

## تقييم و تسعير الشركات عند التسجيل في البورصة لأول مرة (IPO) دراسة حالة (الجزائر، تونس، و المغرب ) خلال الفترة 2007-2014

### ملخص

هدف البحث إلى دراسة طرق تقييم وتسعير المؤسسات عند التسجيل في البورصة لأول مرة مع تسليط الضوء على الممارسات السائدة في الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتونس في الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى 2014. خلص البحث إلى أن طريقة العرض بالسعر الثابت (OPF) هي السائدة حاليا مع استعمال طفيف لطريقة السعر المفتوح (OPO) في بورصة الدار البيضاء، والغياب التام لطريقة بناء الدفاتر (Book Building). أما بالنسبة لطرق التقييم فالمقاربة بالدخل (طريقة التدفقات النقدية الحرة طريقة توزيعات الأرباح وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة) هي الأكثر استعمالا.

أ. لمبارك فحلول  
أ.د. فارس بوباكور

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية  
وعلوم التسيير  
جامعة باتنة  
الجزائر

### مقدمة

**عندما** تقرر أية مؤسسة التسجيل في بورصة الأوراق المالية لأول مرة ستكون بحاجة إلى تقييم أصولها وتحديد قيمة تقريبية لأسهمها كخطوة أولى قبل الكشف عن سعر أو المجال سعري للعرض الموجه إلى المستثمرين. يهدف هذا البحث أساسا إلى تحديد أسباب التسجيل في بورصة الأوراق المالية لأول مرة وطرق التقييم المتبعة من قبل الخبراء وبنوك الأعمال في تحديد قيمة السهم وتوضيح علاقة هذه القيمة بسعر العرض الأولي في عدد من الأسواق المالية المغاربية. تركز الدراسة على حالات التسجيل في البورصة لأول مرة في ثلاثة أسواق مغاربية هي بورصات الدار

### Abstract

This article has focused on valuation and pricing practices when making an initial public offering (IPO) in the stock exchanges of Algeria, Morocco and Tunisia, from 2007 to 2014. The main pricing method is the fixed price offer followed by the open price one and the absence of the book building method. As to the valuation methods used and summarised in the company's prospectus, the income approach is the dominant one, with the discount free cash flows coming first.

البيضاء، الجزائر وتونس. إن تدني مستوى النشاط في بورصة الجزائر يعد مبررا للبحث في الممارسات السائدة في بعض الأسواق العربية والأوربية للاستفادة منها في تدليل العقبات التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر. يمكن اعتبار كل من مسألة تقييم المؤسسات وكيفية تحديد سعر العرض من العوامل التي تسهم في خدمة جميع الأطراف المعنية بعملية الطرح الأولي.

**أهمية البحث:** تنبع أهمية البحث من إيمان الباحث بأهمية أسواق الأوراق المالية لما تقدمه من خدمات ولما توفره من رؤوس أموال للشركات وما تقدمه للمستثمرين بمختلف مشاربهم من إمكانية تنويع الاستثمارات من خلال المحافظ المتنوعة فضلا عن اغتنام فرص الاستثمار والتمويل. يبقى نجاح أسواق الأوراق المالية مرتبط بوجود خدمات تقدم إلى الشركات الراغبة في الدخول في البورصة لأول مرة أو لتلك المتواجدة أصلا وتحتاج إلى القيام بعمليات مختلفة مثل زيادة أو خفض رأس المال، عروض البيع أو الشراء ( مثل الاستحواذ والاندماج) أو الانسحاب بعد موافقة الجمعية العامة الاستثنائية. يعتبر التحكم في أساليب تسعير العروض وفي طرق تقييم المؤسسات احد أسباب نجاح هذه الأسواق في الدول حديثة العهد بالبورصة.

**أهداف البحث:** يهدف البحث إلى الإلمام بالممارسات السائدة في أوساط محترفي المرافقة للمؤسسات الراغبة في التسجيل في البورصة لأول مرة. تم التطرق إلى تجربة كل من تونس والمغرب وتحليلها من اجل الاستفادة منها في الجزائر مع التركيز على مناقشة بعض القضايا التي ترتبط بكيفية التسجيل في الأسواق المالية.

**إشكالية البحث:** ما هي ممارسات التقييم المتبعة عند التحضير للإدراج الأولي في بورصة الأوراق المالية؟ ومنها تدرج مجموعة من الأسئلة المتمثلة في:

- 1- ما هي طرق تقييم الشركات وتسعيورها عند التسجيل في السوق المالية لأول مرة بصفة عامة؟
- 2- هل تكشف المؤسسات المقبلة على التسجيل في البورصة عن قيم استدلالية للأسهم المطروحة للبيع؟
- 3- هل تعتمد المؤسسات المقبلة على التسجيل في البورصة في تقييمها على طريقة واحدة ام على عدة طرق؟
- 4- كيف يتم استنتاج القيمة النهائية وعلاقة هذه القيمة بسعر العرض الأولي؟

#### **الفرضيات:**

تعتمد الدراسة على فرضيتين:

1- إن طريقة التقييم الرئيسية هي طريقة التدفقات النقدية ( DCF ) تليها طريقة المقارنات.

2- إن طريقة بناء الدفاتر لتسعير العروض لا زالت غير منتشرة في الأسواق المالية المغربية.

**محتوى البحث:** لدراسة الإشكالية المطروحة والفرضيات سوف نتناول المحاور التالية: I- أهمية الأسواق المالية، دوافع التسجيل أو عدم التسجيل، استخدامات الأموال المحصلة. II- النماذج النظرية لطرق تقييم المؤسسات وتسعير العرض الأولي ومناقشة لظاهرة ضعف التسعير. III- طرق التقييم والتسعير السائدة في بعض الأسواق المالية المغربية .

## I. أهمية الأسواق المالية، دوافع التسجيل أو عدم التسجيل واستخدامات الأموال المحصلة

### أ. دور الأسواق المالية

إن احد أهم شروط نجاح المؤسسات الاقتصادية في تجسيد المشاريع الاستثمارية وتدعيم وتثبيت توازنها المالي هو وجود آليات وبدائل محكمة تضمن توفير الأموال اللازمة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة. من ضمن البدائل التمويلية هناك الأسواق المالية، أي بورصة الأوراق المالية والنظام المصرفي ورأس المال الخاص ورأس المال الاستثماري أو المخاطر.

