7): قيمة المؤسسة وفقا للطريقة غير المباشرة لفائض القيمة لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018 ..... 66
- الشكل رقم (8): قيمة المؤسسة وفقا للطريقة المباشرة لفائض القيمة لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018 ..... 69

## المقدمة العامة

تمثل قيمة المؤسسة حجر الأساس الذي ينطلق منه رؤساء المؤسسات لبناء واتخاذ قراراتهم، فمن غير المنطقي أن يجهل أصحاب أو مسيرو المؤسسات قيمة مؤسساتهم، وفي ظل القرارات المتعلقة بعمليات الخوصصة، التصفية، الاندماج والشراكة، يتعين على المهتمين بالمؤسسة أن يعتمدوا تقييماً موضوعياً يقف على القيمة الحقيقية لها، ومحاولة تعظيم هذه القيمة.

يدرك الدارسون والباحثون في مجال مالية المؤسسة أن هدف المؤسسة الاقتصادية المعاصر هو تعظيم قيمتها الاقتصادية، نظراً لما له من انعكاس وفائدة على جميع الأطراف المعنية للمؤسسة (الملاك الحاليين والمتوقعون، الدائنون، العاملون، المجتمع...)، لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر لخدمة هذا الهدف الاستراتيجي (تعظيم القيمة). ومن بين القرارات المتخذة على مستوى المؤسسة، والتي لها الأثر البالغ على مستقبلها واستمراريتها، وعلى قيمتها الاقتصادية، نجد قرارات التوسع الداخلي وقرارات التوسع الخارجي المتمثلة أساساً في عملية التنازل، الاندماج : الشراكة...

قيمة المؤسسة يمكن أن نتوصل إليها بمقاربات مختلفة، والخيار يجب أن يقع على نوع رئيسي من طرق التقييم وهو:

نوع يركز على ماضي المؤسسة و حاضرها، حيث يعتمد في تطبيقه على المعلومات المحاسبية المتوفرة كقاعدة للتقييم،

و هذا النوع و المسمى بمقاربة الذمة المالية يضم مجموعة الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، إذن هذه الطرق تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة أي ميزانيتها.

### إشكالية الدراسة:

في ظل ما سبق ذكره، تتبلور معالم الإشكالية الأساسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

- هل تعد المقاربة المحاسبية هي الطريقة الأنسب لتحديد قيمة حقيقية لمؤسسة

عمر بن عمر؟

انطلاقاً من الإشكالية الأساسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- فيما تتمثل مجالات القيمة التي قد تصل لها مؤسسة عمر بن عمر وفق المقاربة المحاسبية خلال فترة الدراسة 2016-2018 بناءً على المعلومات المتاحة؟

### + فرضية الدراسة:

وبغرض معالجة الإشكالية السابقة تم الاعتماد على الفرضية التالية:

- تتمثل مجالات القيمة التي قد تصل إليها المؤسسة حسب المقاربة المحاسبية خلال فترة الدراسة وفق المعلومات المتاحة، بالارتفاع أو الانخفاض حسب تغير هذه المعلومات.

### + أهمية الدراسة:

تظهر أهمية الدراسة من خلال:

- الأهمية التي يكتسبها موضوع تقييم المؤسسات، خاصة في ظل الظروف الحالية لانفتاح السوق الجزائرية، وأنت هذه الدراسة لإبراز طرق التقييم المناسبة من أجل استمرارية المؤسسات.
- أهمية قيمة المؤسسة في ذاتها كونها تعتبر الأساس لاتخاذ القرارات، لذا يعتبر تقييم المؤسسة عبارة عن وسيلة و ليس غاية، كونه يعد أساس نجاح الهدف من عملية التقييم.

### + أسباب اختيار الموضوع:

من أهم أسباب اختيار هذا الموضوع ما يلي:

- حداثة نشاط تقييم المؤسسات مع تزايد الطلب عليه يستدعي الوقوف عليه ودراسته وإيضاح مختلف جوانبه لإعطائه بعد آخر وإخراجه من مفهومه الضيق.
- أهمية موضوع تقييم المؤسسات وضرورة ضبط ممارسته في المؤسسات الاقتصادية.

### + حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في الإطار المكاني و الإطار الزمني، فبخصوص الإطار المكاني فهو يتمثل في مؤسسة عمر بن عمر لولاية قالمة، أما الإطار الزمني فهو يتمثل في فترة الدراسة الممتدة من سنة 2016 إلى سنة 2018.

### + منهج الدراسة:

قصد دراسة الموضوع وتحليله ونظراً لطبيعته ومن ثم الإجابة على الإشكالية، تم الاعتماد على المناهج التالية:

## مقدمة عامة

- تبني المنهج الوصفي: وذلك خلال الدراسة النظرية، حيث مكننا من استعمال بعض أدوات جمع المعلومات والوثائق.

- تبني المنهج التحليلي: الذي تمكنا من خلاله من التطرق لمختلف مقاربات التقييم المعتمدة في إعطاء قيمة للمؤسسة مع تحديد الطرق المختلفة لكل مقارنة.

- تبني المنهج الكمي: حيث تمكنا من خلال هذا المنهج تقدير النسب المالية، والتوصل إلى قيمة المؤسسة محل الدراسة استنادا على المعطيات المتوفرة لدينا.

### ✚ صعوبة الدراسة:

خلال دراستنا لهذه الإشكالية، مثل معظم الإشكاليات تعرضنا لبعض الصعوبات المتمثلة فيما يلي:

- عدم توفر المؤسسة محل الدراسة على كافة المعلومات الضرورية التي تساعد على تجسيد طرق التقييم على أرض الواقع.

- التباين في طرق التقييم من وجهة نظر الكتاب والباحثين وعدم القدرة على المفاضلة بين هذه الطرق.

- الأوضاع الصحية التي تمر بها البلاد و العالم كافة أثرت على حياتنا.

### ✚ خطوات الدراسة:

لقد اعتمدنا في هذه الدراسة على جانبين (جانب نظري وجانب تطبيقي)، وقد قسمنا من خلالهما هذا البحث إلى فصلين كالآتي:

- الفصل الأول " الإطار النظري حول مقاربات القيمة في المؤسسة الاقتصادية": بالنسبة لهذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث تطرقنا في المبحث الأول لمدخل حول القيمة المؤسسة بما فيها مفهوم القيمة كما وضعنا مبادئ القيمة، وعرضنا مختلف الجوانب لتحديدها، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى المقاربة المحاسبية لتقييم المؤسسة الاقتصادية من خلال عرض طرق عملية التقييم منها طريقة الأصول الصافية المحاسبية و طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح و الطريقة المرتكزة على فائض القيمة، أما المبحث الثالث فقد تطرقنا فيه إلى مقارنة المالية لتقييم المؤسسة والتي تضم طريقة التقييم على أساس المضاعف، وطريقة التقييم على أساس نموذج تسعير الأصول المالية، بالإضافة إلى طريقة التقييم عن طريق كفاءة السوق المالي،

## مقدمة عامة

---

-الفصل الثاني "دراسة ميدانية لمؤسسة عمر بن عمر بقالمة": تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يتضمن المبحث الأول تقديم المؤسسة ككل مع ذكر أهدافها وهيكلها التنظيمي، أما المبحث الثاني فيتضمن عرض القوائم المالية للمؤسسة، وأخيرا المبحث الثالث فيتضمن تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة و تحليلها و تقييمها وفق طريقة الأصول الصافية المحاسبية و طريقة فائض القيمة.

## الفصل الأول

الإطار النظري حول مقاربات القيمة  
في المؤسسة الاقتصادية

**تمهيد :**

تعتبر القيمة مفهوما نسبيا، فرغم وجود مفاهيم دقيقة لها إلا أن تحديدها عمليا مازال يثير الكثير من الجدل، فقيمة أي أصل تتوقف على عدة عوامل منها الجهة التي تقوم بعملية التقييم، ونوعية الأصل الجاري تقييمه والتوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة، يعرض في هذا الفصل الإطار النظري لمقاربات القيمة، بحيث نتطرق في المبحث الأول إلى المفاهيم و التعاريف الأساسية للقيمة، أما المبحث الثاني فسيتناول عرض المقاربات المحاسبية المختلفة، وبالنسبة للمبحث الثالث فسيكون عرض للمقاربات المالية للمؤسسة .

## المبحث الأول : مدخل لقيمة المؤسسة

يتناول هذا المبحث المفاهيم الأساسية للقيمة، وكذا التطرق إلى مبادئ القيمة، بالإضافة إلى تناول الجوانب المختلفة في تحديد القيمة و ذلك كالاتي :

### المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول القيمة

يتعرض هذا المطلب إلى تفصيل مفهوم القيمة ومختلف القيم المتعارف عليها.

#### 1. مفهوم القيمة:

القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبالية من وراء استخدام ذلك الأصل. ولذلك فإن القيمة الاقتصادية هي القيمة النقدية لأصل ما،<sup>1</sup> وقيمة المؤسسة- من منظور مالي - تتمثل في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها (الهدف من وراء التقييم)، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.<sup>2</sup>

أما مفهوم القيمة من منظور اقتصادي شكل قاعدة للنظرية المالية بحيث قيمة كل أصل مادي أو مالي محدد بالقيمة الحالية للتدفقات المالية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل. وقيمة الأصل لا تتحدد بتكلفة حيازته ولا بالأرباح التي أمكنه تحقيقها سابقا، بل بما يمكن أن يجلبه مستقبلا.<sup>3</sup>

كما للقيمة مفهوم موضوعي تنشأ من عناصر ملموسة، السلع الخاصة بالمؤسسة، الديون، رقم الأعمال، الأرباح، عوائد الأسهم،.... في حين أن السعر هو مفهوم أكثر ذاتية، ذلك أن عند القياس يستخدم جزئيا عوامل مستقلة عن قيمة المؤسسة، كرجبة المشتري في حيازة نشاط المؤسسة مثلا.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، التقييم- تقدير قيمة بنك لأغراض الإندماج أو الخصخصة - ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص.6.

<sup>2</sup> - هوارى سويسى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص.37.

<sup>3</sup> - سارة حاجي، تقييم المؤسسة باستخدام مقارنة التدفقات النقدية -دراسة حالة مؤسسة موبيليس خلال الفترة (2017-2021)-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018، ص.3.

<sup>4</sup> - بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسة قطاع المحروقات في الجزائر- دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات لأبار ENSP، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010، ص.13.

## 2. المفاهيم المتعددة لقيمة المؤسسة:

## 1.2. القيمة السوقية العادلة:

طريقة القيمة السوقية العادلة هي الأكثر شيوعاً لتقدير القيمة وتعرف بالقيمة السوقية أو القيمة النقدية، والتعريف المتعارف عليها بوجه عام للقيمة السوقية العادلة هو المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه.

ومن المهم أن نتذكر أن المشتري الراغب والبائع الراغب المذكورين في التعريف لا يقصد بهما بائع أو مشتري بعينه وبالتالي فإذا كان السعر المدفوع مقابل أصل ما يعكس عوامل شاذة أو غير قياسية بالنسبة للمشتري الراغب الوهمي أو البائع الراغب الوهمي، فإن ذلك السعر يعكس شيئاً آخر سوى القيمة السوقية العادلة فعلى سبيل المثال من يقوم بإنشاء مجموعة من العقارات سوف يهتم أكثر من أي شخص آخر بقطعة الأرض المجاورة لأنها سوف تساعده على إتمام عملية الإنشاء ولكن هذا الوضع الفريد لمشتري واحد بعينه لا يجب أن يوضع في الاعتبار عند تحديد القيمة السوقية العادلة لقطعة الأرض المجاورة تلك.

إن مفهوم المشتري الراغب الوهمي والبائع الراغب الوهمي يصعب فهمه أحياناً، وذلك لأنه لا يوجد أحد يعتبر نفسه وهمياً أو افتراضياً. والطريقة البديلة هي اعتبار المشتري الراغب الوهمي والبائع الراغب الوهمي المشتري أو البائع "الأكثر احتمالاً"، ولذلك يمكن اعتبار القيمة السوقية العادلة سعر المعاملة "الأكثر احتمالاً".

وهذه القيمة تعكس إجماع افتراضات المشتريين النمطيين أو المحتملين للأصل .

إن القيمة السوقية العادلة تفترض وجود استمرارية في النمط العام للشيء المملوك الخاضع للتقييم . إن المشتري من خلال تفكيره في السعر الذي يجب عرضه مقابل أصل ما كثيراً ما يفكر في التأثير المحتمل للتحسينات المدخلة على الأصل . ونتائج جهود «خلق القيمة» هذه ليست منعكسة في القيمة السوقية العادلة (ولا يجب أن تكون كذلك)، ومع ذلك ففي عالم بيع وشراء الأصول الواقعي من الشائع جداً أن يستفيد بائع ما من إمكانية خلق القيمة في صورة سعر أعلى من القيمة السوقية العادلة في صورتها الخالصة الصرفة . وفي السوق التنافسية يتقدم أكثر من شخص بغرض شراء الأصل الذي يملكه البائع والسعر النهائي المدفوع قد يعكس القيمة السوقية العادلة زائد جزء من فرصة خلق القيمة التي يعتقد

المشتري أنه يستطيع تحقيقها، والسعر النهائي المدفوع بواسطة مشتري معين يعود عادة إلى قيمة الاستثمار.<sup>1</sup>

## 2.2. القيمة الاستثمارية:

القيمة الاستثمارية هي نوع من القيمة المألوف لدى المهنيين العاملين في مجال عمليات الاندماج والتملك، وهي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين والقيمة الاستثمارية مفهوم أسهل في الفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة لمشتري محدد. والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين الاستثمارية لمنشأة أعمال مثلا تشمل :

- فرص خلق القيمة المتصورة.

- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة.

- مدى إدراك المخاطرة و / أو تقلب القدرة الإرادية للأصل.

- الوضع الضريبي للمشتري.

- تفاؤل المشتري.

إن كل هذه العوامل تؤثر على تقدير المشتري للقدرة الإرادية للمنشأة، وبالتالي على تقدير ذلك

المشتري للقيمة.

إن كل من القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية مرتبطتان، ولكنهما نادراً ما يتكافان أو يتساويان اللهم إلا إذا تطابقت افتراضات وأوضاع كل المشتريين المحتملين، وحيث أن هذا الوضع بعيد الاحتمال، فإن ما سيحدث دائما أن بعض المشتريين سوف يكونون على استعداد لدفع مبلغ أكبر نظير الأصل عن الآخرين. إن الأساليب والمداخل المستخدمة لتقدير القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية واحدة في جوهرها، ولكن الافتراضات هي التي تختلف.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة - الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص12-14.

- المرجع السابق، ص14-15.<sup>2</sup>

## 3.2. القيمة الاستعمالية القيمة التبادلية:

تشير القيمة الاستعمالية إلى أهمية السلعة أو الخدمة بالنسبة للمستهلك وفقا للمنفعة المتوقعة منها، وبالتالي تقيس حجم الإشباع الذي يمكن تحقيقه من السلعة أو الخدمة، وتعتبر عن الأهمية الاقتصادية للسلعة بالنسبة للمستهلك تبعا لظروفه، رغباته، وتوقعاته .

ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الذاتي للقيمة، فالمنفعة تختلف من شخص لآخر لاختلاف درجة الإشباع المتوقعة. أما مفهوم القيمة التبادلية، فيشير ما للسلعة أو الخدمة من قدرة على شراء سلع أو خدمات أخرى أو السعر الذي يربط بين سلعتين، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الموضوعي للقيمة لأنها تأخذ بوجهة نظر العديد من الأطراف.

وبالنسبة للأصل، تعبر القيمة الاستعمالية عن المنافع الاقتصادية المتوقعة من استخدامه في نشاطات المؤسسة، أما القيمة التبادلية فتعبر عن سعره في السوق، والذي يصطلح عليه بصافي القيمة البيعية، والقيمة الاستعمالية لأصل لا ترتبط بملكته وإنما ترتبط بكيانه المادي، أما القيمة التبادلية فترتبط بالأصل المملوك.<sup>1</sup>

## 4.2. قيمة شهرة المحل:

الشهرة نوع خاص من الأصول غير المادية وتنشأ عندما تكون للمنشأة ككل قيمة أكبر من قيمة أصولها المادية والمعنوية . وقد جاء في حكم قضائي قضت بها محكمة في 1960 التعريف التالي لشهرة المحل:

"هي مجموع الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى منشأة أعمال معينة وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب".

ومن منظور عملية الاندماج أو التملك، يتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع نظير منشأة الأعمال المكتسبة والقيمة السوقية العادلة للأصول المكتسبة (سواء المادية أو المعنوية) مع استبعاد الخصوم، إن مفهوم شهرة المحل يرتبط ارتباطا هاما بالمنشآت لأسباب ضريبية وتنظيمية وأخرى متصلة بالتقارير المالية .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سمية باديس، شافية بن عبد الله، دور التقييم المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمارية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن بالأخضرية-، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2015، ص7.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، التقييم- تقدير قيمة بنك لأغراض الإندماج أو الخصخصة -، مرجع سبق ذكره، ص9-10.

## 5.2. قيمة المشروع المستمر:

إن قيمة المشروع المستمر تسمية مغلوبة بعض الشيء لأنها ليست معياراً للقيمة، كما هو الحال بالنسبة للقيمة السوقية العادلة أو القيمة الاستثمارية. و بعبارة أخرى فإن من الخطأ القول بأن قيمة المشروع المستمر للبنك هي 100 مليون دولار. و الأصح أن نقول أن القيمة السوقية العادلة للبنك (س) باعتباره مشروعاً عاملاً ومستمر هي 100 مليون دولار. وهذه التفرقة تبدو تفرقة بسيطة متعلقة بدلالات الألفاظ ومعناها غير أن الفروق الدقيقة بين المصطلحات هي أحد مفاتيح فهم عملية تقدير القيمة.

يبرز مفهوم المشروع المستمر عندما يتم تقدير قيمة منشأة أعمال ما (بنك مثلاً) باعتبارها وحدة عاملة قابلة للاستمرار والنمو ولا يهددها أي خطر مباشر يهدد بتوقف عملياتها. ومع ذلك ففي المواقف الضريبية تحمل قيمة المشروع المستمر معنى مختلف بعض الشيء. فقد استقرت IRS على أن قيمة المشروع المستمر هي أصل معنوي غير قابل للاستهلاك يمتلكه مشتري منشأة أعمال ما، وهي قيمة تعكس حقيقة أن الكيان المشتري به موظفون وإدارة وجهاز للمبيعات والتسويق وعلاقات عملاء وموردين راسخة وما إلى ذلك. وقد استخدمت IRS هذا المفهوم عندما كان من الصعب البرهنة على وجود شهرة المحل أو لم تكن موجودة، وقد أقر عدد من القضايا القضائية بعدم وجود قواعد إرشادية معينة لقياس قيمة المشروع المستمر في غياب شهرة المحل ومع ذلك فقد تمكنت IRS من المجادلة بنجاح بأنه حتى بدون شهرة المحل فإن بعض أصول منشأة الأعمال التي يتم تملكها ذات قيمة غير مادية لأنها تمثل جزء من مشروع مستمرة . ومع ذلك فإن الجدل الحقيقي لا يدور حول ما إذا كانت قيمة المشروع المستمر موجودة أم لا بل ما إذا كانت قابلة للاستهلاك أم لا للأغراض الضريبية، لقد نجحت IRS بوجه عام في تخصيص جزء من سعر شراء منشأة الأعمال القيمة المشروع المستمر غير القابلة للاستهلاك عندما يصعب أو يستحيل قياس شهرة المحل.<sup>1</sup>

## 6.2. القيمة الدفترية:

إن الاستخدامات الأكثر تضليلاً لمصطلح القيمة ترتبط بالقيمة الدفترية. والقيمة الدفترية مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي.

فبالنسبة لأصل معين (مثل أحد المعدات) تكون القيمة الدفترية ببساطة هي التكلفة التاريخية لذلك الأصل ناقص الإهلاك المتراكم، أما بالنسبة لمشروع الأعمال تكون القيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 10-11.

الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية، وفي الإطار المحاسبي يطلق على ذلك أيضا القيمة الصافية أو حقوق الملكية الدفترية.<sup>1</sup>

## 7.2. قيمة التصفية:

إن القيمة تحت التصفية ليست نوعاً منفصلاً من القيمة قائماً بذاته، ولكن ظرفاً يتم تقدير القيمة في ظلّه. أنها المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة إنهاء أعمال منشأة ما وبيع أصولها كل على حدة والوفاء بالتزاماتها. وكما هو الحال بالنسبة لقيمة المشروع المستمر السابق ذكرها فإن من الخطأ القول بأن قيمة تصفية الأصل (س) هي 100 دولار والأصح أن نقول أن قيمة الأصل (س) الموضوع تحت التصفية هي 100 دولار، ولكن في الواقع العملي يستخدم مصطلح القيمة تحت التصفية على سبيل التبسيط.

والتصفية يمكن أن تكون إجبارية أو منظمة والفرق بين الاثنين يتمثل في الوقت المتاح للعثور على مشتري. والتعريفات المتعارف عليها هي:

- التصفية الإجبارية: هي المبلغ الصافي الذي يجلبه أصل ما إذ عرض للبيع الفوري في السوق المفتوحة، ويكون كل من البائع والمشتري لديه معرفة باستخدامات وأغراض الأصل ويكون البائع مجبر أو مضطر للبيع والمشتري راغب أو مستعد للشراء، ولكن غير مجبر على الشراء.

- التصفية المنظمة: المبلغ الصافي الذي يجلبه الأصل إذا عرض للبيع في السوق المفتوحة مع إتاحة وقت معقول لإيجاد مشتري، ويكون لدى كل من البائع والمشتري معرفة باستخدامات وأغراض الأصل ويكون البائع مضطر للبيع والمشتري راغب في الشراء وليس مضطر له.

