

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY-ANNABA

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار - عنابة -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات
دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال (2000-2012)

الشعبة

تسيير منظمات

للطالبة

كسري أسماء

مديرة أطروحة التخرج: د. حمداوي الطاوس أستاذ محاضر. أ جامعة باجي مختار عنابة

أمام أعضاء اللجنة

- أ.د نصيب رجم.....أستاذ التعليم العالي.....رئيسا.....جامعة باجي مختار - عنابة
- د. حمداوي الطاوس.....أستاذ محاضر أ.....مقرا.....جامعة باجي مختار - عنابة
- أ.د بن ثابت علي.....أستاذ التعليم العالي.....عضوا.....جامعة باجي مختار - عنابة
- أ.د قطاف ليلى.....أستاذ التعليم العالي.....عضوا.....جامعة فرحات عباس - سطيف
- د. الحدي نجوية.....أستاذ محاضر أ.....عضوا.....جامعة زيان عاشور - الجلفة

السنة الجامعية: 2015/2014



﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ

دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾ (المجادلة: 11)



جامعة باجي مختار - عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

التخصص: تسيير المنظمات

تصريح

أصرح بصفتي صاحبة الدراسة الموسومة بـ:

أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال (2000-2012)

بأنها تحت مسؤوليتي الخاصة وأنها غير مقدمة لمؤسسات علمية أخرى لنيل شهادة أكاديمية

كسري أسماء

الإمضاء

الملخص

أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات
دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال (2000-2012)

من إعداد: كسري أسماء

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، تمثلت هذه المتغيرات في نسب السيولة، الربحية، المديونية، ونسب السوق. وقد شملت عينة الدراسة كل من المجمع الصناعي صيدال وفندق الأوراسي للفترة الزمنية الممتدة من 2002 إلى غاية 2012، ومن جهة أخرى تم تقييم أسهم الشركتين باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح. عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في نسب الربحية (معدل دوران إجمالي الأصول)، نسب المديونية (نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول)، نسب السيولة (السيولة السريعة) والقيمة السوقية لمجمع صيدال، أما بالنسبة لفندق الأوراسي أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق (معدل العائد على السهم، مضاعف الربحية) والقيمة السوقية لسهمه. ومن جهة أخرى تم التوصل إلى أن كل من سهم فندق الأوراسي ومجمع صيدال مقيم بأقل من قيمته، أي أن القيمة الحقيقية أكبر من قيمته السوقية، وبالتالي فهي تمثل فرص للشراء.

وأكدت الدراسة على ضرورة تفعيل وإنشاء مؤسسات مالية متخصصة تتولى وظيفة تحليل القوائم المالية لمساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

الكلمات الدالة: المعلومات المحاسبية، القيمة السوقية للأسهم، نماذج تقييم الأسهم، سوق الأوراق المالية، نموذج الانحدار المتعدد، اختبار كفاءة السوق.

Résumé

L'impact de l'information comptable sur la valeur boursière des actions des sociétés

Étude comparative des actions de l'Aurassi et Saidal (2000-2012)

Préparé par : Kesri Asma

Cette étude visait à identifier l'impact d'un certain nombre de variables comptables sur les prix des actions des sociétés cotées en bourse Algérienne, ces variables sont les ratios de liquidité, rentabilité, endettement, et les ratios de marché. L'échantillon de l'étude comprenait le groupe industriel Saidal et l'hôtel Aurassi pour la période 2002 -2012. Aussi, on a évalué les actions des deux sociétés en utilisant le modèle d'actualisation des dividendes.

L'analyse de régression multiple montre l'existence d'une relation significative entre les variables indépendantes représentées par les ratios de rentabilité (taux de rotation des actifs), les ratios d'endettement (Les droits de propriété sur les actifs), les ratios de liquidité (liquidité rapide) et la valeur boursière du groupe Saidal, mais pour l'hôtel Aurassi les résultats font apparaitre l'existence d'une relation significative entre les ratios de marché (le taux de rendement de l'action, multiplicateur de profit) et la valeur boursière de ses actions. D'autre part, on a conclu que les actions sont sous évaluées, ce qui signifie que la valeur réelle est supérieure à la valeur boursière dans le cas des deux actions, et donc elles représentent des occasions d'achat.

L'étude a confirmé la nécessité de créer des sociétés spécialisées dans le domaine d'analyse des états financiers pour aider les investisseurs à prendre leurs décisions d'investissement.

Mots clés: informations comptables, la valeur boursière des actions, les modèles d'évaluation des actions, le marché financier, modèle de regression multiple, le test de l'efficience du marché.

Abstract

**The impact of accounting information on the market value of the
shares of companies
Comparative study of shares of Aurassi and Saidal (2000-2012)**

Prepared by: Kesri Asma

This study aimed to identify the impact of a number of accounting variables on shares of companies listed on the Algeria Securities Exchange. Those variables are the liquidity ratios, profitability, debt, and market ratios. The study sample included Saidal complex and Aurassi hotel for the time period between the years 2002 - 2012, and the shares of the two companies has been evaluated using the dividend discount model.

The results showed a significant relationship between the independent variables of profitability ratios (total assets turnover), debt ratios (equity to total assets ratio), liquidity ratios (current ratio) and the stock prices of the complex Saidal was found by using multiple regression analysis, but for Aurassi hotel The results showed a significant relationship between the market ratios (the rate of return on the stock, prise earning ratio) and the market value of its stock. On the other hand, it was concluded that the shares are undervalued, which means that the actual value is higher than the market value in the case of two actions, and therefore represent buying opportunities.

The study emphasized the need for specialized companies in the field of financial statement analysis to help investors to make their investment decisions.

Key words: accounting information, the market value of the shares, the valuation models of shares, the financial market, multiple regression model, the test of market efficiency.

الإهداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما

إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصى فضائلهما

إلى والداي الغاليين حفظهما الله لي

إلى أخوأي العزيزين: محمد زين الدين ومصعب

إلى كل أفراد عائلتي

إلى صديقتاي: آسيا ونسيمة

كسري أسماء

شكر وتقدير

الحمد لله حمدا يليق بجلال قدره ومعظيم سلطانه، والشكر لله أولا
على ما أنعم به علينا من نعم كانت خير عون لنا في انجاز هذا
العمل.

نشكر كل من ساهم في إتمام هذه الأطروحة ونخص بالذكر
الأستاذة المشرفة: الدكتورة حمداوي الطاوس لقبولها الإشراف
على هذه الأطروحة، والتي لم تدخر جهدا إلا وقدمته في سبيل
انجاز هذا العمل، كما نتوجه بجزيل الشكر لكل أساتذنا الكرام
وعلى رأسهم الأستاذ الدكتور نصيب رجو، والزميل الأستاذ
صالح محمد يزيد على ما قدموه من دعم.

نسأل الله أن يجازيهم كل خير

كسري أسماء

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
20	السوق المالي والمؤسسات العاملة به.	01
24	موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي.	02
39	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.	03
41	ردة فعل السوق المالي اتجاه المعلومات المنشورة.	04
53	الصيغ المختلفة للسوق المالي الكفاء.	05
71	شكل القيمة السوقية للسهم العادي.	06
92	تطور معدل نمو توزيعات الأرباح.	07
117	أهمية الإفصاح.	08
143	آلية تأثير المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم.	09

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
87	أهم الفروق الجوهرية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي.	01
153	البطاقة الفنية لمجمع صيدال.	02
154	البطاقة الفنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.	03
157	حساب نسبة التداول لمجمع صيدال.	04
158	حساب نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال.	05
158	حساب نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الأصول.	06
159	حساب نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول.	07
160	حساب دوران اجمالي الأصول لمجمع صيدال.	08
160	حساب معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال.	09
161	حساب معدل العائد على السهم لمجمع صيدال.	10

161	حساب مضاعف الربحية لمجمع صيدال.	11
162	المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمجمع صيدال	12
164	معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمجمع صيدال	13
166	تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة على سعر سهم صيدال	14
167	معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة لمجمع صيدال	15
168	تحليل الانحدار التدريجي للمتغيرات المستقلة على سعر سهم صيدال	16
170	حساب نسبة التداول لفندق الأوراسي.	17
170	حساب نسبة السيولة السريعة لفندق الأوراسي.	18
171	حساب نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الأصول لفندق الأوراسي.	19
172	حساب نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول لفندق الأوراسي.	20
172	حساب معدل دوران اجمالي الأصول لفندق الأوراسي.	21
173	حساب معدل العائد على حقوق الملكية لفندق الأوراسي.	22
174	حساب معدل العائد على السهم لفندق الأوراسي.	23
174	حساب مضاعف الربحية لفندق الأوراسي.	24

175	المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لفندق الأوراسي	25
176	معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لفندق الأوراسي	26
178	تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة على سعر سهم الأوراسي	27
181	متوسط عائد مؤشر السوق في بورصة الجزائر.	28
183	حساب عائد وخطر سهم مجمع صيدال.	29
184	حساب بيتا سهم صيدال	30
185	تحديد القيمة الحقيقية لسهم صيدال	31
187	تحديد عائد وخطر سهم الأوراسي.	32
188	تحديد بيتا سهم الأوراسي.	33
189	تحديد القيمة الحقيقية لسهم الأوراسي	34
193	مقارنة معدل العائد الفعلي بمعدل العائد المطلوب	35

قائمة الملحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
01	القوائم المالية لفندق الأوراسي (2002-2012)	212
02	القوائم المالية لمجمع صيدال (2002-2012)	247
03	مخرجات برنامج الرزمة الإحصائية لمجمع صيدال	280
04	مخرجات برنامج الرزمة الإحصائية لفندق الأوراسي	287

قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر	الترجمة
CAPM	Capital asset pricing model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
DDM	Dividend discount model	نموذج خصم توزيعات الأرباح
PER	Pricing earning ratio	نسبة مضاعف الربحية
FASB	Financial accounting standards board	مجلس معايير المحاسبة المالية
IASB	International accounting standards board	مجلس معايير المحاسبة الدولية
SCF	Système comptable financier	النظام المحاسبي المالي
COSOB	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
SPSS	Statistical package of social sciences	برنامج الرزمة الإحصائية
EPS	Earnings per share	ربحية السهم العادي

جدول المحتويات

المحتويات	الصفحة
التصريح	أ.....
الملخص باللغة العربية.....	ب.....
الملخص باللغة الفرنسية.....	ج.....
الملخص باللغة الانجليزية.....	د.....
الاهداء.....	ه.....
الشكر.....	و.....
قائمة الأشكال	ز.....
قائمة الجداول	ح.....
قائمة المختصرات.....	ك.....
قائمة الملاحق.....	ل.....
فهرس المحتويات	م.....
المقدمة.....	1.....
الفصل الأول: دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات	
تمهيد.....	18.....
المبحث الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي	19.....
المطلب الأول: السوق المالي: مفاهيم أساسية.....	19.....
1- لمحة تاريخية عن تطور الأسواق المالية.....	19.....
2- مفهوم السوق المالي	20.....
3- تقسيمات السوق المالي	21.....
3-1- سوق النقد	21.....
3-2- سوق رأس المال	22.....
4- أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.....	22.....

24	المطلب الثاني: موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي
25	1- مفهوم سوق الأوراق المالية
25	2- تقسيمات سوق الأوراق المالية
25	1-2- السوق الاولي
26	2-2- السوق الثانوي
26	1-2-2 الأسواق المنظمة
27	2-2-2 الأسواق غير المنظمة
28	3- الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
28	1-3- الأسهم
28	2-3- السندات
29	3-3- المشتقات المالية
29	4- متطلبات قيام سوق الأوراق المالية
29	1-4- المتطلبات الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية
30	2-4- المتطلبات الكافية لقيام سوق الأوراق المالية
30	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
30	1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية
31	1-1- صالة التداول
31	2-1- الوسطاء المرخص لهم العمل في السوق
31	3-1- طرق التداول سوق الأوراق المالية
32	2- المتعاملون
32	1-2- عارضو رؤوس الاموال
32	2-2- طالبو رؤوس الاموال
33	3- الأوامر
35	المبحث الثاني: كفاءة سوق الاوراق المالية
35	المطلب الاول: ماهية كفاءة سوق الاوراق المالية
35	1- مفهوم كفاءة سوق الاوراق المالية
36	2- أنواع كفاءة سوق الاوراق المالية
36	1-2- الكفاءة الكاملة
37	2-2- الكفاءة الاقتصادية

40	3- الفرق بين السوق الكفاء والسوق غير الكفاء.....
42	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
42	الكفاءة الداخلية
43	2- الكفاءة الخارجية.....
44	3- عدالة السوق
44	4- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين.....
45	المطلب الثالث: علاقة المعلومات بكفاءة سوق الأوراق المالية
45	1- كفاءة سوق الأوراق المالية ونظام المعلومات.....
46	2- دور المعلومات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية
48	3- أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية
50	المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وطرق قياسها
50	المطلب الأول: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
50	1-الصيغة الضعيفة
51	2- الصيغة شبه القوية
52	3- الصيغة القوية.....
54	المطلب الثاني: الطرق المعتمدة في قياس صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
54	1- طرق قياس الصيغة الضعيفة.....
57	2- طرق قياس الصيغة شبه القوية
57	3- طرق قياس الصيغة القوية
54	المطلب الثالث: عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة.....
59	1- عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء
60	2- الآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة
62	خلاصة
	الفصل الثاني: تقييم الأسهم العادية
63	تمهيد.....
64	المبحث الأول: الأسهم العادية.....
64	المطلب الأول: ماهية الأسهم العادية
64	1- مفهوم السهم العادي
64	2- خصائص الأسهم العادية

65	3- الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية
66	4- تصنيف الأسهم العادية
69	المطلب الثاني: ماهية القيمة
69	1- مفهوم القيمة
69	2- أنواع قيم الاسهم العادية
73	3- العوامل المؤثرة على قيمة السهم العادي
74	المطلب الثالث: محددات القيمة السوقية للأسهم العادية
79	المبحث الثاني: المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم
79	المطلب الأول: مدخل التحليل الفني
81	1- مؤشر القوة النسبية
81	2- المتوسطات المتحركة
82	3- استخدام الخرائط
82	المطلب الثاني: التحليل الأساسي
84	1- التحليل الاقتصادي الكلي
84	2- التحليل الاقتصادي القطاعي
85	3- التحليل على مستوى الشركة
85	المطلب الثالث: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
88	المبحث الثالث: نماذج تقييم الأسهم العادية
88	المطلب الأول: نموذج خصم توزيعات الارباح
88	1- مفهوم نموذج خصم توزيعات الارباح
90	1-1- نموذج النمو الصفري
90	1-2- نموذج النمو الثابت
92	1-3- نموذج النمو المتعدد
95	2- طرق قياس معدل نمو توزيعات الأرباح
96	المطلب الثاني: نموذج مضاعف الربحية
96	1- مضاعف الربحية
97	2- حساب مكونات نموذج مضاعف الربحية
97	المطلب الثالث: النماذج البديلة لتقييم الاسهم العادية
98	1- نموذج تقييم الربحية

99	2- نموذج التدفق النقدي.....
100	3- نموذج والتر
100	4- النموذج H
101	5- نموذج ويلمز وفايدنلي
102	6- نموذج ليرنز وكارلتون
103	خلاصة.....
	الفصل الثالث: أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب
104	تمهيد.....
105	المبحث الاول : المعلومات المحاسبية
105	المطلب الاول: ماهية المعلومة المحاسبية
105	1- مفهوم المعلومات المحاسبية.....
106	2- أهمية المعلومات المحاسبية.....
107	المطلب الثاني خصائص المعلومات المحاسبية
107	1- خصائص المعلومات المحاسبية.....
107	1-1- الملاءمة.....
108	1-2- الموثقية.....
108	2- الخصائص الثانوية للمعلومات المحاسبية.....
108	1-2- قابلية المعلومات للمقارنة وتماتها
109	2-2- الثبات:
109	المطلب الثالث: ماهية القوائم المالية.....
109	1- مفهوم القوائم المالية
109	2- أنواع القوائم المالية
110	1-2- الميزانية.....
111	2-2-: جدول حساب النتائج
112	3-2- جدول تدفقات الخزينة.....
113	المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي
114	المطلب الأول: ماهية الإفصاح المحاسبي
114	1- مفهوم الإفصاح المحاسبي
116	2-أهمية الإفصاح المحاسبي

118	3-أنواع الإفصاح المحاسبي
119	المطلب الثاني: الإفصاحات المطلوبة في السوق الأوراق المالية
119	1- المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية
119	1-1 تقديم ملخص تاريخي للبيانات المالية
120	1-2 معلومات عن الميزانية
121	1-3 معلومات عن جدول حساب النتائج
121	1-4 معلومات عن قائمة التغيرات في حقوق الملكية
121	1-5 معلومات عن قائمة التدفقات النقدية
122	1-6 معلومات عن السياسات المحاسبية والإيضاحات المتممة
122	2- المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية الاضافية المكملة
123	3- المحتوى الاعلامي للمعلومات غير المحاسبية
123	1-3 المعلومات الداخلية
124	2-3 المعلومات الخارجية
125	المطلب الثالث: دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح
125	1- مفهوم النظام المحاسبي المالي في الاقتصاد الجزائري
126	2- أسباب توجه الجزائر إلى نظام (IFRS)
127	3- امتيازات تطبيق النظام المحاسبي المالي في السوق المالي
128	4- واقع تطبيق النظام المالي المحاسبي على مستوى بورصة الجزائر
128	4-1 على صعيد التكوين والإعداد
128	4-2 على صعيد البرمجيات المعلوماتية والمحاسبية
130	المبحث الثالث: تحليل المعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية وأثرها على القيمة السوقية ..
130	المطلب الأول: ماهية التحليل المالي
130	1- مفهوم التحليل المالي
130	2- استعمالات التحليل المالي
130	2-1 التحليل الائتماني
130	2-2 التحليل الاستثماري
130	تحليل الاندماج والشراء
130	المطلب الأول: ماهية التحليل المالي
130	1- مفهوم التحليل المالي

144	..... خلاصة
	الفصل الرابع: أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
145	..... تمهيد
146	..... المبحث الاول : التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة فيها
146	..... المطلب الاول: نشأة بورصة الجزائر
146	..... مراحل انشاء بورصة الجزائر
147	..... الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
149	..... المطلب الثاني: تداول وتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر
149	..... أسلوب التداول في بورصة الجزائر
149	..... أوامر بورصة الجزائر
150	..... نظام التسعيرة في البورصة
150	..... المقاصة والتسديد
151	..... المطلب الثالث:المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
151	..... 1- مؤسسة تسيير فندق الاوراسي
152	..... 2- مجمع صيدال
153	..... المبحث الثاني: علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية لكل من الأوراسي وصيدال
153	..... المطلب الأول: منهجية الدراسة
153	..... 1- الشركات محل الدراسة
154	..... 2- خطوات الدراسة
155	..... 3-النموذج المستخدم
156	..... 4-متغيرات الدراسة
157	..... المطلب الثاني: أثر المعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم على القيمة السوقية لصيدال
157	..... 1-حساب النسب المالية لمجمع صيدال وتحليلها
162	..... 2- قياس اثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لمجمع صيدال
170	..... المطلب الثالث: أثر المعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم على القيمة السوقية للأوراسي
170	..... 1- حساب النسب المالية لفندق الأوراسي وتحليلها
175	..... 2- قياس اثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لفندق الأوراسي
179	..... المبحث الثالث: تقدير القيمة الحقيقية لكل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي
179	..... المطلب الأول: تقدير القيمة الحقيقية لمجمع صيدال

186	المطلب الثاني: تقدير القيمة الحقيقية لفندق الأوراسي
190	المطلب الثالث: مقارنة فندق الأوراسي ومجمع صيدال
190	الشركات محل المقارنة
190	الإفصاح عن المعلومات المحاسبية
191	3- النسب المالية (مؤشرات الأداء) بعد الاكتتاب العام
192	4- مدى تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم
193	5- مقارنة القيمة السوقية بالقيمة الحقيقية
195	خلاصة
196	الخاتمة
201	قائمة المراجع
212	قائمة الملاحق

المقدمة

1- تمهيد:

يعتبر موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لاسيما في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة وأمام تعاظم حركة رؤوس الأموال، لما تلعبه من دور حيوي بالغ الأهمية في دعم معدلات النمو الاقتصادي، وتوفير قاعدة البيانات الضرورية المتعلقة بفرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين.

وبالرغم من تباين أهداف المستثمرين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية، إلا أن الهدف العام والأكثر شيوعا والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب، أي زيادة قيمة ومردودية هذه الأوراق، لذلك فإن هؤلاء يحتاجون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات رشيدة لتقييم الأوراق المالية.

لذا فإن الإلمام بالمعرفة والمعلومات المحاسبية أمر مهم جدا للجهات المعنية بالاستثمار عبر الأسواق المالية، ولكي تستطيع هذه الأخيرة القيام بدورها على أكمل وجه وجب توفر نظام فعال للمعلومات، تتدفق من خلاله في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، وبهذا يتمكن المستثمر من الاختيار بين مجموعة من البدائل المتاحة بالأسعار المناسبة.

ومن الأمور المستقرة في الأسواق المالية أن المعلومات المحاسبية ذات قيمة بالنسبة للمستثمرين في سوق الأسهم، فهي تعبر عن محتوى الرسالة الإعلامية المحاسبية، والمتمثلة في مجموعة التقارير والكشوف المالية، حيث تؤدي دورًا مهمًا في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته، من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه القوائم المالية للشركات من مراكز مالية وأرباح محققة، لذلك ازداد اهتمام المحاسبين في السنوات الأخيرة بتوفير المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها مستخدموها من الفئات المتعددة.