تختلف أهمية سوق الأوراق المالية - تقاس بنسبة الرسملة السوقية للسوق على الناتج المحلي الخام- من بلد إلى آخر ولا يعكس حجمها بالضرورة أهمية الاقتصاد الوطني. إن نجاح النشاط الاقتصادي مرهون بعدة عوامل منها كفاءة الوساطة المالية سواء المصرفية أو الأسواق المالية وفشلها في تجنيد الموارد المالية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والى الأفراد يعني فشل الاقتصاد في ذلك البلد. دور الأسواق المالية: إن أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصة تتمثل في ما يلي:

- 1- تضمن التمويل عن طريق انتقال الأموال من الأطراف التي لديها فوائض مالية إلى التي لها عجز مالي.
- 2- تسمح بتقييم هذه الشركات عن طريق السوق اي يسمح بتحديد الأسعار وفق قانون العرض والطلب.
- 3- تساهم في توفير السيولة بسبب وجود مشتريين وبائعين في أي وقت وهم على استعداد للمتاجرة.
- 4- تعمل على تخفيض مصاريف التبادل بين المتعاملين في السوق مثل مصاريف البحث عن المعلومة ومصاريف الأشهار. (11)
- 5- تسمح بتخفيض المخاطر عبر تنويع محتوى المحافظ المالية و توفير البدائل والاختيارات بواسطة الخيارات المالية والمشتقات.
- 6- تضمن شفافية أكبر في حركة رؤوس الأموال ، وتضبط متطلبات الإفصاح المالي.

7- تسمح للمؤسسات العائلية وللقطاع العام ، المنظمة في شركات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

يعتبر التسجيل في البورصة لأول مرة من خلال الطرح العمومي الأولي (IPO) حدثا استثنائيا في مسيرة المؤسسة لأنه يجعلها منفتحة على العديد من الأطراف المعنية كالمستثمرين المحترفين والأفراد والمحللين الماليين والبنوك الاستثمارية ومؤسسات التصنيف أو التنقيط والصحافة المتخصصة والعامّة ويلعب الطرح العمومي الأولي (IPO) للأسهم دورا هاما في تخصيص الموارد المالية حسب ما تقتضيه السوق . يتم التسجيل في البورصة عبر زيادة رأس المال او من خلال التنازل عن أسهم مملوكة للمساهمين الأصليين أو عبر المزج بين الكيفيتين ، لهذا الغرض وجب فهم آليات وتحديات هذه العملية.

ان التسجيل في البورصة (IPO) يعتبر نشاط دائم في الأسواق المالية بالرغم من التذبذب الذي يلاحظ من فترة إلى أخرى ، سواء من حيث حجم القيم المالية او من حيث عدد العمليات ، متأثرا بالأوضاع المالية السائدة ولكن دون ان يتوقف او يتراجع بصفة ملحوظة، (الجدول1).

جدول 1: النشاط السنوي لعمليات التسجيل في البورصة لأول مرة على مستوى

العالم 2005-2014. (الصفقات التي يفوق حجمها 100 مليون دولار فقط)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المبالغ المحصلة (مليار \$)	48	220.5	267.9	80.8	204,8	234	137,9	99,6	137,8	204,8
عدد العمليات	127	459	555	121	375	479	339	203	303	375

المصدر: [www.renaissancecapital.com](http://www.renaissancecapital.com) بتاريخ 2015/02/25

ب. الأطراف ذات الصلة المباشرة بعملية التسجيل في البورصة:

قسم SENTIS الأطراف المعنية بعملية التسجيل في البورصة بشكل مباشر وشخص سلوك كل طرف وطبيعة العلاقات المترابطة فيما بينها الأطراف والتي من شأنها أن تعمل على توجه الاختيارات المتاحة لصيغة التسجيل. إن هذه الأطراف تتمثل في:

1- المؤسسة المصدرة في حد ذاتها و تعتبر حلقة وصل بين العديد من الأطراف التي لها مصلحة بالمؤسسة وهم المساهمون، المسيرين، المستخدمون والدائنون وكلهم معنيون بقرار تسجيل المؤسسة في البورصة إما بحثا عن التمويل او لتدعيم شهرة المؤسسة أو للاستفادة من سعر تنازل مرتفع وتقادي المفاوضات المضنية خارج السوق.(17)

- 2- بنك أو بنوك الأعمال المرافقة وهو الوسيط الإلزامي خلال العملية.
- 3- المستثمرون (مؤسسات وأفراد) المطلوب منهم الاكتتاب في الحصص المعروضة للبيع.

يلاحظ أن الكاتب استبعد سلطة الرقابة المالية على عمليات البورصة والهيئة المشرفة على تسيير البورصة ربما لكونهما حياديتين ولا تحاولان التأثير لا على التقييم الأولي أو على التسعير. إن المعلومات المتوفرة لدى كل مجموعة قد تكون غير متماثلة وهذا قد يؤثر كثيرا على أداء السهم في اليوم الأول للتداول، وقسم Anderson وزملاؤه المستثمرين إلى قسمين: المشتريين الأوائل ثم عموم المستثمرين في السوق الثانوي.(2)