ويقصد بالمبلغ الصافي المذكور في التعريف السعر ناقص أية عمولات وتكاليف إدارية مرتبطة بعملية التصفية، ومن وجهة نظر قيمة منشأة الأعمال فإن أقل قيمة ممكنة هي قيمة تصفيتها. وبعبارة أخرى فإن أسوأ سيناريو من منظور القيمة هو إنهاء نشاط المنشأة وتصفية أصولها والوفاء بالتزاماتها ثم توزيع الباقي على حملة الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 11.

- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة -، مرجع سبق ذكره، ص 19.<sup>2</sup>

## 8.2. القيمة القابلة للتأمين:

القيمة القابلة للتأمين مباشرة وواضحة جدا فهي ببساطة القيمة بالجزيئات للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة.<sup>1</sup>

## 9.2. قيمة الإحلال :

القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية . وتقدير التكلفة الإحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة، والقيمة الإحلالية ليست هي قيمة إعادة الإنتاج . فالأخيرة هي تكلفة الأصل المكرر بناء على الأسعار الجارية . وتستخدم قبعة الإحلال وتكلفة إعادة الإنتاج غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرة مثل الأثاث والمعدات والتجهيزات.<sup>2</sup>

## 10.2. قيمة النفاية :

قيمة النفاية هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجها من الخدمة و تختلف هذه القيمة عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم النفع لأي شخص وفي أي غرض.<sup>3</sup>

## المطلب الثاني : مبادئ القيمة

هناك أربعة مبادئ اقتصادية محددة تؤثر على تقدير القيمة بشكل هام وهي كالآتي:

### 1. مبدأ وجود بدائل :

يقضى مبدأ البدائل أنه عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة ولا يعنى هذا المبدأ أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعنى ببساطة أن البائع ليس مجبرا على البيع لمشتري معين وأن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع بعينه . فإذا لم يكن هذا هو الوضع فإن آلية السوق سوف تنتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص20.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص20.

<sup>3</sup> - راجي رانية، بومزايد ابراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد6، 2018، ص371.

<sup>4</sup> - هوارى السويسي، مرجع سبق ذكره، ص34.

**2. مبدأ الاستبدال:**

يقضى مبدأ الاستبدال بأن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بأخر يقوم بنفس الوظيفة، وأبسط مثال توضيحي لهذا المبدأ هو قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز أو معدلة مستعملة أكثر مما يمكن أن يدفعه مقابل جهاز أو معدلة جديدة تؤدي نفس الوظائف، ولكن تطبيق هذا المبدأ على المنشأة ككل أصعب بكثير حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال منشأة أعمال بأخرى أمر بالغ التعقيد . ويقوم مدخل التكلفة إلى تقدير القيمة على مبدأ الاستبدال.<sup>1</sup>

**3. مبدأ الإحلال :**

مبدأ الإحلال مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضى بأن قيمة الملك أو الأصل يتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة مساوية، وإليك مثال يوضح هذه النقطة . تخيل أن هناك بنكين متساويين في الحجم والموظفين والمكاسب ... الخ . إن الفطرة السليمة وعلم تقدير القيمة سوف يقودان لاستنتاج أن البنكين لهما قيمة متساوية أو شبه متساوية لأنهما يمثلان بديلين مرغوبين بدرجة متساوية وفي هذه الحالة هما بديلان متطابقان.

أما المثال الأكثر واقعية فهو عن مجموعة من المستثمرين تدرس إمكانية شراء بنك ما . وباعتبارهم مستثمرين فطنين فإنهم لن يدرسوا فقط البنك المستهدف في حد ذاته بل أيضا السعر المدفوع في البنوك المسألة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة مساوية) . ومبدأ الإحلال يمثل الأساس النظري لمدخل السوق إلى تقدير القيمة.<sup>2</sup>

**4. مبدأ المنافع المستقبلية:**

إن مبدأ المنافع المستقبلية بدوره لا يقل أهمية خاصة في عمليات الاستحواذ والاندماج، يشير المبدأ إلى أن قيمة الملكية أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل نتيجة لتملك أو السيطرة على تلك الملكية. من هذا المنظور فإن قيمة أية مؤسسة هي صافي القيمة الحالية (ص ق ح) (VAN) لجميع المنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل نتيجة تملك تلك المؤسسة، فما حققته المؤسسة

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، التقييم - تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة - ، مرجع سبق ذكره، ص18-19.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص19.

من نتائج في الماضي لا تأثير له على القيمة. إن الأداء السابق يبقى مؤشر جيد ما لم يحدث ما يقوض التوجه السابق.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمرا جد معقد ويتطلب عديد الافتراضات عن مستقبل المؤسسة. إن طريقة صافي القيمة الحالية ( VAN ) (VAN) للمنافع الاقتصادية المتوقعة في المستقبل هي أفضل مؤشر للقيمة في أغلب الحالات، يشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مقاربة التقييم على أساس الدخل. إن صافي القيمة الحالية من المفاهيم المالية وهي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة ( cash in flows ) والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة ( cash out flows ). إذا كانت ( ص ق ح ) موجبة، فالمشروع مربح ويمكن قبوله. يمكن أن تتباين تقديرات القيمة بواسطة ( ص في ح ) للدخل المستقبلي عن القيمة السوقية لأصل ما قريب ومشابه، في مثل هذه الحالات ينصح الخبراء باستعمال التحكيم العقلي لفهم أسباب الاختلاف ومن هي المقاربة المعقولة و هل يمكن المزج بينهما.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة.

يعتبر تحديد القيمة من الأمور الصعبة التي تخضع للتقييم أو التقدير في حالات معينة، غير القيام بذلك يتطلب فهم العديد من الجوانب المتعلقة بالقيمة حتى يمكن تفسير النتائج المحصل عليها، أو الانحرافات التي يمكن حدوثها، لذا يتناول هذا المطلب أهم الجوانب المختلفة في تحديد القيمة.

#### 1. العوامل المحددة للقيمة:

هناك العديد من العوامل المحددة للقيمة، والتي تسمح بالحصول على قيم مختلفة لنفس الأصل من طرف أشخاص مختلفين، حتى وإن استخدموا نفس الطرق وقواعد التقييم، ويمكن حصر هذه العوامل في:

##### 1.1. العوامل الموضوعية:

ترتكز العوامل الموضوعية على فكرة تحديد القيمة العادلة للأصل محل التقييم، أي أن مراعاة هذه العوامل وحدها سوف يسمح بالوصول إلى القيمة العادلة للأصل، لكن تحديد القيمة العادلة للشئ يبقى

<sup>1</sup> - مبارك فحلول، المعلومة المحاسبية وتقييم الشركات -دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة الجزائر- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة باتنة1، الجزائر، 2017، ص18.

من الأمور الصعبة نظراً لوجود نوع آخر من العوامل المحددة لقيمة الأصل، وهي العوامل الموضوعية.<sup>1</sup>

## 2.1. العوامل غير الموضوعية:

ترتكز العوامل غير الموضوعية على فكرة المنفعة والرغبة في التبادل وتحديد سعر التبادل، فالمشتري يحاول دائماً دفع أقل ما يمكن والعكس بالنسبة للبائع الذي يرغب في الحصول على أكبر ما يمكن، ومن خلال التفاوض بين الطرفين يتحدد سعر التبادل، لكن الوصول إلى هذا الاتفاق بشأن سعر التبادل لا يعني أن كلا الطرفين قد حقق صفقة مرحة، ويمكن تفسير القيم بعملية التبادل رغم أن الصفقة غير مربحة إلى العوامل التي ترفع الرغبة في التبادل، ومن أهم هذه العوامل: العوامل النفسية والعوامل الاقتصادية، فالعوامل النفسية تتمثل في مجموع العوامل التي تجعل من مشتري ما يقبل على شراء الأصل بأكبر من قيمته الاقتصادية نظراً لبعض الخصائص التي يتمتع بها، أما العوامل الاقتصادية فتتمثل في الندرة النسبية للشيء و كذلك منفعته في نظر المشتري.<sup>2</sup>

## 2. مداخل تحديد القيمة:

### 1.2. مدخل الدخل في تحديد القيمة:

يقوم هذا المدخل على مبدأ مفاده أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الاقتصادية المنتظرة منه، أي أن قيمة الأصل تتوقف على الخدمات المتوقعة منه مستقبلاً، ويرتكز هذا المدخل على أداء الأصل، أي قدرته على در الأرباح في المستقبل، سواء منفرداً أو بالتضافر مع باقي الأصول المادية والمعنوية، ويتميز هذا المدخل عن سابقه باعتماده في المستقبل، لكن هناك صعوبات في تطبيقه لأنه يتطلب تقدير المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من الأصل، تقدير معدل الخصم والفترة التي يمكن استخدام الأصل فيها مع مراعاة عدم التأكد في المستقبل، كما توجد العديد من المفاهيم للمنافع الاقتصادية (الربح التشغيلي أو الصافي، التدفقات النقدية.. إلخ) والعديد من المفاهيم لمعدل الخصم (تكلفة اقتراض، تكلفة الأموال الخاصة، التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال). وتعتبر الطرق المرتكزة على هذا

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، تقييم الشركات المرشحة للتشخيص و التقييد في البورصة -الطرق المستعملة وتطبيقاتها- مجلة المال و الأعمال، العدد23، الكويت، 2005، ص122.

<sup>2</sup> - Patrice Vizzavna , Evaluation des entreprise, Tome 2, Atol édition, Paris, 1991, P01.

المدخل الأكثر قبولا وتوافقاً مع المنطق المالي، الذي يعرف الأصل من خلال التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل.<sup>1</sup>

### 2.2. مدخل السوق في تحديد القيمة:

يقوم هذا المدخل على مقارنة الأصل موضوع التقييم بالأصول المماثلة له في السوق مع إجراء التعديلات المناسبة، وهناك مفهوم آخر لهذا المدخل وهو تقدير القيمة التي يمكن تحصيلها من التصرف في الأصل بالبيع حالياً، أي تقدير صافي القيمة البيعية، ويعتبر هذا المدخل سهلاً نوعاً ما لكن يتطلب سوق تنشط للأصل والأصول المماثلة له ومعلومات مفصلة عن مختلف الأصول.<sup>2</sup>

### 3.2. مدخل التكلفة في تحديد القيمة:

يقوم هذا المدخل على مقارنة قيمة الأصل بتكلفة استبداله، فقيمة أي أصل يجب أن تساوي تكلفة أصل آخر له نفس الخصائص مع مراعاة فارق التقادم، ويستخدم هذا المدخل بشكل واسع في عمليات تقييم الأصول المادية الثابتة، والمشكل بالنسبة لهذا المدخل هو وجود العديد من المفاهيم لتكلفة الاستبدال (تكلفة استبدال الأصول المستخدمة، تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة، تكلفة الأصول الجديدة)، فكل مفهوم لتكلفة الاستبدال يعطينا قيمة للأصل تختلف عن القيمة المحصل عليها وفق المفاهيم الأخرى.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Nobert Guedj, Finance d'entreprise –les règles de jeu-, Edition d'organisation, Paris, 2ème éd, 2001, P468.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، التقييم - تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة -، مرجع سبق ذكره، ص 163.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 161.

## المبحث الثاني : المقاربات المحاسبية لتقييم المؤسسة

ترتكز هذه المقاربة على ممتلكات المؤسسة بحيث تهتم بماضي و حاضر المؤسسة و يمكن تصنيف طرق التقييم حسب المقاربات المحاسبية إلى :

## المطلب الأول :طريقة الأصول الصافية المحاسبية

تعتمد هذه الطريقة في التقييم على القيم الدفترية أو القيم الواردة في الميزانية لكل من الأصول والخصوم واجبة السداد. تعتمد على التكلفة التاريخية للأصول وتهمل القيمة الحقيقية والفعلية لتلك الأصول حيث لا تراعي التضخم السعري والتغيرات في الأسعار وتهمل القدرات الاقتصادية للشركة في النمو في المستقبل.

نحصل على قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة كالآتي :

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول - إجمالي الخصوم المستحقة

$$VE = \text{TOTAL ACTIF} - \text{DETTES}$$

بالنسبة لهذه الطريقة لا يمكن الاعتماد على قيمة كل من الأصول والخصوم المستحقة كما تظهر بالميزانية، حيث توجد بعض التعديلات لابد من إدخالها على هذه العناصر حتى نتمكن من الوصول إلى قيمة المؤسسة بدقة أكثر، ويتعلق الأمر أساسا باستبعاد الأصول غير الحقيقية المعروفة بالأصول الصورية (المعنوية) <sup>1</sup> من القيمة الإجمالية للأصول، وبإضافة بعض العناصر إلى الديون كالضريبة على الأرباح، وتوزيعات الأسهم، والضريبة على مخصصات الخسائر الملغاة أو مخصصات الخسائر التي صارت واجبة السداد.

عادة ما توجه قيمة الأصول الصافية المحاسبية بعض القرارات بالمؤسسة كتلك المتعلقة بالزيادة في رأس المال أو التوزيعات. كما يمكن اعتبار هذه الطريقة مناسبة في تقدير قيمة المؤسسات حديثة النشأة، إلا أنه وجهت إليها انتقادات عديدة أهمها أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية الحاصلة المرتبطة أساسا بعاملين هما : التضخم والتقدم، وكذلك أهمية بعض عناصر الأصول في نشاط

<sup>1</sup> - Alain Marion, Le diagnostic De L'entreprise, Edition Economica, Paris, 1995, P182.

المؤسسة التي تم اهتلاكها بالكامل والتي لا تزال تستغلها بشكل عادي، الأمر الذي يجعل القيمة الدفترية ليست دائما معبرة عن القيمة الحقيقية للمؤسسة، وعليه فسيكون من المناسب اللجوء إلى طريقة أخرى في التقييم تأخذ بعين الاعتبار نقائص طريقة الأصول المحاسبية الصافية، وتتمثل في طريقة الأصول الصافية المصححة .<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح

تعتمد هذه الطريقة على تقييم منفصل لمختلف عناصر أصول والتزامات المؤسسة، ليتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة.

تتفق هذه الطريقة من حيث المبدأ مع الطريقة السابقة، حيث تحسب قيمة المؤسسة بطرح قيمة الديون من إجمالي الأصول، إلا أنها تأخذ بعين الاعتبار كل التغيرات التي يمكن أن تتعرض لها القيمة الدفترية بالارتفاع أو الانخفاض، الأمر الذي يحتم مراجعة هذه القيمة، ولأجل ذلك فقد سخرت بعض التقنيات يتطلب استعمالها الأخذ بعين الاعتبار عوامل عديدة أهمها: الأسباب التي وجدت من أجلها عملية التقييم، نوع الأصل ووضعيته، ومدى أهميته في نشاط المؤسسة.

غير أنه وقبل الشروع في عملية التقييم التي تقتض تقييم الأصول من جهة والخصوم من جهة أخرى، هناك جملة من الأعمال التمهيدية لا بد من القيام بها تماشياً مع المبادئ التي تقوم عليها هذه الطريقة، وتتمثل في:

- جرد عناصر الأصول وبالأخص الاستثمارات والمخزون بغرض استبعاد تلك التي لم تعد صالحة للاستعمال أو التي لم يعد لها وجود فعلي بالمؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار الموجودات التي تم إهمالها محاسبياً؛

- بما أن طريقة الأصول الصافية المعدلة تعبر عن القيمة الحقيقية للأموال الخاصة، يفرض علينا ذلك عدم الأخذ بعين الاعتبار الأصول المستأجرة، مما يتطلب فصل الأصول التي تعد ملكاً للمؤسسة عن تلك المستأجرة فحص وضعية الأصول من حيث مدى تقادمها التقني، درجة اهتلاكها... غير أن ذلك لا يمنع

<sup>1</sup> - Gérard Chaplain, Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise , Edition Management et société, 2004, P105.

أن يكون أداء الأصل القديم أحسن من الجديد، وفي مثل هذه الحالات سيكون من الملائم تقييم هذه الأصول حسب قيمتها الاستعمالية.<sup>1</sup>

### 1. إعادة تقييم الأصول:

يتطلب تقييم أصول المؤسسة إعادة النظر في قيمتها الدفترية بما يسمح بتجاوز عيوب هذه الأخيرة في إهمالها لعوامل التضخم والتقدم خاصة، وحسب المخطط المحاسبي الوطني، تصنف هذه الأصول إلى ثلاثة مجموعات رئيسية هي: الاستثمارات، المخزونات والذمم.<sup>2</sup> ويتم تقسم كل منها كالآتي:

#### 1.1. الإستثمارات:

وتمثل مجموع الوسائل المادية والمعنوية التي اشترتها المؤسسة أو أنجزتها بنفسها بغرض استغلالها لفترة طويلة من الزمن في تحقيق أهدافها، وتتمثل في: القيم المعنوية، الأراضي، المباني، المعدات، والتهيات والتركيبات...

يتم تقييم العناصر المادية بتطبيق معاملات حددت من طرف القانون، وقد صدرت، في هذا الخصوص ثلاثة مراسيم تنفيذية سطرت تطور إعادة تقييم المؤسسات وتتمثل فيما يلي :

\*المرحلة الأولى لإعادة التقييم (المرسوم 90 - 103 المؤرخ في 27 مارس 1990):<sup>3</sup>

إن الاستثمارات المادية التي مسها التقييم حسب هذا المرسوم هي كل الاستثمارات القابلة للاهلاك التي تظهر في الميزانية 31 / 12 / 1987 و يمكن استغلالها لمدة ثلاث سنوات ابتداء من هذا التاريخ، أما الاستثمارات القابلة للاهلاك من قبل سنة 1978 فهي غير معنية بإعادة التقييم.

\*الاستثمارات القابلة للاهلاك:

تتمثل الاستثمارات القابلة للاهلاك في:

<sup>1</sup> - Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 3ème édition, édit Daloz, Paris, 1998, P659.

<sup>2</sup> - نادية عيساوية، تقييم المؤسسة في إطار الخوصصة -دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته ملبنة نوميديا-، رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005، ص 64-65.

<sup>3</sup> - عبد الناصر رواحي، أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 6، 2006، ص 168-169.

تجهيزات الإنتاج والتي تضم: المباني الصناعية والتجارية، معدات وأدوات، معدات نقل، معدات مكتب، مواد تعبئة وتغليف متداولة، تهيأت وتركيبات.

تجهيزات اجتماعية وتضم: المباني الاجتماعية، أثاث وتجهيزات منزلية، تهيأت اجتماعية. علما أن عمل إعادة التقييم المتعلقة بهذه الفترة كانت موجهة لتجهيزات الإنتاج فقط وليس للعقارات. \*الاستثمارات غير القابلة للاهلاك:

تعتبر الاستثمارات الغير قابلة للاهلاك استثمارات غير معنية بإعادة التقييم، وتتمثل في: المصاريف الإعدادية، القيم المعنوية، الأراضي، الاستثمارات قيد التنفيذ.

إلا أن الأراضي تهتك استثنائيا في حالة وقوع أضرار طبيعية، ففي هذه الحالة يتم إعادة تقييمها. نلاحظ من خلال هذا المرسوم أنه جاء بمعاملات إعادة التقييم من سنة 1978 إلى غاية 1987، حيث لم يفرق بين العقارات والتجهيزات بل تم إدماجهما معا ضمن الاستثمارات. وطبقت إعادة التقييم على القيمة الأصلية للاستثمارات المادية كما طبقت على مخصصات الاهلاك السنوية للاستثمار المعني المعمول به طبقا للقانون.

وتحددت إعادة تقييم الأصل المعني على أساس المعامل المقابل لسنة حيازة الاستثمار وهذا وفق الجدول السابق وتمثل صافي القيمة المحاسبية الجديدة المترتبة من إعادة التقييم قاعدة لحساب المخصصات الجديدة للاهلاكات.

\*المرحلة الثانية لإعادة التقييم (المرسوم 93 - 250 المؤرخ في 24 أكتوبر 1993):<sup>1</sup>

جاء هذا المرسوم للفصل بين العقارات والتجهيزات، وتعديل المعاملات الصادرة في المرسوم السابق، كانت الاستثمارات قابلة لإعادة التقييم حسب هذا المرسوم سواء اهتلكت كليا أو جزئيا. وتتكون القيمة الأصلية للاستثمارات من تكلفتها الحقيقية عند الشراء أو عند الإنتاج، وعند انعدام القيمة الأصلية لها يعاد تكوين القيمة الحالية حسب تقارير الخبراء.

طبقت إعادة التقييم التي نظمها هذا المرسوم على ما يلي:

القيمة الناتجة عن إعادة التقييم الأول كما حددها المرسوم التنفيذي 90 - 103 المؤرخ في 27 مارس 1991 إذا تم تقييمها، أو على القيمة الأصلية للاستثمارات في حالة عدم تقييمها، وتمت إعادة التقييم

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 169.

التي نظمها هذا المرسوم حسب قواعد المحاسبة المعمول بها، وعندما يؤدي ذلك إلى الحصول على زائد قيمة، فإن هذا يسجل كإعفاء ضريبي في حساب خاص في خصوم الميزانية.

بناء على توصيات الهيئة المؤهلة يمكن أن خصص مبلغ زائد القيمة الذي ينجم عن إعادة التقييم فيما يلي:

- إما للزيادة في الرأسمال الاجتماعي؛

- إما لتغطية العجز المسجل في السنوات الماضية.

\* المرحلة الثالثة لإعادة التقييم (المرسوم 96 - 336 المؤرخ في 12 أكتوبر 1996):<sup>1</sup>

جاء هذا المرسوم بمعاملات جديدة للتقييم مسايرة للتطور الاقتصادي، وتمس خاصة تلك التي يتم تقييمها من قبل، أي سنة 1990 وسنة 1993، وأهم ما جاء في هذا المرسوم هو تطبيق هذه المعاملات حسب الحالة:

على القيم الأصلية المعاد تقييمها بالنسبة للاستثمارات المادية القابلة للاهلاك وكذلك على الاهتلاكات المطابقة، وهذا بالنسبة للمؤسسات والهيئات الخاضعة لقانون التجاري التي قامت بمختلف إعادة التقييمات المنظمة والمقررة في المرسومين التنفيذيين المذكورين سلفاً. على القيم الأصلية الغير معاد تقييمها و الاهتلاكات المطابقة، بالنسبة للهيئات والمؤسسات الخاضعة للقانون التجاري التي لم تخضع لإعادة التقييم المتتالي للاستثمارات المادية القابلة للاهلاك.