حيث أن الجزائر ليست بمنأى عن هذه التغيرات الدولية، إذ كان لزاما عليها الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة الدولية من قبل المحاسبين عند إعداد وفحص القوائم المالية، لذلك قامت بإعادة النظر في المخطط المحاسبي من خلال طرحها لمشروع النظام المالي المحاسبي، والذي يمثل خطوة هامة في عملية تطبيق حوكمة الشركات، وذلك في سياق الإصلاحات الرامية الى مواكبة متطلبات اقتصاد السوق، باستجابة المحاسبة لاحتياجات أطراف عديدة للمعلومات، وكذا تقديم المعلومات المحاسبية بكل شفافية ووضوح لكل مستخدميها. إذ تعمل هذه المعلومات في الأسواق المالية على مساعدة المستثمرين والمحللين الماليين في تقييم أداء الشركة، وبالتالي في تحديد المبلغ الذي يجب دفعه مقابل الأوراق المالية،

2- إشكالية الدراسة:

إن نجاح الأسواق المالية يتوقف بدرجة كبيرة على مدى دقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها من قبل الشركات المدرجة، إذ تعتبر المحاسبة من أهم المجالات التي تقوم بدور فعال في ترشيد القرارات. الاستثمارية للعلاقة الموجودة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، وحتى يتحقق ذلك لابد أن تتمتع المعلومات التي تقدمها المحاسبة بقدر من الإفصاح والشفافية حتى تساهم في زيادة وتدعيم كفاءة السوق المالي، لذا نجد ان هناك العديد من الجهات المهمة بتوفير قدر لازم من المعلومات المحاسبية لخدمة أسواق المال في دول العالم، وخاصة تلك المعلومات ذات التأثير على قرارات الاستثمار بهدف تدعيم ثقة المستثمرين في الشركات المدرجة في الأسواق المالية. مما يجعلنا نطرح الإشكال التالي:

ما مدى تأثير المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لأسعار أسهمها؟

وينتفع عن هذا التساؤل الرئيسي بعض الأسئلة الفرعية، والمتمثلة في:

- ما هو الإطار النظري للأسواق المالية، وبالتحديد بورصة الجزائر؟
- ما هو الإطار النظري للمعلومات المحاسبية؟
- أين يكمن دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم؟
- ما مدى تواجد مؤشرات ذات دلالة احصائية لتأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية؟
- هل الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر مسعرة بقيمتها الحقيقية؟

3- أهداف الدراسة :

- فحص القدرة التفسيرية لبعض النسب المستخرجة من القوائم المالية.
- بيان أهم المتغيرات المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء الشركات، وبالتالي العمل على الاهتمام بها مستقبلا في عملية التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.
- تقييم أهمية المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الاستثمارية في ضوء احتياجات المستثمر الجزائري.
- محاولة التعرف على القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وبالتالي معرفة أسباب الخلل في الأسعار إن وجد.

4- أهمية الدراسة :

تعتبر من الدراسات القليلة في هذا المجال لإيجاد العلاقة السببية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وبما أن إدارة الشركة تهدف الى تعظيم قيمتها السوقية، فإنه ينبغي أن يحظى قرار الاستثمار بالدراسة والتحليل لما لها من مساهمة

في توعية المستثمرين بأهمية تحليل الكشوف المالية واستخراج أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري في بيئة تفتقد للثقافة الاستثمارية.، وكذا جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

كما تظهر أيضا أهمية هذه الدراسة في تزامنها مع تبني الجزائري للنظام المحاسبي المالي في خطوة منها لتحسين المعلومات المحاسبية وتعزيز الشفافية والإفصاح ومواكبة التغيرات الدولية، في محاولة لمعرفة اذا ساهم هذا النظام في الوصول إلى جودة المحتوى الإعلامي لهذه المعلومات.

5- فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسية الأولى:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

- الفرضية الفرعية الأولى:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية للسهم.

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية للسهم.

- الفرضية الفرعية الثانية:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية للسهم.

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية للسهم.

- الفرضية الفرعية الثالثة:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية للسهم.

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية للسهم.

- الفرضية الفرعية الرابعة:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية للسهم.

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية للسهم.

الفرضية الرئيسية الثانية:

H_0 : أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم.

H_1 : أن الأسعار السوقية تعكس القيمة الحقيقية للأسهم.

6- حدود الدراسة:

اقتصرت هذه الدراسة على تناول أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم العادية فقط دون التعرض إلى الأسهم بصفة عامة، بالإضافة إلى عدم التطرق إلى باقي أنواع الأوراق المالية المتداولة كالسندات.

وتمثلت الحدود الزمنية للدراسة في اقتصارها على الفترة الممتدة من 2002-2012، وتم استبعاد سنتي 2000، 2001 لعدم توفر القوائم المالية للشركتين خلال هاتين السنتين.

أما الحدود المكانية فاقتصرت عينة الدراسة على شركتين مدرجتين في بورصة الجزائر، ولم تأخذ بعين الاعتبار باقي الشركات لأنها لا تستوفي شرط الفترة الزمنية للدراسة.

7- منهج الدراسة:

بالرجوع إلى طبيعة الدراسة والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها سنقوم باستخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك باستخدام أدوات البحث، حيث تتمثل الأولى في المسح المكتبي وذلك عن طريق الإطلاع على الكتب، المقالات، الدراسات والأبحاث وكل ما له صلة بالموضوع، من أجل

توثيق أهم المتغيرات المحاسبية التي أظهرتها الدراسات السابقة، والتي لها أثر على القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى استخدام نموذج إحصائي، وهو أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، حيث يعتمد على متغير واحد تابع، وهو القيمة السوقية للسهم، ومجموعة من المتغيرات المستقلة والتمثلة في المعلومات المحاسبية، بهدف اختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للسهم ومساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

و سوف يتم الاعتماد في اختبار النموذج على الاختبارات الاحصائية التالية :

- معامل التحديد (R^2) الذي يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع، وهو القيمة السوقية للسهم، والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.

- اختبار (F) ويساعد في اختبار معنوية النموذج ككل.

- اختبار (T) وهو اختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة كل على حده لمعرفة مدى معنوياتها وأهميتها في النموذج المقترح.

وذلك عند مستوى ثقة 95% لكل من (F) و (T).

وسوف يتم رفض فرضيات العدم السابقة وفقا لقواعد الاختبار التالية:

- إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05

- إذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية عند مستوى معنوية 0.05

8- الدراسات السابقة:

- الدراسات الأجنبية:

• دراسة (Ball and Brown,1968)¹ :

تعتبر البداية الجوهرية لاهتمام الباحثين بدراسة العلاقة بين المعلومات والبيانات المحاسبية وأسعار الأسهم المتداولة في الأسواق المالية، حيث ركزت هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم لـ 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة -1965 1957 ، وقد توصلت الدراسة إلى أن نشر أرقام الربحية في القوائم المالية السنوية لها ردود فعل لدى المستثمرين تنعكس على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق الأوراق المالية وذلك قبل شهر من إصدار القوائم المالية السنوية.

• دراسة (Fama & French,1992):

كان الهدف من هذه الدراسة هو اختبار ودراسة العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها لعينة من الشركات عددها 435 شركة بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك خلال الفترة من 1962 إلى 1990 ، حيث تم استخدام نموذج رياضي تحليلي لتقييم الأسهم وكذا أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والتمثل في نسبة سعر السهم للربحية والمتغيرات المستقلة والتمثلة في: ربحية السهم، نسبة التوزيعات المتوقعة، الانحرافات المعيارية المتوقعة لربحية السهم، وذلك بهدف معرفة السعر الحقيقي لأسهم تلك الشركات وتحديد: الأسهم المقدره بأقل من قيمتها الحقيقية، الأسهم المقدره بأكثر من قيمتها الحقيقية، الأسهم المقدره بقيمتها الحقيقية.

¹ - R. Ball and P Brown, (1968): An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, Autumn, pp 159-178.

وقد توصلت الدراسة إلى أن عوائد الأسهم لا تفسر بواسطة المتغيرات في أسعار الأسهم والتي يعبر عنها بواسطة بيتا (كما هو مقترح في ظل النظرية المعيارية) وإنما تفسر عوائد الأسهم من خلال متغيرين أساسيين من السهل قياسهما وهما حجم التعامل, معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للسهم وأن معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لها التأثير الأكبر من حجم التعامل مع سعر السهم.

• دراسة (Feltham and Ohlson, 1995)¹ :

تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية وخاصة العمليات المالية والأنشطة المالية، ولقياس المعلومات المحاسبية استخدمت الدراسة القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، والربح الموزع، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي، وكانت نتيجة هذه الدراسة وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم ومتغيرات الأنشطة المالية.

• دراسة (Quirin and Allen, 2000)² :

اهتمت بدراسة العلاقة بين الأداء الاقتصادي للمؤسسات والذي يعكسه حجم الأرباح المحققة و بين القيمة السوقية للسهم، و بالتركيز على التحليل الأساسي للقوائم المالية المنشورة للتنبؤ بإجمالي عائد السهم. توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير جوهري للمعلومات المحاسبية والمتعلقة بالربحية على الأسعار السوقية للأسهم، فهذه المعلومات لها تأثير معنوي ومرتفع في

¹ - G. Feltham, J. Ohlson (1995): Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, contemporary accounting research, pp 689-731.

² - J. Quirin and A. Allen, (2000): The effect of earnings performance on fundamental information analysis, Journal of business research, pp 149-165.

التنبؤ بحركة أسعار الأسهم، و يعتمد التنبؤ بالأسعار أيضا على البيانات التاريخية للأرباح و القائمة على نماذج السلوك العشوائي، كما أضافت الدراسة أن مؤشرات الربحية و خاصة مؤشر العائد على السهم ومؤشر مضاعف الربحية من أهم المؤشرات المحاسبية للتنبؤ بالقيمة السوقية.

• دراسة (Placido Menaje, 2012)¹:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ما إذا كان العائد على السهم والعائد على الأصول لها تأثير معنوي على أسعار الشركات المدرجة في سوق الفيليبين، إذ تم الاستعانة بالتقارير المالية لسنة 2009 لعينة مكونة من 50 شركة مدرجة في السوق المنشورة في قاعدة البيانات الالكترونية Osiris. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية موجبة بين العائد على السهم وقيمته السوقية، في حين وجود علاقة سالبة وضعيفة بين معدل العائد على الأصول وسعر السهم في السوق. كما أظهرت نتائج الانحدار المتعدد أن النموذج المختار قادر على تفسير 73% من التغيرات في سعر السهم.

• دراسة (Mohammad Reza Kohansal et al, 2013)²:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين النسب الدالية المتمثلة في : نسب السيولة (النسبة الحالية)، ونسب النشاط (معدل دوران الأصول) ونسب الربحية (معدل العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين) والرافعة الدالية (الديون)، وأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة إيران، وقد شملت عينة الدراسة مجموعة من شركات صناعة المواد الغذائية المدرجة

¹ - Placido Menaje, (2012) : Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Philippines, american International Journal of Contemporary Research, Manila, Philippines, Vol 2, No 9,

² - Mohammad Reza Kohansal Abolfazl Mohseni, Komeil Mahjori Karmozdi, Amir Dadrasmoghammad, (2013): Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran, World Applied Programming, Vol 3, Issue 10, Iran,pp 512-521.

في بورصة إيران، حيث تمت هذه الدراسة خلال الفترة 1992-2010 ، ولمعالجة الموضوع قام الباحثون بتقدير معاملات النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى وتحديد العدد الأمثل من المتغيرات إضافة إلى معرفة العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم باستخدام نموذج VAR، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة السيولة والعائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين ،مع أسعار الأسهم وهناك تأثير لمعدل دوران الأصول على تقلبات الأسعار.

- الدراسات العربية:

• دراسة عبد البديع (2001):

هدفت هذه الدراسة الى اختبار قدرة المعلومات المالية (التقارير السنوية والتقارير الدورية) والمعلومات من مصادر أخرى (الوسطاء الماليين،البورصة،الصحف المالية) في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسهم الوحدات الاقتصادية بالنسبة لمستثمر مؤسس ذو مهنة معينة، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الملاحظة كأحد أساليب جمع المعلومات وذلك عن طريق الملاحظة المباشرة للمستثمرين داخل محيط نشاطهم اليومي حيث اعتمدت هذه الدراسة على البيانات النوعية بدلا من البيانات الكمية، وقد خلصت الى أن التقارير المالية السنوية تمثل أهم المعلومات الدورية الروتينية على مدار السنة المالية، وأن فائدة هذه التقارير وأهميتها كمصدر رئيسي للمعلومات تتغير خلال العام،حيث يمكن استخدامها في بعض الأوقات كمصدر أساسي للمعلومات وفي أوقات أخرى كمصدر تأكيدي لها،بل وأكثر من ذلك فإن التقارير السنوية ليست فقط مصدر معلومات للاستعلام ولكنها أيضاً تعطي الحافز الذي ساعد على فتح المجالات لطرح الأسئلة التي يمكن الإجابة عليها من مصادر أخرى.

• دراسة اللوغانى (2001):

هدفت الدراسة الى إبراز قائمة التدفق النقدي في زيادة الاهتمام بالمحتوى الاعلامي للتدفق النقدي اذ تعطي قدرة تنبؤية أفضل من المعلومات عن الأرباح للحكم على التوزيعات المستقبلية ويساعد على تقييم السيولة و المرونة المالية للشركات المساهمة،وتساعد المستثمر في تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

وقد اهتمت الدراسة ببيان أثر نشر المعلومات المالية في سوق الأوراق المالية، حيث أبرزت مايلي:

- أن أسعار الأوراق المالية في سوق المال الكفاء تعكس بشكل فوري وبصورة غير متميزة كافة المعلومات المتاحة للمتعالمين؛

- أن القوائم المالية والتقارير التي تصدره الشركات المساهمة المصرية يجب أن تحتوي على معلومات هامة تفيد المستثمرين في التنبؤ بالعائد المحاسبي والعائد السوقي بما يساعد في تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتناسب مع درجات أفضليتهم للعائد والمخاطرة.

• دراسة (عبد اللطيف باشيخ، 2005)¹:

حاولت هذه الدراسة التعرف على العلاقة المعنوية بين المتغيرات المحاسبية التي يمكن ايجادها من واقع القوائم المالية و مستويات اسعار الاسهم في السوق السعودي، حيث اعتمد الباحث على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة في سوق الاسهم السعودي و ذلك خلال الفترة 1999-2003 و تناولت أربعة قطاعات : قطاع البنوك، الصناعة، الاسمنت و الخدمات.

¹ - عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، (2005): العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 19، العدد 02 ، ص 176-177.

توصلت هذه الدراسة الى :

- وجود علاقة جوهرية طردية بين ربح السهم و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك و الصناعة.

- وجود علاقة جوهرية طردية بين الربح الموزع للسهم و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك، الخدمات و الصناعة.

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين عائد الربح الموزع و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك، الخدمات و الصناعة.

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين العائد على حقوق المساهمين و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع الاسمنت و القطاع البنكي.

- هناك فروق بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم في التفاعل مع النتائج.

• دراسة (محي الدين حمزة، 2007)¹:

وهدفت إلى اختبار منفعة المعلومات المحاسبية لمتخذي القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي فضلا عن اختبار مدى الاتساق والتجانس في التقارير المحاسبية التي تم الإفصاح عنها من قبل هذه الشركات .

¹ محي الدين حمزة، (2007): دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 23، العدد 01، ص 145- 174.

ولتحقيق هدف البحث قام الباحث باستقراء تحليلي لنتائج الدراسات السابقة لتأصيل الجوانب العلمية للبحث في الفترة 1995-2003 ، كما قام بإجراء تحليل كمي لنوعية كل من التقارير والمعلومات التي تفصح عنها هذه الشركات.

وقد توصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج أهمها :

- ان المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المحاسبية تؤثر بشكل واضح في قرارات المستثمرين بالسوق

- ان المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة لا تعد كافية للمستثمرين داخل السوق و من ثم فإن قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الاحيان الى التوجه الشخصي وليس العقلاني.

- هناك تباين في مدى تأثير العوامل المحاسبية على سعر السهم و ذلك حسب كل قطاع.

• (دراسة مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء، 2011)

بعنوان "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية 2004-2008"¹

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004-

¹ - عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء، (2011): العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 26، العدد السابع، جامعة مؤتة، الكرك، المملكة الأردنية الهاشمية.

2008م. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

• (دراسة دادن عبد الوهاب و بديدة حورية، 2011)¹

بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40"

تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009

هدفت هذه الدراسة للتعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40، وذلك في وجود قرارات مالية أخرى ودراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة، وقد شملت عينة الدراسة على 33 مؤسسة مسعرة في بورصة باريس والمنتمية لمؤشر CAC40 وهي من أصل 40 مؤسسة والتي تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحثان أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (هو متوسط سعر السهم للمؤسسة خلال الفترة 2008 إلى 2010) والمتغيرات

¹ - دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، (2011): تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 ، مجلة الباحث، العدد العاشر، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة.

المستقلة (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم الواحد)، وذلك بالاستعانة بالبرنامج الاحصائي Eviews الأسهم، فتوصلت الدراسة إلى ان هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة ولا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة، بالإضافة لعدم وجود تأثير المحتوى الاعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

ركزت الدراسات السابقة على ضرورة الاهتمام بالمعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية لما تحدثه من آثار ايجابية في سلوك المستثمرين بالإضافة إلى دورها في تحقيق الكفاءة والفاعلية للقرار الاستثماري. ومن الملاحظ أن معظم الدراسات والمرتبطة بدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأوراق المالية تم إجراؤها على أسواق مالية متقدمة وليس على أسواق ناشئة، ولم يتم تطبيقها على مستوى بورصة الجزائر بالتحديد. كما أنه تم الاعتماد بالأساس على مؤشرات الربحية دون المؤشرات الأخرى والتي بإمكانها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية.

9- هيكل الدراسة:

لإنجاز هذه الدراسة قمنا بتقسيمها إلى أربعة فصول، وكذلك كمايلي:

- في الفصل الأول تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للسوق المالي، تنظيم سوق الأوراق المالية في المبحث الأول. وماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها، وكذا علاقتها بالمعلومات في المبحث الثاني. أما المبحث

الثالث فيتضمن صيغ الكفاءة والطرق المستعملة لقياسها، مع عرض عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة.

- في الفصل الثاني تم تناول تقييم الأسهم العادية من خلال عرض ماهية الأسهم العادية والقيمة، محددات القيمة السوقية للأسهم العادية في المبحث الأول. والمداخل المستخدمة في تحليل الأسهم بالتطرق لكل من التحليلين الفني والأساسي في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن مختلف نماذج تقييم الأسهم العادية بدءا بنموذج خصم توزيعات الأرباح، نموذج مضاعف الربحية، بالإضافة إلى عدة نماذج بديلة أخرى.

- في الفصل الثالث تناولنا المعلومات المحاسبية، خصائصها ومخرجات نظام المعلومات المحاسبي المتمثلة في القوائم المالية في المبحث الأول. والإفصاح المحاسبي وبالتحديد الإفصاحات المطلوبة على مستوى سوق الأوراق المالية، وكذا دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن تحليلا للمعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم وتم تناول عدة نقاط رئيسية تمثلت في التحليل المالي، النسب المالية، وكذا علاقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في السوق بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة.

- في الفصل الرابع تم التطرق إلى نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها وكذا الشركات المدرجة، إذ تهتم هذه الدراسة بكل من فندق الأوراسي ومجمع صيدال، في المبحث الأول. واختبار فرضية وجود علاقة بين مختلف النسب المالية المستخرجة من المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية والمفصح عنها بشكل سنوي ببورصة الجزائر، والقيمة السوقية للأسهم العادية للشركات محل الدراسة، في المبحث الثاني.

وفي المبحث الثالث، سيتم اختبار أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم لكل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب أي الشراء أو البيع.

**الفصل الأول: دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق
المالية وعلاقتها بالمعلومات**

تمهيد

نظرا لاعتبار السوق المالي أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، أصبح من الضروري وجود أسواق مالية كبيرة يقوم من خلالها هؤلاء بالتخصيص الكفء لمواردهم المتاحة، فإضافة لكونها مصدر مهم من مصادر التمويل، نجدها تضع أمام الشركات مجالا واسعا للقيام باستراتيجيات مالية وبعمليات نمو خارجي بهدف تعظيم قيمتها السوقية، وفرض نوع من الرقابة على أدائها.

إلا أن ما سبق يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، إذ تتعلق مستويات السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. فكفاءة الأسواق المالية تلعب دورا هاما في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها، بالإضافة الى ضمان تحقيق الدقة والشفافية في المعلومات المتاحة.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للسوق المالي، تنظيم سوق الأوراق المالية في المبحث الأول. وماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها، وكذا علاقتها بالمعلومات في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن صيغ الكفاءة والطرق المستعملة لقياسها، مع عرض عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، إذ تمثل سوق الأوراق المالية إحدى أهم مكونات السوق المالي، والتي يتم من خلالها الاتصال بين عارضي وطالبي الأموال، وتعتبر أحد أهم المصادر لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستثمرة، وفرصة لتمويل القطاعات التي تعاني من عجز.

المطلب الأول: السوق المالي: مفاهيم أساسية

1- لمحة تاريخية عن تطور الأسواق المالية:

أدى التطور في الانتاج الصناعي وظهور الانتاج الواسع Mass Production إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة، مما أدى إلى ضرورة انشاء مؤسسات مالية غير مصرفية تستطيع الوصول إلى كافة المدخرات المتاحة لدى جميع الأفراد بمختلف طبقاتهم وتوظيفها في القطاعات الانتاجية المختلفة، ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية، حيث بدأ الأمر بتسمية السوق المالي بكلمة البورصة (Bourse)، إذ تعود هذه التسمية إلى عائلة تاجر بلجيكي يدعى بورص كان التجار يجتمعون أمام قصره ليتبادلوا الصفقات، وبعد ذلك تطور الأمر إلى إنشاء أول سوق مالي في مدينة انفرس عام 1536 ثم في مدن أوروبية أخرى مثل أمستردام، لندن وباريس.