### ج- دوافع الدخول وعدم الدخول إلى البورصة:

إن دوافع دخول المؤسسات إلى البورصة لأول مرة عديدة ويمكن أن تكون صريحة أو ضمنية كما أنها يمكن أن تؤثر في قيمة المؤسسة، وتعد دراسة Brau&Fawcett من أبرز الدراسات المرجعية في هذا المجال. يبين الجدول 2 الأسباب التي ذكرها المديرون الماليون مرتبة حسب درجة الاتفاق أي الذين هم موافقون أو موافقون جدا على العبارات الواردة في الاستبيان.(2) إذا تمعنا في الإجابات الثلاث الأولى نرى أن الدافع الأول يدل على أن عملية التسجيل الأولى ما هي سوى خطوة في اتجاه توسع خارجي لتحقيق النمو من خلال عمليات الاستحواذ والاندماج. أما الدافع الثاني فيبين ثقة المؤسسة في حكم السوق عليها من خلال تسعيرها. أما الدافع الثالث فقد تكون وراءه نية تسويقية إذ تستخدم بعض الشركات عملية التسجيل في البورصة لأول مرة كألية تسويقية للترويج لنفسها ولتحسيس المستثمرين و الجمهور عامة بوجود الشركة وبناء علامة تجارية وخلق حضور ملحوظ على مستوى الشبكة العنكبوتية. إن المؤسسات التي تسعى لاستغلال عملية التسجيل في البورصة لأغراض تسويقية بالدرجة الأولى قد تضلل بعض المحللين الماليين، اعتقادا منهم أن أية شركة تدخل إلى البورصة لأول مرة هي شركة ناجحة وبالتالي تستحق الاستثمار في أسهمها.(14) إن استشفاف الدوافع الفعلية وراء عملية التسجيل الأولى تساعد على فهم حقيقة المؤسسة كما تساعد على حصر قيمتها الموضوعية. أما دراسة Bancel & Mittoo في 12 دولة أوروبية، فخلص فيها الباحثان إلى أن قرار الدخول لا يمكن تفسيره بنظرية واحدة لأن المؤسسات تسعى لتحقيق منافع متعددة ، أما الدوافع الرئيسية التي وردت فهي على التوالي: تمويل النمو للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، خلق صورة ايجابية لدى الرأي العام والسعي لتحقيق مرونة مالية خاصة بالنسبة للمؤسسات العائلية التي تريد التخلص من ضغط البنوك.(4)

أما دوافع عدم التسجيل في البورصة والتحول إلى مؤسسة مفتوحة التي ذكرها المديرون الماليون للمؤسسات التي لا ترغب في التسجيل في البورصة فهي على التوالي: الحفاظ على استقلالية القرار (55.6%) ، عدم ملاءمة الأوضاع الاقتصادية العامة وفي قطاع النشاط (48.2%) ، تفادي تراجع نسب الملكية (47%) ، عدم الإفصاح عن المعلومات للمنافسة (33%) ، الشروط المشددة لقوانين السوق المالية (32%) ، عدم الحاجة لمزيد من الأموال (30%) وارتفاع تكاليف وأتعاب عملية الدخول (27%). (6)

#### د- استخدامات الاموال المحصلة من عمليات ( IPO ):

تتشرط السلطات المالية على الشركات الراغبة في رفع الأموال عن طريق البورصة الإفصاح عن وجهة الأموال وكيفية صرفها، ويهدف هذا الشرط إلى تحقيق الشفافية والوضوح وتفاذي تعارض المصالح بين الملاك الأصليين والمستثمرين الجدد وتفاذي سوء الاختيار والأضرار المادية والمخاطر المعنوية.

#### جدول 2: دوافع التسجيل الأولي المصرح بها من المديرين الماليين

الدوافع المصرح بها من قبل المديرين الماليين	نسبة % موافق او موافق جدا
خلق اسهم متداولة لاستعمالها في عمليات الاستحواذ مستقبلا	59.4
اعطاء سعر/قيمة سوقية للمؤسسة	51.2
تدعيم سمعة المؤسسة	49.1
توسيع قاعدة المستثمرين	45.9
اعطاء الفرصة لكبار المساهمين لتنويع محافظهم	44.1
خفض تكلفة الاموال	42.5
السماح لأصحاب رأس المال المخاطر من سحب رؤوس اموالهم بعد اتمام المدة المتفق عليها	32.2
لفت اهتمام المحللين الماليين	29.8
استنفاد امكانية رفع الاموال من مصادر خاصة	27.6
الديون اصبحت تكلفتها عالية	14.3

المصدر: BRAU, JAMES C., and STANLEY E. FAWCETT. "Initial Public Offerings- an Analysis of Theory and Practice". *THE JOURNAL OF FINANCE* 61, NO. 1 (2006).

بينت Wyatt أهمية معرفة كيف وأين ستصرف الأموال المحصل عليها عند التسجيل في البورصة لأول مرة. (18) إن هذه المعلومة تزيد في قناعة المستثمر في جدوى الاستثمار من عدمه.

صنفت الدراسة استخدامات الأموال المعلن عنها في مذكرة أو نشرة الإعلام (Prospectus) كما يلي:

1- **استثمارات النمو:** وتشمل البحث و التطوير والاستكشاف. تتطوي هذه الاستثمارات على مخاطر عالية من شأنها التأثير على التقييم وعرض سعر منخفض. قد تعرف مثل هذه الحالات طلبا كبيرا بسبب احتمالات النمو.

2- **استثمارات في الإنتاج:** تتمثل في اقتناء أصول ثابتة أو الاستحواذ على شركات أخرى. إن هذه الاستثمارات قد تتطوي على مخاطر و لكن ليس بنفس حدة استثمارات النمو.

3- **تمويل الصفقات متنوعة:** تدعيم رأس المال العامل ، تسديد ديون ، تغطية انسحاب شريك ( هذا العنصر قد يفهم كإشارة سلبية للمستثمرين ) ، استثمارات مالية. بينت Wyatt انه كلما كانت استخدامات الموال المحصلة محفوفة بالمخاطر كلما زادت حدة ضعف التسعير ( underpricing ) وهذا الأخير يقاس بالفرق بين سعر العرض أو الافتتاح وسعر السوق عند الإقفال في أول يوم من التداول. تستخدم العلاقة التالية لحساب نسبة ضعف التسعير ( underpricing ) :

$$\frac{\text{سعر العرض اليوم في الاول} - \text{سعر الاغلاق في اليوم في الاول}}{\text{سعر العرض اليوم في الاول}} = \text{معدل العائد لأول يوم}$$

إن العائد المرتفع دليل على أن الفرق بين السعر الافتتاحي وسعر الإغلاق كبير وهو دليل على ضعف التسعير سواء كان مقصودا أم غير ذلك. حاولت Wyatt استنتاج دلالات من استخدامات الأموال وما يمكن أن يمثله من إشارات ايجابية أو سلبية للمستثمر لها علاقة بالعوامل التالية: ضعف التسعير، التوقعات عن فرص البقاء ، القيمة السوقية للسهم والأداء التشغيلي المستقبلي.(18)

II. **النماذج النظرية لطرق تقييم المؤسسات وتسعير العرض الاولي وظاهرة ضعف التسعير**

أ. **مقاربات تقييم المؤسسات:**

توجد ثلاث مقاربات رئيسية لتقييم المؤسسات تختلف فيما بينها حسب طبيعة المدخلات المطلوبة ومستوى التفاصيل. إن الطرق الأكثر انتشارا هي نموذج التدفقات النقدية الحرة المحينة المشتقة من النموذج الأصلي أي نموذج الأرباح الموزعة المحينة وطريقة التقييم على أساس المضاعفات التي تعتمد على التقييم النسبي اعتمادا على مؤشرات مؤسسات أخرى شبيهة بها، يستحسن أن تكون من نفس قطاع نشاطها.