حسب مفهوم هذا المرسوم يعاد تقييم الاستثمارات و الاهتلاكات المطابقة الواردة في الميزانية الختامية للسنة المالية 1995، سواء كانت مهتلكة كلياً أو جزئياً.

ويتم حساب مخصصات الإهلاك بعد إعادة تقييم الاستثمارات كما يلي:

- تهتك التجهيزات المنقولة التي هي في طريق الإهلاك على أساس مدة حياة 3 سنوات بعين الاعتبار عندما تكون مدة الحياة المتبقية أقل من 3 سنوات.

- تهتك العقارات المهتلكة كلياً أو التي بقيت مدة حياتها الجارية أقل من 100 سنوات بعين الاعتبار في كلتا الحالتين؛

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 169-171.

يعاد كذلك تقييم استثمارات المؤسسة التي تم دمجها قانونيا في ذمتها المالية الخاصة بمجرد إثباتها محاسبيا.

\*الطريقة المحاسبية المستخدمة في إعادة تقييم الاستثمارات المادية:

بعد التطرق للمراسيم التنفيذية التي تحدد معاملات تقييم الاستثمارات، نحاول تلخيص الطريقة المحاسبية المتبعة في تقييم الاستثمارات المادية.

\*إعادة تقييم القيمة الإجمالية:

للحصول على القيمة الإجمالية للاستثمار المعاد تقييمه يتم ضرب القيمة الأصلية في المعامل المقابل لتاريخ شراء أو إنتاج الأصل، و يطبق المعامل المناسب على تكلفة اقتناء أو إنتاج الأصل أو على التكلفة المعاد تقييمها سابقا إذا لحقت بالاستثمار أحد التقييمات السابقة (المرسوم 1990 أو 1993).

\*إعادة تقييم الاهتلاكات:

يتم تقييم الاهتلاك بضرب كل قسط بالمعامل المقابل لتاريخ تكوينه، ومن أجل الحصول على أقساط الاهتلاك الجديدة لأبد من تحديد مدة حياة كل استثمار بالشكل التالي:

بالنسبة للتجهيزات المهتلكة كليا في تاريخ آخر ميزانية، يتم اهتلاكها أخذا بعين الاعتبار مدة مساوية لثلاث سنوات؛

بالنسبة للتجهيزات المهتلكة جزئيا، تهتك على أساس المدة المتبقية العادية أو على أساس مدة ثلاث سنوات عندما تكون المدة المتبقية أقل من 3 سنوات.

بالنسبة للعقارات المهتلكة كليا أو مدتها أقل من 10 سنوات، يتم اهتلاكها على أساس مدة أقصاها 10 سنوات .

ويمكن تلخيص ذلك في : الشكل رقم (1) : مدة تقييم الاستثمارات المادية

←	بالنسبة للتجهيزات: مدة حياة=0	←	مدة التقييم 3 سنوات.
←	مدة حياة أقل من 3 سنوات	←	مدة التقييم 3 سنوات.
←	مدة حياة أكثر من 3 سنوات	←	مدة التقييم = مدة حياة التجهيز.
←	بالنسبة للعقارات: مدة حياة = 0	←	مدة التقييم 10 سنوات .

مدة حياة أقل من 10 سنوات ←	مدة التقييم 10 سنوات .
مدة حياة أكثر من 10 سنوات ←	مدة التقييم = مدة حياة العقار .

المصدر: رواجي عبد الناصر، أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 6، 2006، ص 171.

مع العلم أن إعادة تقييم الاهتلاكات تحسب على أساس القيمة المحاسبية الصافية المعاد تقييمها عن طريق تقسيم هذه الأخيرة على عدد السنوات المتبقية.  
\*حساب فارق إعادة التقييم:

يتحقق فارق إعادة التقييم بالفارق بين القيمة المحاسبية الصافية قبل وبعد إعادة التقييم أو عن طريق الفرق بين فارق إعادة تقييم القيمة الإجمالية وفارق إعادة تقييم الاهتلاكات.

## 2.1. المخزون: <sup>1</sup>

يشمل المخزون كل من البضاعة والمواد واللوازم، المنتجات نصف المصنعة وقيد الصنع، المنتجات التامة والفضلات والمهملات، إضافة إلى مخزون المؤسسة لدى الغير، ويتم تقييمها بالاعتماد على سعر السوق أو سعر التكلفة أخذا بعين الاعتبار طبيعة المخزون موضوع التقييم، وعادة ما لا تطرح عملية تقييم المخزون أية مشاكل إلا فيما يتعلق بالمواد والمنتجات التي لم تتمكن المؤسسة من استهلاكها أو بيعها منذ فترة من الزمن والتي تعرف بالمخزون النائم.

طرحت وجهات نظر عديدة بخصوص كيفية تقييم هذا المخزون، فهناك من المختصين من يرى ضرورة تقييم المخزون النائم مع تطبيق تخفيضات مهمة في قيمته، ومنهم من يقترح عدم الأخذ بعين الاعتبار هذا المخزون عند التقييم، يمكن اعتبار الاقتراح الأخير ممكنا إذا كانت قيمة هذا المخزون منخفضة، لكن إذا كانت قيمته مرتفعة، فلن يكون إهماله في مصلحة المؤسسة التي ستخفف قيمتها تبعا لذلك.

وفي حالة أخذه بعين الاعتبار يتم التقييم على النحو التالي: <sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Josette Peyrard, Analyse financière, 8<sup>ème</sup> édit, Collection vuibert gestion, Paris, 1999, P 225.

<sup>2</sup> - حليلة بلعجال، المقاربات و الطرق المعتمدة في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، كلية العلوم التجارية و الاقتصادية ومراقبة التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017، ص 36.

- الإنتاج التام: يتم تقييمه على أساس أسعار السوق الجارية على أن يستبعد منه أية أصناف تالفة أو معيبة.

- الإنتاج غير التام: يتم تقييمه على أساس تكلفته الدفترية أي على أساس عناصر الإنتاج المباشرة المستعملة في إنتاجه.

- المخزون من الخامات و قطع الغيار و الوقود و مواد التعبئة: يتم تقييمها بالاعتماد على قيمتها الدفترية التي تعكس تكلفتها الجارية مع مراعاة حالتها الفنية أي استعاد أية أصناف راكدة أو تالفة.

### 1.3.1. الذمم (المدينون):<sup>1</sup>

لا يتطلب تقييم الذمم سوى التأكد من مدى صحة المبالغ الواردة في الميزانية، باستثناء حسابي العملاء و سندات المساهمة التي غالبا ما تتغير قيمتها، الأمر الذي يستلزم مراجعة كل منها. فيما يتعلق بحساب العملاء، فيتطلب تقييمه:

ترتيب حساب العملاء حسب الأقدمية وفحص قدرة كل عميل على السداد وإمكانيات وجود ديون معدومة والتي يجب أن تطرح قيمتها من قيمة العملاء؛

- التأكد مما إذا كانت مخصصات تدني قيم العملاء كافية لتغطية الديون المشكوك في تحصيلها أو مبالغ فيها ليتم الرفع في قيمتها إذا تبين أنها غير كافية، أو استرجاعها بالكامل أو نسبة منها إذا كان مبالغ فيها، ولا شك أن ذلك سينعكس على نتيجة الدورة التي ستميل إلى الارتفاع أو الانخفاض تماشيا مع تغيرات قيمة هذه المخصصات.

### 2. تقييم الخصوم:<sup>2</sup>

لتقييم الخصوم، لا بد من إعادة النظر في بعض حسابات الأموال الخاصة التي يمكن أن تتحول في أي لحظة إلى ديون، ومثالنا على ذلك حساب مخصصات الخسائر والتكاليف التي تكونها المؤسسة بغرض مواجهة الخسائر والتكاليف محتملة الوقوع، ويكمن الفرق بين هذه المخصصات وباقي نفقات المؤسسة في أن قيمة هذه النفقات محددة بدقة، في حين تعبر المخصصات عن تكاليف تقديرية قد تتحقق أو تكون قيمتها غير كافية لمواجهة الخسارة التي تغطيها أو مبالغ فيها، كما قد لا تتحقق نهائيا.

<sup>1</sup> - Cit, P228.-Josette Peyrard, Analyse financière, Op -

<sup>2</sup> - نادية عيساوية ، تقييم المؤسسة العمومية في إطار الخوصصة -دراسة حالة المؤسسة العمومية لانتاج الحليب ومشتقاته- مرجع سبق ذكره، ص

وعليه يمكن أن تتحول نسبة من هذه المخصصات أو كلها إلى ديون إذا تبين أن الخطر الذي كونت من أجله قد زال أو قد تحقق فعلا. ويمكن أن تكون المؤسسة قد التزمت أمام الغير بضمانات معينة، وفي هذه الحالة يجب على المقيم أن يقيس مدى الخطر الذي تواجهه هذه المؤسسة بخصوص قدرتها على سداد هذه الضمانات لما لذلك من انعكاس على قيمة المؤسسة.

وبعد استعراضها لأهم التعديلات الواجب القيام بها عند إعادة تقييم كل من الأصول والخصوم، تحصل على قيمة المؤسسة المحسوبة وفقا لطريقة الأصول الصافية المعدلة حسب العلاقة:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{قيمة الأصول الإجمالية الحقيقية} - \text{إجمالي الديون}$$

$$\text{TOTAL DETTES} - \text{TOTAL ACTIF COURRIGE} = \text{VE}$$

يمكن الاعتماد على هذه العلاقة في تقدير قيمة المؤسسة في الظروف العادية، لكن إذا تمت عملية التقييم في ظروف استثنائية ولتكن التصفية، فيتم طرح كل من مصاريف تسريح العمال ومصاريف التصفية من

قيمة الأصول الصافية المعدلة، وفي هذه الحالة تساوي قيمة المؤسسة عند التصفية: <sup>1</sup>

$$VL = ANR - CL - FL$$

VL: قيمة المؤسسة عند التصفية.

ANR: قيمة الأصول الصافية الحقيقية.

CL: مصاريف تسريح العمال.

FL: مصاريف التصفية.

سنعرض الجدول الذي يمكننا من تلخيص طريقة الأصول الصافية المحاسبية المعدلة أو المصححة المعتمدة إيجاد قيمة المؤسسة:

الجدول رقم (1) : تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على ANCC

الجزء في الميزانية المصححة	القيمة المضافة (+) أو المنقوصة (-) من الحساب
(A) كل الأصول الموجودة في الميزانية	يجب إضافتها (+).

<sup>1</sup> - حليلة بلعجال، المقاربات و الطرق المعتمدة في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

يجب طرحها (-).	الأصول الوهمية : مصاريف اعدادية. مصاريف البحوث. شهرة المحل.
يجب إعادة تقييمها التغير ب(-) في حالة فائض قيمة او ب (-) في حالة ناقص قيمة .	العقارات
يجب إعادة تقييمها التغير ب(+ ) في حالة فائض قيمة او ب (-) في حالة ناقص قيمة .	حساب الزبائن
يجب طرحها (-).	مجموع الديون في الميزانية: ديون بنكية . ديون الموردين. ديون جبائية اجتماعية.
ANCC=A-B+ou-correction des postes d'actif (C+D+E)-F	

Source :Claude-Annie DUPLAT ، « Evaluer votre entreprise »،Vuibert ،2013،P97

### المطلب الثالث: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة

فائض القيمة معروف أكثر في الوسط المالي بمصطلح (Good Will)، استعمل كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية من أجل الأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة

ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي أو المادي للمؤسسة والاستثمار فيه وتحديد دوره في خلق القيمة باعتباره محددًا للميزة التنافسية في كل مؤسسة.

يمكن اعتبار طريقة فائض القيمة على أنها المقاربة التي تقوم على قياس المزايا المعنوية - سمعة المؤسسة، كفاءة العمالة الربح المتوقع -، التي هي بحوزة المؤسسة حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح،<sup>1</sup> هذه المقاربة عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية،

وبما أن العنصر المعنوي يعد أحد ركائز هذه المقاربة فيمكننا تعريفه كالاتي:<sup>2</sup>

يعرف الأصل غير المادي أو الأصل المعنوي حسب « Christian Pierrat » على أنه عنصر من ذمة المؤسسة له جملة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

- هو أصل غير مجسد ماديا؛
- مدة حياته غير معروفة؛
- يصعب فصله عن الأصول الأخرى؛
- له نوعية عالية.

يمكن تقسيم الأصول المعنوية إلى سبعة - 7 - أقسام كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (2): الشكل الموسع لخريطة الأصول غير المادية

<sup>1</sup> - اشواق بن قدورة، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار الراية، الطبعة الأولى، 2013، ص 139.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 60 .

المصدر : اشواق بن قدورة، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار الراية، الطبعة الأولى، 2013، ص 65.

### 1. الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة :

تقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة باعتباره يمثل فرقا بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح) ،<sup>1</sup> ومن خلال استعمال هذا المفهوم في حساب فائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين، الطريقة غير المباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية، وعلى هذا الأساس سنتطرق لحساب هذه الطريقة من زاويتين:

#### 1.1. الطريقة غير المباشرة الصافية :<sup>2</sup>

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المحاسبي المصحح لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة .

$$V=GW+ANCC$$

حيث أن:

<sup>1</sup> - بلخير بكاري، هواري سويسي، مراحل عملية تقييم المؤسسات ، مجلة العلوم الاجتماعية و الانسانية ، العدد15، 2006، ص105.

<sup>2</sup> - هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص99.

VE: القيمة الإجمالية للمؤسسة.

GE: فائض القيمة Good Will .

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي:

$$GW = \left(\frac{1}{2}\right) i (B - i. ANCC)$$

و منه تحسب قيمة المؤسسة على النحو الآتي:

$$V = ANCC + \left(\frac{1}{2}\right) i (B - i. ANCC)$$

$$: \left[\left(\frac{1}{2}\right) i (B - i. ANCC)\right] \text{ حيث أن } :$$

أ يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة (غالبا معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت)

### 1-2- الطريقة غير المباشرة الإجمالية:<sup>1</sup>

تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة في حساب فائض القيمة وقيمة المؤسسة، ويكمن الفرق

في استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية محل الأصل الصافي المصحح، وتبعاً بذلك يتغير العائد المالي

المقابل، فيستبدل الربح الصافي المصحح بالقدرة الربحية (النتيجة العملياتية بعد الضريبة) التي تتضمن

الفوائد فضلا عن الربح الصافي المصحح والتي تمثل العائد المقابل للقيمة الجوهرية الإجمالية.

وعليه يحسب فائض القيمة وقيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على النحو التالي:

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

ومنه قيمة المؤسسة:

$$V = \frac{1}{2} VSB + \left(\frac{CB}{I} E \pm AHE\right)$$

CB: القدرة الربحية (النتيجة العملياتية).

E: الديون.

AHE: عناصر خارج الاستغلال.

ما يمكن ملاحظته على الطريقة المباشرة بشقيها الصافي والإجمالي ما يلي:

<sup>1</sup> - سمية باديس، شافية بن عبد الله، دور التقييم المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمارية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للفسن بالأخضرية-

مرجع سبق ذكره، ص 56.

- تتم رسمة الربح الصافي بمعدل استحداث (2i) مضاعف لمعدل التوظيف المفترض (i) لقيمة الأصول المطروح ( ANCC أو VSB) في السوق المالية، مما يدل على أخذه في الحسبان المخطر، عكس الثاني الذي لا يأخذ في حسابه المخطر.

- تعتبر هذه الطريقة طريقة تحكمية (تعسفية)، لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة، ذلك أن القيمة الناتجة عن المتوسط غير مبنية على افتراض معين، عكس استعمال الطريقة مباشرة حيث تكون ملائمة لوضعية التقييم.

- يساوي فائض القيمة حسب هذه الطريقة نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول (ANCC أو VSB) .

$$GW = \frac{1}{2} \left( \frac{B}{i} - ANCC \right)$$

- وأيضاً يساوي فائض القيمة نصف رسمة فائض الربح لفترة غير منتهية بمعامل  $1/i$  :

$$GW = \frac{1}{2} \times \frac{1}{i} (B - i \cdot ANCC)$$

- يستعمل أصحاب هذه الطريقة تخفيضاً على الربح الصافي المصحح B أو القدرة الربحية CB بـ 30% عندما يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة، لتقليل أثر عدم الانسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

## 2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة:

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها:

### 1.2. الطرق المباشرة :

تتمثل هذه الطرق فيما يلي:

1.1.2. الطريقة الأنجلوسكسونية: <sup>1</sup>

تعتمد هذه الطريقة على رسمة الربح الإضافي الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد  
توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض القيمة على النحو  
التالي:

\*الطريقة الإجمالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{i}(CB - i.VSB)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i.VSB)$$

\*الطريقة الصافية:

$$V = ANC + \frac{1}{i}(CB.i.ANC)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i.ANC)$$

حيث أن:

i: سعر الفائدة.

t: معدل استحداث بمخطر (حيث يكون أكبر من i كونه يضاف إليه ما بين 25 % إلى 50 % كنسبة  
مخطر).

CB: القدرة الربحية.

B: الربح المصحح.

مما سبق يلاحظ أن هذه الطريقة التي تقوم برسمة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث t  
تصبح مساوية للطريقة السابقة ( الطريقة غير المباشرة ) في حال ما إذا أخذت نسبة المخطر ب 50%،  
وعليه نستطيع القول أن الطريقة غير المباشرة هي حالة خاصة من هذه الطريقة.

<sup>1</sup> -Mauguire, H , L'evaluation des entreprises non cotées, édition Bordas, Paris, 1990, P36.

2.1.2. طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة:

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية.

تعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي:

- عندما يكون فائض القيمة ثابتاً<sup>1</sup> :

الطريقة الصافية:

$$V = ANCC + an (B - i \cdot ANCC)$$

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

حيث أن : an : القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية.

- في حالة عدم ثبات فائض القيمة:

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \frac{BT - i \cdot ANCC}{(1 + i')^t}$$

حيث أن : i' : معدل الاستحداث.

2.2. طريقة المعدلات بمخطر وبدون مخطر:<sup>2</sup>

هذه الطريقة مشتقة من طريقة الخبراء المحاسبين الأوروبيين بمعدل أعلى من معدل العائد العادي للأصل من أجل الأخذ في الحسبان المخطر وذلك لإيجاد فائض القيمة وقيمة المؤسسة، إلا أن

<sup>1</sup> - Mauguire, H, Op.Cit, P36.

<sup>2</sup> - حلوي لكحل، سياسة توزيع الأرباح واثرها على قيمة المؤسسة - دراسة حالة مجمع صيدال 1999-2016، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2018، ص46.

الاختلاف بينها يكمن في أن هذه الأخيرة أي طريقة معدل بمخطر ومعدل بدون مخطر تطبق على القيمة الإجمالية للحيازة وليس فقط على قيمة الأصل المرتبط، وهناك أيضاً اختلاف مع طريقة الأنجلوسكسونية متأت في الحقيقة من أن فائض الربح محدد انطلاقاً من معدل عائد عادي حول سعر الحيازة ( $i.V$ ) وليس هون الأصل الصافي ( $i . ANC$ ) ، وتحسب وفق العلاقة الآتية:

$$V = ANC + \frac{1}{t}(B - i \times V)$$

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times V)$$

حيث أن  $t$  يمثل معدل استحداث متضمن علاوة مخطر، كثيراً ما نجده يساوي إلى المعدل  $i$ ، مضافاً إليه علاوة مخطر .

## المبحث الثالث: المقاربات المالية لتقييم المؤسسة

حين نتمعن في المبحث السابق، نجد أنه يتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة، الأمر الذي أدى بخبراء التقييم إلى استعمال المقاربة المالية خلال عملية تقييم المؤسسة.

## المطلب الأول: النسبة للمعامل المضاعف (PER)

يعرف PER لأصل مالي على أنه نسبة سعر الأصل الى الربح السنوي الذي يطرحه ؛ و من ثم فهو يبين فترة الاسترداد اللازمة لهذا الأصل . يتكون هذا المضاعف من عنصرين السعر و العائد (الربح) :

1- السعر *PRIX*: يتم استقاء السعر من البورصة، وبالتالي فهو متغير داخلي يخضع لآلية العرض والطلب داخل السوق. وتتعدد أسعار الأسهم المسجلة في البورصة، يطرح مشكل تحديد السعر الواجب تطبيقه؛ أحدث سعر، السعر في 31 ديسمبر للسنة الماضية أو السعر المتوسط لقدرة معينة (شهر، سداسي، سنة، ...)، فتطبيق مختلف هذه الأسعار عند أي محاولة لتقييم سهم معين لغرض اتخاذ القرار من شأنه أن ينتج اختلافا في القيم، نظرا لعدم ثبات السعر بسبب تدفق المعلومات الجديدة. إلا أنه في العادة، يتم أخذ سعر الإقفال في اليوم الذي تجرى فيه عملية التقييم<sup>1</sup>، والذي يمثل أحدث سعر، ويعكس قدرة المؤسسة في تحقيق أرباح مستقبلية بناء على أحدث المعلومات الواصلة للسوق، وهو ما يهم كثيرا المستثمرين الماليين<sup>2</sup>.

2 - العائد : *EARNING* ويتم الحصول على عائد السهم من خلال قسمة الربح المحقق أو الذي

سيحقق، على عدد الأسهم (مصدره المؤسسة)، الأمر الذي يتطلب معرفة طبيعة هذا الربح من حيث :

- إنجاز معالجة الربح الصافي المأخوذ من طرف الخبراء أو عدمه.

