

محاولة إرساء نموذج لتقييم المؤسسات في الجزائر - دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات المتعاملة في قطاع الاتصالات\*  
**Trying to establish a model for evaluating institutions in Algeria**  
**-An applied study of one of the institutions operating in the Telecommunications sector-**

عبد الحق قنون<sup>1</sup>،\*\*، عبد الغني دادن<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر التمويل، مالية الأسواق ومالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر  
 (aguenoun89@gmail.com)

<sup>2</sup> مخبر التمويل، مالية الأسواق ومالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر  
 (dadene@gmail.com)

تاريخ الاستلام: 2017؛ تاريخ القبول: 2017؛ تاريخ النشر: 01 جوان 2017

**ملخص:** تحاول هذه الدراسة الإجابة على إشكالية تقييم شركات الاتصال في الجزائر من خلال محاولة تطبيق مقارنة التدفقات النقدية و تبيان مساهمتها في اتخاذ القرارات المستقبلية لمؤسسات الاتصال الناشطة في البيئة الاقتصادية الجزائرية وكذا تقديم مقترحات حول تقييم شركات الاتصال الناشطة بالجزائر في ظل تطورات التكنولوجيا من خلال محاولة إرساء نموذج يمكن الاعتماد عليه في تقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر، توصلت الدراسة الى أن إرساء نموذج للتقييم مرتكز أساس على هذه المقاربة سيساعد مؤسسة في اتخاذ قرارات مستقبلية انطلاقا من مجال القيم التي تتحصل عليه من خلاله، حيث تجد نفسها امام فرشة من القيم يمكن على أساسها اتخاذ القرارات الاستراتيجية القريبة المدى انطلاقا من القيم المتوصل إليها والمحسوبة أساسا على الفترة القصيرة نظرا للأسباب للخصائص التي تتميز بها البيئة الجزائرية، الا أنه يتوجب عليها التعامل بحذر وبجد بمخطط عمل قصير المدى للحصول على تقديرات صحيحة وحقيقة خاصة في البيئة الجزائرية التي تمتاز بعدم استقرار.

**الكلمات المفتاحية:** تقييم مؤسسة، مقارنة تقييم، مقارنة التدفقات النقدية، قطاع الاتصالات.

**Abstract :** This study attempts to answer the problematic of telecommunications companies evaluation in Algeri, By trying to apply the cash flow approach And its contribution to the future decisions of the communication companies operating in the Algerian economic environment, They also presented proposals on the evaluation of telecommunications companies operating in Algeria in the context of technological developments By trying to establish a reliable model for the assessment of telecommunications institutions in Algeria, The study found that establishing an evaluation model based on this approach will help an institution make future decisions Based on the field of values obtained through it, Where it finds itself in front of a range of values on which to take strategic decisions near-term, From them and reached values calculated on the basis of short period due to the reasons for the characteristics of which are characterized by the Algerian economic environment, However, it must carefully and carefully deal with a short-term action plan to obtain proper estimates and truths, especially in Algeria's unstable environment.

**Key words :** Enterprise valuation, Valuation Approach, Cash-Flow Approach, telecommunication sector.

\* يتعذر ذكر اسم المؤسسة قيد الدراسة لخصوصية بياناتها المالية

\*\* المؤلف المرسل.

## I. تمهيد

يشهد العالم في العشرين السنة الأخيرة تطورات هائلة في شتى المجالات ومنها ما نجد في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصال وبالأخص مجال الاتصالات اللاسلكية الذي نجد بداية تطوره منذ بداية اجراء أول مكالمة لاسلكية سنة 1973 من طرف نائب شركة موتورولا الى احدى مكاتب الشركة الأمريكية المنافسة والعريقة في مجال الاتصالات AT&T، ومنذ ذلك الحين بدأ تطوير أجيال شبكات الاتصال في ثمانينيات القرن العشرين وذلك بعد إطلاق اليابان للشبكة في جيلها الأول ولتستمر شبكات الاتصال في التطور حتى وصلت الى ما هي عليه اليوم من قدرات في نقل اتصالات بالفيديو والبيانات بمعدلات كبيرة جدا.

و في ضل هذا التطور تستغل الشركات و المؤسسات الناشطة في هذا المجال هذه الشبكات في التنافس فيما بينها من خلال تقديم مختلف الخدمات المتعلقة بتكنولوجيا الاتصال من خلال تقديم أحسن تغطية ممكنة للشبكة قصد استغلالها من طرف الزبائن بهدف السيطرة على سوق الشبكة اللاسلكية وتحقيق أكبر قدر ممكن من التدفقات و الأرباح المالية.

حصيلة لهذه التطورات استفادت الجزائر من هذه التكنولوجيا وتم استعمال أول شبكة للهاتف النقال في سنة 1998 من طرف المتعامل موبيليس التابع لمجمع اتصالات الجزائر، وبعدها تم فتح سوق الاتصالات اللاسلكية للتنافس بصدور القانون 03-2000<sup>1</sup> المحدد للقواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية.

تباعا لهذه التطورات شهدت الجزائر عدة تطورات اقتصادية خاصة في مجال حوصصة أغلب المؤسسات الحكومية التي انخر عنها عمليات تقييم للمؤسسات قصد التفاوض من اجل التنازل عنها للخواص، كما حاولت تأمين بعض الشركات الناشطة في البيئة الاقتصادية الجزائرية في الآونة الأخيرة منها احدى الشركات المتعاملة في قطاع الاتصالات حيث أحدثت ضجة من خلال عملية التفاوض بشأن عملية التقييم والقيمة النهائية للتنازل نظرا لضخامة الشركة وموقعها التنافسي في سوق الاتصالات الجزائرية.