بصورة عامة يقوم المتعاملون في الأسواق أي الطرف البائع مع الطرف المشتري بتبادل الأصول مقابل النقد، ولذلك فقد يكون السوق لتبادل الأصول الحقيقية (Real Assets Market) كالعقارات والذهب والأراضي، أو سوق تبادل الأصول المالية (Financial Asset Market) كالأسهم والسندات والمشتقات المالية. ونتيجة للتطور الحاصل في شكل المشاريع والاتجاه نحو تأسيس شركات المساهمة بعدد كبير وتنوع القطاعات الاقتصادية، نشأت الحاجة إلى تكوين سوق لتداول الأوراق المالية المصدرة من قبل هذه الشركات إضافة إلى تطور الفوائض المالية، ودراسة أهمية تنويع هيكل تمويل الشركات بهدف تخفيض كلفة التمويل والحصول على عوائد كبيرة.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

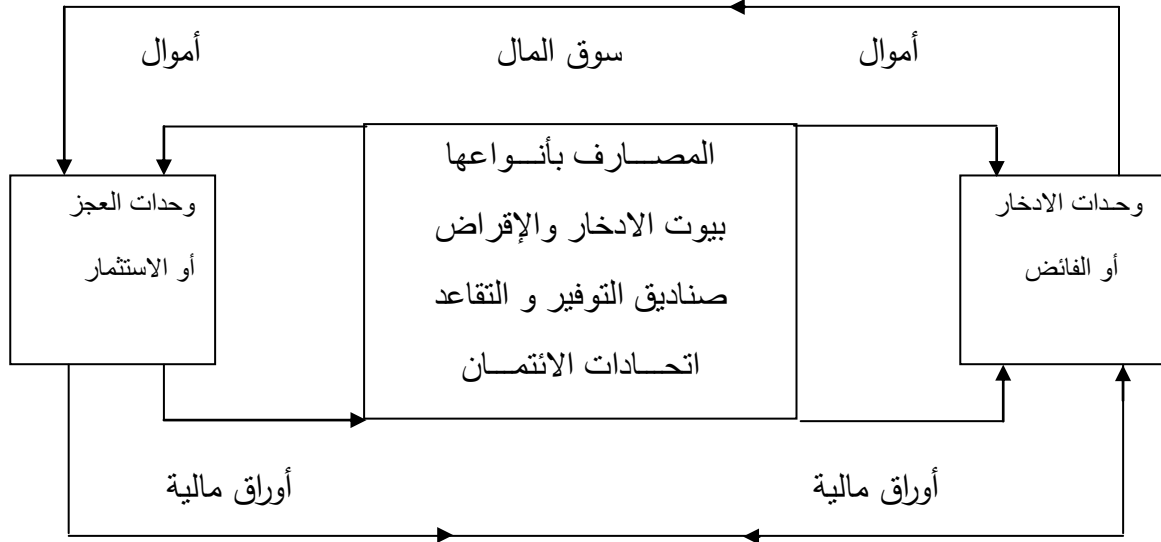
ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء¹.

2- مفهوم السوق المالي:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري². كما يعرف السوق المالي بأنه الآلية التي تمكن الأطراف من القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء. ويشمل هذا التعريف المفاهيم التالية:

- الآلية: تمثل المجال أو الاجراءات والقواعد التي يدار على أساسها السوق المالي.
- الأطراف: هم الأفراد والمؤسسات والحكومات، سواء يمثلون وحدات الفائض أو العجز.
- اصدار وتداول: تعني وجود سوقين هما: سوق الاصدار وسوق تداول أدوات الاستثمار³.

شكل رقم (1): السوق المالي والمؤسسات العاملة به



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، 2004،

ص111.

¹ - دريد كامل آل شبيب، (2009): الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري، الطبعة العربية، عمان، ص183.
² - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، (2004): الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة، عمان، ص110.
³ - السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ص67.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

يتضح من الشكل أن السوق المالي يقدم خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وأقل كلفة. أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية، وتتحقق كفاءة هذه الخدمات من خلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، ويتوفر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

وخلاصة القول أن السوق يقوم على ثلاث أركان أساسية هي: المقرضون، المقترضون وفئة الوسطاء⁽¹⁾.

3- تقسيمات السوق المالي :

حسب معيار أجل استحقاق الأصول المالية، فإنه يندرج تحت مصطلح السوق المالي كل من سوق النقد وسوق رأس المال.

3-1- سوق النقد²:

وهي السوق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل والتي تقل آجال استحقاقها عن سنة واحدة، حيث تلتقي الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات الأخرى ذات الفائض المالي المؤقت. وتتمثل الوظيفة الأساسية لسوق النقد في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: أدونات الخزينة، الأوراق التجارية، الكمبيالات، وشهادات الإيداع. وتتميز الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق بالسيولة المرتفعة وانخفاض درجة المخاطرة.

ولأسواق النقد درجة كبيرة من الأهمية للاقتصاد القومي، حيث أنها:

- تؤمن سيولة للنظام المصرفي بما يمكن البنوك التجارية من توظيف أموالها بشكل آمن واستعمال فائضها بشكل مؤقت، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت ومنخفض.

¹ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، مصدر سبق ذكره، ص 111.
² - محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، دار زمزم، عمان، الأردن، ص 27.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- تساعد البنك المركزي على تحقيق الرقابة اللازمة، من خلال التأثير على كمية وأسعار الأموال السائلة، وذلك بالتدخل في هذه السوق إما بعرض الأموال أو طلبها، وفقا للسياسة النقدية التي يقوم البنك المركزي بتنفيذها.

3-2- سوق رأس المال¹:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، وتختلف عن السوق النقدية من حيث أنها سوق احتياجات مالية طويلة الأجل في حين السوق النقدية هي سوق سيولة، لذا فإن مخاطرتها تكون أكبر من مخاطرة السوق النقدية، والمتعاملون في هذه السوق هم: الشركات، الحكومة والأفراد، والأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال تشمل استثمارات المديونية والمتمثلة في تعهدات مالية يلتزم بموجبها المقرض للأموال باعادتها في تاريخ محدد ودفع الفوائد المترية عليها إلى الدائنين، كما نجد أيضا استثمارات حق الملكية والتي تعبر عن حصص ملكية في الشركات التي استلمت الأموال، ويوجد نوعان: الأسهم العادية والأسهم الممتازة. ويتسم سوق رأس المال بمجموعة من الخصائص أهمها:

- يكتسب أهمية في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج أموالا تسدد على أمد طويل.
- يعتبر أكثر تنظيما من السوق النقدي نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين فيه يتجه نحو الدخل أكثر من السيولة.
- يتطلب وجود سوق ثانوي للتداول حتى يتم تنشيط الاستثمار، ويتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

4- أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي:

- تتبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه على مستوى الشركات وعلى جميع نواحي الحياة الاقتصادية، حيث يتجلى هذا الدور في:
- تعتبر الأسواق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتنميته وذلك من أجل تمويل الشركات التي تستثمر في

¹- طاهر حيدر حردان، (2009): أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 32.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

مختلف القطاعات، مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطويره. اذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجالها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر¹.

- تلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية للدولة، فبواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة، وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق، وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية.

- إن وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها، ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق بدوره انتعاشا وازدهارا اقتصاديا².

- تقوم بتمويل المشاريع الجديدة وسد الفجوة التمويلية في حالة عزوف البنك عن تمويلها³.

- يمكن للأسواق المالية من خلال مكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأوراق المالية عن طرق تحليل عوامل العرض والطلب، وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أنسب الطرق لتمويلها.

- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

- إن التزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التداول في السوق يضمنان مناخا استثماريا يتسم بالشفافية⁴.

من خلال ما سبق يمكن القول أن هناك ارتباط بين النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي (أسواق المال، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك... الخ)، ومنشأ هذا الارتباط يظهر مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي، حيث يزيد كل من الادخار والاستثمار، وبالتالي تزداد الحاجة الى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات.

¹ - محمد يوسف ياسين، (2004): البورصة(عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان،

ص12

² - طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، مصدر سبق ذكره، ص29..

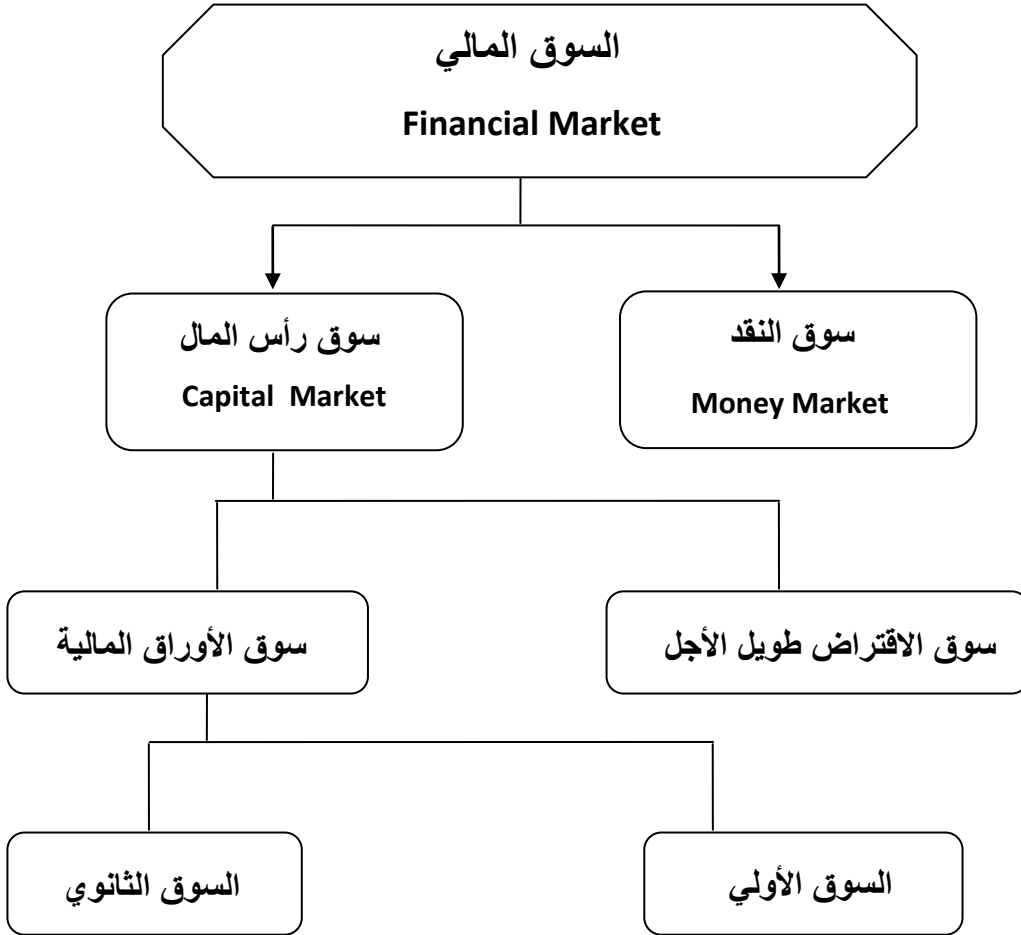
³ - دريد كامل آل شبيب، مصدر سبق ذكره، ص188.

⁴ - هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ص85.

المطلب الثاني: موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي

يمكن أن نوضح موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي من خلال الشكل رقم (2):

شكل رقم (2): موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي



المصدر: محمد أحمد النبي، مرجع سبق ذكره، ص28.

حسب الشكل رقم (2) فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين:

- سوق الاقتراض طويل الأجل (السوق المصرفي)
- سوق الأوراق المالية

حيث أن سوق رأس المال بالمفهوم الضيق يمكن أن نطلق عليه اسم سوق الأوراق المالية.

1- مفهوم سوق الأوراق المالية:

هي المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي الأموال، إذ يقوم طالبو الأموال بإصدار أوراق مالية للحصول على ما يحتاجونه من الأموال من طرف العارضين، وتتم العملية على مرحلتين، يتم بموجبها تعريف سوقين هما السوق الأولي والسوق الثانوي (بورصة القيم)¹. كما يعرف سوق الأوراق المالية على أنه مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

لذا يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف بإسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون للسوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق للمنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب².

2- تقسيمات سوق الأوراق المالية:

1-2- السوق الأولي :

يطلق على السوق الأولي سوق الإصدارات، يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس أو إنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار³.

¹ - سويسبي هوارى، (2008): تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص114.

² - بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص44.

³ - عصام حسيني، (2008): أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، ص 18.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

ما يميز السوق الأولي أنه غير محدد بمكان معين كما أن إجراءاته لا تخضع لقانون العرض والطلب، ذلك أن المصدر الأولي للورقة المالية يحدد بنفسه السعر بناء على تقديراته الخاصة، وتتم عملية البيع في السوق الأولي بإتباع الأسلوبين التاليين¹:

- التعامل المباشر: يتم التعامل مع المشتريين مباشرة بالاعتماد على العلاقات الشخصية مع مصدري الورقة المالية .
- التعامل غير المباشر: يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، حيث يقوم المتعامل المالي بعمليات مضاربة عن طريق شراء الأوراق المالية ثم إعادة بيعها بسعر أعلى للمستثمرين في الأوراق المالية، وذلك مع تحمل مخاطر السوق التي تحدث آثارا سلبية على قيمة الورقة المالية.

2-2- السوق الثانوي:

تعرف بأنها السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، أين يتم بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول الشركة، حيث تخضع عمليات البيع والشراء لقوانين العرض والطلب. وتتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية في تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك وهي قاعة التداول².

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

2-2-1- الأسواق المنظمة:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد واجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايمة العلنية، تتميز بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق، تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق،

¹ - الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 435 .
² - زياد رمضان ومروان شموط، (2008): الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، القاهرة، مصر، ص 15-16.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

والوسطاء، وعن الحكومة، تتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والاشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول¹.

2-2-2- الأسواق غير المنظمة:

هي أسواق للأوراق المالية ليس لها موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة (على الرغم من قدرة أطرافها على التعامل مع الأوراق المسجلة من خلال بيوت السمسرة) ولا يوجد نظام يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة، بل يترك للتفاوض، تدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة (Over the counter)، لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال وعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذه السوق².

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين لأسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة وغير المنظمة) فإنه يمكن إضافة الأقسام التالية³:

- الأسواق الثالثة:

وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سمسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأسواق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع أو الشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

- الأسواق الرابعة:

هي أسواق أيضا غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين، وليس السمسرة، ويتم التعامل فيما بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.

¹ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 124 .

² - محمود محمد داغر، (2007): الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، ص 244.

³ - فيصل محمود الشواورة، (2008): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الاسس النظرية و العملية)، دار وائل، عمان، الأردن، ص58.

3- الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية بمثابة السلعة التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، وتصدر من طرف الشركات أو الحكومة، والأوراق المالية هي عبارة عن أدوات استثمار وتمويل طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في سوق منظم خاص بها يسمى سوق الأوراق المالية، وبمعنى آخر هي أدوات الاستثمار المالي المتمثلة في صكوك أو مستندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً، كما تضمن لأصحابها استرداد القيمة الأصلية للورقة المالية في نهاية مدة معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت، وبصورة أخرى هي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة¹.

3-1- الأسهم:

يعرف السهم على أنه جزء من رأس مال الشركة، ويعبر عن حق المساهم ممثلاً بالنفود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح، وعادة يكون رأس مال الشركة مقسماً إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً ويكتتب فيه دون توفر الثقة الشخصية بينهم². وتعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية، ويمكن أن نميز بين نوعين من الأسهم: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

3-2- السندات:

تمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز ووحدات الفائض، فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسجيل العالية لحامله لوجود سوق للأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول، وتحصل جهات الإصدار على الأموال من خلال طرح السندات للاكتتاب العام مباشرة أو من خلال سوق الأوراق المالية أو بواسطة مؤسسة مالية³.

¹ - فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص75.

² - هوشيار معروف، مصدر سبق ذكره، ص92.

³ - محمود محمد داغر، مصدر سبق ذكره، ص103.

3-3- المشتقات المالية:

تمثل المشتقات المالية أدوات يترتب عنها لحاملها التزام أو خيار لشراء أو بيع أصل مالي، حيث أن هذه الأدوات تشتق قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون الأدوات أسهم أو سندات)، وتعد هذه المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق الأوراق المالية. ولقد بدأ التعامل بهذه الأخيرة نتيجة للتقلبات التي شهدتها العديد من الأسواق، وذلك في كل من سعر الفائدة وسعر الصرف وسعر الأصول المالية، ولا يقتصر دورها في التحوط من الخطر فيما يخص الأوراق المالية فحسب وإنما يمتد إلى الأصول المالية الأخرى مثل الذهب، ونجد من أهم أنواع المشتقات المالية: الخيارات، المستقبلات، والعقود الآجلة¹.

4- متطلبات قيام سوق الأوراق المالية²:

4-1- المتطلبات الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية :

تمثل هذه المتطلبات الشروط الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية، ومن أهم هذه المتطلبات مايلي:

- توفير الاستقرار السياسي للدولة :

وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى تخفيض التضخم والسيطرة عليه وكذا تشجيع الاستثمار.

- تشجيع القطاع الخاص:

يتطلب قيام السوق المالي أن يكون اللاعب الأساس فيه هو القطاع الخاص، لتشجيع دوره في النشاط الاقتصادي، ويتحقق ذلك من خلال:

- توفر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.
- منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية لتدعيم دوره في التنمية الاقتصادية.
- وجود عدد كاف من الشركات المساهمة.

¹ - عاطف وليم أندراوس، (2006): أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص 22.

² - السيد متولي عبد القادر، مصدر سبق ذكره، ص 97 .

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفاء :
يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات. ويحقق للسوق المالي الحجم المناسب من المدخرات.

- وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفاءة في الدولة:
يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفاءة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين، الشركات المالية، بنوك الاستثمار، شركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر، والتي تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.

- القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات:
يتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبيل أمام الاستثمار في الأوراق المالية .

- توافر الشفافية وشبكة من الاتصالات.

4-2- المتطلبات الكافية لقيام سوق الأوراق المالية :

يوجد ثلاث شروط مطلوبة لقيام السوق المالي وهي أدوات السوق ممثلة بأسهم وسندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق والمتعاملين فيها، ثم أنظمة التقاص والتسوية.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

لتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نتطرق للعناصر التالية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية.

- المتعاملون.

- الأوامر.

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية:

يشترط أن يتم التعامل في سوق الأوراق المالية داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الإلتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغيير الأسعار كلما كان ذلك ضرورياً، حيث تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

الوحدات، وتتولى الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين. ويتكون نظام التشغيل في سوق الأوراق المالية مما يلي¹:

1-1- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول.

1-2- الوسيط المرخص لهم العمل في السوق:

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط شركة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

ويمثل الوسيط الفاعل الرئيسي في السوق، فهو أحد أهم العناصر التي بدونها لا يتم التعامل بالأوراق المالية، إذ يقوم بتقديم النصيحة للمستثمر ويساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل أوقات الشراء والبيع من خلال آرائه والرؤية المستقبلية للسوق ككل.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية تامة بما يحدث في السوق بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازنته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال أسواق الأوراق المالية.

1-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية:

يتم التوصل إلى تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين التاليتين:

1-3-1- طريقة المفاوضة:

وفق هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار البيع أو أسعار الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من اعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

¹ - بوكساني رشيد، مصدر سبق ذكره، ص 49-50.

1-3-2- طريقة المزيدة:

في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الاعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والاستلام الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون:

يتدخل في سوق الأوراق المالية مجموعة من الأعوان الاقتصاديين، فالمتعاملون لهم وجهات نظر وأهداف مختلفة، ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق:

2-1- عارضو رؤوس الأموال:

وهي فئة مقرضي الأموال في السوق الذي يرغبون في توظيف مدخراتهم أو فوائضهم النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق مقابل الحصول على أرباح أو عوائد¹. وتتمثل في:

- العائلات (الأفراد)
- المستثمرين التأسيسيين: هم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة، وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد صناديق الضمان الإجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات، وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.
- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك².

2-2- طالبو رؤوس الأموال:

هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، إذ يتمثل أبرزهم في سوق الأوراق المالية في³:

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية، وذلك من خلال بيع سنداتهما مباشرة في سوق الأوراق المالية، وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة بيع سنداتهما في

¹ فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص61.

² محمد براق، (1990): بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص13.

³ محمد براق، المصدر نفسه، ص15.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

الغالب. كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير فينجم عنه انخفاض في قيمتها.

- مؤسسات القرض وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية، وذلك من خلال اصدار السندات والقيام ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.
- المؤسسات الخاصة والمختلطة، اذ تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء، وهم صناع السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.
- المحكمون والمراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

3- الأوامر:

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، فكل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر¹. وتوجد عدة أنواع من أوامر التعامل في سوق الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر للسماح، وهذه الأوامر تختلف باختلاف هدف المستثمر وتوقعاته للأسعار، وبالتالي تتوقف كفاءة وفعالية تلك الأوامر على مدى صحة التوقعات، نذكر منها:

3-1- أوامر السوق:

يقوم المتعامل بإعطاء أمر للسماح ببيع أو شراء مقدار محدد من الأوراق المالية بالسعر السائد في السوق ويعتبر من الأوامر الأكثر استخداما وأسرعها تنفيذا. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر سرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ

¹ - شمعون شمعون، (1999): البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، ص 65.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

الأمر إلا عند اخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق. غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية قد لا يكون لهذه العيوب وزن كبير لدى المستثمر، لأن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، إلا أنه في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب فإن التغيرات تكون كبيرة، مما يلحق خسائر للمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر¹.

3-2- الأوامر المحددة:

يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية بسعر محدد، فلا يتم تنفيذ الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئه أنه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يومياً أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغائه.

