

محمد رمضاني

[أستاذ محاضر (أ) جامعة مستغانم]

[ramdanifinance@yahoo.fr]

محمد عصمت بن حمو

[أستاذ مساعد (أ) جامعة مستغانم]

[benhamouesmet@yahoo.fr]

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

### ملخص

يتموقع تقييم المؤسسات في قلب المالية، حيث أنّها تهدف إلى إعطاء قيمة للمؤسسة أو مجموعة من القيم بالاعتماد على مجموعة من الطرق المختلفة (طريقة الأذمة المالية، طريقة مقارنة التدفقات، مدخل فائض القيمة) (*GOOD WILL*)، الطرق التي تعتمد على البورصة، هذه القيم المتحصّل عليها سوف تستعمل كأداة أساسية في عملية نقل الملكية (الخصوصية) أو عملية الإدماج بين مؤسستين أو أكثر أو تحفيز المستثمرين الماليين على الإقبال على الأدوات المالية المتداولة في البورصة.

سوف نحاول في هذا المقال التطرق إلى أهمية بورصة الجزائر في تقييم المؤسسات المدرجة من جهة و من جهة أخرى إلى مختلف الطرق و المقاربات الممكن استخدامها في هذا المجال.

### الكلمات المفتاحية

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

*MOLODOVSKI*

*G15 ,L25 ,N27, C65. :CODE JEL* ،

### Résumé

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

*Nous allons tenter dans cet article d'aborder l'importance de la bourse d'Algérie sur l'évaluation des entreprises d'une part et d'autres part sur les divers méthodes et approches qui peuvent être utilisées dans ce domaine.*

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

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

**Abstract:**

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

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

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

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

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

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

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

على هذا الأساس سوف نحاول في هذا المقال التطرق إلى مختلف طرق تقييم الأدوات المالية الكلاسيكية و المؤسسات المدرجة في البورصة بصفة عامة و كذلك محددات نجاح هذه العملية و ذلك بالتطرق إلى النقاط التالية :

1- أساسيات القيمة و المقاربات الكلاسيكية في عملية تقييم المؤسسات.

2- طرق تقييم المؤسسات بالاعتماد على بورصة الجزائر.

3 - دراسة حالة شركة NCA-Rouiba

### 1- أساسيات القيمة و المقاربات الكلاسيكية في عملية تقييم المؤسسات

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

#### 1-1- طريقة الذمة المالية

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

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

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

\* الطّريقة الجوهرية (USB): Valeur Substantielle .

إنّ هذه الطّريقة تتّصف بالسّكون و هذا عكس الطّريقة التقديرية (طريقة التّدفقات التقديرية المستقبلية) التي تعتمد على تخمين الأرباح المستقبلية المتوقّعة للمؤسسة محلّ التّقييم.<sup>2</sup>

### 1-2- طريقة التّقييم المرتكزة على مقارنة التّدفقات

هذه الطّريقة أو المقارنة تعتمد على جملة الأرباح المستقبلية المتوقّع تحقيقها من طرف المؤسسة محلّ التّقييم و هذا عكس الطّريقة السّابقة التي تعتمد على إعادة تقييم ممتلكاتها. و في هذه الحالة يجب تحديد مجموعة من الفواصل الأساسية قبل عملية التّقييم يمكن تلخيصها في النقاط التّالية:<sup>3</sup>

- ما هي النّتيجة التي يجب اختيارها في عملية التّقييم (الزّبح الصّافي، التّمويل الدّاتي... الخ).
  - هل يجب الاهتمام بالمردودية الحالية أو المردودية المستقبلية؟
  - ما هي طريقة التّقييم التي يجب الاعتماد عليها؟
  - ما هو معدّل التّحيين الواجب استعماله؟
- يمكن تقسيم هذه الطّريقة إلى مجموعة من الطّرق الفرعية من أهمّها:
- ♦ طريقة قيمة المردودية.
  - ♦ الطّريقة المرتكزة على التّدفق التقدي المتاح (DCF).