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

ومن هذا المنطلق تتجلى إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما مدى مساهمة بناء نموذج للتقييم خاص بمؤسسة متعاملة في الاتصالات في إنجاز عمليات تقييم هذا النوع من الشركات في الجزائر في ضل التطورات التكنولوجية والمنافسة في مجال الاتصال؟

**I.1. أهمية واهداف الدراسة:** تكمن أهمية الموضوع في أهمية شركات الاتصال والمنافسة في ما بينها في الوقت الراهن و مدى مساهمتها في اقتصاديات الدول وتطورها، إضافة الى ذلك ضخامة الاستثمارات المستغلة من طرفها و التي تدر بتدفقات مالية هامة تسرع من نمو هذه المؤسسات، من جهة أخرى يتأتى أهمية الموضوع لما مرت به الجزائر من عمليات تقييم لمختلف الأغراض و ما شهدته من مفاوضات طويلة الأجل من أجل تقييم احدى الشركات الناشطة في قطاع الاتصال بالجزائر قصد شراء أسهمها، و في الأخير تعتبر محاولة لإعطاء الحلول المناسبة وإعطاء نموذج يساعد في اتخاذ القرارات بالنسبة للمؤسسة محل الدراسة.

كما نهدف من هذه الدراسة الى محاولة تطبيق مقاربة التدفقات النقدية وتبيان مساهمتها في اتخاذ القرارات المستقبلية لمؤسسات الاتصال الناشطة في البيئة الجزائرية وتقديم مقترحات حول تقييم شركات الاتصال الناشطة في الجزائر في ضل تطورات التكنولوجيا في الأخير إرساء نموذج يمكن الاعتماد عليه في تقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر.

**I.2. الدراسات السابقة:** نظرا لأهمية موضوع تقييم المؤسسات لمختلف أغراض استعمالها من طرف أصحاب المؤسسات و المستثمرين المهتمين إضافة الى الباحثين عن معلومة قيمة المؤسسة بغرض الاستثمار بمختلف أنواعه، نجد الكثير من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع من دراسات وطنية وأجنبية اختلفت حسب الحدود المكانية، النماذج المستعملة و الغرض الأساسي من عملية التقييم، ويمكن تلخيص اهم الدراسات المتوصل اليها من طرف الباحث كما يلي:

**دراسة ( بلخير بكاري )<sup>2</sup>:** حاول الباحث معالجة موضوع تقييم المؤسسات وأثره على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات المحروقات في الجزائر حيث حاول الباحث تطبيق مقاربة التدفقات النقدية لإعطاء مجال تفوضي أوسع للمؤسسة في عملية الشراكة، وهذا بعد تحليل عملية التقييم التي اعتمدها شركة E.N.S.P. والمتمثلة في احدى طرق الذمة المالية والمتمثلة في الأصل الصافي المصحح وإعطاء البديل و تبيان أهمية مقاربة

الديناميكية في تقييم المؤسسات لتخطي التحليل الساكن في ظل تطور الفكر المالي المحاسبي، توصل الباحث الى أن استعمال مقارنة الذمة المالية يؤدي أدى بما الى استعمال مجال محدود للتفاوض نظرا لتحصلها على قيمة واحدة للشركة لا تمثل واقعها الحقيقي وهذا نظرا للقصور الذي تتميز به طريقة الذمة المالي من تجاهل لبعض العناصر المهمة والتي تؤثر على قيمة المؤسسة، كما ان الاعتماد على مقارنة التدفقات النقدية و التي تقوم على استعمال عدة سيناريوهات سيعطي مجال أكبر للتفاوض من خلال التحصل على عدد كبير من القيم تفوق القيمة المحسوبة وفق مقارنة الذمة المالية، كما استطاع ان يري نموذج قطاعي للتقييم مستندا الى منهج التدفقات النقدية لتقييم المؤسسات البترولية لمختلف الأغراض و اتخاذ القرارات المالية والاستراتيجية.

**دراسة ( هواري سويبي)<sup>3</sup>:** حاول الباحث في هذه الدراسة معالجة موضوع تقييم المؤسسات في ظل التحولات الاقتصادية التي شهدتها الجزائر سابقا من عمليات الخصخصة والانتقال الى اقتصاد السوق، وذلك بدراسة إشكالية التقييم لأغراض الخصخصة انطلاقا من دراسة واقع ممارسات التقييم من طرف الممارسين لمهنة المحاسبة و المالية و الاكاديميين المهتمين بموضوع التقييم من اجل تحسين عملية التقييم في الجزائر، إضافة الى ذلك قام الباحث بمحاولة لإرساء نظام للتفسير بالقيمة من أجل اتخاذ القرارات استراتيجية من طرف المؤسسة، توصل الباحث من خلال دراسة الواقع العملي للتقييم في الجزائر الى أنه لا يمكن اعتبار حساب متوسط النتائج عدة طرق للتقييم لنفس المؤسسة قياسا دقيقا لقيمة المؤسسة، حيث يمكن البحث والتدقيق في مجموعة من العناصر التي تمثل محددات العملية للتقييم، كما انه من الضروري تأسيس هيئة تعنى بعملية التقييم من شأنها ان تهتم بترقية هذا النشاط وإطفاء صفة القبول العامل على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة التي تصدر عن الخبراء، كما أوصى الباحث بتطبيق النموذج المقترح وهذا باعتماد التدرج في تطبيق النظام التسييري المبني على القيمة بتطبيق النظام الفرعي والمتمثل في التسيير الاستراتيجي بالقيمة في المرحلة الأولى.