### 1- مقارنة قيمة الأصول:

تعتمد مقارنة قيمة الأصول على مبدأ نظري قوامه ما يلي: إن المشتري لن يقبل أن يدفع أكثر مما يكلفه إنشاء كيان يتساوي في منفعته مع المؤسسة موضوع التقييم ( مبدأ الإحلال). (15)

تفترض مقارنة الأصول أن قيمة المؤسسة تساوي مجموع قيم أصولها التي تقوم بدورها من منظور مواصلة النشاط أو الصفية. فمن منظور مواصلة النشاط فإن قيمة المؤسسة تساوي مجموع الأصول التشغيلية بالقيمة السوقية العادلة زائد حاصل بيع جميع الأصول غير التشغيلية ناقص مجموع الديون. أما قيمة التصفية فهي مجموع قيم المبيعات مطروح منها الديون ومصاريف التصفية. (9) توجد طرق لإدماج قيمة الأصول المعنوية المرتبطة بوجود المؤسسة أو الشهرة (Goodwill) من خلال رسملة الفرق بين الأرباح المتوقعة والتكلفة المعقولة للأموال المستثمرة. تضاف قيمة هذه الشهرة إلى مجموع قيمة الأصول المادية أو العينية. (9)

2- مقارنة القيمة على أساس المقارنات : تعتبر هذه المقاربة أكثر المقاربات استعمالا في الواقع من قبل الخبراء (9) رغم تركيز الأكاديميين على مقارنة التدفقات النقدية المحينة (DCF). بلغ استخدامها نسبة تقارب 73% في الصفقات المالية الدولية. (12)

إن أساس المقاربة السوقية يتمثل في أن قيمة الأصل تشتق من أسعار أصول مشابهة (comparable) بعد إيجاد متغير أو متغيرات مشتركة مثل الأرباح، الربح قبل الضرائب و الفوائد والاهتلاك، التدفقات النقدية، القيمة الدفترية أو المبيعات. إن هذه المقاربة تفترض أولا إن المؤسسات الأخرى في قطاع النشاط هي فعلا قابلة للمقارنة للمؤسسة التي يتم تقييمها، وثانيا أن السوق على العموم تسعر المؤسسات الأخرى تسعيرا سليما، أي انه يتم افتراض كفاءة السوق وقانون السعر الواحد ومفاده أن الأصول المتشابهة يفترض أن يكون لها نفس السعر وإلا فإن فرص التحكيم والمضاربة ستكون ممكنة. (12) هناك مضاعف آخر واسع الاستخدام وهو نسبة السعر على القيمة الدفترية أو نسبة Tobin's q وتستخدم لمعرفة الشركات التي تكون قيمتها أقل من قيمتها العادلة.

### 3- مقارنة الدخل (Income approach):



تعتمد هذه المقاربة على إيجاد القيمة الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة مستقبلاً. تتم عملية الخصم (Discounting) للمنافع الاقتصادية المتوقعة مستقبلاً ( صافي التدفقات النقدية أو أي مقياس آخر للدخل)، بمعدل خصم يمثل تكلفة الأموال لتلك المؤسسة والذي يعكس القيمة الزمنية للنقود بالإضافة إلى المخاطرة. إن عملية الخصم قد تتطلب تقسيم الأفق الزمني المستقبلي إلى مرحلتين أو أكثر. لحساب القيمة الختامية (terminal value) يتم رسملة التدفق النقدي بمعدل يساوي معدل الخصم ناقص معدل النمو في الأمد الطويل لذلك لمتغير. (15) يرى Pratt انه في غالب الحالات ليس من السهل تقدير المنافع المستقبلية المنتظرة من استغلال مؤسسة وتحديد قيمة كمية لها، ولهذا السبب يحتاج الخبير لفهم واسع لظروف كل من السوق، القطاع، السوق المالية، إدارة المؤسسة و حساباتها. (16)

تسمح المقاربة بالتدفقات النقدية المحينة بتقدير القيمة الذاتية ( the intrinsic value) للأصل بناء على ما يسمى بأساسياته ( fundamentals ) ويشرح مفهوم القيمة الذاتية أو الضمنية بأنها القيمة التي يمنحها للمؤسسة الخبير العارف بالتدفقات النقدية و بمعدل الخصم المرتبط بها.

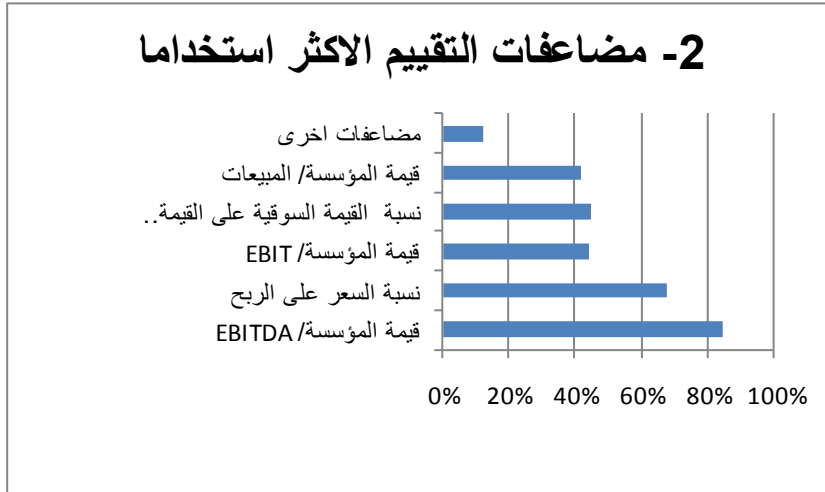
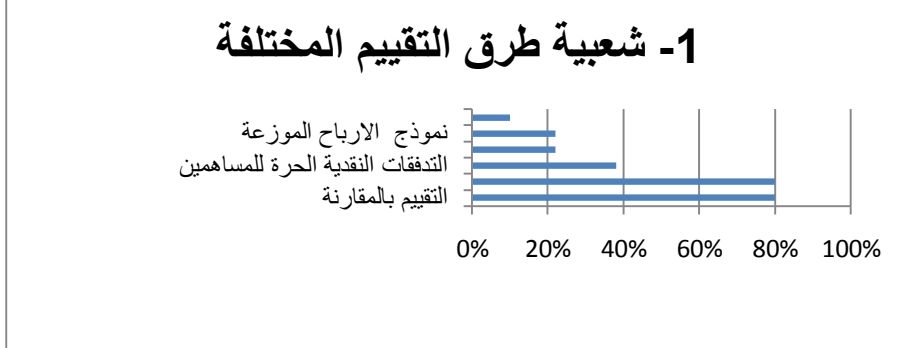
#### ب. الممارسات السائدة في مجال تقييم المؤسسات:

تعد دراسة Bancel & Mittoo من أحدث الدراسات في موضوع الممارسة في مجال تقييم المؤسسات لدى خبراء التقييم في أوروبا ، وشمل الاستقصاء 365 ممارس في المالية في ثمانية بلدان أوروبية وفي مواقع متنوعة ولهم تكوين مهني معترف به. ركز البحث على الأسئلة التالية: (1) ما هي نماذج التقييم الأكثر شعبية لدى الخبراء، (2) كيف يقدر الممارسون المدخلات اللازمة لتلك النماذج، (3) ما هي المدخلات السهل تحديدها و(4) ما هي المدخلات الأكثر حساسية للتقييم. (4)

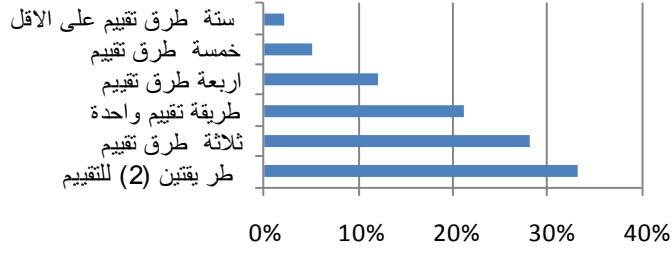
نكتفي في هذا المقام بعرض نتائج المسح ذات الصلة بالسؤال الأول حيث عبر الممارسون عن طرق التقييم المفضلة وهي على التوالي: التقييم على أساس المضاعفات والمقارنات مع مرجعيات من السوق ( نسبة الإجابة 80%) ، طريقة التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة المحينة – FFFC-(80%) ، طريقة التدفقات النقدية الحرة لحملة الأموال الخاصة – FCFE - (38%)، صافي الأصول المصححة – ANR - (22%) ونموذج توزيعات الأرباح المستقبلية المحينة – DDM - (22%). وقد أكد 60% من المجيبين أنهم يستعملون طريقتين أو ثلاثة

طرق بالتزامن. أما مضاعفات التقييم الأكثر شعبية فهي نسبة قيمة المؤسسة على الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك وخسائر القيمة (EBITDA) يليها مضاعف السعر على الربح أو PER.

شكل 2: طرق التقييم ، عدد الطرق المستخدمة و طبيعة المضاعفات في أوروبا



### 3- عدد طرق التقييم المستخدمة من الخبراء



#### المصدر:

Bancel, F; Mittoo, Usha R. "The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation,p108

أما عن المعوقات التي تحد من فعالية نماذج التقييم الحالية فذكر ما يلي: (1) صعوبة تقدير وحساب معدل الخصم، (2) صعوبة تقدير القيمة الختامية، (3) صعوبة اختبار مخطط الأعمال، (4) صعوبة حصر عينة الشركات الشبيهة عند استخدام مقارنة المقارنات، (5) صعوبة تقدير قيمة المديونية الصافية. أما أهم مزايا طرق التقييم الحالية فذكر التالي: (1) إنها تسمح بإجراء مقارنات مفيدة مع مؤسسات أخرى، (2) إنها أصبحت نمطية، (3) سهولة التطبيق.

أوضح Deloof وزملاؤه أن البنوك المرافقة لعمليات التسجيل في البورصة تستخدم عدة مقاربات للتقييم في نفس الوقت منها طريقة التدفقات النقدية المحينة وهي الأكثر شعبية ثم تليها طريقة المضاعفات وخاصة مضاعف السعر على الربح (PER) والاعتماد على الأرباح والتدفقات النقدية المتوقعة. (13)

#### ج- طرق تسعير الاسهم في عمليات IPO :

يمثل سعر العرض احد العناصر الهامة لنجاح عملية التسجيل في البورصة ، فإذا كان السعر مرتفعا فإنه لا يشجع المستثمرين بل ينفهم من المشاركة في العرض ويفشل العملية، أما إذا كان السعر منخفضا فسيؤثر على حجم المبالغ المحصلة وبالتالي قد لا تحقق الأهداف المرجوة وقد تفشل العملية برمتها ويسحب العرض.

إن طرق التسعير المستخدمة عند عرض الأسهم للبيع لأول مرة في السوق المالية هي :

1- **طريق السعر الثابت (Offre à Prix Ferme)** ،تحدد المؤسسة والبنك المرافق سعر العرض ويتم الإعلان عن السعر والكمية قبل بضعة أيام من التسجيل ويفترض أنها نهائية وعلى المستثمرين تحرير طلبات الشراء على أساس هذا السعر. مبدئيا لا تقبل إلا العروض المطابقة للسعر المحدد والذي سيعتمد كأول سعر عند أول حصة تداول. توزع الأسهم بالتناسب مع العروض المستلمة مع إمكانية ضمان حد أدنى لكل مكتب ، خاصة في حال تجاوز الطلب للعرض.

2- **طريقة السعر الافتتاحي أو المزايمة (Enchère/Offre à Prix Minimal)** وهو خاص بآلية البيع بالمزاد العلني والذي ينطلق مع الإعلان عن السعر القاعدي والكميات. بعد تلقي العروض يحدد البنك المرافق السعر التوازني أي سعر التعادل بين العرض و الطلب وتوزع الكميات دون تمييز وبسعر واحد

3- **طريقة بناء الدفاتر :** يلعب بنك الاستثمار المرافق دورا محوريا في هذه الطريقة . يتم التوجه في بداية العملية إلى هيئات المستثمرين ( Institutional investors) ويتم الإعلان عن مجال سعري يتراوح بين حد أدنى وآخر أقصى. ثم يفتح دفتر الطلبات أين تسجل أوامر الطلب ومن هنا جاءت تسمية بناء الدفاتر. بعد غلق هذه المرحلة يحدد السعر النهائي وتوزع الأسهم على المستثمرين بطريقة تمييزية، حيث يحتفظ البنك المرافق بصلاحيّة توزيع الأسهم وتحديد سعر العرض النهائي. تعرف هذه الطريقة انتشارا واسعا في العالم وأضحّت طريقة بناء الدفاتر الطريقة المهيمنة في العديد من الأسواق المالية (10).