### 1-3- طريقة فائض القيمة

يعرّف فائض القيمة (GOOD WILL) على أنّه زائد القيمة<sup>1</sup> الإجمالية المعطاة للمؤسسة في تاريخ معيّن على القيمة الحقيقية لأصولها في ذلك التاريخ، هذا الفائض يشمل الأصول غير المادية أو المعنوية التي تعرف بشهرة المحلّ، و

<sup>1</sup> - Jean Claude TOURNIER, Jean Baptiste TOURNIER, « Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise ? », 3<sup>ème</sup> édition, Editions d'organisation, 2002, P 177.

<sup>2</sup> Emmanuel TCHÉMENI, « L'évaluation des entreprises », 3<sup>ème</sup> édition, Economica, 2003, P 08.

<sup>3</sup> - Claude Annie DUPLAT, « Évaluez votre entreprise », VUIBERT, 2007, P 107

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

363 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

هو يعكس المرودية غير العادية التي تستفيد منها المؤسسة و الناتجة عن مجموعة من القدرات مثل (التفوق التكنولوجي، العلامة التجارية،... الخ).

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

يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة (GW):

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

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

يمكن تلخيص طرق التقييم الكلاسيكية في الجدول التالي:

الجدول 1. طرق التقييم الأكثر استعمالا :

| طريقة التقييم   | كيفية الحساب                           | الإيجابيات   | السلبيات   |
|-----------------|--|--|--|
| الذمة المالية   | VE= TOTAL<br>ACTIF - DETTES            | - تتصف<br>بالبساطة.<br>- تعتمد على ما<br>هو ملموس في | - تتصف بالسكون<br>لأنها تعتمد على<br>إعادة تقييم<br>الممتلكات و لا |
|                 | VE= TOTAL<br>ACTIF CORRIGE<br>- DETTES | المؤسسة مثل<br>الميزانيات.<br>- تقيس قوة<br>المؤسسة. | تعتمد على الأرباح<br>المحققة.<br>- تقصي الأصول<br>المعنوية.        |
| مقاربة التدفقات | $VE = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t}$  | - تعتمد على<br>المستقبل و هي                         | - تعتمد على إنشاء<br>توقعات اقتصادية ما                            |

- نعيمة غلاب و زينات درّاحي، "تحليل مقاربات تقييم المؤسسات"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور<sup>1</sup> الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، من 03-07 أكتوبر 2004.

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

364 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

|   |  |   |   |                               |
|---|--|---|---|-------------------------------|
| يعرف<br>Business<br>(plan)، و تكون<br>الأساس في عملية<br>التقييم، و أيّ خطأ<br>في هذه الخطّة<br>سيؤثر بالسلب على<br>قيمة المؤسسة. | طريقة<br>ديناميكية.<br>- تتناسب مع<br>المؤسسات التي<br>تطبق سياسة<br>توزيع أرباح<br>ثابتة. | $VE = \sum_{t=1}^n \frac{DCF_t}{(1+I)^t} + \frac{VR}{(1+I)^n}$                        | طريقة التّدقّات<br>التّقديمية المتاحة<br>DCF              |                               |
| - تتّصف هذه<br>الطريقة بالصّعوبة<br>بسبب صعوبة تحديد<br>قيمة الأصول<br>المعنوية.  | - نأخذ بعين<br>الاعتبار الأصول<br>المعنوية، و هي<br>طريقة<br>تصحّحية<br>لطريقة الدّمة      | $VE = ANCC + GW$<br>علما أنّ:<br>$GW = \frac{1}{2} \left( \frac{B}{I} - ANCC \right)$ | طريقة<br>الممارسين)<br>Méthodes<br>des<br>praticiens<br>) | طريقة فائض القيمة (Good will) |
|   | المالية.   | $GW = \frac{\text{Rente de GW}}{I}$<br>علما بأنّ<br>Rente de GW =<br>RPE - RPT        | La<br>méthode<br>Anglo-<br>saxons                         | (Good will)                   |

مع العلم أنّ: n: عدد السنوات.  $DCF_t$ : التّدقّق التّقدي المتاحة VE: قيمة المؤسسة I: معدّل التّحيين. للسنة  
B.t: متوسط الرّبح المتوقّع. (الاستحداث) VR: Valeur Résiduelle قيمة التّخلي عن المؤسسة في  
نهاية السنة n.