**دراسة (عبد القادر قليز)<sup>4</sup>:** حاول الباحث في هذه الدراسة الإجابة ببيان أهمية قيمة المؤسسة ومساهمتها في إيجاد طريقة خصخصة ملائمة، حيث اعتمد قيمة المؤسسة كأداة تفيدي في تقليل المخاطر التي تنجر عن خصخصة المؤسسة ممثلة في مخاطر اختيار مشتري غير كفاء في تسيير المؤسسة و مخاطر اختيار مشتري غير كفاء في تسيير المؤسسة و مخاطر انحراف المشتري عن أهداف تطوري المؤسسة محل الخصخصة الناجم عن عدم تمثيل المعلومة، ولذلك من الضروري اعتماد تقييم المؤسسة المراد خصصتها وذلك في سياق الانتقال الى اقتصاد السوق، كما تطرق الباحث الى المشاكل التي تعترض عملية تقييم المؤسسات في ظل التحول الى اقتصاد السوق، من رغم أهمية الدراسة و دورها في تحليل العلاقة بين عملية الخصخصة و تقييم المؤسسات الا انها لم تشر الى طرق التقييم المناسبة و لا مقترحات تساعد في اختيار طريقة دون الأخرى في ظل تعدد مقاربات التقييم.

**دراسة (Pascal S.Froidevaux)<sup>5</sup>:** هدفت هذه الدراسة الى استخدام المنظور السلوكي في تقييم الأسهم المدرجة ، من خلال الاعتماد على بناء نموذج متطور تقديري يرتكز على مقارنة التدفقات النقدية لتحليل سلوكيات المستثمرين في السوق المالي الأمريكي ، حيث ارتكزت مدخلات النموذج على المؤشرات المستعملة من طرف المستثمرين في تقييمه للأسهم، كما اعتمد الباحث في بناء النموذج على مزيج من الأساليب المرتكزة على مقارنة التدفقات النقدية و هذا من اجل تحليل نمو التدفقات النقدية، مدة النمو، معدل الخصم، كذلك اختبر الباحث قدرة النموذج على التفريق بين الأسهم المقيمة بأدى سعرها والأسهم البالغ في تقييم في سوق الولايات المتحدة الامريكية خلال الفترة 1993-2002.

توصل الباحث من خلال اختبارات المطبقة على النموذج المقدر و المرتكز على مقارنة التدفقات النقدية المخصومة قادر على التفرقة بين الأسهم المقيمة لأقل من قيمتها و الأسهم البالغ في قيمتها وبذلك استنتج ان السوق المالي الأمريكي غير كفاء، أي يمكن اعتماده كمؤشر استثمار في الأسهم الامريكية من خلال استغلال سوء التقييم للأسهم في السوق، كما ان النموذج تنبؤ لفترة طويلة تصل الى 175 مستقبلية و هذا ما يتعارض مع الدراسات التي نوصي باستعمال مدة قصيرة للتنبؤ بالتدفقات النقدية، إضافة الى ذلك أثبت الباحث أن النموذج المقدر قابل للاستعمال في عدة الأسواق المالية " الصاعدة - النازلة - المستقرة".

**دراسة ( Wictor Patena )<sup>6</sup>:** هدف الباحث من هذه الدراسة الى تبيان كيفية تعامل الشركة مع مجموعة القيم التي تحصل عليها من طرف مختلف المقيمين سواء المحللين الماليين، شركات التقييم أو السوق المالي و التي تطلب منهم اجراء تقييم لها من خلال دراسة الكيفية المثلى للتعامل مع مجموعة قيمة الشركة، حيث قام الباحث بتحليل مقاربات التقييم الأكثر شيوعا و استعمالا من طرف الممارسين و الهيئات المختصة لتبيان نقاط القوة و الضعف من أجل اقتراح نموذج PATEV<sup>7</sup> والذي يستند الى ترجيح نتائج التقييم المعادلة لرسملة الشركة، أي يتم انشاء محفظة للقيم بمعاملات ترجيح لتحديد قيمة الشركة وذلك بالاعتماد على عدة سيناريوهات للوقوف على مجال القيم الذي يسمح لها بالتفاوض.

دراسة (Thomas Plenborg)<sup>8</sup>: حاول الباحث في هذه الدراسة مقارنة مقاربة التدفقات النقدية المخصومة بمقاربة التقييم على أساس الاستحقاق "نموذج الدخل المتبقي" حيث انه نظرا للتكافؤ النظري الموجود بين الطريقتين الا انه أراد تبيان ما إذا كان ممكن الاعتماد على مقاربة دون الأخرى والوقوف على نقاط القوة والضعف لكل منهما، توصل الباحث الى أن الوصول الى القيمة الحقيقية والمنطقية لقيمة المؤسسة يرتكز على التطبيق الصحيح والجيد للمقاربة المستعملة نظرا للتكافؤ النظري للطريقتين، كما ان تبسيط افتراضات تقدير العوائد يؤثر على التقييم النهائي للشركة محل التقييم، إضافة الى ذلك ومن خلال الاختبارات توصل الباحث الى انه لا يمكن اعتبار طريقة أدق من الأخرى ويعود السبب الى عدم اليقين الذي يتميز به محيط التقييم وبذلك استخدام افتراضات البسيطة يكون مقبولا ويؤدي الغرض، كذلك من وجهة نظر الباحث ان التقديرات تكون على أسس محاسبية وان الرقابة الموازنة تكون بالأرقام المحاسبية لا بالتوقعات.