3-3- أوامر الإيقاف:

يتلقى السمسار من العميل تعليمات لبيع أوراق مالية عندما ينخفض سعرها عن حد معين، وهذا للحد من الخسائر في الأرباح أو الحد من الخسائر الرأسمالية، ويختلف عن الأمر المحدد من ناحية أنه يتضمن التنفيذ عند حد معين يمكن أن يتعداه السعر صعوداً أو نزولاً، أما السعر المحدد فلا ينفذ إلا عند سعر معين².

3-4- الأوامر المرتبطة بشرط:

يطلب صاحب الأمر من السمسار أن يشتري أوراقاً مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقاً، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ أي أن لا تتجاوز الصفقة المعقودة قيمة المبلغ المعين مسبقاً من قبل العميل³.

¹ - منير ابراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الاسكندرية، مصر، ص95.

² - بن امير بن حاسين، (2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص ص 45،46.

³ - شمعون شمعون، مصدر سبق ذكره، ص48.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

لقد أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، ويمثل محتواها التجريبي معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، فهي ترى أن جميع المعلومات المتاحة تعد أساسا في تسعير الأوراق المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، ولأن المستثمرين يبحثون عن المعلومات نفسها فإن سعر السوق الجاري لأي أصل مالي يعكس المعلومات التي استخدمها المستثمرون للتقييم، وبالتالي لا يتوقع أن يحقق أحد المستفيدين من المعلومات عوائد استثنائية. فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

يعتبر أول من جاء بفكرة كفاءة سوق الأوراق المالية هو الرياضي الفرنسي Louis Bachelier سنة 1900، حيث أظهر في نظريته "نظرية المضاربة" أنه في سوق الأوراق المالية لا يمكن للبائعين أو المشترين أن يحققوا أرباحا منتظمة، وأن الأسعار تتبع نموذج من الحركة العشوائية، وفي سنة 1965 أظهر الاقتصادي الشهير بول سامويلسون Paul Samuelson في مقاله أن الأسعار المتوقعة بشكل صحيح تتقلب بشكل عشوائي¹.

ولتوضيح هذا المصطلح حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف لكفاءة سوق الأوراق المالية، ومن بين هؤلاء Francis, Beaver, Jensen والاقتصادي البارز Eugene Fama، هذا الأخير طرح مفهوما اتصف بالبساطة والوضوح، حيث يرى أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار بصورة دائمة وكاملة كل المعلومات المتاحة².

¹ - Michel Albouy, (2005) : Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, Revue française de gestion, n° 157, Lavoisier, p170.

² - Eugene Fama , (1970) :Efficient capital market : A review of theory and empirical work, the journal of Finance, vol.25, No,2, New York, p 384 .

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

ويرى Beaver أن السوق يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام معرفة كاملة¹.

أما Jensen فيرى أن السوق الكفاء تعكس فيه الأسعار المعلومات إلى الحد الذي تتعادل فيه الأرباح الإضافية (غير العادية) الناتجة عن استغلال المعلومات مع التكاليف الإضافية الناتجة عن استخدام هذه المعلومات، فهذا التعريف يأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات والنشاط².

ففي السوق الكفاء يعكس سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عنه سواء تمثلت تلك المعلومات بالقوائم المالية أو بمعلومات تبثها وسائل الإعلام أو بالسجل التاريخي لسعر السهم، أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، أو غيرها من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. لذا فإنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية، والتي يتولد عنها عائد يعوض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر³.

وبالتالي يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الكفاء هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في الأسعار للمعلومات المتاحة، فيصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوفر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم.

2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: في السوق الكفاء يميز بين نوعين من الكفاءة:

2-1- الكفاءة الكاملة:

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يحدث تغيير فوري في السعر. ويعني ذلك أيضا عدم وجود فواصل زمنية بين حصول مستثمر وآخر على المعلومات الجديدة، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة لا تتاح لغيره⁴.

¹ - محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، (2007): الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص83.

² - Michel Albouy, op cit, p170.

³ - شقيري نوري موسى ووليد أحمد صافي، (2009): قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، ص 14.

⁴ - محمد الصيرفي، (2007): البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ص31.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق "بالكفاءة الكاملة"، يقتضي توفر الشروط التالية¹ :
- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
 - عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
 - للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم دون شروط وبسهولة.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
 - اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة وراء استغلال ثروتهم.
- بيد أنه في الواقع العملي قد تغيب شروط السوق الكاملة، إذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضلا على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق، الأمر الذي قد يعطي الأسبوعية لبعض المستثمرين على البعض الآخر، وفي الواقع توجد تكاليف للمعاملات، كما توجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق، وقد تقف حائلا أمام اتمام المعاملات، ومن ناحية أخرى تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدود من الشركات بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار².

2-2- الكفاءة الاقتصادية:

يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة من خلال الحصول على المعلومات التي تساعد في تحقيق هذا الهدف، إذ يتوقع مرور بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وانعكاسها على الأسعار، و يعني ذلك أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت، تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن³. والشكل رقم (3) يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، حيث يمثل المنحنى والخط المنقطع ردود أفعال المستثمرين تجاه المعلومات الجيدة وغير الجيدة. حيث يتضح أنه في اليوم الذي تصل فيه معلومات جيدة إلى السوق بشأن الشركة المصدرة للسهم، وقدرت القيمة الحقيقية للسهم بـ33 دينار، فإذا كان السوق

¹ - عصام حسين، مصدر سبق ذكره، ص32.

² - عاطف وليم أندراوس، مصدر سبق ذكره، ص151.

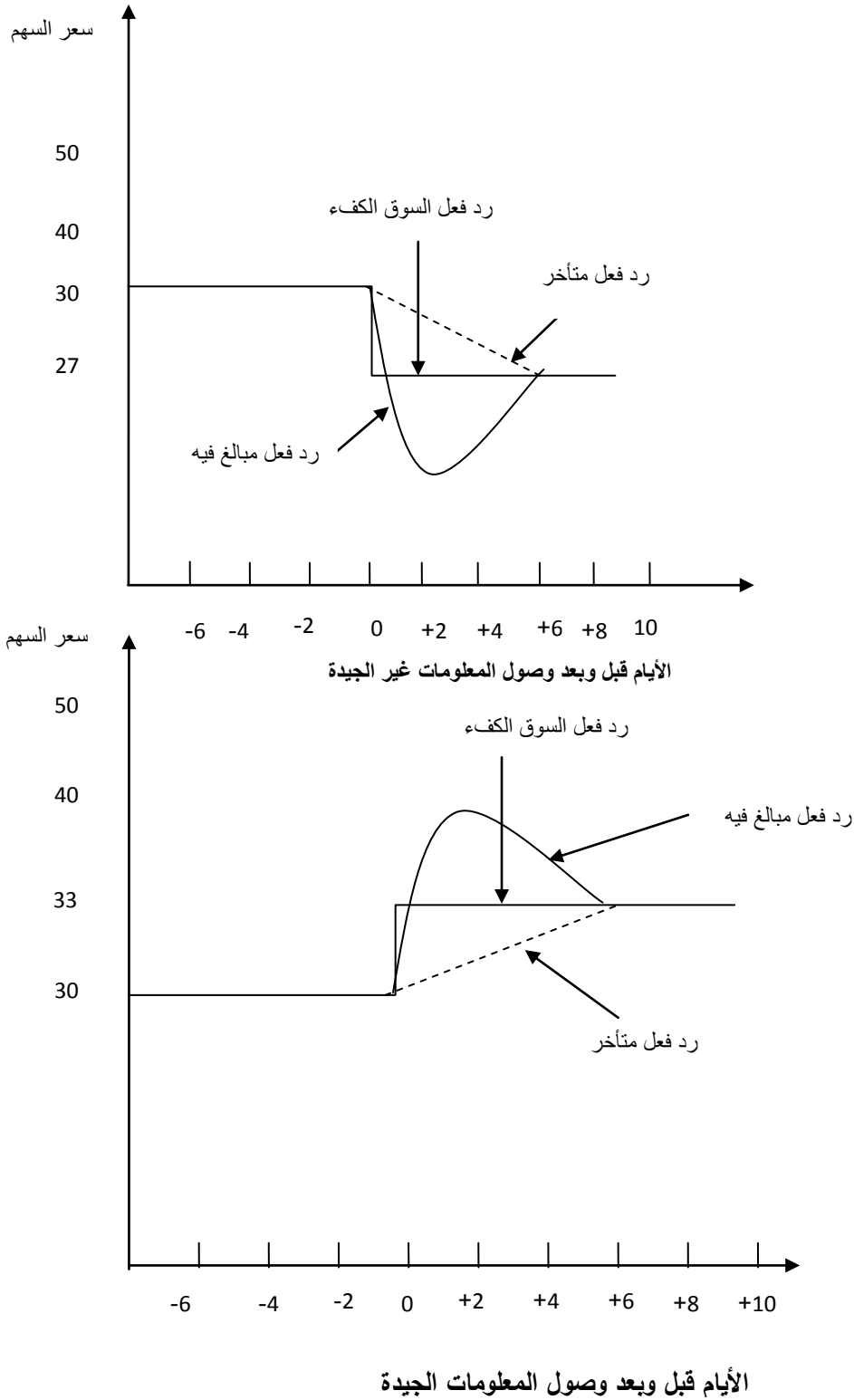
³ - عاطف وليم أندراوس، المصدر نفسه، ص152.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

كفاء بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 إلى 33 دينار فوراً في اليوم (0)، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية، فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم، هذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم (0) إلى أن يرتفع السعر إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية¹.

¹ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص136.

الشكل رقم (3): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، 2004، ص 137.

3- الفرق بين السوق الكفاء والسوق غير الكفاء:

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، لأن التعامل بالأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية للشركات المصدرة للأسهم والوقوف على أعمالها وطبيعة أنشطتها، وإنما يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات بصورة أساسية لكي يتخذ القرار، إذ أن عدم توفر البيانات والمعلومات بالدقة المطلوبة، أو عدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيراً كبيراً على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية. لذا فإن كفاءة السوق تعني استجابة الأسعار بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات المتاحة للمتعاملين. أما عدم الكفاءة فتعني أن لا تستجيب الأسعار على وجه السرعة للمعلومات الجديدة وامتلاك قسم من المستثمرين لبعض المعلومات عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق وحجبها عن المستثمرين الآخرين، وهذه الفجوة تؤدي إلى آثار تتعكس بدورها على مقدار الأرباح وتفسح المجال لتحقيق أرباح غير عادلة فيه.

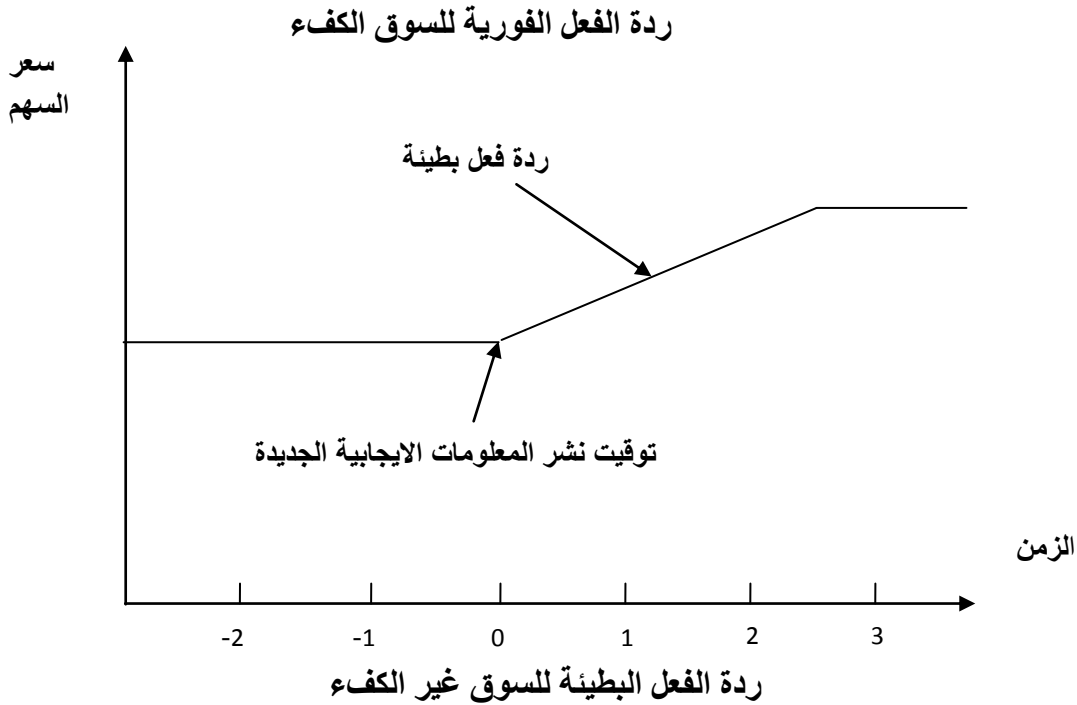
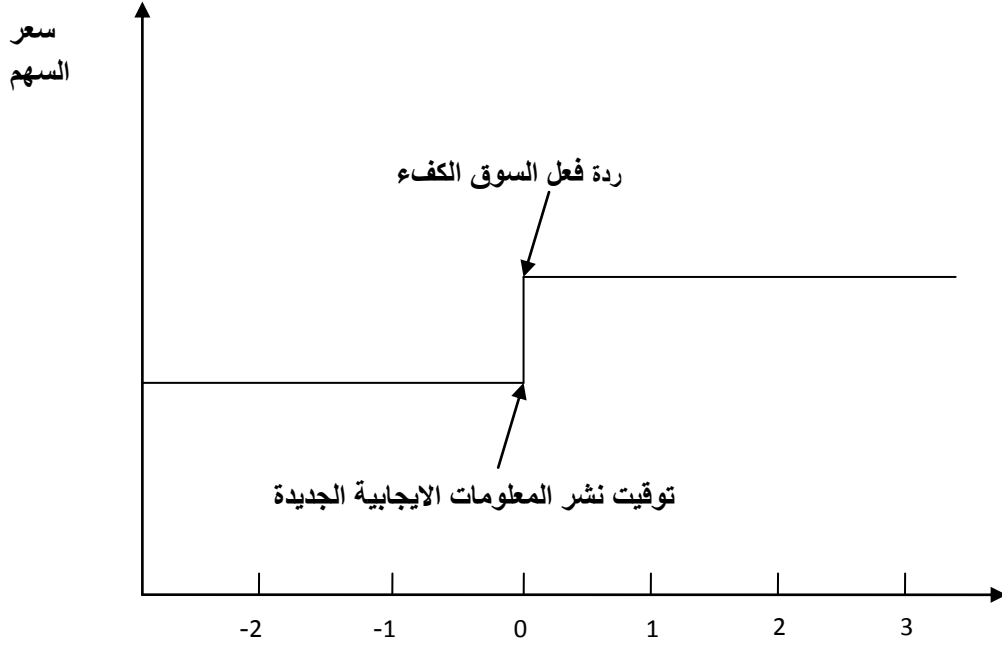
من خلال ما سبق نستنتج أن عدم كفاءة سوق الأوراق المالية تعود إلى عدة أسباب أهمها:

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي وتأخير نشرها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وأن عدم الإفصاح عن بعض المتغيرات الأساسية يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق، ويترتب عليه أيضاً آثار اقتصادية واجتماعية تتعكس على سمعة السوق بل أحياناً على اقتصاد البلد ككل.
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعة وشراء والتأثير على سيولة السوق.
- انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية، أي الاستفادة المدراء والتنفيذيين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية¹. ويوضح الشكل (4) الفرق بين السوق الكفاء والسوق غير الكفاء:

الشكل رقم (4): ردة فعل السوق المالي اتجاه المعلومات المنشورة



Source: Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, 2010/2011, P76.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مصدر سبق ذكره، ص 202-205.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

من الشكل نلاحظ أنه في ظل السوق الكفاء، سعر السهم يعكس بشكل فوري المعلومات المنشورة الجديدة ولا يمكن لأي شخص أن يغتتم الفرصة للقيام بالمضاربة وتحقيق أرباح. أما في ظل السوق غير الكفاء، فإن سعر السهم يأخذ بعض الوقت لكي يصل الى سعر التوازن الجديد حيث أن المضاربين سوف يستغلون هذا الوقت لتحقيق أرباح¹.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه السمات التالية:

- الكفاءة الداخلية.
- الكفاءة الخارجية.
- عدالة السوق.
- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين.

1- الكفاءة الداخلية:

وهي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التظيمية) في السوق، لذلك يطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية، وتتمثل في تحقيق النتائج أو انجاز العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف، وتعرف على أنها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه². والكفاءة الداخلية لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا³. ويجدر الإشارة إلى أنه ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات، أهمها:

- السماح للشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي الى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين، ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد

¹ - Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, Edition Foucher, 4^e édition, 2010/2011, P76.

² - شوقي بوقرية، (2010): دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 10)، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص138.

³ - زياد رمضان، مروان شموط، مصدر سبق ذكره، ص 197.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية حيث صدر تشريع في أول مايو 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية.

- جعل عمولة الشراء محل للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق.

- القرارات التي تتخذها الإدارة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين العرض والطلب¹.

2- الكفاءة الخارجية:

يطلق على الكفاءة الخارجية كفاءة التسعير، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف عالية، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات².

وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو الحاضر (تتوفر في وقت التقييم)، فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمه الحقيقية. ومن هذا المنطلق يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقاً من القيمة الحقيقية يتمكن السوق من توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة الشركة المصدرة لها³.

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن يسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتعاملين ولهم حرية الدخول والخروج منه، وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب.

¹ - عاطف وليم أندراوس، مصدر سبق ذكره، ص 156.

² - عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية(أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، ص188.

³ - شوقي بورقية، مصدر سبق ذكره، ص 138.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة الى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" الصادرة عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية هيئة تعرف بـ "هيئة أو لجنة ادارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية، وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع القوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين¹.

3- عدالة السوق:

تعني اتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في السوق، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات واتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل اعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها².

4- درجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين:

يقصد بها ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلتها: مخاطر الغش وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد اليها البعض ، إضافة إلى مخاطر افلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية³.

¹ - مفتاح صالح ومعارفي فريدة، (2010/2009): متطلبات كفاءة سوق رأس المال (دراسة لواقع الأسواق العربية سبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث (عدد 07)، جامعة ورقلة، ص 186.

² - بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، (2012): كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (العدد 02)، جامعة ورقلة، ص 237.

³ - ضياء مجيد، (2003): البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، ص 13.

المطلب الثالث: علاقة المعلومات بكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة، حيث تعد هذه الأخيرة مادة القرار فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية فإن مادة اتخاذ القرار هي البيانات والمعلومات التي يتحصل عليها متخذ القرار، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز اتخاذ القرار، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة سوق الأوراق المالية.

1- كفاءة سوق الأوراق المالية ونظام المعلومات:

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر. مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يتم تجميعها وتحليلها للاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. والمعلومة تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد، وتتصف بالدقة، الملاءمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل¹.

لذلك واستنادا إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن القول أن :

¹ - مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مصدر سبق ذكره، ص183.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- كفاءة السوق تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق، وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.
- أن العلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية - وهو ما يعرف بمفهوم كفاءة السوق- تؤثر على طلب المستثمر على المعلومات كما تؤثر على سلوك المستثمر نفسه. فإذا شعر المستثمر أن السوق كفاء سوف يلجأ إلى اتباع استراتيجية بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية وبالتالي سوف يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعوره بعدم الكفاءة فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين (الوسطاء والمحللين الماليين)، وذلك في محاولة لتحقيق عوائد غير عادية.
- أن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بالسوق المالي هو التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.
- معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة لتحقيق الكفاءة لأن أسعار جميع الأسهم لا تعكس القيم الحقيقية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات. ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية، وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية¹.

2- دور المعلومات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توفر المعلومات والبيانات وشفافيتها للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، حيث تلعب المعلومات دوراً هاماً في أسواق المال، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع

¹ - محمد صالح الحناوي، (2008): تحليل وتقييم الأسهم، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 134 - 136.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به، ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين وعلى فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق المالي على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالي من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق، زيادة المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، حيث أن الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية¹.

وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بالسوق إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، لذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات.

أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الرئيسي للحكم على الشركات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل بها سواء شراء أو بيعا، لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات للشركات والإفصاح عن المعلومات الملائمة والتي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة عالية واستخدامها للحكم على درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد المتاحة الاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها أيضا كمؤشر للأداء في المستقبل، أي أن توفير المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في السوق المالي يعتبر من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المشروع في التعامل مع السوق.

¹ - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of finance Markets, Volume 8, May 2005, p 203.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

وخلاصة ما سبق أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالي السائد، حيث أن نجاح السوق يتوقف على الآتي:

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام، الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية ويمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توافر المعلومات التي تعكس المركز المالي للشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالي بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي لها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها لكي تلبي احتياجات المستثمرين¹.

3- أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:

إن عدم تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر تأثيراً سلبياً على قرارات المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة السوق المالي من ناحية أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات مثل امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يملكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية) يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة، فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يحجمون عن التعامل بها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجمه نتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة. بالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في السوق المالي يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي أن توفر المعلومات بشكل غير عادل سوف يحول السوق المالي إلى سوق للمضاربة الغوغائية وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة².

¹ - محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص90.

² - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, op. Cit, p 191-192.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

وهذا لا يعني أن فئة المحللين يحققون أرباح عالية بطرق غير قانونية، وإنما هي نتاج الخبرة والدراسة والتحليل الاستثماري الدقيق.

مما سبق نستخلص أن عدم كفاءة نظام المعلومات لأي سبب من الأسباب سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في السوق في الحصول على المعلومات والاستفادة منها والذي سيؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق، فالعمل على نشر البيانات والمعلومات في الوقت غير المناسب سوف يؤدي بدوره إلى عدم كفاءة نظام المعلومات، وهنا قد تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتحقيق البعض لعوائد غير عادية.