Résultat prévisionnel d'exploitation= RPE

.Résultat prévisionnel Théorique :RPT

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المراجع التالية:

PALARB, Franck IMBERT, « Guide pratique d'évaluation Jean-Etienne - des entreprises », Eyrolles, 2013, p 13.  
George LEGROS, « Evaluation des entreprises », Dunod Paris, 2011, P - 292.

من الملاحظ أنه تمت تنوع في طرق التقييم الكلاسيكية فيتم استعمال طريقة الدّمة المالية مثلا في حالة المؤسسات التي تتصف بضخامة الأصول المادية مقارنة بالأصول المعنوية<sup>1</sup> أو في حالة المؤسسات التي تكون في حالة إفلاس أو تراكم المشاكل ما يعني مردودية ضعيفة أو منعدمة. أما طريقة DCF فعادة تستعمل في حالة المؤسسات المهيكلة و التي تنمي أو تطوّر طريقة عمل "Business plan" ثابت و مفهوم. أما طريقة فائض القيمة "GW" فنستعملها في حالة المؤسسات التي تتصف بضخامة الأصول المعنوية مثل البرامج.

## 2- طرق تقييم المؤسسات بالاعتماد على بورصة الجزائر:

### 1-2- تعريف بورصة الجزائر:

السوق المالي هي وسيلة (ينبغي فيها شرط المكان)<sup>1</sup>، يلتقي خلالها المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون الآخرون و الإداريون من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات الرأسمالية و النقدية أو بالصّرف الأجنبي بغرض تداول و توثيق و تعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية و المالية و النقدية... الخ) لفترات متباينة (طويلة و قصيرة) اعتمادا على قوانين و أنظمة و تعليمات معتمدة محليا أو دوليا.

تمّ إنشاء أول سوق مالي في عام 1339 م في بلجيكا<sup>2</sup> و انتقل إلى مدينة ليون في فرنسا سنة 1639 م ثمّ إلى باريس و إلى امستردام و لندن في القرن السابع عشر، و انتظمت الأسواق محدود عام 1890 م بعد حركة الكشوفات الجغرافية و اكتشاف أمريكا الشمالية و الجنوبية، و كذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطوّر الفكر الاقتصادي و الأسواق المالية.

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

المرحلة الأولى: ما بين 1990 و 1992:

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

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

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

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

366 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

من خصائص هذه المرحلة هو تزامنها مع تطبيق بعض الإصلاحات الاقتصادية المتمثلة في استقلالية المؤسسات من خلال قانون 01/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 و إنشاء ما يُعرف بصناديق المساهمة<sup>3</sup> حسب القانون 03/88 وكذلك تقسيم رأس المال الخاص بالمؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم و تحويلها إلى شركات مساهمة يتمّ تسييرها من طرف مؤسسة سُمّيت بشركة القيم المنقولة (S.V.M) و التي كانت مهمتها تشبه مهمة البورصة في الدول المتقدمة. المرحلة الثانية: ما بعد 1993 م:

بسبب عدم وضوح المهام الموكّلة إلى شركة القيم المنقولة تمّ إصدار قانون رقم 10/93 الصادر في 23-05-1993<sup>1</sup> و الذي تمّ تعديله بقانون 10/96 الصادر في 10-01-1996 و المتعلّقان بإنشاء بورصة الأوراق المالية أو بورصة الجزائر، تسيير هذه الأخيرة بواسطة هيئتين هما<sup>2</sup>:

♦ لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة (COSOB):

و لها وظيفة مراقبة و التأكّد من صحّة المعلومات التي تقدّمها الشركات ضمانا للشفافية، كما تعطي تأشيرة القبول للشركة التي تحقّق شروط الدخول إلى البورصة.

♦ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):

La société de gestion de la bourse des valeurs mobilières

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

- تتولّى هذه الشركة التي تمّ إنشاؤها بموجب المرسوم التشريعي 10/93 المذكور سابقا و التي شكّلت في 05 ماي 1997 م المهام الرئيسية التالية<sup>3</sup>:

تنظيم جلسات التسعير و تسيير منظومة التفاوض.