من خلال بحثنا في الاديات التطبيقية لموضوع تقييم المؤسسات وفي حدود ما توصل اليه الباحثان نجدها بغزارة في الدول الأجنبية الا انها لا تتوافق تطبيقيا مع البيئة الجزائرية كما ان موضوع تقييم شركات الاتصال يبدو غائبا عن الدراسة كون أن هذه الشركات غالبا ما تكون مدرجة في الأسواق المالية وهذه الأخير التي تلعب دورا مهما في عملية تقييم الأسهم- الشركات- كما ان الدراسات الأجنبية المتوصل اليها في تقييم المؤسسات ارتكزت على المفاضلة بين نماذج التقييم ودورها في اتخاذ القرارات المناسبة، اما بالنسبة للدراسات في بيئة الاعمال الجزائرية فلم نجد اهتماما لعمليات التقييم خاصة بقطاع الاتصالات رغم أهميته في الوقت الحالي وتأثيره على المجتمع بشكل او بآخر، كما أن المؤسسات الاتصال دور في الاقتصاد الوطني في المستقبل بسبب التسارع التكنولوجي الحاصل واستغلاله من طرف مستعمليه.

من خلال ذلك فدراستنا تهتم بعملية التقييم الخاصة بمؤسسات الاتصال، حيث سنحاول محاولة تطبيق مقاربة التدفقات والخروج بفرشاة - مجال- من القيم التي ستساعد المؤسسة على اتخاذ قراراتها المستقبلية، كما انها محاولة لإرساء نموذج مرجعي للتقييم لمؤسسة المتعاملة بقطاع الاتصالات في الجزائر، وها ما يجعل دراستنا تتوافق من حيث الأهداف مع دراسة (بكاراي بلخير) كما أنها تختلف عن الدراسات المنجزة في البيئة الجزائرية من حيث الغرض كون انها تناولت موضوع التقييم لأغراض الخوصصة، كما انها تختلف عن الدراسات الأجنبية من حيث التطبيق كون ان الدراسة ستتم على احدى شركات الاتصال والتي تعتبر غير مدرجة في بورصة القيم عكس ما هو معمول به في الدول الأجنبية المتطورة و الناشئة في الوقت الحالي.

## II. منهجية وأدوات الدراسة

### II.1. مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في قطاع الاتصالات في الجزائر الذي يلعب دورا مهما في الاقتصاد الحديث من خلال ما يساهم به من قيمة مضافة في الاقتصاد الوطني وله من تأثير على المجتمع من خلال تقديم خدمات الاتصال والانترنت، إضافة الى ذلك ما يتميز به هذا القطاع من تنافسية حادة بين المتعاملين الذي يسيطر عليه المتعامل جيزي مند دخوله سوق الاتصال في الجزائر.

II.2. حدود وأدوات الدراسة: تتمثل الحدود المكانية والزمانية للدراسة في دراسة احدى المؤسسات المتعاملة في قطاع الاتصالات بالجزائر والتي تم الاعتماد على البيانات المالية المتحصل عليها من طرفها والتي تمثلت في مجموعة من البيانات التقديرية للسنوات 2016، 2017، 2018، وهذا بغية تقييم المؤسسة حسب ما تتطلبه مقاربة التدفقات النقدية المرتكزة أساسا على التقديرات المستقبلية للشركات والمؤسسات، إضافة الى ذلك تم الاعتماد على بيانات بورصة القيم الجزائرية والمتمثلة في معدلات الفائدة الخاصة بأذونات الخزينة العمومية المدرجة فيها، وبغية تحقيق الهدف العام من الدراسة و تطبيق طريقة التقييم المعتمدة سيتم الاستعانة ببرنامج excel office 2016 لحساب مجال القيم وتبني نموذج خاص بالمؤسسة محل الدراسة.

### III. تحليل نتائج الدراسة ومناقشتها

#### أولا/ تحليل النتائج

1. المحددات الأساسية لمقاربة التدفقات بغية تطبيق عملية التقييم وجب أولا الوقوف على المحددات الأساسية لهذه المقاربة، حيث تتمثل المحددات الأساسية للتقييم على أساس مقاربة التدفقات في العوامل المشتركة بين طرق التقييم وفق هذه المقاربة والمتمثلة في: "معدل الخصم، فترة الاستحداث"، وسنبين في النقطة الموالية كيفية اختيار هذين العاملين وفقا لما تتطلبه الدراسة.

**1.1. معدل الخصم:** يعبر هذا المعدل عن تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار أي هو العائد الذي يمكن ان يُتحصل عليه جراء استثمار نفس راس المال في مكان آخر، حيث يستعمل هذا المعدل في حساب القيمة الحالية لمجموعة التدفقات المستقبلية، كما يعبر عن معدل المردودية المضمون للمستثمر<sup>9</sup>، يتم حساب هذا المعدل كما يلي:

$$\text{معدل الخصم} = \text{معدل الأساس} + \text{علاوة الخطر}$$

حيث يمكن استعمال عدة مصادر لتمثيل معدل الأساس ويستند اختيار معدل الاستحداث الى عدة عوامل منها<sup>10</sup>:

- ✓ سعر السوق المالي والذي يمكن ان يعرف تقلبات لحالة الاقتراض؛
- ✓ المخاطرة المتعلقة بالمشروع حيث يعكس مخاطرة احتمال فشل المشروع؛
- ✓ طبيعة النشاط حيث يكون معدل الاستحداث مرتفع للمشاريع السريعة الاسترداد.