تتعايش الطرق الثلاثة في العديد من الأسواق المالية، حيث يسمح للمؤسسة و البنك المرافق باختيار الطريقة التي تلائمهم.

#### د. مناقشة ظاهرة ضعف التسعير

1- **الاستراتيجيات المتعمدة للسعر المنخفض ( Underpricing )**  
:(/Undervaluation

أكد العديد من الباحثين اعتماد البنوك المرافقة لإستراتيجية السعر المنخفض عمد سعيا من أجل تحقيق هدف معين مثل مكافأة المستثمرين العارفين ( Investisseurs informés) على مشاركتهم وعلى كشفهم عن المعلومات التي يمتلكونها خلال مرحلة المشاورات. (17) إن السعر المنخفض ( أي اقل من القيمة الذاتية) يفيد أيضا المستثمرين غير العارفين (Investisseurs non informés) إذ أن مشاركتهم

ضرورية لإنجاح عملية العرض والسعر المنخفض يجذبهم بغض النظر عن اي معلومة وعن عدم التماثل المعلوماتي (Asymétrie informationnelle). هناك من يرى أن ضعف التسعير المتعمد هدفه جذب شريحة الأفراد من المستثمرين غير العارفين لضمان توفير سيولة كافية حين تداول السهم ولأن الأفراد لا يهدفون إلى الهيمنة على المؤسسة والتأثير عليها مقارنة بالمستثمرين المؤسساتيين. (17)

إن طرق التقييم المستخدمة لتحديد سعر العرض تكون لها مصداقية أكبر إذا لم تعتمد على معطيات تاريخية من الماضي بل على تنبؤات مستقبلية دون أن تكون هذه الأخيرة شديدة التفاؤل. (17)

### 1- استراتيجيات التسعير وتأثير البنك المرافق في سعر العرض:

لوحظ أن للبنك المرافق مصلحة خاصة في توجيه السعر فهو يسعى لإنجاح عملية الطرح الأولي من خلال تخفيض سعر العرض وتقليل نفقات التسويق والأهم هو سعيه للحفاظ على سمعته ومكانته المرموقة على الساحة المالية. لقد ركزت بعض الدراسات على عامل شهرة البنك المرافق في نجاح عملية التسجيل، فكلما كان الوسيط ذو مكانة مرموقة على مستوى الساحة المالية كلما قلت مخاطر ضعف التسعير. (8) وللمكانة المرموقة لشركات المراجعة أيضا دورا في التأثير على تسعير الأسهم، فقد بين Chang وزملاؤه أن الأتعاب التي تتقاضاها شركات المراجعة المعروفة والمرموقة أعلى مقارنة بتلك المدفوعة إلى شركات المراجعة العادية، ورغم هذه الحقيقة فإن الشركات التي تدخل البورصة لأول مرة والتي تتم مراجعة حساباتها من طرف مكاتب محاسبية مرموقة تعرف أسهمها ارتفاعا كبيرا في اليوم الأول من التداول وهو ما يعرف بضعف التقييم. (19) تم تفسير هذا التناقض الظاهري بكون الشركات الجيدة تلجأ إلى مكاتب محاسبية مرموقة لترسل إشارات إلى المستثمرين حول قيمتها، ويكون اثر هذه الإشارة أكبر في حال وجود عدم تناظر شديد في المعلومات أو عندما يكون بنك الأعمال المرافق مغمورا.

### 2- الإشارات الايجابية والسلبية التي تؤثر في تقييم وتسعير المؤسسة:

يعلم المستثمرون الخارجيون القليل عن المؤسسة المرشحة للإدراج، ورغم إصدار المؤسسة لنشرة إعلامية مفصلة إلا أنهم يراقبون إشارات ايجابية أو سلبية عن جودة المؤسسة من طرف المقربين من المؤسسة (company insiders) الذين يمتلكون معلومات أكثر. إن الفكرة الأساسية هنا هي كما يلي: ان المؤسسات "الجيدة" تتخذ إجراءات مطمئنة لا تريد أو لا تستطيع المؤسسات الرديئة اتخاذها، ومن الإشارات الايجابية: 1- إظهار أرباح تاريخية عالية، 2- اللجوء إلى بنك مرافق جد مرموق، 3- التزام أو تعهد كبار المساهمين عدم بيع أيا من حصصهم في المؤسسة قبل نفاذ

فترة زمنية معتبرة قد لا تقل عن ستة أشهر. أما ما يمكن اعتباره إشارات سلبية منفردة فهي: 1- بيع المساهمين الحاليين لأسهمهم ، 2- بيع جزئ كبير من المؤسسة . (6)

### III. طرق التقييم عند التسجيل في البورصة لأول مرة في بورصات الجزائر،الدار البيضاء وتونس

لمعرفة طرق التقييم التي تستخدمها المؤسسات وبنوك الأعمال المرافقة لها عند التحضير للدخول إلى البورصة والإجابة على الأسئلة التالية (1) ما هي طرق التقييم المتبعة؟ (2) هل تتبع أكثر من طريقة وكيف يتم حساب القيمة النهائية أو المركبة؟ (3) في حال استخدام مقارنة المقارنات ، ما هي المضاعفات المستعملة؟

للإجابة على الأسئلة اعتمدنا على منهجية دراسة المحتوى Content Analysis واستغلال المواقع الالكترونية للبورصات وسلطات الأسواق المالية من خلال فحص نشرات الإصدار للشركة التي دخلت البورصة في الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2014 في بورصات الدار البيضاء ، الجزائر، وتونس. يمكن الاطلاع على هذه النشرات في المواقع الالكترونية للسلطة المشرفة على السوق المالية لكل بلد أو من خلال مواقع البورصة (جدول3). لتبرير سعر العرض تدرج معظم النشرات في الفصل الخاص بالمعلومات حول العرض فقرة تحت عنوان عناصر لتعليل السعر (Éléments d'appréciation du prix) أو منهجية التقييم أو سعر العرض وميرراته.