التنظيم العملي للإدخال في بورصة القيم المنقولة.

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

<sup>3</sup> - حسب القانون 03/88 صناديق المساهمة تتمثل في: صندوق المواد الغذائية، صندوق المناجم، صندوق التجهيز، صندوق البناء، صندوق الكيمياء و الصيدلة، صندوق الإتصال و الإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات.

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

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

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



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

367 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

إنّ الهدف من إنشاء بورصة الجزائر هو دفع عجلة التّموّ الاقتصادي إذا تلعب دورا بارزا و مهمّا في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز، فهي تمثّل عاملا أساسيا في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية و المحلية يضاف إلى ذلك إنّها تمثّل وسيلة لتطبيق برنامج الخوصصة المشار إليه في المرسوم التنفيذي 22/95 المتعلّق بخوصصة المؤسسات العمومية و المعدّل بالمرسوم التنفيذي رقم 04/01 الصادر في 20 أوت 2001 المتعلّق بالتنظيم و التسيير و خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية و المساهمة في هذا البرنامج تتمثّل في إعادة تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة، و كذلك استعمال هذه الأخيرة كوسيلة لنقل الملكية للمؤسسة ككلّ و أو لجزء منها أو فرع. فعلى سبيل المثال قيام ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي بالاعتماد على البورصة و ذلك خلال الفترة (1995-2003) و ذلك على النحو التالي<sup>1</sup> :

- فندق الأوراسي( فرع التّشاط: السّياحة): طرح 20 % من حصّة رأس المال في البورصة.
- صيدال( فرع التّشاط: كيمياء الصّيدلة): طرح 20 % من حصّة رأس المال في البورصة.
- إرياض سطيف( فرع التّشاط: تصنيع المواد الغذائية): طرح 20 % من رأس المال في البورصة.

### 2-2- طرق تقييم المؤسسات بالاعتماد على البورصة:

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

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

#### Evaluation par la méthode (price/Earning ration)

تهدف هذه الطّريقة إلى تحديد قيمة الأصل المالي(الأدوات المالية) بدلالة عدد المرّات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته. هذه الطّريقة تعتمد على معدّل PER الذي يتمّ حسابه بالطّرق التّالية<sup>2</sup> :

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

كما يمكن حساب PER بالمعادلة التّالية:

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

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

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

و في هذه الحالة قيمة المؤسسة تكون على النحو التالي<sup>1</sup>

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

مع العلم أنّ:

VE: قيمة المؤسسة.

E: الربح الإجمالي للمؤسسة.

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

- إنّ المعدّل PER يحدّد سعر المؤسسة بالاعتماد على نسبة الأرباح الصّافية المحقّقة مثلا: إذا كانت قيمة PER لأيّ مؤسسة هي 10، هذا يعني أنّ على المستثمر المالي دفع ما بقيمة 10 أضعاف الأرباح المحقّقة<sup>2</sup> لاكتساب ذلك الأصل (سهم أو مؤسسة). إذن نلاحظ أنّ المعدّل يعتمد على متغيّرين اثنين و هما<sup>3</sup>:

أ) السّعر: يتمّ استقاؤه من البورصة<sup>1</sup> و هو متغيّر داخلي يخضع لآلية العرض و الطّلب داخل السّوق. و بسبب تعدّد أسعار الأسهم في البورصة بسبب قيمته يطرح مشكل تحديد السّعر الواجب استعماله و لحلّ هذه المشكلة عادة ما يتمّ استعمال سعر الإقفال في اليوم الذي تجرى فيه عملية التّقييم.

ب) العائد (الربح): على عكس السّعر يتمّ استقاؤه من مصادر خارجية تتمثّل في القوائم المالية للشّركة المعنية. و يلاقي هو الآخر اختلافا بين الممارسين و الأكاديميين نظرا لتعدّد مفاهيمه (الربح الصّافي من الضّرائب، التّيجة،... الخ) و لحلّ هذه المشكلة نجد أنّ البعض يوصي باستعمال DPA<sup>2</sup> و الذي يمثّل الثّروة التّظرية للمساهم.