اضافة الى ذلك يستند اختيار معدل الاستحداث انطلاقا من عدة أسس مرجعية في التطبيق، أي يتم اختياره من بين المعدلات الآتية<sup>11</sup>:

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

على العموم يتم اختيار معدل الاستحداث تبعا لاختيار الربح المأخوذ في الحسبان إذا تم اختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي الى معدل الفائدة لرؤوس الأموال طويلة الأجل، اما إذا تم اختيار الربح المتوقع فنضيف الى معدل السوق علاوة مخطر بغية تلاقي تأثيرات عدم التأكد التي تحيط بالتوقعات<sup>12</sup>، وفي دراستنا التطبيقية سيتم الاعتماد على متوسط معدل الفائدة الخاص بسندات الخزينة العمومية متوسطة الأجل - 7 سنوات - المدرجة في بورصة الجزائر<sup>13</sup> كونه يمثل معدل فائدة خالي من الخطر، وهو ما يبينهم الجدول رقم (01-III).

من خلال معدلات الجدول رقم (01-III) يمكن استعمال متوسط معدل الفائدة الخاص بسندات الخزينة العمومية والذي يكمن في 3.21% كمعدل أساس يمكن اضافته لعلاوة الخطر للحصول على معدل الاستحداث.

بالنسبة لعلاوة الخطر والذي يعتبر كتعويض للمخاطر التي يمكن ان تجاهاها الاستثمارات في المستقبل، فهو معدل يتم اضافته لمعدل الأساس للحصول على معدل الاستحداث، ففي دراستنا سيتم الاعتماد على عدة معدلات لتطبيق والتي سيتم الاعتماد عليها في شكل سيناريوهات للتقييم على أساس مقارنة التدفقات، وهذا لتفادي كل المخاطر التي تواجهها المؤسسة المتعاملة في قطاع الاتصالات الجزائري الذي يواجه عدة أخطر منها:

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

ومنه سيتم استعمال سيناريوهات تفوق 50% بالنسبة للبيئة الجزائرية المتميزة بعدم الاستقرار والتي تؤثر مباشرة على النشاط الاقتصادي للمؤسسات والذي يؤدي الى حالة عدم التأكد المستقبلي، ففي الجدول رقم (02-III) سنبين معدلات علاوة الخطر التي سيتم الاعتماد عليها في عملية التقييم، وتم الاعتماد نسبة 50% كمخطر ضعيف لخصوصية القطاع الذي يتميز بالتنافسية الحادة بين المتعاملين إضافة الى المخاطر الأخرى التي اعتمدنا الى رفع العلاوة ب 25% في كل مستوى، ومنه يمكن حساب معدل الاستحداث اعتمادا على معدل الأساس وعلاوات الخطر التي سيتم اعتمادها وفقا للجدول رقم الجدول رقم (03-III).

**2.1. فترة الاستحداث:** بالنسبة لهذا العنصر ففي الممارسة العملية، يتم توقع التدفقات النقدية المحددة خلال عدد معين من السنوات، وتسمى هذه الفترة فترة التوقع الواضحة، حيث ان هذه مدة تختلف تبعا للقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، حيث يمكن أن تكون قصيرة بقدر 2-3 سنوات لشركة الفائقة التكنولوجيا او التكنولوجيات المتطورة، 5-7 سنوات لشركات التجارية كما يمكن ان يستعمل بعض المحللين و المقيمي فترة تمتد بين 20-30 سنة<sup>14</sup>، الا ان استخدام الفترة الطويلة الممتدة بين 20-30 سنة ستؤثر على النتائج التوقعات حيث تكون عشوائية و فاقدة للواقعية و تميزها الشكوك حول مدى مصداقيتها.

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

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

## 2. التقييم وفق مقارنة التدفقات النقدية

### 1.1. التقييم وفق طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي

يعبر مصطلح القدرة على التمويل الذاتي CAF عن الفائض الإجمالي الذي تولده المؤسسة بعد كل عمليات الاستغلال، الاستثمار والتمويل<sup>15</sup>، كما يعبر عن الطاقة او قدرة المؤسسة على تمويل نشاطاتها بنفسها وهو نفس التعريف المقدم للهامش الإجمالي للتمويل الذاتي MBA<sup>\*\*</sup> حيث يعبر عن مدى قدرة المؤسسة في تمويل نشاطاتها خلال دورة مالية قبل توزيع ارباحها<sup>16</sup>، فحسب مؤلفي كتاب Pierre Vernimmen<sup>\*\*\*</sup> فان القدرة على التمويل الذاتي والهامش الإجمالي للتمويل الذاتي مصطلحان مترادفان الا ان مؤشر MBA لا يستبعد تأثير التنازل عن الاستثمارات والتي يؤثر على النتيجة الصافية عكس مؤشر CAF، كما يتأتى استعمال الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي من خلال التمثيل الجيد للقدرة الربحية للمؤسسة، وكذا الاعتماد عليها في تقييم المؤسسات الصناعية والتي تحتاج الى استثمارات في شكل عتاد والتي بدورها تمتلك بقيم كبيرة<sup>17</sup>.