- طبيعة القدرة المتعلقة بهذا الربح، هل هو :

1. الربح الصافي للسنة الماضية ؛

2. الربح المقدر للسنة الجارية ( الناتج عن سلسلة من الأرباح السابقة )

3. الربح المتوقع للسنة القادمة .

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص418.

<sup>2</sup> - P. vernimmen, finance d'entreprise, 6edition, Dalloz, paris, 2005, P 546.

لكن الربح الأنسب لهذه النسبة حسب " كولتال " ليس آخر ربح محصل عليه، وإنما هو الربح المقدر سواء للسنة الجارية أو للسنوات اللاحقة .<sup>1</sup>

و للحصول على قيمة منطقية وذات دلالة للمؤسسة أو لأسهمها يجب أن يكون الربح الصافي للمؤسسة المراد تقييمها مماثلاً ولنفس الفترة لما هو مأخوذ في النسبة  $P/E$  .

### المطلب الثاني : نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)

يتمثل الإسهام الرئيسي لنظرية المحفظة في السماح بتحديد معدل المردودية المفروض من قبل المساهم،<sup>2</sup> حسب نموذج MEDAF المعدل هو عبارة عن المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن، و علاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية  $\beta$ ،<sup>3</sup> و يحسب بالعلاقة الرياضية التالية :

$$K = r_{sr} + \beta(r_m - r_{sr})$$

حيث :

- K: معدل المردودية للورقة المالية ؛

- Rsr: معدل العائد الخالي من المخاطر مثل معدل السندات الحكومية ؛

-  $r_m$  : معدل العائد المطلوب في السوق ؛

-  $\beta$  معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق و يحسب بالعلاقة التالية :

$$\beta = \frac{\text{cov}(k, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

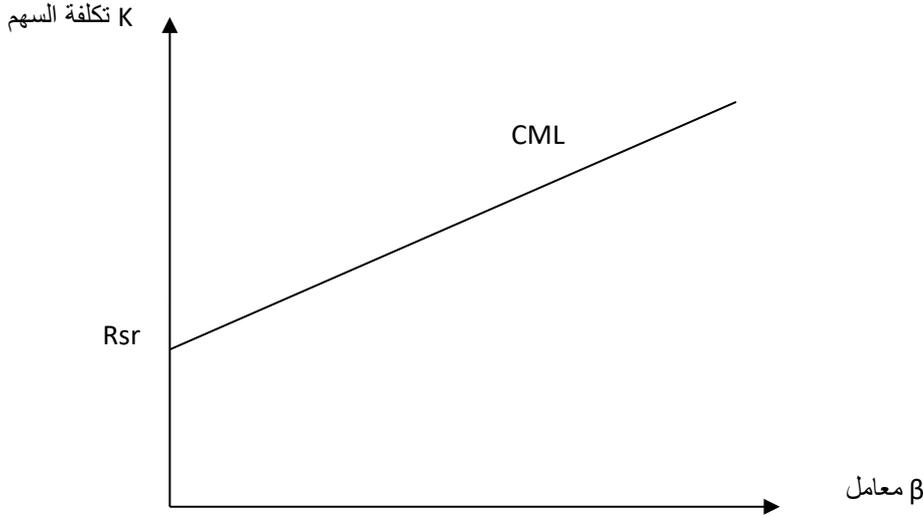
و يمكن توضيح ذلك من خلال المنحنى التالي :

الشكل رقم (3): خط سوق رأس المال

<sup>1</sup> - Choinel .A , Introudction à l'ingénierie financière, La revue banue, Paris, 1991, P130.

<sup>2</sup> - P. vernimmen, finance d'entreprise, Op.Cit, P 444.

<sup>3</sup> - J. Barraeu et J .Delhaye, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001, P 50.



Source : Pierre vernimmen, finance d'entreprise, dalloz, 6<sup>e</sup> Edition, Paris, 2005, P430.

ويقوم هذا النموذج على ثلاث فرضيات أساسية:

- الفرضية الأولى يتميز السوق بالكفاءة وقدرة المستثمرين على الإقراض والاقتراض دون الخضوع إلى كميات إجبارية.
- الفرضية الثانية يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة.

- الفرضية الثالثة يملك المستثمرون نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة و ذلك راجع لتجانس

المعلومة .<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: كفاءة السوق المالي

ان الكفاءة تعني تمتع سوق رأس المال بقدر عالي من المرونة التي تجعله يستوعب كافة المعلومات التي تصل اليه بسرعة فائقة و من هنا نتطرق الى مل يلي :

#### 1. مفهوم كفاءة السوق المالي :

يعتبر مفهوم الكفاءة Efficient من أحد المفاهيم التي حظيت باهتمام واسع على مستوى الفكر الاقتصادي، لأنه يعبر عن أفضل تخصيص و توزيع للموارد و الإمكانيات على مختلف الفعاليات الاقتصادية لتحقيق أكبر قدر ممكن من الإشباع .

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص125.

و من تعريف السوق المالي الكفاء Efficient Market ما يلي :

السوق الكفاء هو السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات . يعتبر السوق كفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية - في المتوسط - باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع و الشراء . في السوق الكفاء، أي معلومات جديدة ستتعرض بسرعة وبصورة كاملة على الأسعار، ونعني بالمعلومات الجديدة المعلومات المفاجئة. وحيث أن المفاجآت قد تكون سارة أو غير سارة. فإن التغيرات في الأسعار في السوق الكفاء قد تكون موجبة أو سالبة.<sup>1</sup>

حيث تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية، أي تتحدد فيها أسعار الأصول و عوائدها وفقاً لقوى العرض و الطلب و يتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى المستثمرين، و تتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات.<sup>2</sup>

**2. شروط كفاءة السوق المالي :**

يلعب السوق المالي في الحياة الاقتصادية دوراً حيوياً للنمو السريع للاقتصاد ولتلبية الاحتياجات المالية المتنامية لاقتصاد تام، ولإنشاء سوق مالية فعالة لا بد من توفر الشروط التالية :

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة و بدون تكاليف The Market Informationally Efficient . و في ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة Homogeneous Expectations نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم .
- إنه لا توجد أي قيود على التعامل Markets Are Fractionless فلا توجد تكاليف للمعاملات Transaction Costs أو ضرائب، كما يمكن للمستثمر أن يشتري و يبيع أي كمية من أسهم المنشأة مهما صغر حجمها Securities are Perfectly Divisible وذلك بيسر وسهولة . هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع .

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص111-112.

<sup>2</sup> - Bodie Z, Nane et Marus A « essentials of investments », times minor higher education group, INC Chicago USA, 1995, P 54.

- هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات كل منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على إنها قضية مسلم بها Investors Are Price
- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، و من ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم All investor are utility Maximizers<sup>1</sup>.

### 3. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي :

من الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق و التي تتوقف على درجة الكفاءة degree of efficiency حيث تنحصر هذه الأشكال والصيغ فيما يلي :

#### 1.3. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

يقضى فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق Efficient Market The Weak Form Hypothesis بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق، هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى التعاملات التي جرت عليه في الماضي . وهو ما يعني أن أي محاولة لتحليل التغيرات التي طرأت على سعر تعاملاته في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية، هي مسألة عديمة الجدوى ولا تفيد المستثمر . وذلك على اساس أن السعر الجاري للسهم يعكس بالفعل تلك المعلومات، لذا فإن السبيل الوحيد لتحقيق المستثمر أرباحاً غير عادية هي حصوله قبل غيره على معلومات عن المنشأة المعنية . وإذا ما تذكر القارئ التحليل الفني الذي عرض له الفصل عن الثامن، فسوف يدرك أن صيغة الفرض الضعيف ترفض جملة وتفصيلاً الفلسفة التي يقوم عليها هذا التحليل .<sup>2</sup>

#### 2.3. الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق :

ويقال عنها أيضاً صيغة فرضية السوق المتوسطة ويقضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك

1 - منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص400-401.

2 - المرجع السابق، ص403.

التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، عموماً، تظهر أهمية الصورة المتوسطة للكفاءة في أن من بين المعلومات التي عموماً، تظهر أهمية الصورة المتوسطة للكفاءة في أن من بين المعلومات التي تستجيب لها السوق

تلك الناتجة عن مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، المزود الأساسي لعمليات تقييم الأسهم والمؤسسات في إطار بورصة القيم والتي من بينها تلك المنطلقة من مدخل التحليل الأساسي، بموجبه عند هذا المستوى من الكفاءة يفيد في تحديد القيمة الحقيقية للسهم - عند دخول المعلومات للسوق - لجميع المتعاملين (تمائل المعلومات)، والتي على ضوءها يتم اتخاذ القرارات و انعكاسها في سعر التوازن العادل<sup>1</sup>

### 3.3. الصيغة القوية لكفاءة السوق :

حيث وفقاً لهذه الصيغة في المعلومات أياً كان نوعها سوف تنعكس في أسعار الأسهم وفي مثل هذه الأحوال لا يوجد ما يسمى بالمعلومات الداخلية للشركة made information وإذا ظهرت مثل تلك المعلومات الداخلية أو الخاصة مما يعني أن السوق لا يتصف بالصيغة القوية<sup>2</sup>.

### 4. متطلبات كفاءة السوق المالي :

1.4. كفاءة التسعير : price efficiency يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويعني بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير وهذا ما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وكذلك تصل المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، وهذا يعني أن الفرصة متاحة وأن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، البورصات-أسهم-سندات-سندات الاستثمار، المكتب العربي الحديث، ص 155.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية -أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص188.

أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة و هذا يعني ان الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات  
1 .

2.4. كفاءة التشغيل : operational efficiency يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية و يقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسmsرة Brokerage و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح Bid Market Markers Asked Spread مغال فيه . كما يبدو فأن كفاءة التسعير تعتمد كحد كبير على كفاءة التشغيل .<sup>2</sup>

1 - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006، ص32.

2 - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص192.

## خلاصة الفصل:

تخلف طرق و نماذج التقييم، منها من يعتمد على التقييم المحاسبي مثل الأصول المحاسبية الصافية و المصححة أو طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة ( Good Will ) ، ومنها من يعتمد على التقييم المالي للمؤسسة مثل طريقة التقييم باستخدام (PER) المضاعف أو نموذج تسعير الاصول المالية (MEDAF) .

ما سبق يحتم على الخبير المقيم الاجتهاد في إيجاد الطريقة المثلى للمؤسسة للخروج بقيمة موضوعية تعكس حقيقتها ووضعيتها، وبالتالي إنجاح الأهداف المرجوة من عملية التقييم، إضافة إلى الاستفادة و كسب الوقت والمال الذي ينجر عن تطبيق هذه الطرق في آن واحد، وبالتالي فدراسة المؤسسة والمحيط الذي تنشط فيه ومن ثم تطبيق الطريقة أو الطرق المثلى لها يعطي انطباعا حسنا كون القيمة الناتجة عن ذلك تصبح مبررة ومنطلقة من اعتبارات مدروسة .

## الفصل الثاني

دراسة ميدانية لمؤسسة عمر بن  
عمر بقالمة

**تمهيد:**

نتيجة لأهمية موضع الدراسة و اتساعه، وبعد الانتهاء من الجانب النظري لابد من ربط هذا الجانب بالجانب التطبيقي، ويهدف إثبات ما هو عملي من الموضوع فقد تم الاعتماد على الدراسة الميدانية و اخترنا مؤسسة عمر بن عمر انظر الملحق رقم (1) لجمع المعلومات الخاصة بالدراسة و معالجتها و تشخيصها بطريقة عملية، فقد تم استخدام بعض النسب المالية و ذلك بغرض تحليل و اختبار فرضيات الدراسة، و بالتالي التوصل إلى استخلاص النتائج.

وبغرض الإلمام بالجانب التطبيقي فقد قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث المبحث الأول يضم تقديم الشركة محل الدراسة و المبحث الثاني فهو عرض للقوائم المالية أما المبحث الثالث فهو تقييم للمؤسسة.

### المبحث الأول: تقديم الشركة المستهدفة للدراسة

تعتبر شركة عمر بن عمر أول شركة وطنية تنتج و تحول المواد الغذائية والطماطم والفلفل وصلصة الهريسة الحارة إلى أغذية معلبة صالحة للأكل، حيث أنها تلعب دورا مهما في الاقتصاد الوطني لأنها تخدم الوطن و تخلق له قيمة مضافة و تقضي على البطالة. ومن خلال هذا العنصر سنناقش تعريف الشركة و تنظيمها (بناء على وثائق الشركة) .

### المطلب الأول: تعريف مؤسسة عمر بن عمر CAB

مؤسسة عمر بن عمر هي شركة عائلية متخصصة في تحويل المنتجات الزراعية الغذائية، تأسست من طرف السيد عمر بن عمر الأب، تتميز منتجاتها بالجودة العالية مما يجعلها رائدة في هذا المجال على الصعيد الوطني، بعد وفاة الأب ورث الأبناء مسؤوليات الإدارة وقد قاموا بتطوير و تحديث و توسيع الشركة، حتى أصبحوا في يومنا هذا يمتلكون ثلاث شركات رئيسية:

- شركة مطاحن عمر بن عمر.

- شركة عجائن عمر بن عمر.

- شركة مصبرات عمر بن عمر.

ودراستنا تتمحور على شركة عمر بن عمر للمصبرات

تم انجاز مشروع المصبرات الغذائية بعد اجراء الأبحاث و الدراسات التمهيديّة، كالتركيز على المنطقة الجغرافية، وما يتلاءم مع النشاط الشركة.

ولد مجمع عمر بن عمر سنة 1984 من وحدة صغيرة لتحويل الطماطم المصنعة بطاقة إنتاجية لا تتجاوز 240 طن يوميا و في هذا لإنتاج المواد الأولية لأعمالها. و بعد عقدين من الزمن و بفضل الجهودات المبذولة والشوط الكبير، أصبحت شركة عمر بن عمر الرائدة في هذا المجال بطاقة استقبال فاقت 7600 طن يوميا وما يعادل 1500 طن من الطماطم المحولة ما جعلها تستحوذ على 50 من السوق المحلية.

شهدت الطاقة الإنتاجية لمصبرات عمر بن عمر منحا تصاعديا حيث تضاعف الإنتاج بأكثر من 20 مرة و هذا خلال الفترة الزمنية ما بين 1986 إلى 2011 مرورا من 3000 طن إلى 67000 طن، ضمننتها وحدات التحويل الموزعة على ثلاث ولايات و هي : وحدة بوعاتي محمود و وحدة الفجوج (قالمة)، وحدة بومعيزة (سكيكدة)، وحدة الخبانة (المسيلة)، وحدة عين البيضاء (قالمة) .

و في حدود سنة 2020 أصبحت الطاقة الإنتاجية للمصبرات تقدر ب 14400 طن يوميا مما ساهم في تحفيز الفلاحين على زراعة الطماطم الصناعية وتوسيع المساحات المزروعة.

و من منتجاتها نجد :

- مصبرات معجون الطماطم في علب من حجم 1كغ، 2/1كغ، 4/1كغ.
- مصبرات الهريسة (معجون الفلفل الحار) في علب من حجم 1كغ، 2/1كغ، 4/1كغ.
- مصبرات المربي في علب من حجم 1كغ، 2/1كغ.

\* النبذة الجغرافية للشركة :

تقع شركة مصبرات عمر بن عمر في الشمال الشرقي لولاية قالمة، بمنطقة بوعاتي محمود التي تبعد ب 08 كلم عن الولاية، يحدها من الشرق بلدية الفجوج، وشمال بلدية النشماية، أما غربا بلدية بكوش لخضر، و جنوبا بلدية الركنية .

### المطلب الثاني: أهداف مؤسسة عمر بن عمر

تتمثل أهداف المؤسسة فيما يلي:

#### 1. الأهداف الاقتصادية :

تتمثل الأهداف الاقتصادية للمؤسسة في النقاط التالية:

##### 1.1. من حيث الإنتاج:

- السعي إلى التقليل من تكاليف الإنتاج مع المحافظة على نفس الجودة .
- واكبة التطور الحاصل في الآلات والمعدات بتخصيص مبالغ ضخمة لاقتنائها .
- تطوير وسائل الإنتاج حتى تصل لأعلى مستويات الجودة.

- الوصول إلى إنتاج كميات أكبر مما يتوقعه العملاء .
- تفادي بكرة المنتجات في المخازن للحفاظ على ثقة العملاء .

### 2.1. من حيث التسويق:

- تحقيق رضا العملاء بشكل مستمر .
- إشباع رغبات العملاء و المستهلكين في مكونات المنتج و جودة التغليف.
- تقريب المسافات بين المنتج و المستهلك بتوسيع نطاق السوق الداخلي.
- منافسة المنتجات المستوردة من الخارج.
- السعي لفتح أسواق جديدة في الخارج.

### 3.1. من حيث التموين:

- تقريب المسافات بين الممون بالمادة الأولية و وحدات التحويل.
- زيادة عدد مموني المواد الأولية لتحقيق الاكتفاء وبالتالي زيادة الإنتاج.
- التقليل من تكلفة الشراء والتخزين .
- تحسين قدرة استقبال المواد الأولية الطازجة الموسمية ( طماطم فلفل مشمش فراولة...).
- السعي وراء التقليل من مدة الانتظار في الطوابير للحفاظ على المواد الأولية من التلف.

### 4.1. من حيث الإدارة:

- تحسين أداء الإدارة بتشغيل ذوي الكفاءات العليا.
- مواكبة التطور التكنولوجي باستعمال أحدث الوسائل و المعدات.
- الحفاظ على سمعة المؤسسة بإعطاء تعليمات صارمة لتسهيل الأمور على العملاء في عمليات الشراء و التموين.

2. الأهداف الشخصية :

تتمثل الأهداف الشخصية ككل أهداف تسطرها المؤسسات الخاصة والتي تخصها بالذكر في النقاط الآتية:

- القضاء على استيراد المواد المصبرة من الخارج بتحقيق الاكتفاء في السوق الداخلية.

- زيادة ربحية المؤسسة.

- التوسع و زيادة وحدات الإنتاج .

- المساهمة في السوق الداخلية ومنافسة المنتجات الأوربية في الخارج .

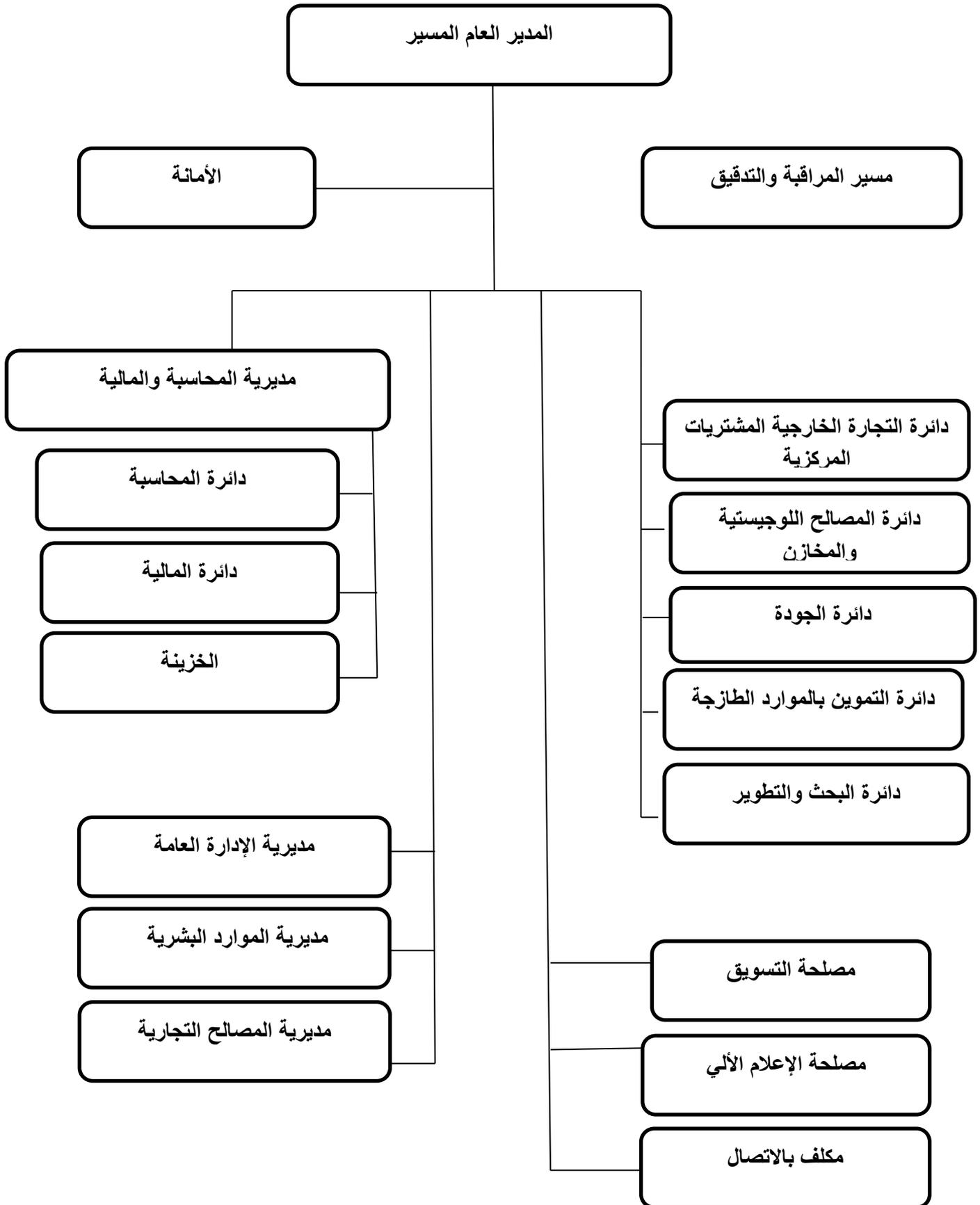
- الحفاظ على سمعة المؤسسة وضمان الاستمرارية .

**المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة**

تقسم مؤسسة عمر بن عمر أعمالها لمختلف المصالح و المديریات وفق التنظيم

التالي:

الشكل رقم (4): الهيكل التنظيمي لمؤسسة عمر بن عمر



المصدر: انظر الملحق رقم (2)

## 1. تحليل الهيكل التنظيمي للمديرية العامة لمؤسسة المصبرات الغذائية عمر بن عمر:

سيقوم هنا بالدراسة التحليلية للهيكل التنظيمي للمديرية العامة لمؤسسة عمر و التي تضم بدورها هياكل تنظيمية لكل وحدة من وحداتها الإنتاجية المذكورة سابقا .

### 1.1. المسير المدير العام :

تتمثل مهامه في الإشراف على الإدارة العامة ويمثل المؤسسة عند السلطات القضائية وكل الهيئات الأخرى ويقوم بالإمضاء على كل الوثائق الرسمية باسم المؤسسة خاصة المهمة منها و التي لا يمكن تفويضها لأي سلطة أخرى مثل الصكوك البنكية .

نائب المدير العام :

يقوم بالإشراف على وحدات الإنتاج، وكذا الإشراف على المديرية العامة واستخلاف المدير العام في حالة غيابه.

### 2.1. السكرتارية (الأمانة) :

تكون مسؤولة على تنظيم العلاقات بين المدير العام ونائبه وبين الأفراد المتواجدين في المؤسسة والمتعاملين معها .

- استقبال الرسائل البريدية أو البريد الإلكتروني و تسجيلها ثم حفظها وتقديمها للمدير العام أو نائبه للاطلاع عليها و توجيهها للمصالح المعنية بها .

- استقبال و الرد على المكالمات الهاتفية و تحويلها للمصالح المطلوبة .

- تقوم بتحضير أمر بالمهمة لأفراد المؤسسة و كتابتها على جهاز الكمبيوتر و إيداعها للمدير للموافقة عليها أو رفضها .

- حفظ أسرار العمل الخاصة بالإدارة .

### 3.1. دائرة التجارة الخارجية :

يتكون هذا القسم من رئيس قسم و رئيس مصلحة و عوني مكتب حيث يتكلف هذا القسم بالتنقلات خارج الوطن بتوكيل من المدير العام والاتفاق الأولي مع المؤسسات الأجنبية لشراء بعض المواد أو الآلات و المعدات التي تحتاج إليها المؤسسة سواء في عملية الإنتاج أو الصيانة .

### 4.1. مديرية الموارد البشرية:

يسهر على سهر هذه المديرية مدير الموارد البشرية وإطار مكلف بتسيير الموارد البشرية إضافة إلى عون مكتب.

تتمثل مهام الموارد البشرية في أنه المسؤول الأول عن هذه المديرية وكل ما يتعلق بها و يعمل على متابعة مصالح الموارد البشرية في الوحدات الأخرى وكذا توظيف العمال حسب احتياجات المؤسسة بالإضافة إلى تطبيق تكوين العمال.

بينما يعمل الإطار المسير الموارد البشرية على تحضير أجور العمال بالمتابعة اليومية الساعات العمل لكن عامل على حدا و كذا حساب عطل العمل و تحضير الوثائق المطلوبة من طرف العمال التي تتعلق بالشؤون الاجتماعية لها مثل الشهادات و عقود العمل.

و يختص عون المكتب بمساعدة مسؤوله الأول و الثاني و تنفيذ كل ما يطلبه منه مثل ترتيب الملفات .

يمكن ذكر مهام أخرى لهذه المديرية كتسجيل العمال الجدد على مستوى مصلحة الضمان الاجتماعي و يصرح بهم بداية كل سنة جديدة و كذا يتم استدعاء العامل المحلي بنظام المؤسسة أو المرتكب لأي خطأ مهني إلى حضور إجتماع اللجنة تأديبية و تطبيق العقوبة المنصوص عليها التي يتم تقريرها في هذه اللجنة و يسهر مدير الموارد البشرية على تطبيقها .

### 5.1. مديرية المحاسبة و المالية :

تتمثل مهمتها بالقيام بكل الإجراءات المتعلقة بالمحاسبة العامة و العمليات الجبائية وهذا من خلال :

- إعداد الميزانية وتسويتها و القيام تحليلها.

- متابعة حسابات الخزينة.

- المتابعة المالية لمختلف الاستثمارات.

- إعداد المخطط المالي على المدى الطويل و القصير

ويتفرع من هذه المديرية رئيس قسم المحاسبة وهو المسؤول على كل الوثائق المحاسبية ورئيس قسم المالية وهو المسؤول على جميع المعاملات المالية النقدية و الصكية ويختص بالمعاملات ومراقبة الحسابات البنكية.

كما يضم هذين القسمين رئيس مصلحة لكل منهم و إطارين مكلفين بالمحاسبة و المالية على التوالي.

### 6.1. مديرية المصالح التجارية:

تضم رئيس القسم التجاري ورئيس المصلحة التجارية و الإطار المكلف بالدراسات التجارية و أمين مخزن تابع للمصلحة التجارية وتتمثل مهام هذا القسم في حساب المنتج المصنع وإدخاله في المخزن، ويهتم بالاستماع إلى الزبائن وتسعى إلى تحسين طرق البيع للمحافظة على الزبائن الحاليين و جلب زبائن جدد، كما تعمل على تسيير مختلف الإجراءات مع الزبائن و متابعة مختلف التغيرات التي تطرأ على السوق .

وتم عملية البيع بالتقاهم بين العميل و رئيس المصلحة على المنتج المطلوب و السعر و الكمية وكذا طريقة التسليم و دفع المستحقات بعد تحضير الفواتير .

وفي نهاية كل سنة يقوم هذا القسم بإعداد إحصائيات للسنوات الماضية لمراقبة عملية البيع كل سنة و مدى تطورها وزيادة حجم المبيعات.

### 7.1. دائرة المصالح اللوجيستية :

تهتم بإمداد المديرية الأخرى بالتجهيزات اللازمة من خلال :

- التحكم في عمليات نقل البضائع بوسائل المؤسسة أو عن طريق ايجار وسائل نقل.

- ضمان نقل العمال

- صيانة وسائل كل المؤسسة.

- تسيير قطع الغيار المستهلكة.

8.1. دائرة التموين بالمواد الطازجة :

تضم هذه المصلحة رئيسا وإطارين مكلفين بشؤون الفلاحة وكذا عوني مكتب وتختص هذه المصلحة بتنظيم التعامل مع الموردين (الفلاحين و التجار) فيما يخص عمليات التموين بالمواد الأولية الطازجة و دفع مستحقات الموردين في الآجال المحددة وكذا تحضير ملفات الانخراط بين منتجي الطماطم الصناعية في المواسم الفلاحية والديوان الوطني المهني المشترك للخضر واللحوم للحصول على قيمة دعم طرفي الانخراط و هما الفلاحين و المحول (مصبرات عمر بن عمر).

المبحث الثاني: عرض القوائم المالية للمؤسسة

قبل أن نتناول مرحلة التقييم فلا بأس أن نعطي و كبداية معلومات مفيدة للتقييم، بالرغم من أن واقع المؤسسة و محيطها يصعب إفادتنا بجميع المعلومات، و سنعرض بعض القوائم المالية و المتمثلة في الميزانية المالية للمؤسسة، جدول حسابات النتائج فيما يلي:

المطلب الأول: عرض ميزانية الأصول لثلاث سنوات الأخيرة(2016،2017،2018):

تمثل الأصول الجانب الأول في ميزانية المؤسسة وهي تغطي استعمالات الأموال.

الجدول رقم (2): ميزانية الأصول لمؤسسة عمر بن عمر

الأصول	المبلغ الصافي لسنة 2016	المبلغ الصافي لسنة 2017	المبلغ الصافي لسنة 2018
<b>أصول غير جارية</b>			
فارق بين الاقتناء - المنتج الإيجابي	00	00	00
تشبيات معنوية	9 876 022,21	7 272 411,88	5 151 440,85
تشبيات عينية	5 312 630 020,34	5 234 789 701,78	7 947 752 217,39
أراضي	690 893 760,00	690 893 760,00	694 668 960,00
مباني	857 204 629,45	859 272 538,63	1 466 013 368,51

5 787 069 888,88	3 684 623 403,15	3 764 531 630,89	تثبيتات عينية أخرى
00	00	00	تثبيتات ممنوح امتيازها
948 043 563,28	2 072 393 148,77	420 075 282,00	تثبيتات يجري إنجازها
147 286 996,10	369 044 317,09	299 389 243,59	تثبيتات مالية
00	00	00	سندات موضوعة موضع معادلة
101 520 000,00	335 125 000,00	264 290 000,00	مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة
00	00	00	سندات أخرى مثبتة
45 766 996,10	33 919 317,09	35 099 243,59	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
00	00	00	ضرائب مؤجلة على الأصل
9 048 234 217,62	7 683 499 615,52	6 041 970 568,14	مجموع الأصول غير الجارية
<b>أصول جارية</b>			
7 110 867 411,33	5 514 535 247,87	5 561 761 994,15	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ

2 347 457 222,12	2 321 044 748,26	2 058 733 169,76	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة
118 795 660,96	100 868 295,47	41 395 434,54	الزبائن
1 704 429 671,68	2 000 778 513,46	1 874 591 542,08	المدينون الآخرون
524 231 889,48	219 397 939,33	142 746 193,14	الضرائب وما شابهها
00	00	00	الأصول الأخرى غير الجارية
271 747 779,96	1 088 870 418,10	610 480 805,15	الموجودات وما يمثلها
00	00	00	الأموال الموظفة والأصول المالية
271 747 779,96	1 088 870 418,10	610 480 805,15	الخزينة
9 730 072 413,41	8 924 450 414,23	8 230 975 969,06	مجموع الأصول الجارية
18 778 306 631,03	16 607 950 029,75	14 272 946 537,20	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على الملحق رقم (3-4-5).

يمكن استخلاص ملاحظات عديدة بخصوص التغييرات الحاصلة في قيمة الأصول خلال السنوات

الثلاث:

- فيما يتعلق بالقيمة الإجمالية للأصول فعرفت زيادة سنة 2018 مقارنة بسنة 2016 و ذلك راجع إلى زيادة قيم كل من الأصول غير الجارية و الأصول الجارية.

- فيما يخص الأصول غير الجارية يمكن إرجاع الزيادة في قيمتها إلى زيادة الاستثمارات (مباني، تشييدات عينية اخرى)

- و بخصوص الأصول الجارية فيعود سبب زيادتها إلى زيادة قيمة المخزون و الزبائن و الخزينة.

**المطلب الثاني: عرض ميزانية الخصوم لثلاث سنوات الأخيرة(2016،2017،2018):**

تمثل الخصوم الجانب الثاني في ميزانية المؤسسة وهي تغطي مصادر الأموال.

الجدول رقم (3): ميزانية الخصوم لمؤسسة عمر بن عمر

المبلغ الصافي لسنة 2018	المبلغ الصافي لسنة 2017	المبلغ الصافي لسنة 2016	الخصوم
رأس المال			
600 000 000,00	600 000 000,00	600 000 000,00	رأس المال الصادر
00	00	00	رأس المال غير المطلوب
2 622 188 829,69	2 448 501 261,90	2 214 208 185,50	علاوات واحتياطات
00	00	00	فوارق إعادة التقييم
00	00	00	فارق المعادلة
1 582 850 480,66	1 173 687 567,79	1 234 293 076,40	نتيجة صافية حصّة المجموع
899 893 302,25	899 893 302,25	896 348 741,28	رؤوس أموال خاصة أخرى ترحيل من جديد
00	00	00	الوحدات

5 704 932 612,60	5 122 082 131,94	4 944 850 003,18	حصة الشركة الدمجة
00	00	00	حصة ذوي الأقلية
5 704 932 612,60	5 122 082 131,94	4 944 850 003,18	<b>المجموع</b>
00	00	00	الخصوم غير الجارية
20 173 645,88	33 622 743,12	53 796 389,00	قروض وديون مالية
00	00	00	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)
00	00	00	ديون أخرى غير جارية
3 769 049,78	3 769 049,78	9 922 858,09	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
23 942 695,66	37 391 792,90	63 719 247,09	<b>مجموع الخصوم غير الجارية</b>
00	00	00	الخصوم الجارية
3 302 853 012,54	3 237 685 220,49	2 286 190 150,23	موردون وحسابات ملحقة
511 839 503,15	421 312 822,49	394 857 638,61	ضرائب
4 129 345 953,15	4 269 394 846,45	2 953 330 512,84	ديون أخرى
5 105 392 853,93	3 520 083 215,48	3 629 998 985,25	خزينة الخصوم
13 049 431 322,77	11 448 476 104,91	9 264 377 286,93	<b>مجموع الخصوم الجارية</b>

18 778 306 631,03	16 607 950 029,75	14 272 946 537,20	مجموع عام للخصوم
-------------------	-------------------	-------------------	---------------------

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على الملحق رقم (6-7-8).

يمكن استخلاص ملاحظات عديدة بخصوص التغيرات الحاصلة في قيمة الخصوم خلال السنوات

الثلاث:

- بالنسبة للقيمة الإجمالية للخصوم عرفت كذلك زيادة من سنة 2016 على سنة 2018 و ذلك راجع للتغيرات الحاصلة في الأموال الخاصة و الخصوم غير الجارية و الجارية.

- فيما يخص الأموال الخاصة فنلاحظ أن قيمتها موجبة ما يعني أنها ساهمت في تمويل مختلف استخدامات المؤسسة كما أن قيمة رأس المال بقت ثابتة 600 000 000، 00 دينار.

- أما بالنسبة للخصوم غير الجارية و التي تمثل الديون قصيرة الأجل عرفت قيمتها انخفاض سنة بعد سنة وقد تراجعت القروض و الديون المالية من 53 796 389، 00 دينار سنة 2016 لتصل إلى 88،20 173 645 دينار سنة 2018 .

- فيما يخص الخصوم الجارية، فنلاحظ ارتفاع طفيف في قيمتها و يبدو ان هذا الارتفاع سببه الديون و خزينة الخصوم.

**المطلب الثالث: عرض جدول حسابات النتائج لثلاث سنوات الأخيرة (2017،2018،**

**2016):**

حساب النتائج هو بيان ملخص للأعباء و المنتوجات المنجزة من الكيان خلال السنة المالية.

الجدول رقم (4): جدول حسابات النتائج لثلاث سنوات الاخيرة

البيان	المبالغ لسنة 2016	المبالغ لسنة 2017	المبالغ لسنة 2018
رقم الاعمال	13 225 505 268,00	13 505 714 530,98	14 477 818 897,88
تغير مخزونات	516 037 182,20	780 230 771,43	296 478 260,19

			المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع
149 003 054,45	90 569 052,11	00	الإنتاج المثبت
342 105 424,50	407 897 369,81	404 586 018,61	إعانات الاستغلال
15 265 405 637,02	14 784 411 724,33	14 146 128 468,81	1- إنتاج السنة المالية
(11 717 125 083,19 )	(11 224 519 149,34 )	(10 619 594 295,53 )	المشتريات المستهلكة
(209 261 600,35)	(238 251 258,11)	(183 864 510,25)	الخدمات الخارجية والاستهلاك ت الأخرى
(11 926 386 683,54 )	(11 462 770 407,45 )	(10 803 458 805,78 )	2- استهلاك السنة المالية
3 339 018 953,48	3 321 641 316,88	3 342 669 663,03	3- القيمة المضافة للاستغلال (2-1)
(750 149 624,32)	(666 250 721,15)	(634 358 821,25)	أعباء المستخدمين
(129 541 255,51)	(131 651 159,09)	(98 098 078,25)	الضرائب والرسوم

			والمدفوعات المشابهة
2 459 328 073,65	2 523 739 436,64	2 610 212 763,53	4- الفائض الإجمالي عن الاستغلال
486 064 875,99	12 503 051,33	6 783 837,84	المنتجات العملياتية الأخرى
(431 724 997,58)	(18 287 027,11)	(36 939 622,78)	الأعباء العملياتية الأخرى
(1 065 447 996,01)	(1 701 068 475,66)	(1 389 845 494,49)	المخصصات للاستهلاكات والمؤونات
445 854 525,16	645 203 495,45	304 027 543,15	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات
1 894 074 481,21	1 462 090 480,65	1 494 239 027,25	5- النتيجة العملياتية
11 172 141,35	7 964 535,30	25 892 159,40	المنتجات المالية
(130 815 297,90)	(48 970 466,16)	(32 654 972,74)	الأعباء المالية
(119 643 156,55)	(41 005 930,86)	(6 762 813,34)	6- النتيجة المالية
1 774 431 324,66	1 421 084 549,79	1 487 476 213,91	7- النتيجة

			العادية قبل الضرائب (6+5)
191 580 844,00	247 396 982,00	253 183 137,51	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
00	00	00	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية
16 208 497 179,52	15 450 082 806,41	14 482 832 009,20	مجموع منتجات الأنشطة العادية
(14 625 646 698,86 )	(14 276 395 238,62 )	(13 248 538 932,80 )	مجموع أعباء الأنشطة العادية
1 582 850 480,66	1 173 687 567,79	1 234 293 076,40	8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
00	00	00	العناصر غير العادية- المنتجات

00	00	00	العناصر غير العادية- الأعباء
00	00	00	9-النتيجة غير العادية
1 582 850 480,66	1 173 687 567,79	1 234 293 076,40	10-النتيجة الصافية للسنة المالية

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على الملحق رقم (9-10-11).

يمكن استخلاص ملاحظات عديدة بخصوص التغييرات الحاصلة في جدول حسابات النتائج خلال

السنوات الثلاث:

- رقم أعمال المؤسسة قد ارتفع خلال السنتين 2017 و 2018 و 13 505 714 530,68 دينار و 14 477 818 897,88 دينار على الترتيب مقارنة بسنة 2016.

- نجد أن نتيجة الدورة خلال السنوات الثلاث كانت موجبة، نتيجة لارتفاع منتجات المؤسسة الإجمالية على أعبائها وقد تبين أن هذا الارتفاع الحاصل يعود بشكل أساسي لارتفاع رقم الأعمال.

- نلاحظ أيضا ارتفاع مخصصات الاهتلاك و المؤونات و خسائر القيمة لسنة 2017 مما أدى إلى خفض قيمة النتيجة الصافية قليلا مقارنة بسنة 2016.

### المبحث الثالث: تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة عمر بن عمر

بعد تعرفنا على مؤسسة عمر بن عمر في المبحث الأول و عرضنا قوائمها المالية في المبحث الثاني سوف نقوم في هذا المبحث بتشخيص الوضعية المالية لها، تعتبر عملية التشخيص من أهم المراحل في عملية التقييم كون أن هذه العملية لن تتم ما لم تتوفر مدخلاتها من المعلومات الضرورية، و مما لا شك فيه تعتبر المعلومات المحاسبية و عملية تشخيص وضعية المؤسسة مفتاح عملية التقييم و تعتبر كمرحلة تمهيدية لها.

#### المطلب الاول: تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية

يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من أهم طرق التحليل المالي وأكثرها انتشارا في أوساط المحللين الماليين.