<sup>1</sup> BID P 126

<sup>2</sup> Claude Annie DUPLAT, « Evaluez votre entreprise », op.cit, P133.

<sup>3</sup> - هواري سويبي، "أهميّة تقييم المؤسسات في اتّخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلّة الباحث، عدد 05، 2007، ص 115.

<sup>1</sup> - نقصد هنا بالسّعر القيمة السوقية للسهم و ليس الاسمية أو الدفترية.

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

### La méthode d'actualisation des dividendes

ما هم متفق عليه هو أنّ مشتري السّهم يهدف إلى تحقيق أرباح في المستقبل أو بيع السّهم بسعر يفوق قيمة الشراء، و بصفة عامة تعتمد هذه المقاربة على تحديد قيمة السّهم بالاعتماد على تحيين الأرباح المستقبلية التي سوف يتحصّل عليها حامل السّهم خلال عدد سنوات امتلاكه للسّهم (n سنة) يضاف إلى ذلك سعر بيع السّهم في نهاية تلك الفترة كما هو مبين في معادلة (i. Fisher).

أ- **معادلة i. Fisher**: في هذه الحالة فإنّ قيمة الأصل تساوي القيمة الحالية للمداخيل بأنواعها (أرباح الأسهم و سعر البيع أو نقل الملكية) التي يرغب المستثمر في الحصول عليها كما هو مبين في المعادلة التالية<sup>3</sup>:

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

مع العلم أنّ:

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

Div<sub>i</sub>: الرّبح الخاصّ للسّنة i.

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

P<sub>T</sub>: سعر بيع المؤسسة في نهاية الفترة (السّنة T).

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

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

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

- ما يعاب على هذه الطّريقة هو شبه استحالة تطبيقها بطريقة صحيحة بسبب صعوبة تحديد قيمة أرباح الأسهم (Div)

كلّ سنة بدون توقّف (+∞ → t=1)، و قصد حلّ هذا المشكل تمّ بناء طريقة أو نموذج جديد يسمّى بنموذج

.Golden Shapiro

ب- نموذج Golden Shapiro (نموذج معدّل التّموّ الثّابت):

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

يعتبر هذا النموذج من أشهر النماذج الخاصة بتقييم توزيعات أرباح الأسهم. تم إنشاؤه سنة 1959

م<sup>1</sup> و يعتمد على فرضيتين أساسيتين هما:

- الأرباح الموزعة (Div) في تزايد مستمر.
  - نسبة تزايد الأرباح ثابتة بمعدل  $g$  إلى زائد ما لا نهاية ( $+\infty$ ).
- بهذا الأساس (الفرضيات) تحدد قيمة المؤسسة بالمعادلة التالية:

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

مع العلم أن:

$Div_1$ : أرباح الأسهم الموزعة في السنة الأولى.

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

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

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

في هذه الحالة لدينا متتالية هندسية أساسها  $(1+g)$ ، و في فترة زمنية تقوّل إلى  $(+\infty)$ . هذه المتتالية (قيمة المؤسسة) تساوي القيمة التالية<sup>1</sup>:

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

مع العلم أن  $g$  (نسبة تزايد الأرباح) أصغر من معدل التّحيين  $K$ ، و تسمى هذه المعادلة بنموذج النمو

الثابت.

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

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

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

371 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

رغم اعتبار هذه الطريقة من أهم المقاربات المستعملة في تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة إلا أنها تعرف بعد الحدود أو النقائص في عملية التطبيق من أهمها فرضية ثبات معدل أو نسبة تزايد الأرباح الموزعة (g) علما أن هذا الأخير يتغير مع مرور الوقت تماشيا مع التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية , يضاف الى ذلك انه في بعض الحالات ترفع بعض المؤسسات من نسبة تزايد الأرباح الموزعة إلى مستويات جد مرتفعة تفوق 20% ( $g > 20\%$ ) و بالتالي فان قيمة معادلة المقام ( $k-g$ ) تكون في هذه الحالة سالبة و بالتالي استحالة تطبيقها النموذج.