وللتذكير يتم حساب مؤشر الهامش الإجمالي من خلال إضافة مجموع الاهتلاكات والمؤونات الى النتيجة الصافية المحققة.

الجدول التالي رقم (04-III) يوضح بيانات مؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي التقديرية للمؤسسة قيد التقييم.

من خلال بيانات الجدول رقم (04-III) نلاحظ ان الاهتلاكات في ارتفاع مستمر ما يوضح لنا سياسة المؤسسة الاستثمارية التوسعية لمواجهة التحديات المستقبلية في التنافس على تقديم أحسن خدمات تكنولوجيا الجيل الرابع خلال فترة الدراسة. ويتم تقييم المؤسسة وفق هه الطريقة حسب العلاقة التالية:

حيث ان:

MBA = الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي؛

i = معدل الخصم؛

n = عدد السنوات.

انطلاقا من العلاقة رقم (III-01) يمكن إعطاء مجال القيم الموضحة في الجدول رقم (III-05) والذي يوضح مجال القيم المتوصل اليه حسب طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي.

## 2.2. التقييم وفق التدفقات النقدي المتاح المستحدثة

يعتبر التقييم وفق طريقة استحداث التدفقات الحرة من أشهر الطرق المستعملة في تقييم الشركات والأسهم، حيث يعرف التدفق النقدي المتاح على انه المقدار النقدي الذي يمكن ان تدفعه الشركة للمستثمرين بعد تمويل كامل احتياجات الاستثمار اللازمة للنمو، حيث يمكن أن يكون هذا التدفق سلبيا بالنسبة للشركات سريعة النمو<sup>18</sup>، كما يعرف على انه ذلك التدفق المتولد من المؤسسة بعد تجديد وتوسيع وسائل الإنتاج حيث بهذا التدفق يمكن للمؤسسة أن تعوض الدائنين الماليين وحاملي الأسهم<sup>19</sup>، إضافة الى ذلك يعبر عن فائض الخزينة الغير مستثمر. ولأهمية هذا المؤشر يمكن استعماله في تقييم المؤسسة محل الدراسة وهذا انطلاقا من حساب المؤشر والتقييم من خلاله، حيث ان قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة تحسب من خلال العلاقة التالية<sup>20</sup>:

حيث ان:

$$V_0 = \text{قيمة المؤسسة؛}$$

$$FTD_i = \text{تدفق النقدي المتاح للسنة } i؛$$

$$k = \text{معدل الاستحداث؛}$$

$$Vr = \text{القيمة المتبقية للمؤسسة.}$$

$$n = \text{مدة الاستحداث}$$

وحساب قيمة المؤسسة وجب الوقوف على قيمة التدفق النقدي الحر التقديري للمؤسسة قيد الدراسة كما هو موضح الجدول رقم (III-06) فيما يخص القيمة المتبقية ( $Vr$ ) فيت الحصول عليها من خلال:

- ✓ استحداث أحد نتائج حسابات التسيير التالية (رقم الاعمال، الفائض الإجمالي للاستغلال، النتيجة التشغيلية). بمعدل خصم التدفق النقدي المتاح في السنة الأخيرة؛
- ✓ رسملة التدفقات الحرة للسنة الأخيرة من التقدير أو رسملة الأرباح للسنة الأخيرة للتوقعات بواسطة مؤشر  $PER$  المقدر للمؤسسة<sup>21</sup>؛
- ✓ حساب الأصل الصافي المصحح لنهاية فترة التوقعات؛
- ✓ تصفية أصول المؤسسة في السنة الأخير من فترة التقدير وتقدير ما يمكن ان يدفع المشترون لمجموع الأصول<sup>22</sup>
- ✓ حساب الأصل الاقتصادي للسنة الأخيرة للتوقعات<sup>23</sup>؛
- ✓ استحداث التدفق الأخير الى ما لا نهاية بمعدل استحداث يتمثل في معدل العائد الواجب الحصول عليه؛

أما فيما يخص دراستنا فسيتم الاعتماد على ثلاث مؤشرات من أهم نتائج حسابات التسيير - رقم الأعمال، الفائض الإجمالي للاستغلال، النتيجة التشغيلية - التي يمكن ان تمثل القيمة النهائية للمؤسسة من خلال استحداثها. بمعدل خصم التدفق النقدي المتاح في السنة الأخيرة ممثلة في سنة 2018 والموضحة في الجدول الموالي:

من خلال الجدول رقم (III-07) سيتم استحداث هذه المؤشرات اعتمادا على المعدل المستعمل في خصم آخر تدفق والمتمثل في سنة 2018.

انطلاقا من العلاقة رقم (III-02) والجدول رقم (III-06) ورقم (III-07) تم التوصل الى نتائج التي تمثل مجال القيم حسب السيناريوهات المستعملة والموضحة الجدول رقم (III-08).

## ثانيا/ تحليل ومناقشة النتائج

بعد تقديمنا لنتائج تقييم المؤسسة قيد الدراسة وذلك باستخدام مقارنة التدفقات النقدية سنحاول تحليل هذه النتائج في النقاط التالية:

### 1- التقييم وفق الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي

طريقة الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي او القدرة على التمويل الذاتي أعطت قيمة كبيرة ويعود هذا الى تأثير الاهتلاكات التي اعتبرت ضخمة ما يبين أهمية الأصول المستثمرة من طرف المؤسسة، كما انها تقديرات تبين سياسة المؤسسة التوسعية في الاستثمار لمواجهة التحديات المستقبلية.