وبالتالي يمكن القول أن غياب الشفافية في نشر المعلومات سيقبل من جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، وبالتالي لا يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات رشيدة، أي أن نظام المعلومات غير الكفاء يجعل سوق الأوراق المالية غير كفاء مما يؤدي إلى انصراف المدخرين عن توظيف أموالهم، وتجد الشركات صعوبات عديدة في الحصول على التمويل المناسب في هذا السوق.

المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وطرق قياسها

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية أساسا بتوفر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، لذلك قام (Fama1970) بتصنيف هذه المعلومات عند دراسته وترتيبه لمستويات قوة كفاءة سوق الأوراق المالية، كمايلي:¹

- المعلومات التاريخية عن الورقة المالية والشركة المصدرة لها؛ التي تتعلق بالماضي وتكون في متناول الجميع، مثل تقارير مجلس الإدارة، سلسلة تطور أسعار وعوائد أسهم تلك الشركات في فترات سابقة، وبصفة عامة عن الشركة في الماضي.
- المعلومات الحالية العامة؛ وتتمثل في تلك المعلومات المستقاة من القوائم والتقارير المالية التي تنشرها وتصح عنها الشركة في الوقت الحالي، وطبيعة هذا النوع من المعلومات متاح لجميع المتعاملين في السوق.
- المعلومات الخاصة (المميزة)؛ ويمثل هذا النوع من المعلومات جميع أنواع التقارير والبيانات المرتبطة بالنشاط الداخلي للشركة التي تعد لأغراض التسيير وليست لأغراض النشر، حيث نجدها تتوفر لبعض الأفراد المستثمرين نتيجة تسريبات تصلهم من مسيري الشركة، أو قد يكون هؤلاء المستثمرين أعضاء ادارة داخل الشركة، أو أقرباؤهم أو المكاتب الكبرى للتحليل المالي والاستشارة في مجال الاستثمارات المالية.

المطلب الأول: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

1- الصيغة الضعيفة Weak form :

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن سعر السهم في الماضي بالكامل، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم. ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل : سلاسل الارتباط و قواعد التصفية، وكان الهدف من

¹ - هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 141.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار مثل دراسات (Roll 1982; Reinganum 1983). ولقد توصلت هذه الدراسات إلى تأكيد فرض السوق الكفاء من الشكل الضعيف، مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدرسة التحليل الفني، والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل¹.

وبمعنى آخر فإن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ بالأسعار وأن هذه الأخيرة تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح عالية اعتمادا على المعلومات التاريخية من خلال دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار الماضية، وأن فرصة المستثمر في الحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين :

- حصوله على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.
- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وبالتالي تحقيق أرباح أكثر من غيرهم.

2- الصيغة شبه القوية Semi-strong form:

تفترض هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية للورقة المالية المتداولة لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الورقة بل تعكس أيضا كافة المعلومات العامة المنشورة². وتتعلق هذه المعلومات بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو بالشركة نفسها، وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية، جدول حساب النتائج، وقائمة التدفقات النقدية)، إن هذا المستوى يعني استجابة أسعار الأوراق المالية لما يتاح من معلومات في السوق المالي، بحيث لا يستطيع المستثمر أو المحلل المالي التنبؤ بسعر الأوراق المالية في السوق مستقبلا، وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فإن ذلك دليل على ارتفاع كفاءة السوق بالمستوى شبه القوي³.

¹ - محمد صالح الحناوي، (2008): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 128 .

² - Michele Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : Manuel et application, Edition Foucher, 4^{eme} édition, 2010, p 76.

³ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 210 .

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

تظهر أهمية الصيغة شبه القوية للكفاءة في أن من بين المعلومات التي تستجيب لها السوق تلك الناتجة عن مخرجات نظام المعلومات المحاسبي المزود الأساسي لعمليات تقييم الأسهم، والتي من بينها تلك المنطلقة من مدخل التحليل الأساسي الذي بموجبه عند هذا المستوى من الكفاءة يتم تحديد القيمة الحقيقية للسهم - عند دخول المعلومات للسوق - لجميع المتعاملين (تمائل المعلومات)، والتي على ضوءها يتم اتخاذ القرار وانعكاسها في سعر التوازن العادل، دون أن يفيد استعمال هذا التحليل في تحقيق أرباح غير عادية لمستثمر على حساب آخرين لم يستعملوا التحليل الأساسي¹.

مما سبق يمكن القول أنه في هذا المستوى لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية من خلال دراسة وتحليل البيانات والمعلومات المتاحة، لأن هذه البيانات معكوسة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية يكون عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة)².

3- الصيغة القوية Strong form :

وفقا لهذه الصيغة تستجيب الأسعار للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن. إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى، لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي. ومن ذلك يتضح أن الأسواق سواء كانت من الصيغة الضعيفة أو نصف القوية أو درجة قوي فهي جميعها أسواق كفاءة، إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة التي تعكسها³.

ولقد اهتمت الدراسات التي تهدف إلى اختبار الصيغة القوية بقياس العائد الذي حققه بعض المستثمرين والذين بإمكانهم الحصول على معلومات خاصة (أي غير متاحة للسوق ككل)، مثل المؤسسات المالية والمحليين الماليين وكبار العاملين في الشركة. إذ أظهرت بعض الدراسات (Cumby and Glen, 1990) أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق

¹ - منير ابراهيم هندي، (1997): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، ص 507.

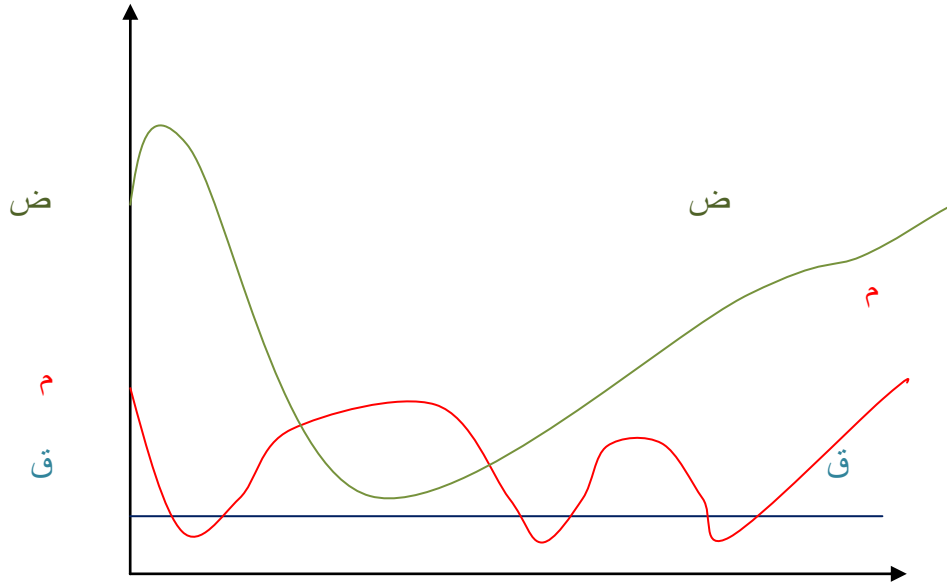
² - قاسم نايف علوان، (2009): إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، ص 164 .

³ - فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 51 .

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

عائدا غير عادي يفوق ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية، أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد أظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية (Drzycimski & Reilly, 1981)، كما توصلت دراسات أخرى إلى أن كبار العاملين بالشركة المصدرة للأوراق يحققون عادة عوائد غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية (Born, 1988)، مما دفع الولايات المتحدة إلى إصدار قانون يعاقب العاملين الذين يستغلون البيانات الخاصة بشركاتهم لتحقيق الأرباح، وهكذا يبدو أن الدراسات السابقة لم تؤيد معظمها صيغة الكفاءة من الشكل القوي¹. ويوضح الشكل (5) الصيغ الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة السوق:

شكل رقم (5): الصيغ المختلفة للسوق المالي الكفاء



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، 2004، ص145.

- يمثل الخط (ق ق) السعر الحقيقي، يعكس الكفاءة التامة للسوق والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أية اختلافات.
- يمثل المنحنى (م م) الصيغة شبه القوية، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة.

¹ - محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مصدر سبق ذكره، ص 130 .

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- يمثل المنحنى (ض ض) الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية كبيرة.

المطلب الثاني: الطرق المعتمدة في قياس صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

1- طرق قياس الصيغة الضعيفة:

تتناهى الكفاءة من الصيغة الضعيفة مع مدخل التحليل الفني، الذي يعتمد على تحليل المعلومات الماضية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، لأن التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية بين مختلف الفترات مستقلة تماما عن بعضها البعض، مما لا يترك أي فرصة في استعمال المعلومات الماضية لكشف اتجاهات الأسعار للتنبؤ بالسعر المستقبلي. ولكشف مدى تحقق الصيغة الضعيفة للكفاءة نذكر الأساليب المعتمدة في قياسها على النحو الآتي:

1-1- سلاسل الارتباط¹:

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى EUGENE FAMA في الخمسينات، عندما قام باختبار معامل الارتباط لـ 30 سهما من داوجونز لفترة امتدت من يوم إلى 10 أيام. وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة. وعليه فإن الصيغة الضعيفة لسوق الأوراق المالية تفترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة الدراسة، والتي يجب أن تكون فترة قصيرة (شهر على الأكثر). لأن وجود ترابط بين سعر السهم خلال هذه الفترة، معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم. كما أن طول فترة الدراسة قد يؤدي إلى ظهور اتجاه معين لسعر السهم كذلك وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية للأسعار (أي الصيغة الضعيفة). هذا ويعاب على أسلوب سلسلة الارتباط تأثيرها بضخامة بعض المفردات أي قيم التغير. كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيان، فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل. لذا يوصى بتتقية البيانات قبل إجراء التحليل.

¹ - لطرش سميرة، (2010): كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، ص 98.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

ويجدر الإشارة إلى أن اختبار السلاسل لابد أن يأخذ المدى القصير، لأن اهتمام المضاربين ينصب حول التنبؤ بالأسعار في فترات قصيرة لتحقيق فوائد تفوق نظراءهم الذين لا يقومون بمثل هذا التحليل في حالة نقص كفاءة السوق. وإذا ما أردنا التعمق أكثر في فرض الصيغة الضعيفة، فما علينا إلا التعرض بالدراسة للتحليل الفني، الذي يستخدم أدوات معينة تسمح لنا باتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

1-2- قواعد التصفية:

لا يؤيد البعض مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يؤمنون بهذه الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له -بعد خصم تكلفة المعاملات- عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد¹.

هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية، إذ توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية²:

- المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلاً ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع.
- أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار. ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، (2000): أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 219.

² - منير إبراهيم هندي، (1996): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص 55.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- ويمثل كل من المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم، المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات تطرقنا إليها من خلال دراسة التحليل الفني، الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة .

3-1- اختبار الأنماط الطارئة

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات. كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير¹.

(+) تعني حركة سعرية زائدة

(-) تعني حركة سعرية بالنقص

(0) صفر تعني عدم وجود حركة

ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين (أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية) هو أنه يمكّننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (-) في الحالة الثانية، بينما نضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير.

وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق .

هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم².

¹- إيهاب الدسوقي، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص46.

²- عبد الغفار حنفي، مصدر سبق ذكره، ص 221.

2- طرق قياس الصيغة شبه القوية:

في ظل هذا المستوى من الكفاءة يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق، وبالتالي فلن يتمكن أي مستثمر حتى ولو استرشد بالتحليل الأساسي من تحقيق عوائد مميزة عن التي يحققها مستثمر آخر يتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ، والتي لا تتطلب القيام بأي نوع من هذا التحليل¹.

وقد تم اختبار فرضية الصيغة شبه القوية من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المنشورة كالأرباح والتوزيعات، الإصدارات الجديدة، الإعلان عن اشتقاق الأسهم، الإعلان عن انتهاج أساليب محاسبية جديدة. وقد اختلفت نتائج الدراسات في اختبارها للكفاءة من المستوى شبه القوي، إذ أثبتت بعضها استجابة أسعار الأسهم على وجه السرعة للمعلومات المحاسبية المنشورة بما لا يتيح لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية، إذ تعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة شبه القوية. بينما كشفت دراسات أخرى أن الأسعار لا تعكس بسرعة تامة كافة المعلومات المتاحة، حيث يمضي وقت طويل ما بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي لبعض المستثمرين فرصة تحليل ودراسة هذه المعلومات ومن ثم تحقيق أرباح غير عادية، ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض صريح لفرضية الكفاءة من المستوى شبه القوي².

وعموما يمكن القول أنه لاختبار الكفاءة من الصيغة شبه القوية على المستثمر استخدام التحليل الأساسي الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية العامة وظروف الشركة محل الدراسة، ومن هنا يجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار (رقم أعمال الشركة، النتيجة الصافية...)، وذلك للوصول إلى تقييم صحيح للشركة.

3- طرق قياس الصيغة القوية:

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفاء يكون على المستوى القوي، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة. مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحديا لممتنهي حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد

¹ - إيهاب الدسوقي، مصدر سبق ذكره، ص 46.

² - محمد براق، مصدر سبق ذكره، ص 204.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، وانطلاقاً من قناعة أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية لن يكون هناك مبرر لتغيير مكونات محفظة الأوراق المالية، لذلك يتم الاحتفاظ بالمكونات السابقة للمحفظة. وهو القرار الذي يندرج ضمن الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، والمتمثلة في¹:

3-1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ:

وفق هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملاً في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفاء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعاً لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف الشركة... الخ، وعليه فإنه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعاً لدرجة المخاطر التي يكون مستعداً لتحملها. ويضيف جونز أن على المستثمر - حتى في ظل هذه الإستراتيجية - أن يجري تغييراً في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعو له لتحمل مخاطر أقل، أو إذا اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر.

كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

3-2- إستراتيجية صناديق المؤشرات:

حسب هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق وبنفس نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر. وبالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلية، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر. في هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد

¹ - لطرش سميرة، مصدر سبق ذكره، ص 153.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

الأسهم المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق¹.

المطلب الثالث: عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة

1- عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء :

توجد عدة عوامل تعيق تطبيق نموذج السوق المالي الكفاء، ومن بينها ما يلي²:

- تأثير سعة الإنتاج : Production-Scale effect :

إن بعض الشركات الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد عالية نسبيا مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية، والذي قد يمتد إلى كامل السوق. حيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقييم هذه الشركات عالية، فيكون من الصعب اعداد قياسات ملائمة لمخاطر أدوات هذه الشركات.

- تأثير التضليل الإعلامي Misguided Information Effect :

يظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق المالية الدولية، وذلك عندما يجري تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ومن ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية، مما يتسبب في انهيار ثقتهم في الشركات المعنية ومن ثم بالسوق ككل.

- تأثير حساسية السعر :

إن حساسية المستثمرين تجاه تغييرات الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغير تكشف عن مدى سرعة وشدة وإيجابية ردود الأفعال. وهذا ما يرتبط بالمؤثرات السلوكية والظروف المحيطة بهذه المؤثرات. فمثلا عند انخفاض إيرادات شركة ما فإن المعلومات المتعلقة بهذا الانخفاض قد تؤدي إلى ردود أفعال المستثمرين بشدة أكبر، مما يؤدي إلى انخفاض كبير في أسعار أسهم الشركة المعنية.

¹ - منير ابراهيم هندي، مصدر سبق ذكره، ص 421.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 82-83 .

- تأثير ضعف التقدير Underestimation effect :

إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى، وبالتالي تشهد الأسواق غالباً تقلبات للأسعار بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها.

- تأثير فترات زمنية معينة Certain Period Effect :

هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر ديسمبر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر مما يجعل المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم قبل نهاية العام، وذلك قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم. ومع بداية السنة الجديدة يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع أسعارها. علماً أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيراً بالنسبة للشركات الكبيرة.

2- الآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة:

من واقع سوق الأوراق المالية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات كفاءة عالية، نقدم مجموعة من الآليات التي من شأنها أن ترفع من مستوى كفاءة هذه الأسواق:

- تعزيز الدور الرقابي للسوق: وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري التداول فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون السوق، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات التأثير المباشر على السوق.

- تعزيز الشفافية والإفصاح: بإصدار نشرة يومية، أسبوعية، شهرية، وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية من خلال:

▪ النشر في الصحف واسعة الانتشار مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.

▪ تشجيع انشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.

الفصل الأول دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمعلومات

- تشجيع الشركات على انشاء مراكز للمعلومات بها.
- الزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداءها، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.
- **تعميق الوعي الاستثماري:** بتشجيع صغار المدخرين على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار ومزاياها، وهو ما يتطلب ضرورة تطوير الاعلام الاستثماري.
- **تشجيع الاستثمار الأجنبي:** بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وازالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- **تعديل الأنظمة الضريبية:** أو إلغاء بعض منها كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية بهدف تشجيع التعاملات المالية.
- **مكنة أنظمة التداول:** باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل التداول، وزيادة الشفافية والأمان¹.

¹ - مفتاح صالح و معارفي فريدة، مصدر سبق ذكره، ص192.

خلاصة:

تعد الأسواق المالية من أهم الأسواق نظرا لأهميتها الاقتصادية، وتتحدد كفاءتها استنادا للمعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية بشكل كامل، حيث يتوقع في ظل السوق الكفاء أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد، غير أن ذلك يتطلب توفر متطلبات أساسية وهي كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين، وكفاءة السوق ثلاث صيغ رئيسية هي : الكفاءة الضيفة، الكفاءة شبه القوة، والكفاءة القوية.

ويجدر الإشارة إلى أن هناك عدم إجماع على تحقق الكفاءة في شكلها المتوسط والقوي بشكل مطلق، مما يبين أهمية ومكانة من يعتمدون على التحليل الأساسي للأوراق المالية، من خلال اكتشاف الأوراق المالية التي فشل السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية، مما يسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية. كما أن هناك شبه اتفاق على تحقق الكفاءة في صيغتها الضعيفة، مما لا يستدعي استعمال التحليل الفني المبني على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بناء على التطورات الماضية في السعر والكميات المتداولة.

اذ تلعب المعلومات دورا هاما من حيث تواجدها وفرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها في تحقيق الكفاءة لهذه الأسواق، إلا أن دقة المعلومات تبقى مرتبطة بمدى شفافية نشر البيانات لكافة المتعاملين، اذ يقوم المستثمر المالي بتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. فكفاءة هذا النظام المبني على التقييم بناء على المعلومات المتوفرة تتمثل في الوصول إلى القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

الفصل الثاني: تقييم الأسهم العادية

تمهيد:

تتباين أهداف المستثمرين الماليين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية، إلا أن الهدف العام والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب والمنافع من وراء ذلك، من خلال زيادة قيمة ومردودية تلك الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى زيادة ثروتهم، ولتحقيق ذلك لابد من توفر أدوات تساعد المستثمر في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية.

وتعتبر عملية تقييم الأسهم العادية من التحديات التي تواجه الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم، وتوصف هذه التدفقات بصعوبة تحديد حجمها وتوقيت الحصول عليها، لذلك يستخدم معظم محللي الأوراق المالية نماذج لأغراض تحديد القيمة الحقيقية للسهم. ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية وبدرجة أكبر وأشمل على نماذج التقييم أمراً ضرورياً لذلك، حيث أن ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، مما يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق وارتفاع درجة الخطر النظامي، ما يترتب عنه ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه.

وسنحاول في هذا الفصل تناول تقييم الأسهم العادية من خلال عرض ماهية الأسهم العادية والقيمة، محددات القيمة السوقية للأسهم العادية في المبحث الأول. والمداخل المستخدمة في تحليل الأسهم بالتطرق لكل من التحليلين الفني والأساسي في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن مختلف نماذج تقييم الأسهم العادية بدءاً بنموذج خصم توزيعات الأرباح، نموذج مضاعف الربحية، بالإضافة إلى عدة نماذج بديلة أخرى.

المبحث الأول: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية شيوعاً وتداولاً في السوق المالي، إذ تمثل مصدر تمويل طويل الأجل، فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي نوع من الالتزامات كما هو الحال بالنسبة للسندات، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحققت أرباح وتقرر توزيعها، وهناك أنواع عديدة للأسهم إلا أن الدراسة ستتناول الأسهم العادية.

المطلب الأول: ماهية الأسهم العادية

1- مفهوم السهم العادي :

يعرف السهم العادي بأنه جزء من رأس مال الشركة، وهو يمثل حق المساهم ممثلاً بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه من الربح، وعادة ما يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسماً إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً¹.

كما يعتبر السهم العادي أيضاً بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم².

2- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بخصائص عديدة أهمها:

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية، كالمناولة من يد إلى أخرى كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها، أو بالقيود في سجل الشركة كأسهم الإسمية، أو عن طريق عملية التظهير كأسهم لأمر.
- تعد مخزناً للقيمة لكون قيمتها تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم.
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة.
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة اقتراض.

¹ - طاهر حيدر جردان، (1997): مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 19.
² - أرشد فواد التميمي، (2010): الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن، ص 154.

- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقيق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين الذي يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود عدد الأسهم التي يملكها.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الإلتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب، فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية¹.

3- الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية:

تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعديد من المزايا بالنسبة للشركة المصدرة، ورغم المزايا إلا أن هذا التمويل لا يخلو من العيوب، وتتمثل أهم الآثار على الشركة فيما يلي:

3-1- مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- الشركة المصدرة للأسهم العادية ليست مجبرة قانوناً بإجراء توزيعات على المساهمين بشكل دوري، إذ ترتبط عملية توزيع الأرباح بتحقيق الشركة لنتائج إيجابية، وكذلك بسياسة الأرباح التي تحددها الجمعية العامة. هذا ما يجعل الشركة التي تلجأ إلى التمويل عن طريق الأسهم العادية تتعرض إلى مخاطر مالية أقل من تلك التي تلجأ إلى التمويل عن طريق أسهم ممتازة أو سندات، والتي تكون مجبرة لدفع أقساط الفائدة بشكل دوري وإلا يتم الاعلان عن افلاسها.
- الأسهم العادية مصدر تمويلي دائم للشركة، حيث لا يحق لحاملها استرجاع قيمتها من مصدرها.
- تنخفض نسبة الرفع المالي للشركة نتيجة لإصدارها مزيداً من الأسهم العادية، هذا ما يؤدي إلى الرفع من قيمتها الإقتراضية.
- تعتبر الأسهم العادية من أنسب مصادر التمويل لحيازة الأصول الثابتة².