#### أ. عينة الدراسة:

بلغ عدد الشركات التي دخلت البورصة للمرة الأولى في الأسواق المغربية الثلاث في الفترة من 2007 إلى 2014 56 شركة منها شركتين (02) في الجزائر، 23 شركة في المغرب و31 شركة في تونس. ما يلاحظ أن سوق الأوراق المالية في الجزائر لم ينطلق بعد رغم الإمكانيات التي تزخر بها الجزائر.

لوحظ أن عمليات التسجيل في البورصة تعرف فترات انتعاش يرتفع فيها عدد الشركات التي تفتح رأسمالها وقد يكون مرد ذلك للتحفيزات التشريعية التي تقدمها الدول في إطار سياساتها الاقتصادية. إن سوء اختيار توقيت عملية الطرح قد يتسبب في عدم استقرار مستوى الأسعار بعد التداول.(1)

جدول 3: الهيئات المشرفة على الأسواق المالية في الجزائر ، المغرب وتونس وعدد الشركات المدرجة لأول مرة ( السوق الرئيسية والسوق البديل)

عدد الشركات المدرجة لأول مرة 2014 2007	سلطة مراقبة السوق المالية	ادارة السوق المالية	البلد
02 شركة	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها <a href="http://www.cosob.org">www.cosob.org</a>	شركة تسعير بورصة القيم <a href="http://www.sgbv.dz">www.sgbv.dz</a>	الجزائر
23 شركة	مجلس القيم المنقولة CDVM <a href="http://www.cdvm.gov.ma">www.cdvm.gov.ma</a>	بورصة الدار البيضاء ش م <a href="http://www.casablanca.bourse.com">www.casablanca.bourse.com</a>	المغرب
31 شركة	هيئة السوق المالية <a href="http://www.cmf.org.tn">www.cmf.org.tn</a>	بورصة تونس للقيم المنقولة <a href="http://www.bvmt.com.tn">www.bvmt.com.tn</a>	تونس

المصدر: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة.

#### ب. أساليب تسعير العروض:

إن طريقة العرض المهيمنة هي العرض بالسعر الثابت (OPF) ب 85.72% ثم طريقة السعر المفتوح (OPO) ب 14.28%. إن طريق العرض بالسعر المفتوح قريبة من طريقة بناء الدفاتر. إن عدم انتشار طريقة بناء الدفاتر بحاجة إلى بحث ميداني في الأوساط المالية.

#### ج. ممارسات التقييم عند التسجيل في البورصة في الأسواق المغربية:

تبين دراسة المحتوى لنشرات الإصدار استخدام جميع مقاربات التقييم (جدول 4). كما هو متوقع فإن طريقة التدفقات النقدية المحينة (DCF) تأتي في المقام الأول بنسبة 96.43% تليها طريقة المضاعفات ب 76.79% ثم طريقة ربع الشهرة أو (GoodWill) ب 37.50% وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة أو طريقة الأرباح غير العادية ب 21.43% ثم طريقة Bates ب 16.07% وطريقة توزيعات الإرباح ب 14.29%.

جدول 4: طرق التقييم المستخدمة التسجيل في البورصة لأول مرة

الطريقة	الرمز	التكرار	عدد الطرق المستخدمة معها
---------	-------	---------	--------------------------

4	3	2	1	0			
0	0	1	1	0	2	ANC	صافي الأصول المحاسبية
1	1	1	0	0	3	ANR	صافي الأصول المصححة
1	7	13	0	0	21	GW	ريع الشهرة
0	2	4	2	0	8	DDM	توزيعات الأرباح المحينة
0	1	8	0	0	9	BATES	طريقة Bates
1	4	32	16	1	54	DCF	التدفقات النقدية الحرة المحينة
0	3	8	1	0	12	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
1	4	23	14	0	42	MB/T	مضاعفات البورصة/ الصفقات
4	22	90	34	1	151	المجموع	

المصدر: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة.

أما لو وضعنا طريقة Bates وطريقة توزيعات الأرباح في مجموعة واحدة نظرا للتقارب الكبير بينهما فإن نسبة استعمالهما المشتركة تساوي 30.36% مما يجعلهما في المرتبة الرابعة قبل طريقة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (جدول 5).

لوحظ قلة استخدام طرق صافي الأصول المحاسبية ، باستثناء صافي الأصول المصححة التي تعتبر ضرورية لحساب قيمة ريع الشهرة أما بخصوص طبيعة المضاعفات المستخدمة في المقارنة بالمقارنات فهي على التوالي كما يلي: مضاعف السعر (PER)، يليه الربح قبل الفوائد والضرائب ثم الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات وخسائر القيمة ثم مضاعف القيمة الدفترية (Price/Book) و أخيرا مضاعف رقم الأعمال. في غياب سوق نشطة محليا يمكن الاستعانة بمضاعفات من الأسواق الخارجية القريبة من البلد.

#### جدول 5: الطرق الأكثر استخداما في الاسواق المالية المغربية

الطريقة	الرمز	التكرار	% الاستخدام
---------	-------	---------	-------------



96,43	54	DCF	التدفقات النقدية الحرة المحيئة
75,00	42	MB/MT	مضاعفات البورصة/ الصفقات
37,50	21	GW	ريع الشهرة
21,43	12	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
16,07	9	BATES	طريقة Bates
14,29	8	DDM	توزيعات الأرباح المحيئة
5,36	3	ANR	صافي الأصول المصححة
3,57	2	ANC	صافي الأصول المحاسبية

المصدر: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة

#### د. عدد الطرق المستخدمة عند تقييم الشركة:

إن استعمال أكثر من طريقة ومقارنة لحساب قيمة المؤسسة المركبة أو الهجينة يعني عدم وجود إيمان قاطع بمصداقية المقارنة الواحدة إما لخصوصيات المؤسسة محل التقييم أو لانعدام الثقة في جودة المدخلات التي يتطلبها ذلك النموذج مثل دقة وموثوقية التوقعات بخصوص الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية أو لصعوبة إيجاد المؤسسات الشبيهة في حال التقييم على أساس المقارنات أو المضاعفات أو لصعوبة تحديد الأفق الزمني المستقبلي وتقسيمه إلى فترات مرحلية متباينة. لاحظنا في دراستنا ان استخدام ثلاث طرق يمثل الحالة الغالبة بمعدل 59.2% و يليه استعمال طريقتين بنسبة 22.37% ثم يأتي في المرتبة الثالثة استخدام أربعة طرق بنسبة 15.13%. وتشكل الحالات الثلاث مجتمعة ما يساوي 96.71% من مجموع الحالات الممكنة، وبلغ متوسط عدد الطرق المستخدمة 2.96 طريقة ، (جدول 6). إن هذه النتيجة تتوافق وعدد الطرق المستخدمة من طرف بنوك الأعمال وخبراء التقييم في عدد من البلدان الأوروبية.