مؤسسة قيد الدراسة تتميز باستخدام استثمارات ضخمة للغاية ومهمة في نشاطها، حيث ستهلك بقيم ضخمة كما هو مبين في بيانها، وبذلك فعنصر الاهتلاكات سيساهم في تصحيح النتيجة الصافية ويعطي صورة صادقة عن القدرة الربحية للمؤسسة أي تقدم مجال للقيمة التشغيلية الحقيقية.

استعمال مؤشر الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي في تقييم المؤسسات يساهم في إعطاء صورة حقيقية لمساهمة الأصول في رفع من قيمة المؤسسة، هذا ما سيساعد مسيري المؤسسة على اتخاذ قرارات لتجديد الأصول أو توسيع الاستثمارات وهذا تماشياً مع فكرة استمرارية النشاط، كما أنها ستساعد المؤسسة في معرفة القيمة المحتملة للنمو في الأجل القصير من خلال مساهمة المؤشر في معرفة احتمالية التطور والنمو، كما أن المؤسسة محل الدراسة بإمكانها استعمال هذا المؤشر لمعرفة قيمتها الاستراتيجية ومعرفة مكانتها في سوق المؤسسات المستهدفة بغرض الاستثمار.

## 2- التقييم وفق طريقة التدفقات النقدية الحرة المخصومة:

توصلنا وفق هذه الطريقة الى ثلاثة مجالات للقيم الحقيقية وفق نظر الباحثان، حيث ان هذه المجالات كان في شكل متباين حيث يمكن تفسير ذلك الى تأثير المؤشر المستعمل في حساب القيمة المتبقية من أجل التوصل الى القيم النهائية للمؤسسة وفق طريقة التدفقات النقدية المستحدثة.

استعمال مؤشر التدفق النقدي الحر في عملية التقييم يساعد متخذ القرار في معرفة ما تساهم به الأصول من تدفقات خصوصاً الأصول المعنوية التي تمتلكها المؤسسة والتي يمكن ان تكون بمبالغ اقل من الأصول المادية الا انها تدر بتدفقات مالية تساهم في الوقوف على القيمة الحقيقية لها وبذلك معرفة القيمة المثلى التي تمثل القيمة الاقتصادية الحقيقية للمؤسسة.

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

## IV- الخلاصة

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

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

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

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

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

وبذلك النموذج المقدم المرتكز على مقاربة خصم التدفقات سيساعد المؤسسة في اتخاذ قرارات مستقبلية انطلاقاً من مجال القيم التي تتحصل عليه من خلاله، حيث تجد نفسها امام فرشاتة من القيم يمكن على أساسها اتخاذ القرارات الاستراتيجية قريبة المدى انطلاقاً من القيم المتوصل إليها والحسوبة أساساً على الفترة القصيرة نظراً للأسباب التي تم ذكرها، الا أنه وجب عليها التعامل بحذر وبجد بمخطط عمل قصير المدى للحصول على تقديرات صحيحة وحقيقة خاصة في بيئة تمتاز بعدم استقرار القوانين المسيرة لنشاط القطاع.

### التوصيات

- ضرورة الاعتماد على نماذج التقييم المتاحة امام المؤسسة لاتخاذ القرارات المستقبلية مع الأخذ بعين الاعتبار الحيطه والحذر في التعامل مع البيانات المقدره المستعملة والنتائج المتوصل اليها ومحاوله؛
- العمل على وضع مخطط العمل المستقبلي جاد لتحسين أداء المؤسسة لتحقيق تدفقات مستقبلية تساهم في الرفع من قيمة المؤسسة؛
- إمكانية تحسين نموذج التقييم المقدم في هذه الدراسة من طرف مسيري المؤسسة حسب الرؤى المستقبلية للمؤسسة في سوق الاتصالات في الجزائر.

### ملحق الجداول والاشكال البيانية

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

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

المصدر: بورصة الجزائر

الجدول رقم (02-III): يبين معدلات علاوة الخطر حسب المستوى

مستوى الخطر	مخاطر ضعيف	مخاطر متوسط	مخاطر كبير	مخاطر تشاؤمي	حالة عدم التأكد
نسبة علاوة الخطر	50%	75%	100%	125%	150%

المصدر: من اعداد الباحث

الجدول رقم (03-III): معدل الخصم حسب السيناريوهات

مستوى الخطر	معدل الفائدة	نسبة علاوة الخطر	علاوة الخطر	معدل الخصم
سيناريو 01	3,21%	50,00%	1,61%	4,82%
سيناريو 02	3,21%	75,00%	2,41%	5,62%
سيناريو 03	3,21%	100,00%	3,21%	6,42%
سيناريو 04	3,21%	125,00%	4,01%	7,22%
سيناريو 05	3,21%	150,00%	4,82%	8,03%

المصدر: من اعداد الباحث

الجدول رقم (04-III): البيانات التقديرية لمؤشر MBA

الوحدة النقدية: مليون دج

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

كريقة MBA

المصدر: بيانات المؤسسة

الجدول رقم (III-05):

مجال القيم حسب الوحدة النقدية: مليون دج

سيناريوهات	قيمة المؤسسة دج
سيناريو 01	121 074,554 د.ج.
سيناريو 02	119 165,221 د.ج.
سيناريو 03	117 304,491 د.ج.
سيناريو 04	115 490,721 د.ج.
سيناريو 05	113 700,513 د.ج.