¹ - فيصل محمود الشوارة، مصدر سبق ذكره، ص 80.

² - عاطف وليم أندراوس، (2006): التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص 376.

3-2- مسائى التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- إلى جانب الميزات السابقة يعترى التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب أهمها:
- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية، وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة، واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد، وذلك في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.
 - عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم، ذلك أن الأرباح الموزعة لا تضاف إلى مصاريف الشركة عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة، أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضريبة.
 - إن إصدار الأسهم العادية والاكنتاب فيها بواسطة المؤسسات المالية يكون مقابل عملات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.
 - إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال¹.
- أما من وجهة نظر المستثمر، فمن أبرز عيوب الأسهم العادية أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بالتوزيعات إذا حققت الشركة أرباحا ولم تقرر توزيعها، أو في حالة عدم تحقيقها لأرباح.

4- تصنيف الأسهم العادية :

يمكن تصنيف الأسهم العادية حسب طريقة تداولها وطبيعة الاستثمار فيها كما يلي :

4-1- من حيث طريقة تداولها :

تصنف الأسهم العادية من حيث تداولها في سوق الأوراق المالية إلى²:

4-1-1- السهم لحامله :

يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبه أو مالكة، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه شهادة السهم.

¹- دريد كامل آل شبيب، (2007): مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الأردن، ص 205-206.
²- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 245-246.

4-1-2- السهم الاسمي :

يتم اصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالکها الذي يثبت على الشهادة، بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة.

4-1-3- السهم الإذني أو لأمر :

في هذا النوع من الأسهم يتم ذكر اسم مالکه في شهادة الاصدار مقترنا بشرط الأمر، والمقصود بذلك أن يتم انتقال الملكية بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة المصدرة.

4-2- من حيث طبيعة الاستثمار :

تصنف الأسهم العادية من حيث طبيعة الاستثمار إلى:

4-2-1- الأسهم الناجحة Blue Chip Stocks :

تصدر هذه الأسهم عادة شركات رائدة في صناعتها، وكثيرا ما تضع المؤشرات التي تقيم بها الشركات الأخرى، وتتسم بكفاءة الادارة وتقديم منتجات مختلفة ذات جودة عالية ومميزة، كما تمتاز بسعرها المرتفع وبعائد مقسومها المنخفض وبالقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيئ لمدة طويلة، اذ تعد استثمارات جاذبة خاصة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ، تباع بمضاعف أرباح عال ولها (بيتا) مقارنة للواحد، ويُصحح المستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة والكبيرة في أداء السوق لشراءها، لأن أسعارها ترتفع وتستعيد الخسائر.

4-2-2- أسهم المضاربة Speculative Stocks :

تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلا، وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة فإن مشتري هذا السهم يراهن على أن ما قد يستجد من معلومات سوف يؤثر ايجابا على نمو الشركة ويزيد من سعر السهم، وتميل قيم هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيرا عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل الشركة، وتكون (بيتا) هذه الأسهم دائما أكبر من الواحد، لذلك على المستثمرين فيها التهيؤ لاحتمال تحقق خسائر، ولا يُنتظر تحقق الأرباح على الدوام¹.

¹ - محمد علي ابراهيم العامري، (2010): الادارة المالية المتقدمة، دار اثناء، الأردن، ص 474-475.

4-2-3- أسهم النمو Growth Stocks :

هي أسهم شركات تنمو مبيعاتها وعوائدها بسرعة تفوق نسبة نمو الاقتصاد، حيث تقوم هذه الشركات باستثمار كل أرباحها في عملية دفع نموها ولا توزع الأرباح لاستخدامها في تمويل توسعاتها، وبالرغم من أن هذه الشركات لا توزع أرباحها إلا نادرا فقيمتها ترتفع مع الزمن بشكل كبير، وهذه الزيادة في القيمة تعوض المساهم أحيانا أضعاف ما فاتته من توزيعات الأرباح¹.

4-2-4- أسهم الدخل Income Stocks :

هي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة مقارنة بالشركات الأخرى، فطبيعة هذه الأسهم هي استمرارية حصول حاملها على الإيرادات الجارية من توزيع الأرباح بمعدل أكبر من متوسط السوق، ويفضلها المستثمرون الراغبون في الحصول على دخل نقدي جاري، والمستثمر المحافظ مثل : فئة المتقاعدين، صناديق الادخار، وحدات الضمان، وحدات التقاعد، إذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج إلى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها.

4-2-5- الأسهم الدورية Cyclical Stocks :

تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وإيراداتها والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد وتقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج ويرافقه نمو اقتصادي فإن هذه الأسهم تحقق ربح، أما عند الركود تحقق خسارة، ومن أمثلة ذلك شركات صناعة مواد البناء والسيارات.

4-2-6- الأسهم الدفاعية :

تتميز الأسهم الدفاعية باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى في مرحلة ركود يمر بها الاقتصاد، وذلك لطبيعة منتجاتها التي لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل : صناعة الأغذية، صناعة الأدوية... إلخ².

¹ - محمد أحمد عبد النبي، مصدر سبق ذكره، ص 61.

² - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 249.

المطلب الثاني: ماهية القيمة

يتطلب تحليل الأسهم وتحديد القيمة الحقيقية أكثر من مجرد صيغة كمية، إذ أن التحليل من أجل اتخاذ القرار الاستثماري من عدمه يتطلب متابعة لأداء الأسهم في السابق ومن ثم بناء التوقعات العقلانية، ونظراً لأن ذلك يتطلب رؤية قيمة السهم من أوجه مختلفة، ولإزالة الالتباس بين مداخل تحديد القيمة¹.

1- مفهوم القيمة:

تعد القيمة بالنسبة للمؤسسة شيئاً مجرداً يقوم بقياسها خبير باستعمال طرق مختلفة، لذا نجدها تحمل نوعاً من الذاتية تبرز جلياً عندما يقدم أكثر من خبير على قياسها ويتم التوصل إلى قيم متباينة لنفس الشركة، إن هذا التعدد في القيمة ناتج عن أمرين على الأقل هما²:

- تنوع طرق قياس القيمة، الأمر الذي يتيح للخبير عدة بدائل.
- الغرض من وراء عملية التقييم.

إلا أنه على الخبير المقيم الاجتهاد في الوصول إلى القيمة الحقيقية للشركة التي ترضي مختلف الأطراف المعنية بها (المشتري، البائع، المستثمرون الحاليون والمتوقعون، المسيرين).

2- أنواع قيم الأسهم العادية:

1-2- القيمة الإسمية Par Value :

وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفقاً لقانون الشركات في البلد المعني، لذلك يطلق عليها بالقيمة القانونية. وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تحدد نسبة مساهمة المستثمر في رأس مال الشركة.

2-2- القيمة الدفترية Book Value :

وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية. وتعتبر هذه القيمة مؤشراً لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر التي تدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. وعليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في سوق

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، 2005، ص164.
²، سويسبي هوارى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص36.

الأوراق المالية هو أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل. وبمعنى آخر مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (سعر اغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة¹.

2-3- القيمة السوقية Market Value :

تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، والتي تحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. ومن المفضل لدى المستثمر أن تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية، إذ أن السهم الذي يباع بأدنى من قيمته الدفترية يوحي للمستثمر بأن الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات ومشاكل مالية².

وتعتبر القيمة السوقية المؤشر الذي يُرتكز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء، كونها تمثل مؤشر هام لتقييم الشركة. وتعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر وقدرتها على النمو، وكلها عوامل إذا تحققت تزيد من القيمة السوقية للأسهم ويزيد الاقبال عليها³.

لذا يمكن القول أن القيمة السوقية للسهم تتقلب وفقا لسلوك المستثمر وتبعا للوضع المالي والظروف الاقتصادية التي تواجه الجهة المصدرة للسهم، إلى جانب العرض والطلب عليه.

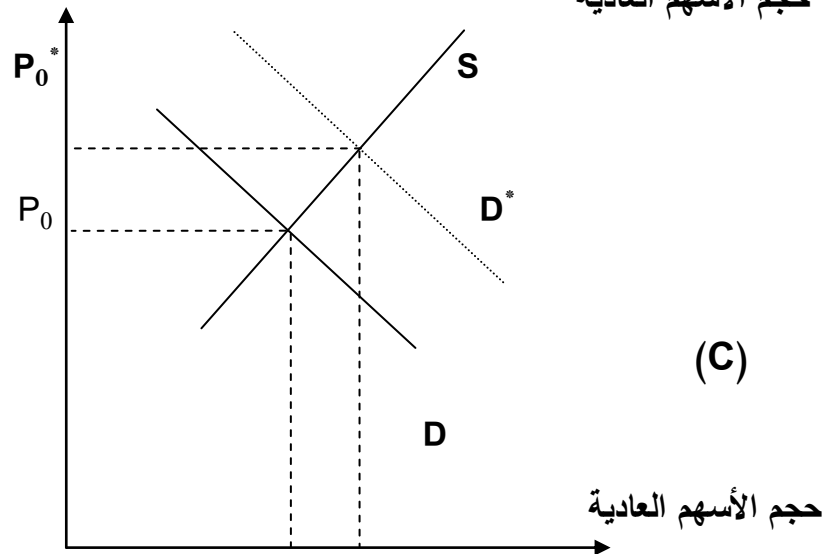
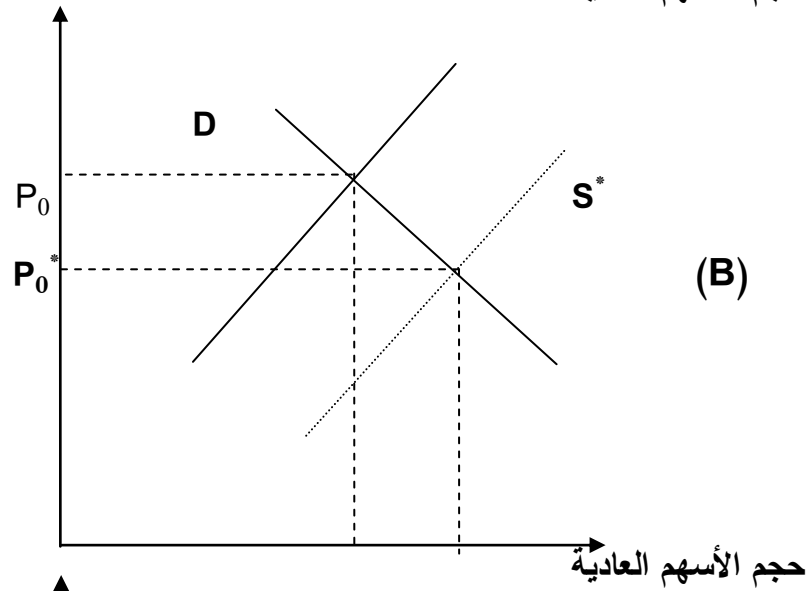
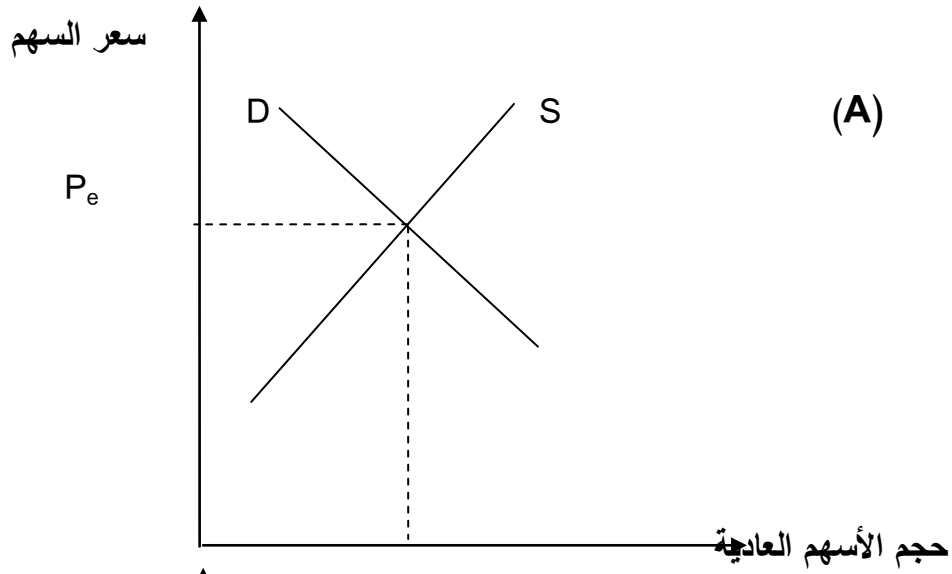
وتُحدد العلاقة بين العرض والطلب نظريا قيمة السهم، وأفضل مؤشرين لتمثيل هذه العلاقة هما الأسعار السائدة وحجم التداول للأسهم خلال مدة زمنية محددة، كما موضح في الشكل رقم (06):

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات مصدر سبق ذكره، ص 160.

² - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 38.

³ - الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 438.

شكل رقم (06): القيمة السوقية للسهم العادي



المصدر : محمد علي العامري، الادارة المالية المتقدمة، دار إثراء، الأردن، 2010، ص477.

يتضح أن القيمة السوقية للسهم (سعر السهم) تتحدد عند نقطة تقاطع كمية عرض الأسهم العادية (S) والطلب عليها (D)، والنقطة P تمثل سعر التوازن للسهم الواحد الذي من خلاله يمكن تحديد اتجاهات السوق وحالات الارتفاع والانخفاض به، وعليه فإن أي تحرك لمنحنيات العرض والطلب نحو الأعلى أو الأسفل، يمينا أو يسارا، يؤدي إلى التغير في سعر السهم (PE) كما موضح في الشكل السابق في كل من (B) و (C)، وليشير هذا التغير إلى استجابة السعر للتغيرات في البيئة الصناعية والاقتصادية للشركة المعنية¹.

4-2- القيمة الحقيقية Intrinsic Value:

هي تلك القيمة التي تبرزها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة، ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة، لذلك فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. يطلق عليها أيضا القيمة العادلة (Fair Value)، القيمة النظرية (Theoretical Value)، القيمة الصحيحة (True Value)، فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية فإنها تعبر عن حالة التوازن، لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية².

إن القيمة الحقيقية للسهم هي ما يهيم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية معني ذلك أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، أما إذا كان سعر السهم في السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب، وأنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق سوف يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية، مما يحقق ربحا رأسماليا للمستثمر.

إن الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ناتج عن عدة أسباب أهمها المضاربات في سوق الأوراق المالية، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، الإفصاح Disclosure غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل خاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين، والبطء في

¹ - محمد علي ابراهيم العامري، مصدر سبق ذكره، ص 477.

² - عدنان تايه النعيمي وأرشد فواد التميمي، (2009): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار البازوري، عمان، ص 130.

ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة، و هذا الاختلاف يخلق فرصا للربح و الاستفادة من عمليات شراء و بيع الأسهم في المدى القصير¹.

لذا فإن الغرض الأساسي في تحليل القيمة الحقيقية ومقارنتها بالسعر السائد في السوق ودراسة أنماطها الحالية و المتوقعة هو تحديد فيما اذا كان السهم ذا تسعير مُضخَّم أو مُخفَّف.

2-5- القيمة التصفية Liquidation Value :

تمثل هذه القيمة مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل الورقة المالية عند انتهاء عمليات الشركة وتصفيتها وبيع أصولها، وعلى هذا الأساس تمثل القيمة عند التصفية أدنى قيمة للورقة المالية أو السهم².

3- العوامل المؤثرة على قيمة السهم العادي :

تتقلب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بسبب التغير في العديد من العوامل، أهمها:

3-1- الوضع المالي والتجاري للشركة المصدرة للأسهم :

إذا تحسن المركز المالي للشركة وزادت قيمة أصولها ومبيعاتها سوف ينعكس ذلك في شكل زيادة لأرباحها، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم التي تصدرها هذه الشركة، وبالتالي ترتفع أسعار أسهمها في السوق، والعكس يحدث عندما يتعرض المركز المالي إلى مشاكل فتتخفص قيمة الأصول وينخفض نصيب الشركة في السوق.

3-2- الأوضاع الاقتصادية والسياسية للبلاد:

تتمتع الأسهم التي تصدرها الشركات التي تتبع دول تحقق معدل نمو مرتفع ومستقر في الناتج القومي الاجمالي بوجود استقرار في أسعارها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم شركات هذه الدول، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها بالمقارنة مع الدول الأخرى التي لا يتحقق فيها ما سبق. كما سيؤثر الاستقرار السياسي من عدمه على التقلبات في سوق الأوراق المالية عموماً، وفي الدولة التي تعتبر غير مستقرة أو بها أزمات سياسية خصوصاً، مما يدفع المتعاملين إلى توقع تغيرات في ظروف السوق وتقلب في أسعار الأوراق المالية وارتفاع درجة المخاطرة.

¹ - حمداوي الطاوس، مصدر سبق ذكره، ص 34-35.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، (2007): تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص 57.

3-3- الحركة العامة للسوق:

تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعا وانخفاضا لما تشهده سوق الأوراق المالية من تقلبات في حجم العرض والطلب على الأسهم، ومن المناورات التي يقوم بها المضاريون بهدف التأثير على الأسعار، فكلما زادت التقلبات كلما زادت حدة التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.

3-4- كميات التداول:

وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر في أسعار الأسهم ارتفاعا وانخفاضا، ومن واجب المستثمر أن يتابع متوسط كميات التداول لكل شركة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه الأخيرة.

3-5- الشائعات:

وهي أخبار كاذبة تروجها بعض الجهات المغرضة، وهم المضاريون لتحقيق أهداف خاصة بهم وتحقق مصالحهم فقط على حساب كافة المتعاملين والاقتصاد ككل، ولكن ينبغي ملاحظة أن الشائعات وإن كانت تؤثر على السعر اليومي وعلى أسهم الشركات الضعيفة فقط، ولكن في الأجل الطويل لا يوجد لها أثر لأنه يتلاشى مع الزمن¹.

المطلب الثالث: محددات القيمة السوقية للأسهم العادية

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية، فهو مقياس مناسب لترتيبها والمفاضلة بينها، ويرتبط هذا الأخير بالمخاطرة التي تمثل عنصرا مهما يؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري.

1- عائد السهم العادي:

يعرف العائد بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الاستثمار والمخاطرة المحتملة من توظيف أمواله بالأسهم العادية، وشكل العائد إما يكون مقسوم أرباح نقدي يقرر من قبل إدارة الشركة طبقا لأرباحها وسيولتها، أو عوائد رأسمالية قد يتحصل عليها المستثمر من فروقات الأسعار في سوق الأوراق المالية. ويميز المستثمر بين العائد المتحقق، العائد المتوقع والعائد المطلوب.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مصدر سبق ذكره، ص 151-152.

1-1 - العائد المتحقق :

يطلق عليه أيضا عائد فترة الاحتفاظ، يوصف بأنه أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ودقة، حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، ويقاس اقتناء المستثمر لسهم كان قد اشتراه بمبلغ معين ثم يبيعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاحتفاظ لهذا السهم هي¹:

$$R_i = (P_t - P_{t-1} + D) / P_{t-1} \dots \dots \dots (1-2)$$

حيث:

R_i : عائد السهم

P_t : سعر السهم في الفترة t

P_{t-1} : سعر السهم في الفترة $t-1$

D : التوزيعات النقدية

1-2 - العائد المتوقع:

يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) للطبيعة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، وبحسب بالصيغة الآتية :

$$E(R) = \sum_{t=1}^n R.P \dots \dots \dots (2-2)$$

حيث :

R : عائد السهم

P_r : احتمالية حدوث هذا العائد

أي أن متخذ القرار يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد عائد السهم، وبموجبها يضع توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها.

¹ - محمد محمود الخطيب، (2010): الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر، عمان، ص 80.

1-3- العائد المطلوب Required Rate of Return:

هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وسوف يقبل المستثمر توظيف أمواله في نوع من الاستثمارات المقترحة إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب¹. ويمكن حسابه وفق الصيغة الرياضية الآتية:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{المعدل الخالي من المخاطر} + \text{علاوة الخطر}$$

2- مخاطرة السهم العادي:

يمكن تعريف المخاطرة بأنها احتمالات وقوع الخسائر، ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية تعني احتمال أن يكون العائد المتوقع أقل من المتوقع، وكلما زاد الاحتمال فإنه مؤشر لزيادة المخاطرة، وقد يربط البعض المخاطرة بعدم التأكد (أي عدم امتلاك المستثمر المعلومات الكافية لوضع التوزيعات المحتملة للعوائد المتوقعة، حيث أن نسبة تحقق هذه التوزيعات تعكس ارتفاع أو انخفاض المخاطرة).

يتضح مما تقدم أن المخاطرة تنطوي على مفهوم مالي لأن مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق عوائد السهم، لذلك فقد أصبحت معياراً مهماً يُستشهد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر السهم ومعدل العائد المطلوب².

ويتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً والأسهم العادية خصوصاً إلى المخاطر

التالية:

- المخاطرة غير النظامية Unsystematic Risk

- المخاطرة النظامية Systematic Risk

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، (2003): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص185.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عومي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 51.

2-1- المخاطرة غير النظامية:

يطلق عليها المخاطرة القابلة للتنوع. ويقصد بها ذلك الجزء من المخاطرة الكلية المرتبطة بعوامل خاصة بالشركة التي أصدرت السهم، حيث تؤثر سلباً على قيمة السهم السوقية مثل: انخفاض مبيعات الشركة وأرباحها أو تعرضها لمشاكل قانونية أو مشاكل بيئية¹.