#### 1- تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية لسنة 2016:

الجدول رقم (5): التحليل بواسطة النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر لسنة 2016

النسبة	العلاقة	2016
نسبة السيولة العامة	<u>الأصول المتداولة</u> الديون قصيرة الأجل	$\frac{8\ 230\ 975\ 969,06}{2\ 953\ 330\ 512,84} = 2,78$
نسبة السيولة المنخفضة	(الأصول المتداولة- المخزون) / الديون قصيرة الاجل	$\frac{5\ 561\ 761\ 994,15 - 8\ 230\ 975\ 969,06}{2\ 953\ 330\ 512,84} = 0,90$
نسبة السيولة الجاهزة	<u>النقديات</u> ديون قصيرة الأجل	$\frac{610\ 480\ 805,15}{2\ 953\ 330\ 512,84} = 0,20$
نسبة الملاءة المالية	<u>مجموع الأصول</u> مجموع الديون	$\frac{14\ 272\ 946\ 537,20}{9\ 264\ 377\ 286,93} = 1,54$
رأس المال العامل	الأصول قصيرة الأجل- الديون قصيرة الأجل	$8\ 230\ 975\ 969,06$ $- 2\ 953\ 330\ 512,84$ $= 5\ 277\ 645\ 456,22$

احتياج رأس المال العامل	الأصول الجارية-خصوم جارية	$\begin{aligned} &7\,620\,495\,163,91 \\ &- 5\,634\,378\,301,68 \\ &= 1\,986\,116\,862,23 \end{aligned}$
الخزينة الصافية	رأس المال العامل-احتياج رأس المال العامل	$\begin{aligned} &5\,277\,645\,456,22 \\ &- 1\,986\,116\,862,23 \\ &= 3\,291\,528\,593,99 \end{aligned}$
نسبة الهامش الإجمالي	<u>الفائض الإجمالي للاستغلال</u> رقم الأعمال	$0,19 = \frac{2\,610\,212\,763,53}{13\,225\,505\,268,00}$
نسبة هامش القيمة المضافة	<u>القيمة المضافة</u> رقم الأعمال HT	$0,25 = \frac{3\,342\,669\,663,03}{13\,225\,505\,268,00}$
نسبة الهامش الصافي	<u>النتيجة الصافية</u> رقم الأعمال HT	$0,09 = \frac{1\,234\,293\,076,40}{13\,225\,505\,268,00}$

المصدر: من إعداد الطالبتان

## 2- تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية لسنة 2017:

الجدول رقم (6): التحليل بواسطة النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر لسنة 2017

النسبة	العلاقة	2017
نسبة السيولة العامة	<u>الأصول المتداولة</u> الديون قصيرة الأجل	$\frac{8\,924\,450\,414,23}{4\,269\,394\,846,45} = 2,09$
نسبة السيولة المنخفضة	(الأصول المتداولة- المخزون) / الديون قصيرة الأجل	$\frac{5\,514\,535\,247,87 - 8\,924\,450\,414,23}{4\,269\,394\,846,45} = 0,79$
نسبة السيولة	<u>النقديات</u> ديون قصيرة الأجل	$\frac{1\,088\,870\,418,10}{4\,269\,394\,846,45} = 0,25$

		الجاهزة
$\frac{16\ 607\ 950\ 029,75}{11\ 448\ 476\ 104,91} = 1,45$	<u>مجموع الأصول</u> مجموع الديون	نسبة الملاءة المالية
$\begin{aligned} &8\ 924\ 450\ 414,23 \\ &- 4\ 269\ 394\ 846,45 \\ &= 4\ 650\ 055\ 567,78 \end{aligned}$	الأصول قصيرة الأجل - الديون قصيرة الأجل	رأس المال العامل
$\begin{aligned} &7\ 835\ 579\ 996,13 \\ &- 7\ 928\ 392\ 889,43 \\ &= -92\ 812\ 893,3 \end{aligned}$	الأصول الجارية - خصوم جارية	احتياج رأس المال العامل
$\begin{aligned} &4\ 650\ 055\ 567,78 \\ &+ 92\ 812\ 893,3 \\ &= 4\ 742\ 868\ 461,08 \end{aligned}$	رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل	الخزينة الصافية
$0,18 = \frac{2\ 523\ 739\ 436,64}{13\ 505\ 714\ 530,98}$	<u>الفائض الإجمالي للاستغلال</u> رقم الأعمال	نسبة الهامش الإجمالي
$0,24 = \frac{3\ 321\ 641\ 316,88}{13\ 505\ 714\ 530,98}$	<u>القيمة المضافة</u> رقم الأعمال HT	نسبة هامش القيمة المضافة
$0,08 = \frac{1\ 173\ 687\ 567,79}{13\ 505\ 714\ 530,98}$	<u>النتيجة الصافية</u> رقم الأعمال HT	نسبة الهامش الصافي

المصدر: من إعداد الطالبتان

3- تحليل الوضع المالي لمؤسسة عمر بن عمر بواسطة النسب المالية لسنة 2018:

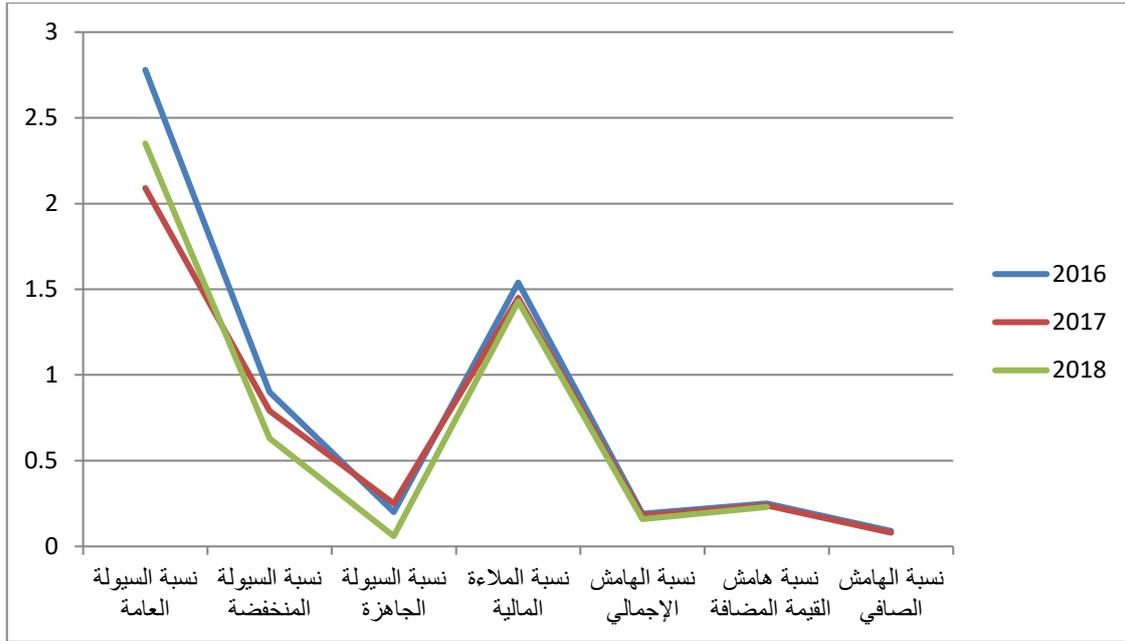
الجدول رقم (7): التحليل بواسطة النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر لسنة 2018

النسبة	العلاقة	2018
نسبة السيولة العامة	$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	$2,35 = \frac{9\,730\,072\,413,41}{4\,129\,345\,953,15}$
نسبة السيولة المنخفضة	$\frac{(\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون})}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	$0,63 = \frac{7\,110\,867\,411,33 - 9\,730\,072\,413,41}{4\,129\,345\,953,15}$
نسبة السيولة الجاهزة	$\frac{\text{النقديات}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$	$0,06 = \frac{271\,747\,779,96}{4\,129\,345\,953,15}$
نسبة الملاءة المالية	$\frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع الديون}}$	$1,43 = \frac{18\,778\,306\,631,03}{13\,049\,431\,322,77}$
رأس المال العامل	الأصول قصيرة الأجل - الديون قصيرة الأجل	$9\,730\,072\,413,41 - 4\,129\,345\,953,15 = 5\,600\,726\,460,26$
احتياج رأس المال العامل	الأصول الجارية - خصوم جارية	$9\,458\,324\,633,45 - 7\,944\,038\,468,84 = 1\,514\,286\,164,61$
الخزينة الصافية	رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل	$5\,600\,726\,460,26 - 1\,514\,286\,164,61 = 4\,086\,440\,295,65$
نسبة الهامش الإجمالي	$\frac{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}}{\text{رقم الأعمال}}$	$0,16 = \frac{2\,459\,328\,073,65}{14\,477\,818\,897,88}$
نسبة هامش القيمة المضافة	$\frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{رقم الأعمال HT}}$	$0,23 = \frac{3\,339\,018\,953,48}{14\,477\,818\,897,88}$
نسبة الهامش الصافي	$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال HT}}$	$0,10 = \frac{1\,582\,850\,480,66}{14\,477\,818\,897,88}$

المصدر: من إعداد الطالبتان

ويمكن من خلال الجداول أعلاه تمثيل النسب المالية بالمنحنى البياني التالي:

الشكل رقم (5): منحنى بياني يوضح النسب المالية لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجداول السابقة.

\*التعليق:

1. نسبة السيولة العامة: توضح هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها القصيرة الأجل (تسديد فواتير الكهرباء والغاز والماء، تسديد الرواتب والأجور تسديد ديون الموردين ومنح القروض قصيرة الأجل).

و بما انه كلما ارتفعت هذه النسبة عن الواحد الصحيح كلما دل على أن المؤسسة قادرة على تسديد التزاماتها القصيرة الأجل، ويلاحظ مما سبق أن نسبة السيولة العامة لثلاث سنوات 2016 و 2017 و 2018 كلها تزيد عن الواحد مما يدل على أن مؤسسة عمر بن عمر في وضع مالي جيد على المدى القصير، الأمر الذي يسمح لها بتسديد كل التزاماتها على المدى القصير.

2. **نسبة السيولة المنخفضة:** تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة تحصيلات الزبائن و الخزينة المتاحة لديها أي بدون الاضطرار إلى بيع مخزونها، يجب أن تكون هذه النسبة قريبة من الواحد من اجل ضمان تسديد الديون في تواريخ استحقاقها. ومن خلال الجداول السابقة فقد لاحظنا في مؤسسة عمر بن عمر أن هذه النسبة انخفضت من سنة 2016 إلى سنة 2018 وهذا يعني أن الأموال التي بحوزة المؤسسة بالإضافة إلى ما تنتظر تحصيله من حقوق لدى زبائنها غير كافي لتسديد كل الديون قصيرة الأجل خلال السنة الأخيرة.
3. **نسبة السيولة الجاهزة:** وتسمى أيضا نسبة الأموال النقدية هي نسبة النقدية للمؤسسة والأصول النقدية مكافئة لها إلى مجموع الخصوم. وتدل هذه النسبة على حجم الأموال المتاحة التي تستطيع سداد الخصوم الحالية. وتستخدم هذه النسبة من قبل الدائنين المحتملين كمقياس لسيولة المؤسسة و قدرت هذه السيولة على تغطية الديون قصيرة الأجل.
- ويلاحظ من الجداول أعلاه أن هذه النسبة موجبة خلال ثلاث سنوات حيث بلغت 0.20 في سنة 2016 ثم ارتفعت إلى 0.25 في سنة 2017 ثم انخفضت إلى 0.06 في سنة 2018 و هذا يعني أن المتاحات الحالية للمؤسسة تغطي جزء فقط من الديون قصيرة الأجل.
4. **نسبة الملاءة العامة:** وهي تمثل العلاقة بين إجمالي أصول المؤسسة و إجمالي التزاماتها وكلما زادت هذه النسبة على الواحد كلما دل على أن المؤسسة في وضع مالي جيد على المدى الطويل، تقيس هذه النسبة النفوذ المالي للمؤسسة، وتعتبر المؤسسات التي لديها مستويات أعلى من الالتزامات /الديون مقارنة مع الأصول ذات مديونية عالية وأكثر خطورة بالنسبة للمقرضين.
- ومن خلال الجداول السابقة فيلاحظ أن هذه النسبة 1.54 في سنة 2016 و 1.45 في سنة 2017 و1.43 في سنة 2018 مما يدل على أن مؤسسة عمر بن عمر في وضع مالي لا بأس به على المدى الطويل بالرغم من أن هذه النسبة انخفضت قليلا من 1.54 إلى 1.43.
5. **رأس المال العامل :** نلاحظ أن رأس المال إيجابي بالنسبة لسنة 2016 وسنتي 2017 و2018 أي أكبر من الصفر، مما يدل على الوضعية الجيدة و الملائمة للمؤسسة و تتمثل في القدرة على السداد، أي أن الأموال الدائمة تغطي كل الاصول الثابتة، وهذا ما يمنح المؤسسة هامش أمان و القدرة على تسديد ديونها، كما يمكنها من تمويل استثماراتها بالأموال الدائمة.

6. احتياج رأس المال العامل: نلاحظ أن احتياج رأس المال العامل موجب بالنسبة لسنة 2016 و 2018 أي أن المؤسسة خلال السنتين السابقتين تتوفر على مصادر تمويل أكبر من سنة تمكثها من تغطية احتياجات الدورة.

أما بالنسبة لسنة 2017 فاحتياج رأس المال العامل سالب وهذا يدل على ان المؤسسة لا تتوفر على مصادر تزيد مدتها عن السنة خلال هذه الفترة.

7. الخزينة الصافية: بالنسبة للخزينة فهي موجبة أكبر من الصفر خلال السنوات الثلاث أي أن رأس المال العامل أكبر من احتياج رأس المال العامل وهذا يعني ان مؤسسة عمر بن عمر قامت بتجميد جزء من أموالها الثابتة (حالة ربحية)، و في هذه الحالة يمكن للمؤسسة ان تشتري معدات أو تجهيزات جديدة.

8. نسبة الهامش الإجمالي: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من مبيعاتها، من خلال ملاحظتنا للنتائج فإن المؤسسة حققت نسبة موجبة للهامش الإجمالي إلى أنها انخفضت من 0.19 سنة 2016 إلى 0.18 سنة 2017 وإلى 0.16 سنة 2018 وذلك راجع لزيادة أجور المستخدمين.

9. نسبة هامش القيمة المضافة: تقيس نسبة اندماج المؤسسة في عملية الانتاج و كذلك وزن الأعباء الخارجية، المؤسسة حققت نسبة 0.25 خلال سنة 2016 وانخفضت قليلا إلى 0.23 سنة 2018 و ذلك راجع لزيادة منتجات المؤسسة.

10. نسبة الهامش الصافي: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد الأرباح الصافية من المبيعات وقد حققت المؤسسة نسبة مقبولة 0.10 خلال سنة 2018 ويظهر بأنه مؤشر جيد.

### المطلب الثاني: تقييم مؤسسة عمر بن عمر باستخدام المقاربة المحاسبية

انطلاقا من الجوانب النظرية للمقاربة المحاسبية سوف نقوم بتقييم مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2016-2018 على مرحلتين باستخدام الأصول الصافية المحاسبية ANC و فائض القيمة GW .

#### 1- تقييم المؤسسة اعتمادا على طريقة الأصول الصافية المحاسبية:

استنادا على ميزانية الأصول و الخصوم لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2018، سنقوم بتحديد قيمة المؤسسة وفقا لطريقة الأصول الصافية المحاسبية ANC:

تحسب قيمة المؤسسة حسب طريقة ANC بالعلاقة التالية:

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول - إجمالي الخصوم المستحقة

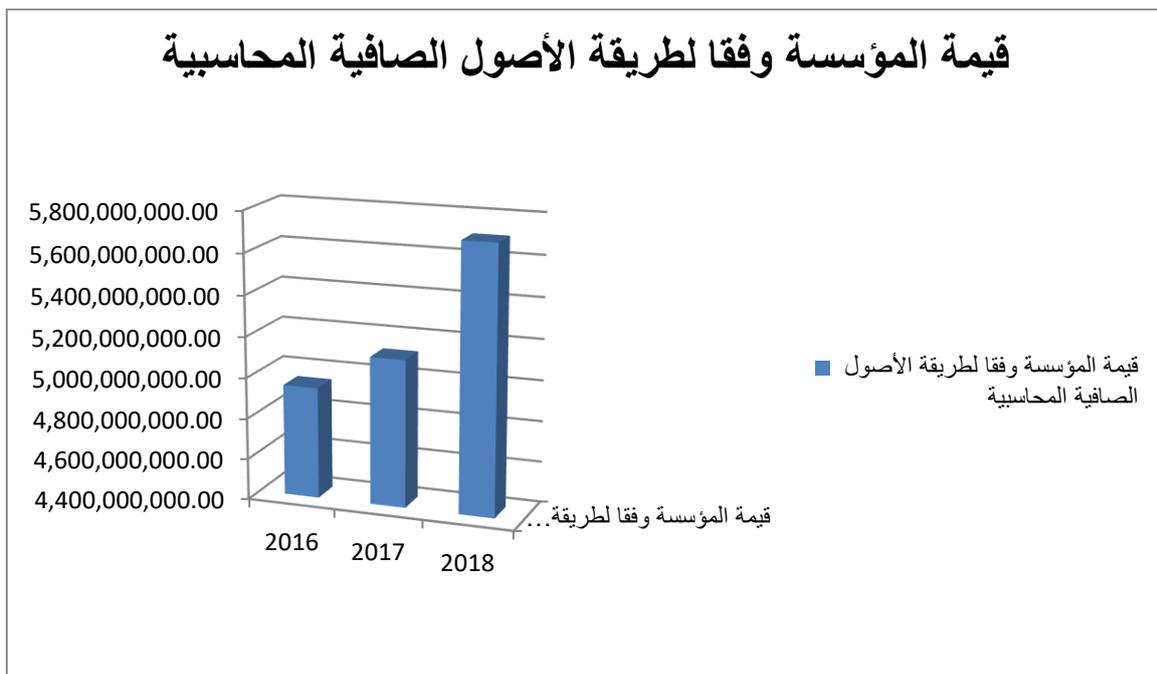
الجدول رقم (8): قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصول الصافية المحاسبية.

السنوات	2016	2017	2018
إجمالي الأصول	14 272 946 537,2	16 607 950 029,7	18 778 306 631,0
إجمالي الخصوم	9 328 096 534,02	11 485 867 897,8	13 073 374 018,43
قيمة المؤسسة	4 944 850 003,18	5 122 082 131,94	5 704 932 612,6

المصدر: من إعداد الطالبان

ويمكن من خلال الجدول أعلاه تمثيل قيمة المؤسسة بالأعمدة البيانية التالية:

الشكل رقم (6): قيمة المؤسسة وفقا لطريقة الأصول الصافية المحاسبية ANC لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018.



المصدر: من إعداد الطالبان

التعليق:

نلاحظ من خلال الشكل رقم (6)، لدينا قيمة المؤسسة اعتمادا على طريقة الأصول الصافية المحاسبية للسنوات الثلاث 2016-2017-2018، بحيث نرى أن قيمة المؤسسة حققت ارتفاعا، وهناك تقارب نوعا ما من خلال القيم.

2. تقييم المؤسسة اعتمادا على طريقة فائض القيمة:

سوف نعتد في عبارة فائض القيمة على ANC و ذلك لعدم إمكانية اعتماد ANCC و ذلك لعدم إمكانية إعادة تقييم كل عناصر الميزانية وفق القيمة السوقية أو الحالية للسنوات 2016-2017-2018. و لحساب قيمة المؤسسة وفق فائض القيمة نستخدم العلاقة المباشرة و غير المباشرة:

1.2. تقييم المؤسسة وفق الطريقة غير المباشرة:

تحتسب قيمة المؤسسة وفق الطريقة غير المباشرة بالعلاقة التالية:

$$V = ANC + \left(\frac{1}{2}\right) i (B - i \cdot ANC)$$

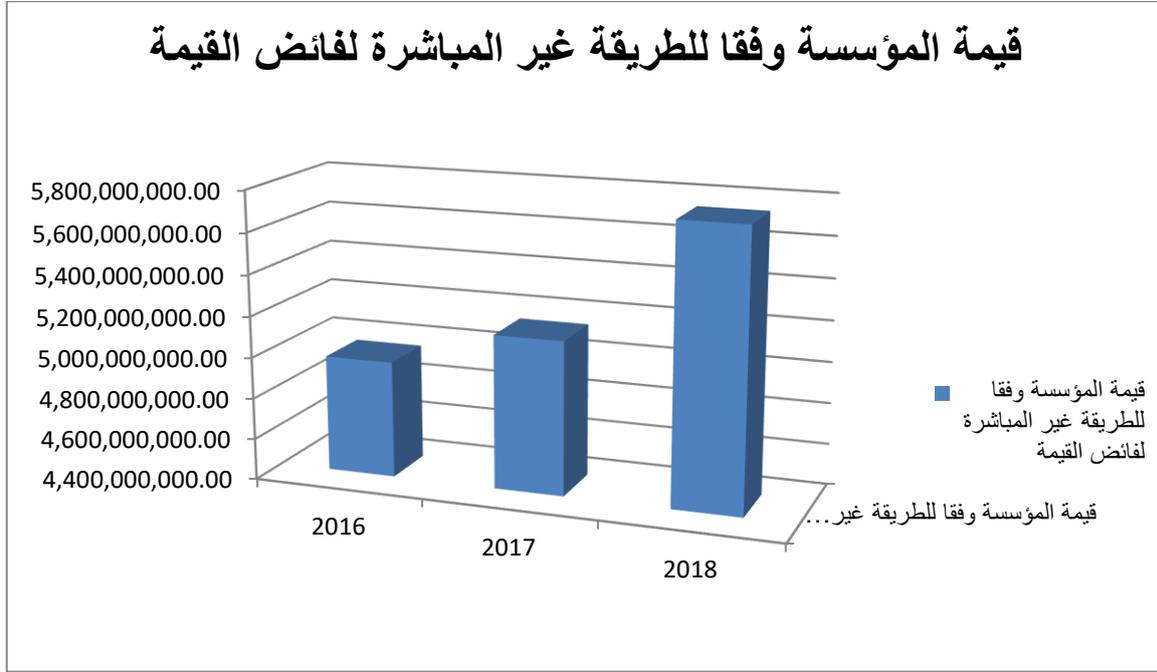
الجدول رقم (9): قيمة المؤسسة وفق الطريقة غير المباشرة لفائض القيمة

السنوات	2016	2017	2018
i خالي من الخطر	3,25%	4%	5%
B الربحية	1 494 239 027,25	1 462 090 480,65	1 894 074 481,21
ANC	4 944 850 003,18	5 122 082 131,94	5 704 932 612,6
V	4 966 519 888,46	5 147 226 275,84	5 745 153 308,86

المصدر: من إعداد الطالبتان

ويمكن من خلال الجدول أعلاه تمثيل قيمة المؤسسة بالأعمدة البيانية التالية:

الشكل رقم (7): قيمة المؤسسة وفقا للطريقة غير المباشرة لفائض القيمة لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018.



المصدر: من إعداد الطالبتان

**التعليق:**

نلاحظ من خلال الشكل رقم (7)، لدينا قيمة المؤسسة اعتمادا على الطريقة غير المباشرة لفائض القيمة للسنوات الثلاث 2016-2017-2018، بحيث نرى أن قيمة المؤسسة حققت فائضا ايجابيا يرتفع من سنة لأخرى، أي أن معدل الفائدة  $i$  الخالي من الخطر اثر بشكل ايجابي على قيمة المؤسسة بحيث ارتفعت هذه الاخيرة.

### 1.2. تقييم المؤسسة وفق الطريقة المباشرة:

تحتسب قيمة المؤسسة وفق الطريقة المباشرة بالعلاقة التالية:

$$V = ANC + \left(\frac{1}{t}\right) i (B - i \cdot ANC)$$

لحساب قيمة المؤسسة لابد من حساب معدل الرسملة اعتمادا على معدل الفائدة و علاوات الخطر التي سيتم اعتمادها خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (10): معدل الرسملة حسب علاوة الخطر.

2018		2017		2016		السنوات
خطر ضعيف	خطر ضئيل	خطر ضعيف	خطر ضئيل	خطر ضعيف	خطر ضئيل	مستوى الخطر
50%	25%	50%	25%	50%	25%	نسبة علاوة الخطر
10%	2%	10%	2%	10%	2%	علاوة الخطر
5%	5%	4%	4%	3,25%	3,25%	معدل الفائدة i
10%	5,5%	9%	4,5%	8,25%	3,75%	معدل الرسملة t

المصدر: من اعداد الطالبان

من خلال المعطيات السابقة سنقوم بحساب قيمة المؤسسة و ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (11): قيمة المؤسسة وفقا للطريقة المباشرة لفائض القيمة.