المصدر: من اعداد الباحث

الجدول رقم (III-06): حساب التدفق النقدي الحر التقديري للفترة 2016-2018

الوحدة النقدية: مليون دج

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

المصدر: بيانات المؤسسة المالية

الجدول رقم (III-07): المؤشرات التقديرية المعتمدة لحساب القيمة المتبقية

الوحدة النقدية: مليون دج

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

المصدر: بيانات المؤسسة

الجدول رقم (III-08): قيمة المؤسسة حسب طريقة DCF

الوحدة النقدية: مليون دج

سيناريو	قيمة المؤسسة (دج)	سيناريو	قيمة المؤسسة (دج)	سيناريو	قيمة المؤسسة (دج)
سيناريو Vr03-01	114 223	سيناريو Vr02-01	148 236	سيناريو Vr01-01	210 225
سيناريو Vr03-02	112 303	سيناريو Vr02-02	145 548	سيناريو Vr01-02	206 140
سيناريو Vr03-03	110 433	سيناريو Vr02-03	142 935	سيناريو Vr01-03	202 171
سيناريو Vr03-04	108 613	سيناريو Vr02-04	140 393	سيناريو Vr01-04	198 312
سيناريو Vr03-05	106 818	سيناريو Vr02-05	137 888	سيناريو Vr01-05	194 514

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات المؤسسة المالية

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

الهوامش والمراجع :

- <sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 48، المادة 13، الامانة العامة للحكومة، الجزائر، 2000، ص8-9.
- <sup>2</sup> بلخير بكاري، "أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP -"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010.
- <sup>3</sup> سويسسي هواري، "تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
- <sup>4</sup> Abdelkader GLIZ, **Valeur De L'entreprise Et Methode De Privatisation Dans Un Contexte De Transition Vers L'economie De Marche**, These De Doctorat D'etat En Sciences Economiques, Faculte Des Sciences Economiques Et Des Sciences De Gestion, Universite D'alger, 2001..
- <sup>5</sup> Pascal S. Froidevaux, **Fundamental equity valuation: stock selection based on discounted cash flow** , A thesis of Doctor of Economics and Social Sciences University of Fribourg, Switzerland ,2004.
- <sup>6</sup> Wiktor Patena, **Company Valuation: How to Deal with a Range of Values?**, Science Research Network Rochester, NY: Social, 2010), SSRN Scholarly Paper.
- <sup>7</sup> **(Portfolio Approach To Equity Valuation)**
- <sup>8</sup> Christian Petersen and Thomas Plenborg, **The Implementation And Application Of Firm Valuation Models,**" Journal of Applied Business Research 25, no. 1, 2009.
- <sup>9</sup> Zvi Bodie and Robert Merton, **Finance**, 3e édition, Nouveaux Horizon ,Pearson, 2011,P44.
- <sup>10</sup> Joly, Xavier, **La décision d'investir**, les éditions d'organisation, Paris, France, 1988,p22.
- <sup>11</sup> بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص92
- <sup>12</sup> سويسسي هواري، مرجع سبق ذكره، ص90، نقلا عن:
- Pierre Conso and Farouk Hemici, **Gestion Financiere de L'entreprise**, Dunod, Paris, 1999, p520.
- <sup>13</sup> "SGBV Bourse d'Algérie," accessed July 31, 2017, <http://www.sgbv.dz/?page=oat&lang=fr>.
- <sup>14</sup> Pascal Quiry et al., **Corporate Finance: Theory and Practice**, 2nd edition, John Wiley & Sons, Chichester, U.K.; Hoboken, NJ, 2009, p651.
- <sup>15</sup> Hubert de La Bruslerie, **Analyse Financière Information Financière et Diagnostic**, 4 ed, Dunod, Paris, France 2010,p185.
- \*\* MBA = Marge Brute D'Autofinancement
- <sup>16</sup> "**Marge Brute d'Autofinancement - MBA**," accessed January 23, 2016, <http://www.lexiquedumanagement.com/index.php/component/content/article/1-management/1013-marge-brute-dautofinancement-mba.html>.
- \*\*\* [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)
- <sup>17</sup> Jean Brillman and Claude Maire, **Manuel D'évaluation Des Entreprises**, Ed. d'Organisation ,Paris, 1988p75.
- <sup>18</sup> Richard A. Brealey, Stewart , C. Myers, and Franklin Allen, **Principles of Corporate Finance**, 10th edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2010,p90.
- <sup>19</sup> Georges Legros, **L'évaluation Des Entreprises "Méthodes et Études de Cas,"** Management Sup, Dunod,Paris, Franc ,p13.
- <sup>20</sup> Jonathan Berk and Peter DeMarzo, **Finance d'entreprise**, trans, Gunther Capelle-Blancard and Nicolas Couderc, 2nd ed, Pearson, Paris, 2011, p286.
- <sup>21</sup> Jean-Baptiste Tournier and Jean-Claude Tournier, **Finance d'entreprise**, trans, Gunther Capelle-Blancard and Nicolas Couderc, 2nd ed, Pearson, Paris, 2011,p150.
- <sup>22</sup> ASWATH DAMODARAN, **INVESTMENT VALUATION**, 2nd ed, JOHN WILEY & SONS INC ,NEW YORK, 2002,p425.
- <sup>23</sup> Georges Legros,**Ibid**,p19.

### كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

عبد الحق قنون، عبد الغني دادن (2017)، محاولة إرساء نموذج لتقييم المؤسسات في الجزائر-دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات المتعاملة في قطاع الاتصالات-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 03 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص. 77-88.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Studies in Accounting and Finance is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.