### ج- نموذج Molodovski ( Three - Stage- Model )

هو امتداد لنموذج Golden Shapiro حيث أن الاختلاف الوحيد هو تقسيم مستقبل المؤسسة إلى ثلاث مراحل<sup>1</sup>:

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

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

-المرحلة الثانية: هي مرحلة انتقالية لبضعة سنوات يتصف فيها معدل نمو الإرباح الموزعة بالانخفاض المستمر ما يعرف بالانخفاض الخطي ( $g2$ ) .

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

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

التي هي من أساسيات نموذج Golden Shapiro وقسمها إلى 3 مستويات أحد بعين الاعتبار مراحل تطور مردودية المؤسسات المدرجة في البورصة.

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

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

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

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

372 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

سوف نحاول في هذا الجزء تحديد قيمة المؤسسة بتطبيق نموذج Golden shapiro المبني أساسا على 3 متغيرات أساسية و هي :

### 3-1 - تحديد أرباح الأسهم الموزعة في السنة الأولى ( $Div_1$ ):

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

### 3-2 - تحديد قيمة معدل التحيين ( $K$ ):

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

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

$K$ : معدل التحيين

$i$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$r$ : علاوة المخاطرة :

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

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

$$K = 0.105007 (1 + 0.5)$$

$$K = 10.5\%$$

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

نظريا يتم حساب قيمة  $g$  بالقانون التالي

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

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

373 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

بسبب عدم توفر معلومات حول المؤسسة قبل 2013 (لم تكن مدرجة بعد) نفترض أن  $g$  و  $g$  هو معدل النمو في حالة المرودية العادية). 4%  
في ظل هذه المعطيات فإن قيمة السهم الواحد حسب نموذج Golden shapiro يكون على النحو التالي :

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

$$V_0 = 2015.38$$

أما قيمة المؤسسة تكون على النحو التالي :

$$\text{قيمة المؤسسة} = 2122988 * 2015.38$$

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

تم تحديد قيمة المؤسسة في نفس ملحق المعلومات الخاص بمؤسسة NCA-Rouiba - بالاعتماد على مجموعة من الطرق المختلفة يمكن تلخيصها في الجدول التالي :

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

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

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

موجودة في حدود Golden Shapiro - نلاحظ ان القيمة المتحصل عليها بتطبيق نموذج

و قريبة نوعا ما مقارنة بالمقاربات (Fourchette Des Valeurs) أو مجال القيم )

الأخرى من القيمة المتوسطة لجملة القيم المتحصل عليها.

إن نجاح عملية تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة توفغلى كفاءة هذه الاخيرة بشقيها الكفاءة التسعيرية و التي يمكن تعريفها على أنها ضمان وصول المعلومات الجديدة الخاصة بالمؤسسات إلى جميع المتعاملين في السوق بأدنى تكلفة وفي نفس الوقت و الكفاءة التشغيلية والتي تعرف على أنها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين فرص تحقيق هوامش ربح ضخمة . إن غياب هذه الكفاءة و بالتالي غياب المعلومات الحديثة سوف يؤثر بالسلب على تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة و للأدوات المالية الخاصة بها و بالتالي سوف نعكس بالسلب على جودة القرارات المتخذة من طرف المستثمرين ' و في هذا الصدد نلاحظ الجهود المبذولة من طرف لجنة تنظيم مراقبة عمليات بورصة الجزائر COSOB التي تسهر على تزويد المستثمرين بمعلومات مستحدثة عن المؤسسات المدرجة بعد التأكد من جودتها بهدف ترشيد القرار الاستثماري يمكن ادراج النتائج التالية:

- استقرار المؤسسة هذا ما قلل من قيمة علاوة المخاطرة  $r$  .

- القيمة المتحصل عليها بتطبيق نموذج Golden Shapiro موحدة في حدود مجال القيم (Fourchette Des Valeurs).

- القيمة المتحصل عليها قريبة من القيم المتوسطة لباقي المقاربات

المراجع :

\*كتب باللغة العربية

دريد كامل آل شبيب.(2012)،"الأسواق المالية و التقدية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع.

هوشيار معروف.(2009)،" الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان.