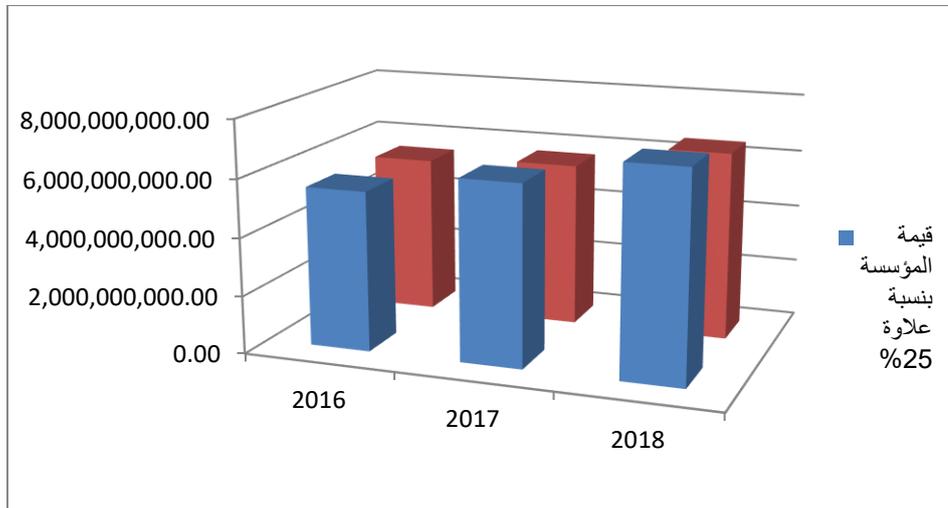
2018	2017	2016	السنوات
5%	4%	3,25%	i خالي من الخطر
1 894 074 481,21	1 462 090 480,65	1 494 239 027,2 5	B الربحية

5 704 932 612,6		5 122 082 131,94		4 944 850 003,1		ANC
				8		
50%	25%	50%	25%	50%	25%	نسبة علاوة الخطر
10%	5,5%	9%	4,5%	8,25%	3,75%	معدل الرسمة t
6 509 34	7 167 5	5 680 8	6 239 5	5 470 1	5 522	V
6 537,89	03 385,85	40 885,43	99 638,93	80 555,54	713 610,77	

المصدر: من إعداد الطالبتان

ويمكن من خلال الجدول أعلاه تمثيل قيمة المؤسسة بالأعمدة البيانية التالية:

الشكل رقم (8): قيمة المؤسسة وفقا للطريقة المباشرة لفائض القيمة لمؤسسة عمر بن عمر للسنوات الثلاث 2016-2017-2018.



المصدر: من إعداد الطالبان

### التعليق:

إن قيمة المؤسسة تتغير تبعاً لنسبة علاوة الخطر و معدل الرسملة لذلك حصلنا على نتائج مختلفة وفق طريقة المباشرة لفائض القيمة، حيث أن لمعدل الرسملة علاقة عكسية مع قيمة المؤسسة فكلمما ارتفعت علاوة الخطر وبالتالي ارتفع معدل الرسملة أدى ذلك إلى نقصان قيمة المؤسسة وفق الطريقة المباشرة لفائض القيمة.

و نلاحظ أنه خلال السنوات الثلاث و باختلاف نسبة علاوة الخطر من 25% إلى 50% و سواء كان معدل الرسملة مرتفعاً أو منخفضاً أعطت لنا قيم أكبر من قيمة المؤسسة المحسوبة وفق الطريقة غير المباشرة لفائض القيمة.

### خلاصة الفصل:

لقد حصصا هذا الفصل بالجانب التطبيقي من دراستنا، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل إليه في الجانب النظري واختبار ما مدى تطابقه مع الواقع العملي . فتناولنا أولاً الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من طريقة وأدوات جمع المعلومات للدراسة، التي يمكن خلالها التوصل للمعطيات وتلخيصها ومعالجتها، وكذا تحديد عينة الدراسة والمتمثلة في مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2016-2018، كما قمنا بحساب قيمة المؤسسة وفق الطرق المندرجة تحت مقارنة التدفقات المحاسبية المتمثلة في طريقة الأصول الصافية المحاسبية، وطريقة فائض القيمة.

في الأخير قمنا بعرض و تحليل النتائج التي توصلت لها الدراسة انطلاقاً من المعطيات التي تم تلخيصها ومعالجتها أما فيما يخص الخاتمة، سنحاول التوصل إلى أهم النتائج والتوصيات، بالإضافة إلى الإجابة على فرضيات المطروحة.



الخاتمة

## خاتمة:

حاولنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع والمتمثل في تقييم مؤسسة عمر بن عمر باستخدام المقاربة المحاسبية، حيث تمحورت إشكالية بحثنا حول هل تعد المقاربة المحاسبية هي الطريقة الأنسب لتحديد قيمة حقيقية لمؤسسة عمر بن عمر خلال الفترة 2016-2018، وللإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات، ومن خلال تقديمنا للفصل النظري والتطبيقي سنعرض النتائج الموصول إليها مع الاجابة على فرضيات البحث بالإضافة الى كل من التوصيات و آفاق الدراسة.

### -نتائج الدراسة:

- من خلال ما سبق عرضه يمكننا الإشارة إلى النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة كالاتي:
- تقوم نظرية التقييم على مجموعة من المبادئ تمثل قواعد تستند عليها طرق التقييم على الخبير أن يراعيها، إذ تمثل قواعد الإطار النظري الذي يكون مهما و مفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية و الميدانية التي تكون لدى الخبير المقيم، فالتقييم عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح إذا ما كانت تعتمد على خلفية نظرية واضحة.
  - تفترض عملية التقييم المرور بمرحلتين متكاملتين هما على الترتيب: التشخيص الذي يفيد في الكشف عن واقع المؤسسة، و استخدام طرق تقدير قيمة المؤسسة.
  - إن القيام بعملية التقييم على أساس طرق أو إحدى طرق المقاربة المحاسبية لا يحتاج من الخبير المقيم وفريقه دراية كبيرة بالمؤسسة ذلك أنه يقوم بعملية حسابية لعناصر الميزانية من اصول و خصوم ثم يقوم بعملية طرح جبري لكي يتوصل إلى قيمة المؤسسة هذا بالنسبة لطريقة الأصول الصافية المحاسبية، أما بالنسبة لطريقة فائض القيمة التي تركز على الاختيار الأنسب محددات الأساسية للمقاربة، والمتمثلة في نسبة علاوة الخطر و معدل الرسملة ويتم تحديد هذين المحددين وفق خصوصية القطاع وما يواجهه من تحديات.
  - لا يمكن أن تتم عملية التقييم ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق والمعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها و التي تلعب دورا مهما في عملية المفاضلة بين طرق التقييم المعتمدة.
  - بعد حساب قيمة المؤسسة بطريقة الأصول الصافية المحاسبية، توصلنا ان المؤسسة مستقرة ونتائج موجبة، وكذلك الحال بالنسبة للطريقة غير المباشرة لفائض القيمة، أما بالنسبة للطريقة المباشرة لفائض

القيمة كانت الطريقة التي أعطت قيما مختلفة و أكبر حسب كل نسبة علاوة الخطر مقارنة بالنتائج الطرق الأخرى، فهي تساعد على تقييم قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها.

### اختبار الفرضية:

و من خلال مجالات القيم المتحصل عليها خلال المعلومات المتوفرة حسب كل طريقة، كانت هناك علاقة عكسية بين معدل الرسملة وقيمة المؤسسة، بحيث كلما ارتفع معدل الرسملة انخفضت قيمة المؤسسة، ومنه اثبات صحة الفرضية.

### التوصيات:

- امكانية اعتماد مؤسسة عمر بن عمر المقاربة المحاسبية في عملية التقييم.
- يتوجب على مستعمل المقاربة المحاسبية أخذ الحيطة و الحذر في التعامل مع هذه المقاربة من خلال التعامل الجاد مع العناصر المكونة له المتمثلة في معدل الفائدة الخالي من الخطر و نسبة علاوة الخطر و معدل الرسملة، بحيث أن أي اهمال لدور هذه العناصر سيكون له اثر سلبي على عملية التقييم و من انحراف القيم النهائية الموصل إليها عن صورتها الواقعية.
- وضع مخطط العمل المستقبلي جاد لتحسين أداء المؤسسة لتحقيق رفع من قيمة المؤسسة.

### آفاق الدراسة:

في الأخير يمكن القول أن تقييم المؤسسة باستخدام المقاربة المحاسبية له أهمية في الوصول الى قيمة المؤسسة مقارنة للواقع فمن خلال الطرق المندرجة ضمن هذه المقاربة تسمح بإعطاء مجال للتقييم يتم التفاوض حوله لتحديد قيمة المؤسسة، وعلى هذا الأساس نأمل أن نكون بهذه الدراسة قد فتحنا مجالا للقيام بدراسات أخرى أوسع، وكذا توسيع مجال الدراسة ليشمل تقييم مؤسسة عمر بن عمر وفق مقاربات أخرى كالمقاربة المالية للوصول إلى نتائج دقيقة، تسمح لها باتخاذ قرارات مستقبلية.

# قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. أشواق قدورة، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار الزاوية، الطبعة الأولى، 2013
2. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006.
3. طارق عبد العال حماد، التقييم- تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة -، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000
4. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة - الدار الجامعية، الإسكندرية،
5. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية -أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001 .
6. عبد الغفار حنفي، البورصات-أسهم-سندات-سندات الاستثمار، المكتب العربي الحديث .
7. المال و الأعمال، العدد23، الكويت، 2005 .
8. محفوظ جبار، تقييم الشركات المرشحة للتشخيص و التقييد في البورصة -الطرق المستعملة وتطبيقاتها- مجلة
9. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 1997.
10. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2011. مصر، 2008 .
11. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
12. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997.

مذكرات تخرج:

13. بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسة قطاع المحروقات في الجزائر- دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات لأبار ENSP، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010 .

14. حلوي لكحل، سياسة توزيع الأرباح واثرها على قيمة المؤسسة -دراسة حالة مجمع صيدال 1999-2016-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2018 .
15. حليلة بلعجال، المقاربات و الطرق المعتمدة في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، كلية العلوم التجارية و الاقتصادية ومراقبة التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017
16. سارة حاجي، تقييم المؤسسة باستخدام مقارنة التدفقات النقدية -دراسة حالة مؤسسة موبيليس خلال الفترة (2017-2021)-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018 .
17. سمية باديس، شافية بن عبد الله، دور التقييم المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمارية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن بالأخضرية-، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2015 .
18. لمبارك فحلول، المعلومة المحاسبية وتقييم الشركات -دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة الجزائر- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة باتنة1، الجزائر، 2017 .
19. نادية عيساوية، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية -دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته ملبنة نوميديا-، رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005 .
20. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008 .

### 3 - المقالات:

1. بلخير بكاري هوارى السويسي، مراحل عميلة تقييم المؤسسات، مجلة العلوم الاجتماعية و الانسانية، العدد، 15، 2006 .
2. راجي رانية، بومزايد ابراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد6، 2018.

3. عبد الناصر روابحي أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير،  
العدد 6،

. 2006

مراجع أجنبية:

**Les livres:**

1. Alain Marion، Le diagnostic De L'entreprise، Edition Economica، Paris، 1995،
2. Bodie Z، Nane et Marus A « essentials of investments »، times minor higher education group، INC Chicago
3. Choinel .A ، Introuduction à l'ingénierie financière، La revue banue، Paris، 1991،
4. Claude-Annie DUPLAT ، « Evaluer votre entreprise »،Vuibert ،2013
5. Gérard Chaplain، Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise ، Edition Management et société، 2004،
6. J. Barraeu et J .Delhaye، Gestion financière، 9eme édition، paris : Dunod، 2001،
7. Josette Peyrard، Analyse financière، 8 ème édit، Collection vuibert gestion، Paris، 1999،
8. Mauguire، H ، L'evaluation des entreprises non cotées، édition Bordas، Paris،
9. Nobert Guedj، Finance d'entreprise –les règles de jeu–، Edition d'organisation، Paris، 2éme éd، 2001،
10. P. vernimmen، finance d'entreprise، 6edition، Dalloz، paris، 2005،
11. Patrice Vizzavna ، Evaluation des entreprise، Tome 2، Atol édition، Paris، 1991،

12. Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 3<sup>ème</sup> édition, édit Daloz, Paris,
13. USA, 1995,

## الملخص:

تهدف هذا المذكرة إلى دراسة مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، تبيان محدداتها الأسس التي تقوم عليها. تصنف هذه المقاربات إلى مقاربات محاسبية و أخرى مالية وترتكز على منظور خلق القيمة ونموذج الخيارات. كما تم تناول دراسة حالة تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية عمر بن عمر باستخدام المقاربة المحاسبية وذلك اعتمادا على القوائم المالية للفترة 2016\_2017. وقد خلص البحث إلى أنه لا توجد طريقة تقييم أفضل إنما يتم استخدام أكثر من طريقة واحدة عند التقييم لكل مؤسسة طرق تقييم تختلف عن مؤسسة أخرى تبعا لخصوصيتها و الهدف من عملية التقييم .

**الكلمات المفتاحية:** مقاربات، طرق، تقييم، مؤسسات اقتصادية، قيمة.

**Résumé :** Cette note vise à étudier les approches et les méthodes d'évaluation des institutions économiques, en précisant leurs déterminants et les fondements sur lesquels elles reposent. Ces approches sont classées en approches comptables et financières et s'appuient sur la perspective de création de valeur et le modèle d'options. Une étude de cas a également été traitée sur l'évaluation de l'institution économique algérienne, Omar Ben Omar, selon l'approche comptable, sur la base des états financiers de la période 2016-2017. La recherche a conclu qu'il n'y a pas de meilleure méthode d'évaluation, mais plus d'une méthode est utilisée pour évaluer chaque institution. Les méthodes d'évaluation diffèrent d'une autre institution en fonction de sa spécificité et de l'objectif du processus d'évaluation.

**Mots-clés :** approches, méthodes, évaluation, institutions économiques, valeur.

الملاحق

الملحق رقم (1) وثيقة إثبات إجراء الدراسة الميدانية

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT  
SUPERIEUR ET DE LA  
RECHERCHE SCIENTIFIQUE  
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قانمة

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET  
COMMERCIALES ET SCIENCES DE GESTION

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير

DEPARTEMENT DE SCIENCES DE GESTION

Ref : ..... D.G.F.S.E.C.S.G/UG/20.....

الرقم: 2021/2020

Guelma le : .....

قائمة في : 2021/06/18

إلى السيد: ..... مدير مركز الأبحاث.....

.....

الموضوع : فإني إجراء زيارة ميدانية أو تريض

نحن رئيس قسم علوم التسيير نشهد بأن:

الطالب (ة): .....  
.....

الطالب (ة): .....  
.....

مسجل (ة) بقسم علوم التسيير سنة (أولى)/(ثانية) مانستر فرع ( علوم التسيير ) (علوم مالية)

تخصص : .....  
..... في حاجة لأجراء زيارة ميدانية أو تريض  
بمؤسستكم .

موضوع الزيارة: .....  
.....

لذا نرجو من سيادتكم الموافقة لتحقيق هذه الغاية

ولكم منّا فائق التقدير والاحترام



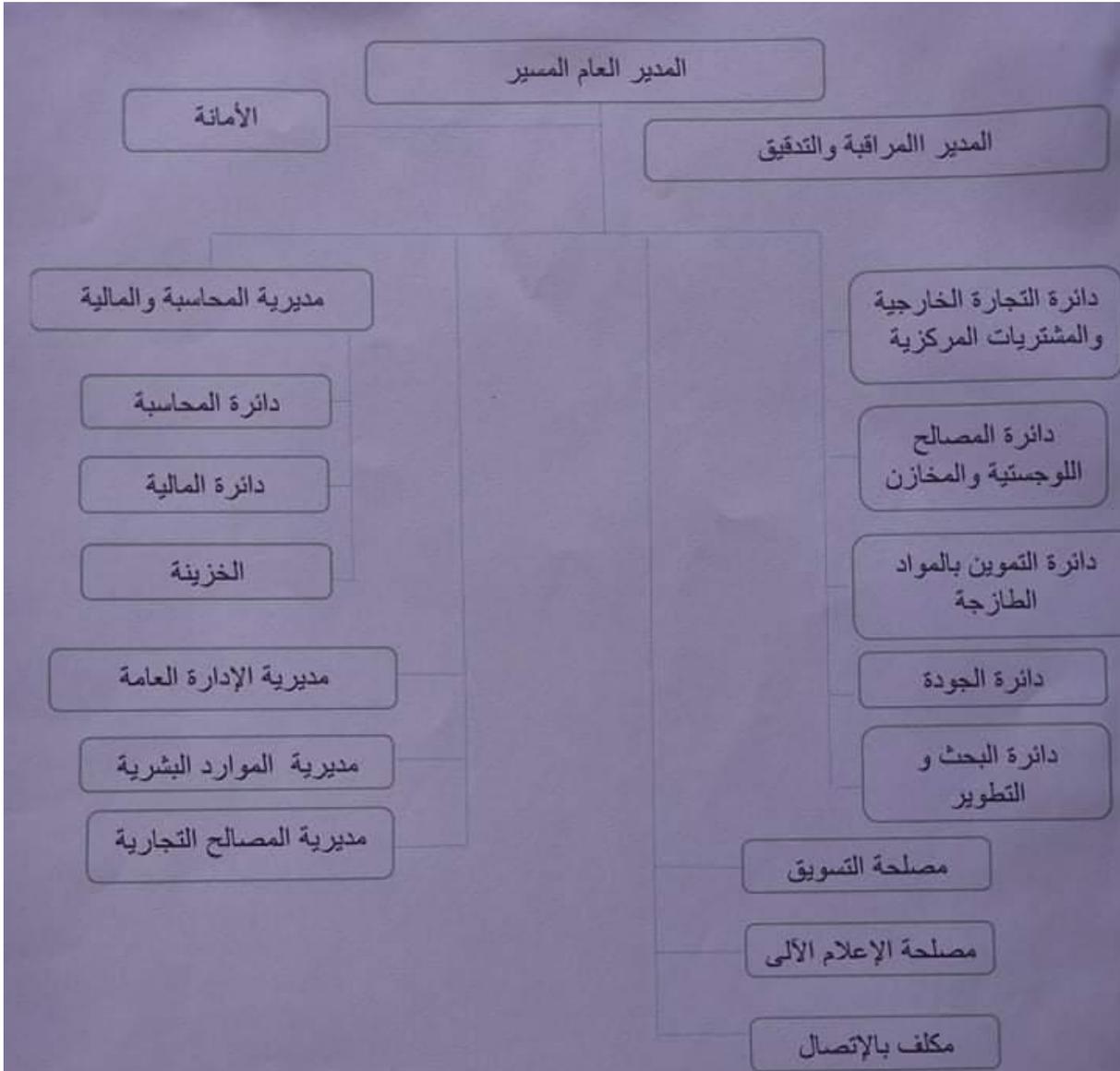
M. HABLES  
Chef Département Ressource Humaine

اسم و لقب و امضاء الأستاذ المشرف

.....  
.....