## جدول 6: عدد الطرق المستخدمة في كل تقييم

المجموع	عدد الطرق المستخدمة					
	5	4	3	2	1	
115	4	22	90	34	1	تكرار الاستعمال
100%	2,63	15,1	59,2	22,4	0,66	% تكرار الاستعمال
2,96						متوسط عدد الطرق المستخدمة

المصدر: إعداد الباحث بناء على محتوى نشرات الإعلام لشركات العينة

## هـ. قيمة السهم و علاقتها بسعر العرض الاولي :

لوحظ أن سعر العرض الثابت والعرض بالسعر المفتوح اعتمد بصفة كلية على نتيجة التقييم أي على القيمة المركبة مع تطبيق تخفيض لتعويض المستثمرين أصحاب الأقلية على ضعف سيطرتهم ، وتراوح التخفيض من 0% إلى 30% مع متوسط تخفيض يبلغ 13.08% من نتيجة التقييم.

## الخاتمة

مهما كانت طريقة تسعير المؤسسات عند التسجيل في البورصة لأول مرة: السعر الثابت، السعر المفتوح أو طريقة بناء الدفاتر، فإن التقييم الأولي للمؤسسة والموجه لمالكي ومسيري المؤسسة أو لتبرير السعر تجاه المستثمرين، يعتبر عملية ضرورية. إن التركيز على مقارنة الدخل دليل على مستوى الاقتناع بمدى صلابتها النظرية والتطبيقية. بيد أن مشكلات التنبؤ وإعداد المدخلات يحد من قيمتها ككل ويجبر الممارسين على الاستعانة بطرق أخرى مثل المقارنات السوقية والصفقات السابقة من أجل تقليص مخاطر الانحراف الشديد عن مجال القيم الموضوعية. إن للباحثين في مجالي المحاسبة والمالية فرصة للمساهمة في فهم وحل مشكلات تقييم المؤسسات سواء في إطار عمليات البورصة أو العمليات التي تجري خارج الأسواق المالية بين المؤسسات. لتطوير السوق المالية في الجزائر يجب العمل على بروز هيئة مهنية تهتم بكل نواحي التقييم مثل العقارات بأنواعها و المعدات والآلات و الشركات كما هو موجود في الكثير من البلدان سواء المتقدمة أو الصاعدة. كما أن فتح المعلومات التي تنشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL) للجماهير من خلال الانترنت وزيادة حجم ونوعية تلك المعلومات سيساعد على اكتشاف الحقيقة الاقتصادية لتلك المؤسسات.

## المراجع

- 1- زرقون, محمد" العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر "مجلة الباحث عدد 12- 2013.
- 2- Anderson, Seth, T Randolph Beard, and Jeffery Born. « *Initial Public Offerings: Findings and Theories: Findings and Theories* ». Vol. 8: Springer Science & Business Media, 1995
- 3- Bancel, Franck, and Usha R. Mittoo. "Why Do European Firms Go Public ". *European Financial Management* 15, no. 4 (2009)
- 4- Bancel, Franck; Mittoo, Usha R. "The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation- Survey of Euro\_2." *Journal of Applied Corporate Finance* 26, no. 4 (2014) .
- 5- Boutron, Emmanuel, Jean-François Gajewski, Carole Gresse, and Florence Labégorre. "Les Procédures D'introduction En Bourse En Europe: Évolution Des Pratiques Et Perspectives." *REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE*, no. 82 (2006)
- 6- Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. "Initial Public Offerings- an Analysis of Theory and Practice ". *THE JOURNAL OF FINANCE LXI*, NO. 1 (FEBRUARY 2006)
- 7- Brau, James C., and Stanley E. Fawcett. " Evidence on What Cfos Think About the Ipo Process- ". *Journal of Applied Corporate Finance* 18, no. 3 (2006 )
- 8- Carter, Richard B., Frederick H. Dark, and Ajai K. Singh. "Underwriter reputation, initial returns, and the long- run performance of IPO stocks." *The Journal of Finance* 53.1 (1998)
- 9- Damodaran, Aswath. *Investment Valuation* New York: WILEY, 2010.
- 10- Degeorge, François, François Derrien, and Kent L. Womack. " Quid Pro Quo in Ipos Why Book-Building Is Dominating Auctions?": London School of Economics and Political Sciences, 2004.
- 11- Drake, Pamela Peterson, and Frank J. Abozzi, *The Basics of Finance\_ an Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management* New Jersey, USA: John Wiley 2010.
- 12- Kemper, Andreas. *Valuation of Network Effects in Software Markets* Berlin: Physica-Verlag (Springer) 2010.
- 13- Marc Deloof, Wouter De Maeseneire, and Koen Inghelbrecht. "How Do Investment Banks Value Initial." *Journal of business Finance & Accounting* 36, no. 1&2 (2009)

- 14- Pereiro, Luis E. *Valuation of Companies in Emerging Markets a Practical Approach* New York: Wiley 2002.
- 15- Pratt, Shannon P. *Business Valuation Body of Knowledge* , New Jersey: John Wiley 2003.
- 16- Pratt, Shannon P., and Alina V. Niculita. *Valuing a Business the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* 5ed ed. New York: McGraw-Hill, 2008.
- 17- Sentis, Patrick. "Introduction En Bourse. Quelles Stratégies Pour L'entreprise Candidate." *Revue française de gestion*, no. 2005/5 - n°158 (2005).
- 18- Wyatt, Anne. "Is There Useful Information in the 'Use of Proceeds' Disclosures in Ipo Prospectuses?". *Accounting & Finance* 54, no. 2 (2014)