\*مقالات منشورة بمجلات

- هواري سويسي.(2007)،"أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، عدد 05،

\*مقالات منشورة في اعمال ملتقى

نعيمة غلاب و زينبات دراحي.(2004)،"تحليل مقاربات تقييم المؤسسات"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، من 03-07 أكتوبر .

\*مواقع انترنت

الجريدة الرسمية رقم 11 الصادرة في 2003/01/17 [www.joradp.dz/TRV/A2003B06.pd](http://www.joradp.dz/TRV/A2003B06.pd)

تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي لسنة 2010 [www.cosob.org/wp](http://www.cosob.org/wp)

[content/uploads/2015/05-](http://content/uploads/2015/05/content/uploads/2015/05-التقرير-السنوي-2010)



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

375 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

ملحق المعلومات الصادر من طرف شركة في سنة 2013 NCA-Rouiba-  
www.cosob.org/wp- content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pdf

### Livres :

**Claude Annie DUPLAT.** (2007), « Evaluez votre entreprise », VUIBERT.

**Emmanuel TCHEMENI.** (2003), « L'évaluation des entreprises », 3<sup>ème</sup> édition, Economica.

**Florence PIERRE.**(2004), « Evaluation d'entreprise et théorie financière », Ed d'organisation.

**Jean-Etienne PALARD, Franck IMBERT.** (2013), « Guide pratique d'évaluation des entreprises », Eyrolles.

**George LEGROS.**(2011), « Evaluation des entreprises », Dunod Paris.

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

**Jean Claude TOURNIER.**(2002), Jean Baptiste TOURNIER, « Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise ? », 3<sup>ème</sup> édition, Editions d'organisation.

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

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

قائمة الجداول:

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

الملاحق:

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

|                               | 2011    | 2012    | 2013   | 2014 | 2015    | 2016  | 2017  |
|-------------------------------|---------|---------|--------|------|---------|-------|-------|
| <b>Résultat d'exploitatio</b> | 367 859 | 361 211 | 454 21 | 565  | 705 995 | 800 4 | 837 3 |
|                               |         |         | 8      | 256  |         | 16    | 36    |

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

376 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

|  |         |         |        |      |         |       |       |
|--|---------|---------|--------|------|---------|-------|-------|
| <b>n</b>                                   | 80 929  | 79 466  |        |      | 155 319 |       |       |
| <b>Impôt théorique sur EBIT</b>            | 268 631 | 36 4975 | 99 928 | 124  |         | 176 0 | 184 2 |
|  |         |         | 446 57 | 356  | 477 945 | 91    | 14    |
|  |         |         | 5      | 463  |         | 494 8 | 507 7 |
| <b>Dotation aux amortissements et prov</b> | 284 308 | 589 153 |        | 338  | 69 343  | 00    | 77    |
|  |         |         | 72018  |      |         |       |       |
|  |         |         |        | 72   |         | 69    | 50    |
|  |         |         |        | 525  |         | 841   | 871   |
| <b>Variation du BFR</b>                    |         |         |        |      |         |       |       |
| <b>Cash-flow d'exploitation</b>            | 271 253 | 57 567  | 728    | 831  | 959 278 | 1 049 | 1 110 |
|  |         |         | 848    | 713  |         | 283   | 028   |
| <b>Investissements</b>                     | 618 381 | 585 144 | 1 105  | 400  | 225 000 | 85    | 60    |
|  |         |         | 531    | 000  |         | 000   | 000   |
| <b>Cash-flow net</b>                       | -347    | -       | -376   | 431  | 734 278 | 964   | 1 050 |
|  | 128     | 527577  | 683    | 713  |         | 283   | 028   |
| <b>Valeur résiduelle</b>                   | -       | -       | -      | -    | -       | -     | 6 829 |
|  | -347    | -527    | -376   | 431  | 734 278 | 964 2 | 291   |
|  | 128     | 577     | 683    | 713  |         | 83    |       |
| <b>Somme des cash-flow</b>                 |         |         |        |      | 11.8%   |       | 7 879 |
|  | 11.8%   | 11.8%   | 11.8%  | 11.8 |         | 11.8% | 319   |
|  |         |         |        | %    |         |       |       |
| <b>Taux</b>                                |         |         |        |      |         |       | 11.8% |