الملحق رقم (02) الهيكل التنظيمي لمؤسسة عمر بن عمر



الهيكل التنظيمي للمديرية العامة

الملحق (3) الميزانية المحاسبية لسنة 2016 (جانِب الأَصُول)

01/01/2016 من  
2016/12/31 إلى

الميزانية				
2016/12/31				
الاصافي I-N	الاصافي N	إستهلاك الرصيد N	إجمالي N	ملاحظة
				أصول غير جارية
0,00	0,00	0,00	0,00	فارق بين الاقراء - المتزوج الإيجابي
11 417 557,53	9 876 022,21	9 802 196,09	19 678 218,30	تثبيتات معنوية
4 105 460 796,31	5 312 630 020,34	2 945 271 110,79	8 257 901 131,13	تثبيتات عينية
548 833 760,00	690 893 760,00	0,00	690 893 760,00	أراض
628 177 333,42	857 204 629,45	325 926 772,59	1 183 133 402,04	معادن
2 930 449 702,89	3 764 531 630,89	2 619 342 338,20	6 383 873 969,09	تثبيتات عينية أخرى
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيتات منح أملاكها
374 738 242,33	420 075 282,00	0,00	420 075 282,00	تثبيتات يجري إنجازها
671 138 483,44	299 389 243,59	326 330 000,00	625 719 243,59	تثبيتات مالية
0,00	0,00	0,00	0,00	سندات مرصوطة بوضع محافظة
640 540 507,70	264 290 000,00	328 330 000,00	590 620 000,00	سندات أخرى وصناديق دائنة ملحقه
0,00	0,00	0,00	0,00	سندات أخرى متبقية
30 597 975,74	35 089 243,59	0,00	35 089 243,59	قروض و أصول دائنة أخرى غير
0,00	0,00	0,00	0,00	ضرائب متوقعة على الأصول
5 362 755 079,61	6 041 970 568,14	3 281 403 306,88	9 323 373 075,02	مجموع الأصول غير الجارية
				أصول جارية
4 050 624 378,39	5 561 761 994,15	318 873 495,45	5 880 635 489,60	مخزونات و منتجات قيد التنفيذ
1 937 123 328,36	2 058 733 169,76	0,00	2 058 733 169,76	حسابات دائنة و استثمارات معاملة
323 556 037,30	41 395 434,54	0,00	41 395 434,54	الزبائن
1 475 703 189,61	1 874 591 542,08	0,00	1 874 591 542,08	المدينين الأخرى
137 862 091,15	142 746 193,14	0,00	142 746 193,14	الضرائب و ما شابهها
0,00	0,00	0,00	0,00	الأصول الأخرى غير الجارية
819 499 397,14	610 480 805,15	0,00	610 480 805,15	الموجودات و ما يمثلها
0,00	0,00	0,00	0,00	الأصول الموظفة و الأصول المالية
819 499 397,14	610 480 805,15	0,00	610 480 805,15	الخزينة
6 807 247 103,89	8 230 975 969,06	318 873 495,45	8 549 849 464,51	مجموع الأصول الجارية
12 170 002 183,50	14 272 946 537,20	3 600 276 802,33	17 873 223 339,53	المجموع لعام للأصول

الملاحق (4) الميزانية المحاسبية لسنة 2017 (جانِب الأَصُول)

السلة المالية، من 01/01/2017

إلى 2017/12/31

الميزانية					
2017/12/31					
الاصول	ملاحظة	إجمالي N	بستهلاك الرصيد N	الصافي N	الصافي I-N
أصول غير جارية					
أرض، بون الاقتناء - المنتج الإجمالي أو		0,00	0,00	0,00	0,00
تثبيتات معنوية		21 118 218,30	13 845 806,42	7 272 411,88	9 876 022,21
تثبيتات عينية		8 884 776 655,18	3 649 986 953,40	5 234 789 701,78	5 312 630 020,34
أراضي		690 893 760,00	0,00	690 893 760,00	690 893 760,00
مبان		1 245 902 920,24	386 630 381,61	858 272 538,63	857 204 629,45
تثبيتات عينية أخرى		6 947 979 974,94	3 263 356 571,79	3 684 623 403,15	3 764 531 630,89
تثبيتات منتج استراتيجي		0,00	0,00	0,00	0,00
تثبيتات يجري تجارها		2 072 393 184,77	0,00	2 072 393 184,77	420 075 282,00
تثبيتات مالية		914 939 317,09	545 895 000,00	369 044 317,09	299 389 243,59
سندات موصوفة موضع معاملة		0,00	0,00	0,00	0,00
مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقه بها		881 020 000,00	545 895 000,00	335 125 000,00	269 280 000,00
سندات أخرى مثبته		0,00	0,00	0,00	0,00
تقروض و أصول مالية أخرى غير جارية		33 816 317,09	0,00	33 816 317,09	35 099 243,59
تضارب موجبة على الأصل		0,00	0,00	0,00	0,00
مجموع الأصول غير الجارية		11 893 227 375,34	4 209 727 759,82	7 683 499 615,52	6 041 970 568,14
أصول جارية					
مخزونات و منتجات قيد تنفيذ		5 960 369 773,03	445 854 525,16	5 514 535 247,87	5 561 761 994,15
حسابات دائنة و استخدامات متداولة		2 321 044 748,26	0,00	2 321 044 748,26	2 058 733 169,76
التراشيق		100 868 285,47	0,00	100 868 285,47	41 395 434,54
المدينون الآخرون		2 000 778 513,45	0,00	2 000 778 513,45	1 874 591 542,08
تضارب و ما شابهها		219 397 839,33	0,00	219 397 839,33	142 746 193,14
الأصول الأخرى غير الجارية		0,00	0,00	0,00	0,00
الموجودات و ما يماثلها		1 088 870 418,10	0,00	1 088 870 418,10	610 480 805,15
الأموال تدوينة و الأصول المالية		0,00	0,00	0,00	0,00
التخزين		1 088 870 418,10	0,00	1 088 870 418,10	610 480 805,15
مجموع الأصول الجارية		9 370 304 939,39	445 854 525,16	8 924 450 414,23	8 230 975 969,06
المجموع العام للأصول		21 263 532 314,73	4 655 582 284,98	16 607 950 029,75	14 272 946 537,20

الملحق (5) الميزانية المحاسبية لسنة 2018 (جانبا الأصول)

للسنة المالية، من 01/01/2018  
إلى 31/12/2018

الميزانية					
31/12/2018					
التصافي 1-N	التصافي N	إستهلاك الرصيد N	إجمالي N	ملاحظ	الأصل
					أصول غير جارية
0,00	0,00	0,00	0,00		قاري بين الإقتاء - المتزوج الإيجابي
7 272 411,88	5 151 440,85	18 201 777,45	23 353 218,30		تثبيتات مملوكة
5 234 789 701,78	7 947 752 217,39	4 432 727 867,89	12 380 480 085,28		تثبيتات عمومية
690 893 760,00	694 668 860,00	0,00	694 668 860,00		أراض
859 272 538,83	1 466 013 388,51	483 098 544,86	1 928 049 913,17		مبان
3 684 623 403,15	5 787 069 888,88	3 969 691 323,23	9 758 781 212,11		تثبيتات عمومية أخرى
0,00	0,00	0,00	0,00		تثبيتات مملوكة أملاكها
2 072 393 184,77	948 043 563,28	0,00	948 043 563,28		تثبيتات بجري إنجازها
369 044 317,09	147 286 996,10	779 500 000,00	926 786 996,10		تثبيتات مالية
0,00	0,00	0,00	0,00		عقدات موصوفة بموضع معادلة
335 125 000,00	101 520 000,00	779 500 000,00	881 020 000,00		مساهمات أخرى وحسابات دائنة
0,00	0,00		0,00		معدات أخرى مملوكة
33 919 317,09	45 766 996,10	0,00	45 766 996,10		أصول مالية أخرى غير
0,00	0,00	0,00	0,00		طوائف مؤجلة على الأصل
7 683 499 615,52	9 048 234 217,62	5 230 429 645,34	14 278 663 862,96		مجموع الأصول غير الجارية
					أصول جارية
5 514 535 247,87	7 110 867 411,33	0,00	7 110 867 411,33		مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
2 321 044 748,26	2 347 457 222,12	0,00	2 347 457 222,12		حسابات دائنة وامتدادات معادلة
100 868 296,47	118 785 860,96	0,00	118 785 860,96		الزبان
2 000 778 513,46	1 704 429 671,88	0,00	1 704 429 671,88		المتدينين الآخرين
219 397 938,33	524 231 889,48	0,00	524 231 889,48		الضرائب و ما شابهها
0,00	0,00		0,00		الأصول الأخرى غير الجارية
1 088 870 418,10	271 747 779,96	0,00	271 747 779,96		الموجودات و ما يملكها
0,00	0,00	0,00	0,00		الأنواع الموقوفة و الأصول المالية
1 088 870 418,10	271 747 779,96	0,00	271 747 779,96		التأمين
8 924 450 414,23	9 730 072 413,41	0,00	9 730 072 413,41		مجموع الأصول التجارية
16 607 950 029,75	18 778 306 631,03	5 230 429 645,34	24 008 736 276,37		المجموع العام للأصول

الملحق رقم (6) الميزانية المحاسبية لسنة 2016 (جانب الخصوم)

السنة المالية، من 01/01/2016

إلى 2016/12/31

ميزانية			
2016/12/31			
ن	ن	ملاحظة	الخصوم
0	0		رأس المال
600 000 000,00	600 000 000,00		رأس المال الصادر (أو حساب المستغل)
(0,00)	(0,00)		رأس المال غير المنطوب
1 794 208 185,50	2 214 208 185,50		علاؤات و احتياطات - احتياطات مدمجة (1)
(0,00)	(0,00)		مخازن إعادة التقييم
(0,00)	(0,00)		فارق المعادلة (1)
1 387 377 297,46	1 234 293 076,40		(نتيجة سابقة) نتيجة صافية حصة المجموع (1)
(0,00)	896 348 741,28		رؤوس أموال خاصة أخرى ترجيح من جديد
0,00	0,00		الوحدات
<b>3 761 585 482,96</b>	<b>4 944 850 003,18</b>		حصة الشركة المدمجة (1)
<b>0,00</b>	<b>0,00</b>		حصة ذوي الأقلية (1)
<b>3 761 585 482,96</b>	<b>4 944 850 003,18</b>		المجموع 1
0,00	0,00		الخصوم غير الجارية
53 796 389,00	53 796 389,00		غروض و ديون عالية
(0,00)	(0,00)		ضرائب (موجلة و مرصود لها)
(0,00)	(0,00)		ديون أخرى غير جارية
18 952 404,20	9 922 858,09		مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا
<b>72 748 793,20</b>	<b>63 719 247,09</b>		مجموع الخصوم غير الجارية ( 2 )
0,00	0,00		الخصوم الجارية
1 893 043 265,99	2 286 190 150,23		موردون و حسابات ملحقة
843 258 583,23	394 857 638,81		ضرائب
3 899 367 981,38	2 953 330 512,84		ديون أخرى
1 899 998 076,75	3 629 998 985,25		خزينة الخصوم
<b>8 335 667 907,34</b>	<b>9 264 377 286,93</b>		مجموع الخصوم الجارية ( 3 )
<b>12 170 002 183,50</b>	<b>14 272 946 537,20</b>		مجموع عام للخصوم

الملحق رقم (7) الميزانية المحاسبية لسنة 2017 (جانب الخصوم)

شنة المالية، من 01/01/2017

إلى 2017/12/31

ميزانية		
2017/12/31		
ن - I	ن	ملاحظة
0	0	رأس المال
600 000 000,00	600 000 000,00	رأس المال الصادر (أو حساب المستقل)
(0,00)	(0,00)	رأس المال غير المطلوب
2 214 208 185,50	2 448 501 261,90	حقوق و احتياطات - احتياطات ممدجة (1)
(0,00)	(0,00)	فوارق إعادة التقييم
(0,00)	(0,00)	فارق المعادلة (1)
1 234 293 076,40	1 173 687 567,79	(نتيجة صافية/نتيجة صافية حصة المجموع (1))
896 348 741,28	999 893 302,25	رؤوس أموال خاصة أخرى تزجول من جديد
0,00	0,00	توحيات
<b>4 944 850 003,18</b>	<b>5 122 082 131,94</b>	حصة شركة الدمجة (1)
0,00	0,00	حصة ذوي الألفية (1)
<b>4 944 850 003,18</b>	<b>5 122 082 131,94</b>	المجموع I
0,00	0,00	الخصوم غير الجارية
53 796 389,00	33 622 743,12	قروض و ديون مالية
(0,00)	(0,00)	ضرائب (مؤجلة و مرصودة لها)
(0,00)	(0,00)	ديون أخرى غير جزئية
9 922 858,09	3 769 049,78	مؤنات و منتجات ثابتة سيقا
<b>63 719 247,09</b>	<b>37 391 792,90</b>	مجموع الخصوم غير الجارية ( 2 )
0,00	0,00	الخصوم التجارية
2 286 190 150,23	3 237 685 220,49	موزون و حسابات ملحقه
394 857 638,61	421 312 822,49	ضرائب
2 953 330 512,84	4 269 394 846,45	ديون أخرى
3 628 998 985,25	3 520 083 215,48	خزينة الخصوم
<b>9 264 377 286,93</b>	<b>11 448 476 104,91</b>	مجموع الخصوم الجارية ( 3 )
<b>14 272 946 537,20</b>	<b>16 607 950 029,75</b>	مجموع عام للخصوم

الملحق رقم (8) الميزانية المحاسبية لسنة 2018 (جانب الخصوم)

السنة المالية، من 01/01/2018  
إلى 31/12/2018

ميزانية

31/12/2018

ن - 1	ن	ملاحظة	الخصوم
0	0		رأسمال المال
600 000 000,00	600 000 000,00		رأس المال المساندر (أو حساب المستقل)
(0,00)	(0,00)		رأس المال غير المطلوب
2 445 501 261,90	2 622 188 829,89		علاوات و احتياطات - احتياطات مدمجة (1)
(0,00)	(0,00)		فوارق إعادة التقييم
(0,00)	(0,00)		فارق المعادلة (1)
1 173 687 567,79	1 582 850 480,68		(نتيجة صافية) نتيجة صافية حصة المجموع (1)
899 893 302,25	899 893 302,25		رؤوس أموال خاصة أخرى ترحيل من جديد
(0,00)	(0,00)		الوحدات
5 122 082 131,94	5 704 932 612,60		حصة الشركة المدمجة (1)
0,00	0,00		حصة ذوي الأقلية (1)
5 122 082 131,94	5 704 932 612,60		المجموع 1
0,00	0,00		الخصوم غير الجارية
33 822 743,12	20 173 845,88		قروض و ديون مالية
(0,00)	(0,00)		ضرائب (موجلة و مرصود لها)
(0,00)	(0,00)		ديون أخرى غير جارية
3 789 049,78	3 789 049,78		مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا
37 391 792,90	23 942 695,66		مجموع الخصوم غير الجارية ( 2 )
0,00	0,00		الخصوم الجارية
3 237 685 220,49	3 302 853 012,54		موزنون و حسابات ملحقه
421 312 822,49	511 839 503,15		ضرائب
4 268 394 846,45	4 129 345 853,15		ديون أخرى
3 520 083 215,48	5 105 392 853,93		خزينة الخصوم
11 448 476 104,91	13 049 431 322,77		مجموع الخصوم الجارية ( 3 )
16 607 950 029,75	18 778 306 631,03		مجموع عام للخصوم

الملحق رقم (09) جدول حسابات النتائج لسنة 2016

السنة المالية، من 01/01/2016  
إلى 2016/12/31

حسابات النتائج		
حسب الطبيعة		
N-1	N	ملاحظة
13 041 097 806,20	13 225 505 268,00	رؤس الأعمام
1 057 576 301,64	516 037 182,20	تغير مخزونات المنتجات المجمعة و المنتجات قيد التصنيع
(0,00)	(0,00)	الإنتاج المبيد
326 359 275,00	404 586 018,61	إعانات الاستغلال
14 425 033 322,84	14 146 128 468,81	1 - إنتاج السنة العادية
(11 803 343 254,60)	(10 619 594 298,53)	المنتجات المبدئية
(145 435 675,71)	(183 864 510,25)	الخدمات الخارجية و الاستشارات الأخرى
(11 748 778 928,31)	(10 803 458 805,78)	2 - استهلاك السنة العادية
(2 676 254 394,53)	3 342 669 663,03	3 - القيمة المضافة للاستغلال ( 2 - 1 )
(543 389 866,38)	(624 358 821,25)	أجور الموظفين
(96 503 359,15)	(98 098 078,25)	الضرائب و الرسوم و المنوعات الضريبية
2 035 955 129,00	2 610 212 763,53	4 - الفائض الإجمالي عن الاستغلال
12 241 985,72	6 786 807,84	المنتجات العمالية الأخرى
(4 495 820,64)	(36 908 622,78)	الأجور العمالية الأخرى
(805 922 350,69)	(1 389 845 494,49)	المخصصات للاستقالات و الجزوات
242 622 374,71	304 027 543,15	استشاف عن عناصر القيمة و الهويات
1 480 401 318,10	1 494 239 027,25	5 - النتيجة العمالية
69 813 636,93	25 892 159,40	المنتجات العادية
(40 973 148,57)	(32 654 972,74)	الأجور العادية
28 840 490,36	(6 762 813,34)	6 - النتيجة العادية
1 509 241 808,46	1 487 476 213,91	7 - النتيجة العادية قبل الضرائب ( 6 + 5 )
141 864 611,00	253 183 137,51	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
0,00	0,00	الضرائب المؤجلة (تغيرت) حول النتائج لعادية
14 749 711 322,20	14 482 832 009,20	مجموع نتائج الأنشطة العادية
(13 382 324 024,74)	(13 248 538 932,80)	مجموع أجور الأنشطة العادية
1 367 377 297,46	1 234 293 076,40	8 - النتيجة الصافية للأنشطة العادية
0,00	0,00	العناصر غير العادية - المنتجات (يطلب بيانها)
0,00	0,00	العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها)
0,00	0,00	9 - النتيجة غير العادية
1 367 377 297,46	1 234 293 076,40	10 - النتيجة الصافية لسنة العادية
0,00	0,00	حصة الشركات الموصولة موضع المعاملة في النتيجة العادية
0,00	0,00	11 - النتيجة الصافية للمجموع (مدمج (1))
0,00	0,00	و منها حصة نوري الألفية (1)
0,00	0,00	حصة للمجموع (1)

الملحق رقم (10) جدول حسابات النتائج لسنة 2017

الفترة المالية: من 01/01/2017

إلى 2017/12/31

حسابات النتائج			
حساب الضريبة			
H-1	H	ملاحظة	
13 225 505 268,00	13 505 714 530,98		ربح الأعمال
516 037 182,20	780 230 771,43		تغير مخزونيات المنتجات المصنعة و المنتجات قيد التصنيع
(3,00)	90 569 052,11		الإنتاج السليم
001 585 018,61	407 897 269,81		إعانات الاستغلال
14 146 128 468,81	14 784 411 724,33		1 - إنتاج السنة العادية
(10 619 554 295,53)	(11 224 519 149,34)		المشتريات الصافية
(183 864 510,25)	(238 251 258,11)		الخدمات الخارجية و الاستهلاكات الأخرى
(10 803 458 805,78)	(11 462 770 407,45)		2 - استهلاك السنة العادية
(3 342 669 663,03)	3 321 641 316,88		3 - القيمة المضافة للاستغلال ( 2 - 1 )
(634 358 821,25)	(666 250 721,15)		أجاء المستفيدين
(98 098 076,25)	(121 651 159,09)		الضرائب و الرسوم و المبروعات الشهرية
2 610 212 763,53	2 523 739 436,64		4 - الفائض الإجمالي عن الاستغلال
5 783 837,84	12 503 051,33		المنتجات التشغيلية الأخرى
(36 969 622,78)	(18 287 027,11)		الأجاء التشغيلية الأخرى
(1 389 845 494,49)	(1 701 068 475,66)		المخصصات الاستهلاكية و المخزونات
304 027 543,13	645 203 495,45		المستأجرة من حسابات القرض و الإقراض
1 491 239 027,25	1 462 090 480,65		5 - النتيجة التشغيلية
25 892 159,40	7 964 535,30		المفوضات العادية
(32 654 972,74)	(48 970 466,16)		الأجاء العادية
(6 762 813,34)	(41 005 930,86)		6 - النتيجة العادية
1 487 476 213,91	1 421 084 549,79		7 - النتيجة العادية قبل الضرائب ( 6 + 5 )
253 183 137,51	247 396 562,00		المسؤوليات الواجب دفعها عن النتائج العادية
0,00	0,00		المسؤوليات المؤجلة (تقديرات) حول النتائج العادية
14 482 832 009,20	15 450 082 806,41		مجموع نتائج الأنشطة العادية
(13 248 538 932,80)	(14 276 395 238,62)		مجموع أجاء الأنشطة العادية
1 234 293 076,40	1 173 687 567,79		8 - النتيجة الصافية للأنشطة العادية
0,00	0,00		عناصر غير العادية - التغيرات (إلزامية و اختيارية)
0,00	0,00		عناصر غير العادية - الأخطاء (يطلب بيانها)
0,00	0,00		9 - النتيجة غير العادية
1 234 293 076,40	1 173 687 567,79		10 - النتيجة الصافية للسنة العادية
0,00	0,00		حصة شركات الموضوعة موضوع المعاملة في النتيجة
0,00	0,00		11 - النتيجة الصافية للمجموع التجميع (1)
0,00	0,00		و منها حصة أوي الأمانة (1)
0,00	0,00		حصة المجموع (1)

الملحق رقم (11) جدول حسابات النتائج لسنة 2018

السنة المالية، من 01/01/2018

الى 31/12/2018

حسابات النتائج		
حسب الطبيعة		
N-1	N	ملاحظة
13 505 714 530,98	14 477 818 897,88	رقم الأعداد
780 230 771,43	296 478 260,19	تغير مخزونات المنتجات المصنعة و المنتجات قيد التصنيع
90 569 052,11	149 003 054,45	الإنتاج الجيد
407 897 369,81	342 105 424,50	إعانات الاستغلال
14 784 411 724,33	15 265 405 637,02	1 - إنتاج السنة المالية
(11 224 519 149,34)	(11 717 125 083,19)	المشتريات المستهلكة
(238 251 258,11)	(209 251 600,35)	الخدمات الخارجية و الاستهلاكات الأخرى
(11 462 770 407,45)	(11 926 386 683,54)	2 - استهلاك السنة المالية
(3 321 641 316,88)	3 339 018 953,48	3 - القيمة المضافة للاستغلال ( 2 - 1 )
(666 250 721,15)	(750 149 624,32)	أجور المستخدمين
(131 651 159,09)	(129 541 255,51)	الضرائب و الرسوم و المنحوتات المشابهة
2 523 739 436,64	2 459 328 073,65	4 - الفائض الإجمالي عن الاستغلال
12 503 051,33	486 064 875,99	الخدمات العمالية الأخرى
(18 287 027,11)	(431 724 997,58)	الأجور العمالية الأخرى
(1 701 068 475,56)	(1 065 447 996,01)	المخصصات للاستهلاكات و المخزونات
645 203 495,45	445 854 525,16	استقراض عن خسائر القيمة و المخزونات
1 462 090 480,65	1 894 074 481,21	5 - النتيجة العمالية
7 964 535,30	11 172 141,35	الاحتياجات المالية
(48 970 466,16)	(130 815 297,90)	الأجور المالية
(41 005 930,96)	(119 643 156,55)	6 - النتيجة المالية
1 421 084 549,79	1 774 431 324,66	7 - النتيجة العادية قبل الضرائب ( 6 + 5 )
247 396 982,00	191 580 844,00	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
0,00	0,00	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية
15 450 082 806,41	16 208 497 179,52	مجموع منتجات الأنشطة العادية
(14 276 395 238,62)	(14 625 646 698,86)	مجموع أعباء الأنشطة العادية
1 173 687 567,79	1 582 850 480,66	8 - النتيجة الصافية للأنشطة العادية
0,00	0,00	العناصر غير العادية - المتفرجات (يطلب بيانها)
0,00	0,00	العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها)
0,00	0,00	9 - النتيجة غير العادية
1 173 687 567,79	1 582 850 480,66	10 - النتيجة الصافية للمدة المالية
0,00	0,00	حصة الشركات الموضوعة موضع المعالجة في النتيجة
0,00	0,00	11 - النتيجة الصافية للمجموع المدمج (1)
0,00	0,00	و منها حصة نوع الأقلية (1)
0,00	0,00	حصة المجموع (1)