2-2- المخاطرة النظامية:

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها السهم والتي سببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضاً مصطلح مخاطر السوق، وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة، فهي تؤثر على جميع الشركات على اختلاف أنواعها وأنشطتها. ويعتبر معامل بيتا (β) من أكفاً مقاييس هذا النوع من المخاطر، فهو يقيس مدى تأثير عائد الشركة بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق.

3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

3-1- مفهوم نموذج (CAPM):

يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (CAPM) من أفضل النماذج تمثيلاً للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس معدل العائد المطلوب، إذ قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركويتز عام 1952، ليكون هذا النموذج مؤشراً مرجعياً Benchmark لتقييم الاستثمارات وعائدها المتوقع²، وعليه فإن العائد المطلوب يحسب حسب هذا النموذج وفقاً للعلاقة التالية:

$$E(R) = R_f + B_i (R_m - R_f) \dots \dots \dots (3-2)$$

حيث:

E(R): معدل العائد المطلوب.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

B_i: المخاطرة النظامية.

R_m: معدل العائد لمحفظة السوق.

¹ - أسعد حميد العلي، (2010): الإدارة المالية "الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، عمان، ص 321.
² - أرشد فؤاد التميمي، مصدر سبق ذكره، ص 165-166.

3-2- افتراضات النموذج:

من أجل تطبيق هذا النموذج هناك عدة فرضيات يجب مراعاتها، وتكمن الفكرة الأساسية لهذه الفروض في أن المستثمرين متشابهون في تفكيرهم وأسلوبهم في المحافظة على ثروتهم وعدم حبهم للمخاطر، وتتمثل في¹:

- لا يستطيع المستثمر التأثير في السوق بمفرده.
 - جميع المستثمرين يخططون للاستثمار في الأسهم لنفس الفترة الزمنية.
 - لا يدفعون ضرائب أو عمولات عند تبادل الأسهم.
 - المستثمرون يكونون محافظ ماليين من جميع الأسواق العالمية ويتحملون مخاطر غير محدودة.
 - جميع المستثمرين عقلانيون في تكوين المحافظ المالية.
 - جميعهم يقومون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون نفس وجهة النظر الاقتصادية.
- وتقوم هذه الافتراضات بتجاهل التعقيد الموجود في الحياة الواقعية، ولكنها تقودنا بشكل واضح إلى طبيعة التوازن في سوق الأوراق المالية.

3-3- معامل بيتا β :

يتم قياس المخاطر النظامية من خلال إيجاد قيمة معامل بيتا الذي يربط حساسية معدل عائد السهم بمعدل عائد السوق، ويمكن قياسه بالمعادلة التالية:

$$\beta_{X1} = \frac{\text{cov}(R_X, R_m)}{\sigma^2 R_m} \dots \dots \dots (4 - 2)$$

فكلما كان الانحراف المعياري للعائد على السهم بالنسبة للعائد على السوق كبيراً، كلما كانت المخاطر المرتبطة بالسهم كبيرة، ومدى معامل ارتباط بيتا ما بين (1-) و(1+)²، فإذا كان معامل بيتا الأصل الاستثماري يساوي (1)، فهذا يعني تغير عائد الشركة يكون مطابقاً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق وفي هذه الحالة تتطابق مخاطر الشركة مع مخاطر السوق، أما إذا

¹ - Bodie Jack , (2004) : Essentials of investments, Mc Graw Hill, USA, p 221.

² - Feaber Esme, (2008) : All about stock, Mc grow, 3ed edition, USA, p 196.

كان معامل بيتا الأصل أكبر من (1) فإن التغيير في عائد الشركة أكبر من التغيير في عائد السوق وتكون مخاطر الشركة أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كان بيتا السهم أقل من (1) فعندها تكون مخاطر الشركة أقل من مخاطر السوق¹.

المبحث الثاني : المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم

تعتبر المعلومات والبيانات المتاحة للمستثمرين والخاصة بالأوراق المالية عاملاً أساسياً لاتخاذ قرارات الاستثمار، لذا فإن القيام بتحليل عميق لهذه البيانات يؤدي إلى استخلاص نتائج من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وتشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما:

- مدخل التحليل الفني Technical Analysis

- مدخل التحليل الأساسي Fundamental Analysis

المطلب الأول: مدخل التحليل الفني

يلجأ معظم المستثمرين والمحللين إلى التحليل الفني باعتباره مدخل مكمل للتحليل الأساسي، وذلك لاعتماده على استخدام معلومات الماضي للتنبؤ بأسعار الأسهم مستقبلاً على افتراض أن القيمة السوقية تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، وأن قوى العرض والطلب محكومة بالعوامل الاقتصادية وتوقعات المستثمرين، بالإضافة إلى أن الأسعار تتحرك باتجاه عام ولفترة من الزمن وأي تغييرات في الاتجاه العام ما هي إلا رد فعل طبيعي لعلاقة العرض والطلب².

وفي هذا الصدد لا يركز التحليل الفني -على عكس التحليل الأساسي- على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية بقدر ما يهتم بحركة الأسعار (أي حركة التداول) التاريخية، بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.

يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن المعلومات المنشورة في فترة ما نمط معين من التغيير في الأسعار لعدة مرات، فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل.

¹- قاسم نايف علوان وإبراهيم محمد الزعلوك، (2005): أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 05)، جامعة سطيف، ص 07.

²- فيصل محمود الشاورة، مصدر سبق ذكره، ص 67.

وتأسيساً على فلسفته في تفسير حركة الأسعار، لا يعترف التحليل الفني بافتراضات كفاءة السوق، إذ أن الأسعار والعوائد يمكن التنبؤ بها من خلال تطوير مجموعة من قواعد التداول بناء على الأنماط التاريخية لحركة مؤشر السعر، فالسوق السعودية عادة ما تستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط، وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس في أسعار السوق يصبح من الممكن أن تتجه أسعار الأسهم نحو الارتفاع مرة أخرى¹.

ويقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي²:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس العرض والطلب.
- تتحكم في قوى العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي، حيث تتضمن العوامل الموضوعية المعلومات المالية الخاصة بالورقة المالية، بينما تتمثل العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي، على سبيل المثال: مزاج المستثمرين، التخمين...، وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة.
- يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية، ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة.
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث في الأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة.
- يرجع التغيير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغيير في العلاقة بين العرض والطلب، إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق.

ومن بين الأدوات المستخدمة في التحليل الفني، نذكر مايلي :

¹ - رفيق مزاهدية، (2007): كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، ص 73.

² - هوارى سويسى، (2007): أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، (العدد 05)، جامعة ورقلة، ص

1- مؤشر القوة النسبية: Relative Strength Index

يهتم مؤشر القوة النسبية بمقارنة سعر السهم في الأيام التي يكون فيها مرتفعا بسعره في الأيام التي يكون فيها منخفضا، وبحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية :

$$RSI = 100 - [100/(SI+1)].....(5-2)$$

حيث :

SI : تمثل نسبة متوسط الأسعار المرتفعة خلال 14 يوما إلى متوسط الأسعار المنخفضة خلال الفترة ذاتها.

وتتراوح قيمة مؤشر القوة النسبية بين (0 و100%). وكلما ارتفعت قيمة مؤشر القوة النسبية كان ذلك دليلا على ارتفاع سعر السهم، وبالتالي تحقيقها للعوائد الرأسمالية خلال الفترة المدروسة، وللاشارة فإن مؤشر القوة النسبية لا يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء السهم بقدر ما يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار¹.

2- المتوسطات المتحركة: Moving Averages :

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر أدوات التحليل الفني انتشارا واستخداما، فبدلا من استخدام أسعار الاغلاق أو أعلى أو أدنى الأسعار في يوم تداول معين، يلجأ المحللون الفنيون إلى استخدام ما يعرف بالمتوسطات الحسابية لتلك الأسعار المحسوبة خلال فترات زمنية محددة، وفيما يخص الفترة الزمنية فإنه لا توجد فترة مثالية لاستخدامها في حساب المتوسطات المتحركة، إذ يستخدم عادة فترة تتراوح بين 5 أيام و200 يوم، حيث يقرر المحلل الفني الفترة الملائمة بالنسبة للشركة التي يقوم بتحليلها. أما أكثر المتوسطات المتحركة استخداما فهي: 5، 10، 20، 50، 100، 200 يوم، كما أن تمثيل المتوسطات المتحركة بيانيا يتم باستخدام الأنواع المختلفة للرسوم البيانية كما هو الحال بالنسبة لسعر الاغلاق.

ويعتبر المحلل الفني أن سهم الشركة يكون مناسباً للشراء إذا تمكن متجه السعر اختراق متجه المتوسط المتحرك من الأسفل، بحيث يكون سعر الاغلاق فوق متجه المتوسط المتحرك، كما

¹- رفيق مزاهدية، مصدر سبق ذكره، ص 77.

يعتبر المحلل الفني أن الورق المالية يجب بيعها اذا قام متجه السعر باختراق متجه المتوسط المتحرك من أعلى وكان سعر الاغلاق تحت هذا المتوسط¹. ويحسب المتوسط المتحرك حسب الصيغة التالية :

$$MA_t = \frac{\sum_{i=t-n+1}^t P_i}{n} \dots\dots\dots(6-2)$$

حيث :

n : عدد الأيام أو الأسابيع

t : المدى الزمني لحساب المتوسط المتحرك (n=t).

Pi: سعر الاقفال أو قيمة المؤشر في اليوم i أو الأسبوع.

3- استخدام الخرائط :

يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط وهذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها، وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما يتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك...الخ. اذ توجد أنواع كثيرة من الخرائط كخرائط الأعمدة، النقطة والشكل، ويستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه².

المطلب الثاني: التحليل الأساسي

هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل: الإيرادات، توزيعات الأرباح، مبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات لاعتماد هذا الأسلوب في تقدير قيمة سهم الشركة، وهو أنه غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدامه في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة

¹ سامي خطاب، عبد الرؤوف ربابعة، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة الأوراق المالية و السلع، بورصة أبو ظبي، دبي، الشارقة، مارس 2006، ص 27.

² هواري سويبي، أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مصدر سبق ذكره، ص 109.

التنافسي في السوق. وبالرغم من هذه الانتقادات إلا أن التحليل الأساسي هو من الأدوات الشائعة التي تستخدم على نطاق واسع¹.

يقوم هذا التحليل على فرضية أن الأسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع أو الصناعة التي تنتمي اليه الشركة المصدرة للسهم، والانتهااء بظروف ونشاط الشركة نفسها².

ويهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون، سواء الأفراد أو المؤسسات، ويهدف إلى :

- التعرف على القيمة العادلة لأسهم الشركة.
- تقييم القوة الايرادية للشركة والعائد على الاستثمار فيه.
- تقييم هيكل رأس المال.
- تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة ومعدلات النمو المتوقعة.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة³.

ويستند التحليل الأساسي إلى مدخلين، المدخل الأول هو التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل، ويتضمن ثلاث مراحل، الأولى تركز على الظروف الاقتصادية العامة بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق الأوراق المالية. المرحلة الثانية خاصة بتحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية، أو بسبب التطور التكنولوجي، أو أسباب أخرى. أما المرحلة الثالثة فتتناول التحليل على مستوى الشركة بهدف معرفة أفضل الشركات، والتي يوصي المحلل

¹ ابراهيم الكراسنة، ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد الدولي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2005، ص 15.

² محمد مطر وفايز تيم، (2005): ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، ص 133.

³ سامي خطاب، عبد الرؤوف ربابعة، مصدر سبق ذكره، ص 40.

بالاستثمار في أوراقها المالية. ويستند التحليل الثاني الى التحليل الجزئي فالكلي أو من أعلى الى أسفل¹.

1- التحليل الاقتصادي الكلي :

يهدف إلى التعرف على الظروف الاقتصادية المحيطة وتوجهات الحكومة وأولوياتها من خلال تحليل طبيعة السياسة النقدية، والتي تتمثل في ضبط عرض النقد ومدى تأثير ذلك على نسبة الفائدة السائدة في الأسواق من خلال تحديد الاحتياطات النقدية، ونسبة اعادة الخصم، والدخول في عمليات السوق المفتوحة. كذلك السياسات المالية المتمثلة في طبيعة السياسة الضريبية، الانفاق العام، كيفية تمويل العجز في الميزانية، احصاءات الناتج المحلي الإجمالي، معرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم، ومدى احتمالات حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج².

2- التحليل الاقتصادي القطاعي :

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة. فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام، ذلك أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، بالإضافة إلى معرفة السياسات الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، إذ قد تكون بعض القطاعات تتلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمار، وعند تحليل القطاع يجب التركيز على عدة جوانب، نأخذ منها على سبيل المثال مايلي³ :

- طبيعة ونوع النشاط الذي يمارسه القطاع.

- معرفة القيود المفروضة على القطاع من طرف الحكومة، اتجاهاتها، حدودها ودرجة تأثيرها على النشاط الممارس في هذا القطاع.

- معرفة درجة التقدم التكنولوجي، وآفاق الاستمرار والتطور لهذا القطاع.

¹ - نادية أمين محمد علي، (2007): تحليل أسواق الأوراق المالية، ورقة مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة، أسبوط، ص 9-10.

² - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 244.

³ - هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 167-168.

- معدلات الأداء المختلفة للقطاع وتأثير العوامل الاقتصادية المختلفة عليه، مثل العرض والطلب.
- تتبع تطور حجم المبيعات (الطلب) ومتوسط الأسعار المتعلقة بها وهيكل أسعار المنتجات الخاصة بالقطاع.
- ظروف العمل داخل القطاع ومتوسط تكاليفه.
- معرفة نسبة السعر إلى العائد PER للقطاع... الخ.

3- التحليل على مستوى الشركة :

ترتبط الأسهم العادية بالشركة المصدرة لها بعلاقة ذات دلالة اقتصادية، إذ تعكس القيمة السوقية للورقة المالية عوامل الضعف أو القوة للشركة، سواء ما يرتبط بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو بربحيته، أو توازن مركزها المالي. ومن أهم أدوات تحليل المركز المالي للشركة نجد النسب المالية.

المطلب الثالث: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

يوضح الجدول رقم (1) أهم الفروق الجوهرية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	- هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف الشركة.	- هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية، حجم التداول وغيرها).
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	- دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات، وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	- أن سوق رأس المال كفاء.	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية

<p>من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.</p> <p>- العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي.</p> <p>- أن السوق أفضل متنبئ لنفسه.</p> <p>- أن سوق رأس المال غير كفاء.</p>	<p>- يمثل هذا النوع من التحليل ضمان لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.</p>	
<p>عوامل السوق نفسه مثل:</p> <p>- أسعار الأوراق المالية.</p> <p>- حجم التداول.</p> <p>- عدد الصفقات وحجمها.</p> <p>- سلوك المستثمرين.</p> <p>- عمليات البيع على المكشوف</p> <p>- التوقيت الزمني.</p> <p>- اتساع السوق.</p> <p>- الجو النفسي.</p>	<p>عوامل اقتصادية عامة مثل:</p> <p>- الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالشركة مثل:</p> <p>القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات</p>	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<p>- مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية)</p> <p>- مؤشرات تدفقات الأموال.</p> <p>- مؤشرات هيكل السوق.</p>	<p>المؤشرات الاقتصادية العامة:</p> <p>- دورة حياة الصناعة.</p> <p>- التنبؤ بحالات النمو.</p> <p>- تحليل ظروف المنافسة.</p> <p>- تحليل التطورات التكنولوجية.</p> <p>- القوائم المالية المقارنة.</p> <p>- تحليل السلاسل الزمنية.</p>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>

	<p>- التحليل الرأسي للقوائم المالية.</p> <p>- تحليل النسب.</p>	
<p>- كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.</p> <p>- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</p> <p>- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب والظروف البيئية المتغيرة. □</p>	<p>- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني.</p> <p>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة؛</p> <p>- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: حماد طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 253-255.

إن المقارنة السابقة بين المدخلين توضح أن التحليل الأساسي يقوم على نظرية الاستثمار والتقييم ويعتمد على طرق رياضية للوصول إلى القيمة الحقيقية، في حين أن التحليل الفني يحاول اكتشاف الاتجاهات السعرية من خلال قراءة السوق ونفسيات المتعاملين فيه لاعتقاده بأن للعوامل النفسية أثراً بالغاً في تشكل الاتجاهات السعرية وانعكاسها، ولهذا السبب نجد أن هناك اعتقاد سائد مسبقاً بأن التحليل الفني هو أداة سلوكية في التقييم.

المبحث الثالث : نماذج تقييم الأسهم العادية

تعد الأسهم العادية من أكثر الموجودات المالية صعوبة من حيث التقييم، ويعود السبب في ذلك أن عائد هذه الأسهم يكتنفه عدم التأكد بشكل كبير، وعدم استقرار أسعارها في سوق الأوراق المالية التي تخضع لتوقعات المستثمرين فيما يتعلق بنشاط السوق أو الشركة، لذلك يستخدم معظم محلي الأوراق المالية نماذج لأغراض تحديد القيمة الحقيقية للسهم. وسنقوم في هذه الدراسة بالتطرق إلى تقييم الأسهم العادية باستعمال نماذج الخصم ونموذج مضاعف الربحية، وبعض النماذج الأخرى.

المطلب الأول: نموذج خصم توزيعات الأرباح Dividend Discount Model

1- مفهوم نموذج خصم توزيعات الأرباح :

الافتراض الأساسي للنظرية المالية لتقييم أي أصل مالي يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، وبالنسبة للأسهم العادية يمكن لحملتها أن يحصلوا على نوعين من التدفقات، الأولى في شكل توزيعات نقدية Cash Dividend تتحدد وفقا لقرارات ادارة الشركة، والثانية تتحقق من فرق الأسعار السوقية، غير أنه من وجهة نظر عملية التقييم فإن الفرق في الأسعار هي نتيجة لبيع معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح على افتراض أن زيادة التوزيعات الآتية أو المتوقعة سوف تساهم في زيادة قيمة السهم في سوق الأوراق المالية. لذا تنصب عملية تقييم الأسهم العادية على تحديد القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح. ويعد نموذج خصم توزيعات الأرباح Dividend Discount Model (DDM) الذي قدمه J.B Williams عام 1938 من أكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقية للسهم العادي. وبموجب النموذج فإن قيمة السهم تكون مساوية للقيمة المخصومة لتوزيعات الأرباح بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، وعلى وفق الآتي¹ :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+K)^t} \dots\dots\dots(7-2)$$

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مصدر سبق ذكره، ص 194.

حيث:

V : القيمة الحالية للسهم العادي.

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة في نهاية السنة.

K : معدل العائد المطلوب (معدل الخصم)

تشير المعادلة السابقة لنموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية، وهي صيغة تستند إلى افتراض أساسي مفاده أن المستثمر سيحتفظ بالسهم إلى الأبد، ومن ثم فإن قيمة السهم وفق هذا الافتراض سوف تتحدد بالتدفقات النقدية ممثلة في التوزيعات المتوقعة الحصول عليها مستقبلاً (D_t) مخصومة بمعدل العائد المطلوب (K). لكن إذا أراد المستثمر الاحتفاظ بالسهم لمدة محددة (t) يصبح السعر الحقيقي للسهم مساوياً للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الدورية ممثلة في التوزيعات المستقبلية، مضافاً إليها القيمة المتوقعة التي سيبيع بها السهم عند اللحظة (t)، أي¹:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+K)^t} + \frac{Vt}{(1+K)^t} \dots\dots\dots(8-2)$$

حسب العلاقة (2-7) الصيغة العامة لنموذج خصم توزيعات الأرباح، فإنه يمكن تحديد قيمة السهم من خلال خصم التوزيعات فقط، لكن هناك العديد من الشركات التي لا توزع أرباحها خصوصاً عندما تكون حديثة النمو، مما يجعلها تحتجزها لإعادة استثمارها، لذا فعلى المستثمر في هذه الحالة توقع تواريخ توزيع هذه الشركات لأرباحها². كما أن تطبيق النموذج يتطلب التنبؤ بتوزيعات الأرباح، إذ يتسم هذا التدفق بعدم الثبات طالما بقيت الشركة مستمرة في نشاطها، لذا فإن النموذج يركز على معدلات النمو في توزيعات الأرباح، وبناءً على ذلك يمكن التمييز بين ثلاثة نماذج للتقييم، وهي:

- نموذج النمو الصفري The zero growth Model

- نموذج النمو الثابت The constant Growth Model

- نموذج النمو المتعدد The Multiple Growth Model

¹ - حماد طارق عبد العال، (2003): إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، ص404.

² - Frédéric Michkin, Monnaie banque et Marchés Financiers, Pearson éducation, 8^{ème} édition, 2007, p 171.

1-1 - نموذج النمو الصفري The zero growth Model :

يفترض هذا النموذج أن تبقى قيمة التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر ثابتة خلال الزمن، لذلك فإن معدل نمو التوزيعات يكون مساويا للصفر، بمعنى أن :

$$D_1 = D_2 = D_3 = \dots \dots \dots D_\infty$$

انطلاقا من ذلك يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم العادي بالعلاقة التالية :

$$V = \frac{D}{K} \dots \dots \dots (9 - 2)$$

عند حساب القيمة الحقيقية يتم مقارنتها بالقيمة السوقية للسهم، فإذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، هذا يعني أن السهم يُؤم بأقل مما ينبغي، وفي هذه الحالة يفضل المستثمر الاحتفاظ بالسهم وشراء المزيد منه، أما إذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة الحقيقية هذا يعني أن السهم مسعر بأكثر من قيمته، وينصح في هذه الحالة التنازل عن السهم. وما يمكن قوله عن نموذج النمو الصفري هو أنه نموذج نظري أكثر من واقعي، إذ أنه نادرا ما نجد أن نسبة نمو التوزيعات تساوي صفر أي ثبات التوزيعات، طبعاً باستثناء الأسهم الممتازة التي تحصل على توزيعات ثابتة عموماً¹.