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

377 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

|                                |             |             |             |            |         |            |              |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|---------|------------|--------------|
| d'actualisation                |             |             |             |            |         |            |              |
| cash-flows nets actualisés     | -347<br>128 | -527<br>577 | -337<br>062 | 345<br>670 | 526 092 | 618<br>215 | 4 520<br>198 |
| Valeur globale de l'entreprise | 5 673 113   |             |             |            |         |            |              |
| Dette financière initiale      | 1 180 693   |             |             |            |         |            |              |
| Actif immobilisé               | 22 591      |             |             |            |         |            |              |
| Valeur des fonds propres       | 4 515 011   |             |             |            |         |            |              |

Source [www.cosob.org/wpcontent/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd](http://www.cosob.org/wpcontent/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd)

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

|       |  |
|-------|--|
| 2%    | Taux de croissance infini (g)                |
|       | EVA 2017 $(1+g)/(wacc-g)$                    |
|       | 2 908 470.61                                 |
| 1 668 | Valeur terminale actualisée                  |
|       | 527.80                                       |
|       | Détermination du MVA :                       |
|       | Somme des EVA actualisés                     |
|       | 290 612.73                                   |
|       | + Valeur terminale actualisée                |
|       | 1 668 527.80                                 |
|       | =MVA   |
|       | 1 959 140.53                                 |
|       | Détermination de la capitalisation théorique |

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

378 محمد رضاني، محمد عصمت بن حمو

|                                     |              |
|-------------------------------------|--------------|
| =actif économique 2012              | 2 952 403.94 |
| + MVA                               | 1 959 140.53 |
| -dettes financières nettes 2012     | 1 180 693.15 |
| +actif immobilisé hors exploitation | 22 591.12    |
| capitalisation théorique            | 3 753 442.45 |

Source [www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd](http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd)

Tableau 3: valorisation par la méthode de Bates *(milliers de dinars)*.

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| PER de sortie                       | 13        |
| Cout de fonds propres               | 18.1%     |
| Croissance de bénéfices (2012-2017) | 24.7%     |
| A                                   | 0.8       |
| B                                   | 4.5       |
| Taux de distribution de div         | 33.0%     |
| PE 2012                             | 19        |
| Valeur de fonds propres             | 3 564 396 |

Source [www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd](http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.pd)

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

|                               | VCN 12    | Réévaluation | Plus/moins-value |
|-------------------------------|-----------|--------------|------------------|
| Immobilisations incorporelles | 21 615    | 21 615       | -                |
| Immobilisations corporelles   | 2 348 246 | 2 741 154    |                  |
| Terrains                      | 398 571   | 580 750      | 182 179          |
| Bâtiments                     | 314 076   | 524 806      | 201 730          |
|                               | 1 550 378 | 1 550 378    |                  |
|                               | 85 220    | 85 220       |                  |

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

379 محمد رمضان، محمد عصمت بن حمو

|                                   |                  |                  |                |
|-----------------------------------|------------------|------------------|----------------|
| Autre immobilisations corporelles | 22 591           | 22 591           |                |
| Immobilisation en cours.          | 1 523 370        | 1 523 370        |                |
| Autre actifs non courants         |                  |                  |                |
| Actifs circulant.                 |                  |                  |                |
| <b>total</b>                      | <b>3 915 822</b> | <b>4 308 730</b> | <b>392 908</b> |

**Actif net corrigé**  
2012

|           |                            |
|-----------|----------------------------|
| 3 915 822 | <b>Total actif</b>         |
|           | <b>Dettes</b>              |
|           | 2 305 004                  |
|           | <b>Actif net comptable</b> |
|           | 1 610 818                  |
|           | <b>Réévaluations</b>       |
|           | 392 908                    |

**Actif net réévalué**  
2 003 726

2 152 455 La méthode de la rente abrégée du GOODWILL

5 521 997 La méthode des praticiens

3 837 226 Moyenne (valeur d'entreprise)

Source [www.cosob.org/wpcontent/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.p](http://www.cosob.org/wpcontent/uploads/2015/01/2013NCAROUIBA.p)