1-2 - نموذج النمو الثابت The constant Growth Model :

يقوم هذا النموذج على افتراض أساسي مفاده أن توزيعات أرباح السهم الواحد تنمو بمعدل ثابت (g)، وأن معدل العائد المطلوب على الإستثمار في السهم دائماً يفوق معدل التوزيعات (K>g)، وإلا فلن يكون لهذا النموذج أي معنى رياضياً². وبناء على ذلك يمكن كتابة التوزيعات كالتالي:

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

والتوزيعات خلال فترتين بالشكل الآتي:

$$D_2 = D_1 * (1+g)$$

¹ - لطرش سميرة، مصدر سبق ذكره، ص 237.

² - أحمد بوراس، (2003): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ص 127.

$$=[D_0 * (1+g) * (1+g)]$$

$$= D_0 * (1+g)^2$$

ويمكن تكرار هذه العملية للوصول إلى التوزيعات في أي نقطة مستقبلاً، وبشكل عام يمكن

القول أن التوزيعات خلال الفترة المستقبلية n يمكن الحصول عليها بالصيغة الآتية :

$$D_n = D_0 (1+g)^n \dots \dots \dots (10-2)$$

وباستخدام هذا النموذج في تقدير التوزيعات المستقبلية، يمكن التوصل إلى القيمة الحقيقية

للسهم وفقاً للمعادلة الآتية :

$$V_0 = \frac{D(1+g)}{(1+K)^1} + \frac{D(1+g)}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D(1+g)^n}{(1+K)^n}$$

$$V_0 = \frac{D}{(1+K)} \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+K)} + \frac{(1+g)^2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{(1+g)^n}{(1+K)^n} \right]$$

g: معدل النمو لتوزيعات الأرباح.

$$V_0 = \frac{D(1+g)}{K-g}$$

وباعتبار : $D_1 = D(1+g)$ ، فإن :

$$V_0 = \frac{D_1}{(K-g)} \dots \dots \dots (11-2)$$

هذه المعادلة تعبر عن نموذج Gordon Shapiro¹. والمأخذ من هذا النموذج هو نمط

نمو توزيعات الأرباح، حيث يفترض ثبات معدل نموها من جهة، ومن جهة أخرى ضرورة ثبات

معدل العائد المطلوب، وافترض أن يكون معدل نمو التوزيعات أقل من معدل العائد المطلوب عبر

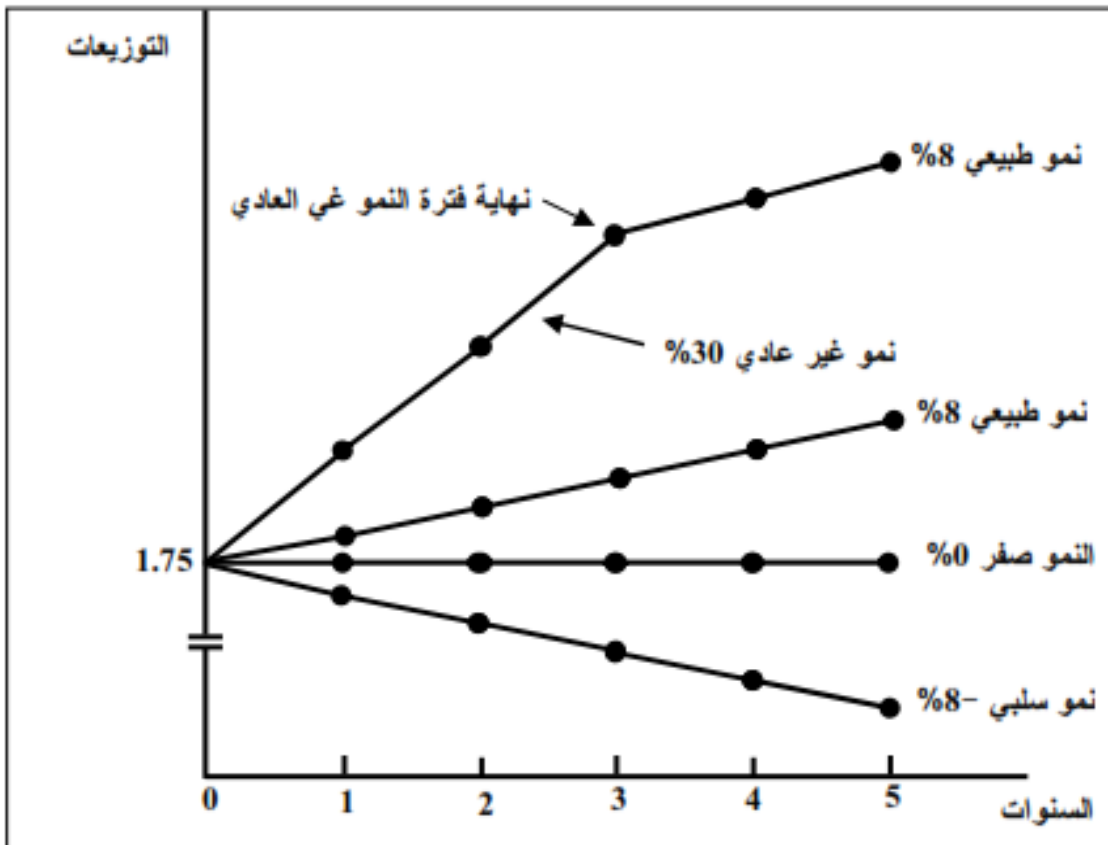
¹ - محمد علي ابراهيم العامري، مصدر سبق ذكره، ص 485.

الزمن، لذا فإن هذا النموذج غير واقعي ولا يمكن تعميمه لأنه لا يطبق سوى على الشركات ذات النمو الثابت لتوزيعات الأرباح¹.

1-3- نموذج النمو المتعدد The Multiple Growth Model :

ليس من المناسب افتراض ثبات نمو التوزيعات، وهذا ينطبق على العديد من الشركات في الحياة العملية، لأنه خلال دورة حياة الشركة تمر بعدة مراحل، ففي بداية حياتها يكون معدل النمو أسرع من نمو عجلة الاقتصاد ككل، ثم بعد مرور فترة من الزمن يبدأ هذا المعدل بالهبوط إلى أن يتقارب معدل النمو ومعدل الاقتصاد، ومن ثم قد تصل إلى مرحلة يكون فيها معدل النمو أقل من معدل نمو الاقتصاد، كما يوضحه الشكل رقم (07):

شكل (07) : تطور معدل نمو توزيعات الأرباح



المصدر: أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، مصدر سبق ذكره، ص 315.

¹ - Claude broquet et d'autres, (2004) : Gestion de portefeuille, édition de boeck, Bruxelles, p 208.

يبين الشكل السابق أنماط نمو توزيعات الأرباح للشركات من بداية حياتها على خط الزمن، حيث أن هناك بعض الشركات لا تتمتع بنمو في توزيعاتها والبعض الآخر يكون نمو توزيعاتها موجب بشكل ثابت ويعتبر نموا طبيعيا، وهناك بعض الشركات يكون نمو توزيعاتها سالب، في حين تنمو توزيعات الأرباح نمو يتجاوز النمو الطبيعي في البداية بنسبة 30% لمدة ثلاث سنوات، ومن ثم يصبح النمو مماثلا لنمو الاقتصاد بمعدل 8%، ولكن في هذه الحالة لا نستطيع تطبيق نموذج Gordon Shapiro لأن معدل النمو في التوزيعات ليس ثابتا، وبالتالي يجب إجراء تغيير على المعادلة كالاتي :

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_N}{(1+K)^N} + \frac{D_{N+1}}{(1+K)^{N+1}} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} \dots (12-2)$$

القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال فترة

القيمة الحالية للأرباح خلال فترة النمو

النمو الطبيعي و التي تمتد حتى n

الثانية و التي تمتد ما بعد N

t=1,2,..... n

T= n+1.....∞

من الملاحظ أنه توجد نقطة فاصلة في المعادلة السابقة، وهي الفترة التي تنتهي فيها فترة النمو فوق الطبيعي وتبدأ فترة النمو الطبيعي وهذه الفترة هي N، وبعدها يمكن تطبيق نموذج Gordon طالما أن الفترة التي تلي N يتصف فيها النمو بالاستقرار وبالتالي فإن المعادلة يمكن أن تكتب كالاتي :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} + \frac{V_n}{(1+K)^n} \dots (13-2)$$

القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال فترة

القيمة الحالية لمبلغ عبارة عن سعر

النمو فوق الطبيعي و التي تمتد حتى n

السهم للفترة الممتدة ما بعد n

t= 1,2,.....n

التي يكون فيها النمو ثابت

وبما أن الحد الثاني هو عبارة عن القيمة الحالية لمبلغ هو عبارة عن سعر السهم هو الذي يحسب وفقا لنموذج Gordon Shapiro للفترة ما بعد N فإننا بحاجة لى خصم ذلك المبلغ، وتكون المعادلة السابقة بصيغتها النهائية كالآتي¹:

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+K)^t} + \left[\frac{D_{n+1}}{(K-g_n)^n} \right] \left[\frac{1}{(1+K)^n} \right] \dots\dots\dots(14-2)$$

حيث:

g_s : معدل نمو التوزيعات غير العادي.

g_n : معدل النمو العادي للتوزيعات.

N: فترة النمو غير الثابت للتوزيعات.

D_{n+1} : توزيعات السهم العادي للفترة (n+1).

وانطلاقا من المعادلة السابقة يمكن اشتقاق ثلاثة خطوات إجرائية لتقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهي²:

- الخطوة الأولى:

تقتضي ايجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال الفترة الأولى، وهي فترة النمو المتميز، وتنتهي هذه المرحلة عند الفترة n، وهو ما يعني تطبيق المعادلة التقليدية لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

- الخطوة الثانية:

تقتضي ايجاد القيمة الحالية للتوزيعات المنتظمة التي تمتد من الفترة n+1 إلى ما لا نهاية، بافتراض أن السهم ليس له تاريخ استحقاق محدد. وتشمل هذه الخطوة خطوتين فرعيتين هما:

¹ - أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، مصدر سبق ذكره، ص 316-317.

² - عبد الغفار حنفي، (2004):الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 309-312.

▪ إيجاد القيمة المستقبلية المنتظمة عند اللحظة n لتبدو وكأن المستثمر سوف يقدم على بيع السهم عند اللحظة n . ومن ثم فإن القيمة الحالية لتلك التوزيعات عند هذه اللحظة، ستساوي القيمة المتوقعة للسهم (V_n) ، وهو ما يعني تطبيق نموذج نمو توزيعات الأرباح بمعدل منتظم.

▪ تتضمن إيجاد القيمة الحالية للقيمة السوقية للسهم عند اللحظة n ، أي إيجاد القيمة الحالية لـ (V_n) ، وذلك بتطبيق المعادلة التقليدية لحساب القمة الحالية.

- الخطوة الثالثة:

إضافة ناتج الخطوة الأولى إلى الناتج النهائي للخطوة الثانية للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن السهم، وهي ذاتها القيمة التي ينبغي أن يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية.

2- طرق قياس معدل نمو توزيعات الأرباح:

يتعين على المحلل المالي في كثير من الأحيان حساب معدل نمو توزيعات الأرباح للسهم الواحد عند تطبيق نموذج خصم توزيعات الأرباح، وهناك ثلاث طرق هي¹:

2-1- المتوسط الحسابي لمعدل النمو Arithmetic Average:

يعتمد المحلل المالي على المعلومات التاريخية لتوزيعات أرباح السهم الواحد و على السلسلة الزمنية لأرقام هذه التوزيعات. و المتوسط الحسابي لمعدل النمو يعتمد على معدل النمو السنوي للسلسلة الزمنية المعتمدة كالاتي :

$$Arithmetic Average = \frac{\sum g}{N} \dots\dots\dots(15-2)$$

N : تمثل عدد المشاهدات التي حصل بها نمو توزيعات الأرباح.

¹ - عدنان تايه النعيمي، د. أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مصدر سبق ذكره، ص ص145-146.

2-2- معدل النمو المركب Compound Growth Rate :

يحسب هذا المعدل استنادا إلى البيانات التاريخية، ولكن بطريقة احتساب أبسط من المتوسط الحسابي وعلى وفق الآتي:

$$Growth Rate = \left(\frac{D_n}{D_0} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \dots\dots\dots(16-2)$$

2-3- معدل النمو المحتمل Sustainable Growth Rate :

من المصادر المعتمدة من طرف الشركات عموما لتمويل النمو المحتمل في أرباح الشركة وتوزيعات الأرباح، احتجاز جزء من الأرباح الحالية لتمويل فرص النمو في المستقبل، لذلك فإن نسبة النمو المحتمل تعتمد بالدرجة الأولى على نسبة الاحتجاز ومعدل العائد إلى حقوق الملكية ROE الذي يحسب بقسمة صافي الربح المحاسبي على حق الملكية، وعليه فإن معدل النمو المحتمل يحسب على وفق الآتي :

$$Sustainable Growth = ROE * \underbrace{\left(1 - \frac{D}{EPS} \right)}_{\text{نسبة الاحتجاز}} \dots\dots\dots(17-2)$$

المطلب الثاني: نموذج مضاعف الربحية Price Earning Ratio (PER)

1- مضاعف الربحية:

تعتبر نسبة مضاعف ربحية السهم أو مكرر الربحية من أهم نسب تقييم الأسهم وأكثرها شيوعا بين أوساط المتداولين، وهي امتداد طبيعي لنسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة. إذ تستخدم على نطاق واسع من جانب المحللين الماليين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، حيث تحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتتعكس هذه النسبة من خلال السعر السوقي للسهم على ربحيته، حيث من السهل الحصول على سعر السهم السوقي لكن هناك صعوبة في الحصول على ربحية السهم، وللتغلب على ذلك يلجأ المستخدمون للاعتماد على ربحية السهم التي يتم

احتسابها من القوائم المالية المنشورة للشركات¹. ويتم التعبير عن مضاعف ربحية السهم بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{ربحية السهم}} = PER \quad \dots\dots\dots(18-2)$$

$$\frac{MPS}{EPS} = PER \quad \dots\dots\dots(19-2)$$

2- حساب مكونات نموذج مضاعف الربحية:

ما يلاحظ على هذا المضاعف أنه يمثل نسبة بين مكونين، وكباقي المعادلات والنسب الرياضية فإنها لا تطرح اشكالا في حسابها، وتتأثر مخرجات هذه النسبة بمكوناتها، اذ لا بد من تحديد مكوناتها لأجل اعطاء نسبة معبرة عن الحقيقة وصالحة للغرض من وراء حسابها، سواء عند القيام بالمقارنات لتقييم الشركات أو لغرض تقييم الأسهم لاتخاذ قرارات الاستثمار المالي المناسبة، ففي هذا الاطار نجد الكثير من الاقتراحات المقدمة من طرف الممارسين والأكاديميين، وسنحاول تعريف مكوني المضاعف على النحو التالي²:

2-1- السعر:

يتم استقاء السعر من سوق الأوراق المالية، وبالتالي فهو متغير داخلي يخضع لآلية العرض والطلب داخل السوق. ويتعدد أسعار الأسهم المسجلة في السوق، يطرح مشكل السعر الواجب تطبيقه؛ أحدث سعر، السعر في 31 ديسمبر للسنة الماضية أو السعر المتوسط لفترة معينة (شهر، سداسي، سنة،...) . فتطبيق مختلف هذه الأسعار لتقييم سهم معين لغرض اتخاذ القرار من شأنه أن يتيح اختلاف في القيم، نظرا لعدم ثبات السعر بسبب تدفق المعلومات الجديدة. إلا أنه في العادة، يتم أخذ سعر الاقفال في اليوم الذي تجري فيه عملية التقييم، والذي يمثل أحدث سعر، ويعكس قدرة الشركة في تحقيق أرباح مستقبلية بناء على أحدث المعلومات الواصلة للسوق، وهو ما يهم كثيرا المستثمرين الماليين.

¹ - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد، 2010، ص 81.

² - هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 181.

على عكس السعر، يتم استقاء العائد الذي يتمثل في الربح من مصادر خارج السوق، و يتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية للشركة المعنية. و يلاقي هو الآخر اختلافا بين الممارسين والأكاديميين على غرار السعر، نظرا لتعدد مفاهيمه (الربح الصافي من الضرائب، النتيجة الجارية،...) والأزمة المختلفة التي ينشأ فيها (ماضي، حالي أو مستقبلي)، مما سيؤدي الى اختلاف القيم الناتجة عن تطبيق المضاعف، فيما لو تم استعمال مفاهيم مختلفة له. ونجد أن البعض يوصي باستعمال الربح للسهم BPA، والذي يمثل الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية، دون أن يكون ذلك الزاميا.

وعموما يلقي تطبيق الربح الماضي و المتوقع لفترة قصيرة الأجل انتقادا مرده أنه عند استعمال الربح الماضي، فإنه لا يمثل اهتمامات المستثمرين الذين يشترون السهم على أساس ربحيته في المستقبل و ليس على أساس ما نتج في الماضي. أما عند استعمال الربح في المستقبل القريب، فقد يكون عرضة للتأثر بظروف وعوامل مؤقتة وعابرة.

المطلب الثالث: النماذج البديلة لتقييم الأسهم العادية

1- نموذج تقييم الربحية Earnings Valuation Model :

يمثل نموذج تقييم الربحية بديل آخر لتقييم الأسهم العادية، و ذلك على أساس ربحية السهم و ليس توزيعاته، ولعل في عرض هذا النموذج ارضاء لأولئك الذين على اعتقاد في أن الأرباح المتولدة هي من حق حملة الأسهم، وحسب هذا النموذج فإن أي أرباح يتقرر احتجازها هي بمثابة بمثابة استثمار اضافي في أصول الشركة من قبل حملة الأسهم، لذا فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي يتوقع أن تساوي القيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم مطروحا منها القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية التي هي في ذاتها نصيبه من الأرباح المحتجزة:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(E_t - I_t)}{(1 + K)^t} \dots\dots\dots(20-2)$$

حيث:

E_t : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة.

I_t : الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t للاستثمارات المستقبلية للشركة.

يطلق على المعادلة السابقة النموذج العام لتقييم الربحية General Earnings Valuation Model، وإذا ما افترضنا أن الربحية المستقبلية للسهم سوف تنمو بمعدل ثابت، حينئذ يمكن إعادة

صياغة المعادلة السابقة كالآتي :

$$V = \frac{(E_1 - I_1)}{(K - g)} \dots\dots\dots(21-2)$$

والتي يطلق عليها نموذج الربحية ذات النمو الثابت¹.

2- نموذج التدفق النقدي Discounted Cash Flow Model:

يعتبر نموذج التدفق النقدي السهم العادي أداة ملكية لحامله في عوائد الشركة، لذا فإن قيمته

يجب أن تكون مرتبطة بعوائد الاستثمار المتوقع الحصول عليها، و حسب هذا النموذج تحسب

قيمة السهم بالعلاقة التالية² :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1 + K)^t} \dots\dots\dots(22-2)$$

حيث:

C_t : الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

من الملاحظ أننا كنا ننظر للتدفقات النقدية المستقبلية في صورتها المعروفة من وجهة نظر

المستثمر، ونقصد بها توزيعات الأرباح التي يحصل عليها، أما نموذج التدفق النقدي يتطرق إلى

المفهوم المحاسبي للتدفقات النقدية، أي تلك التي تتمثل في صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليها

التكاليف التي لا تستخدم أموالا حاضرة مثل قسط الاهتلاك، ومخصص الديون المشكوك فيها.

¹ - منير ابراهيم هندي، (1999) أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، ص 388-389.
² - Pascal S Froidevaux, (2004) : Fundamental Equity Valuation, Stock selection based on discounted cash flow, Thesis, University of Fribourg, Switzerland, p 10.

ويجدر الإشارة إلى أن هذا المفهوم لاقى القبول من بعض محلي الأوراق المالية، ويتطلب النموذج في البداية حساب ما يسمى بنصيب السهم من التدفقات النقدية المتولدة من العمليات¹.

3- نموذج والتر Walter Model :

سعى والتر من خلال هذا النموذج الى تقديم اطار لتقييم الأسهم العادية، و ذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح، تتوجه من خلال الغاية أو الهدف بتعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية من خلال اعتمادها على العلاقة احتجاز الأرباح و اعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب ، و بهذا يكون والتر قد ركز على الارباح الموزعة والمحتجزة، وذلك باعتبارهما عاملين مهمين في تحديد القيم الحقيقية للأسهم، حيث يمكن توضيح النموذج من خلال² :

$$V = \frac{E}{B_c} + \frac{B_a - B_c}{B_c} (E - D) \dots\dots\dots(23-2)$$

حيث:

E: ربحية السهم العادي الواحد

D : توزيعات الأرباح للسهم العادي الواحد

B_c : معدل العائد المطلوب

B_a : معدل العائد على الأرباح المحتجزة - معدل النمو

4- النموذج H : Le modèle H

وضع هذا النموذج من طرف Fuller et Hsia سنة 1984، يفترض أن معدل نمو التوزيعات في المرحلة الأولى سوف يعرف انخفاضا خطيا حتى يصل إلى مرحلة أين يصبح فيها ثابتا.

¹- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 393.

²- كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، (2014): قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الغري، العدد 29، جامعة الكوفة، العراق، ص201.

وعلى عكس نماذج أخرى، نقطة بداية الحساب ليست التوزيعية D_1 و إنما D_0 ، بالإضافة الى افتراض ثبات معدل توزيع الأرباح وتكلفة الأموال الخاصة، وتحسب قيمة السهم بالعلاقة التالية¹:

$$V = \frac{D_0}{(R_c - g_n)} [(1 + g_n) + H(g_a + g_n)] \dots\dots\dots(24-2)$$

حيث:

H : معامل خطي و يساوي مدة الفترة الأولى قسمة اثنان

g_a : معدل نمو التوزيعات المتوقع

g_n : معدل النمو للفترة الثابتة

5- نموذج ويلمز وفايندلي Williams & Fiandlay Model

يجمع هذا النموذج بين توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم وربحيته، إذ أن القيمة الحقيقية للسهم تحسب بالعلاقة التالية²:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(D_0 + gd)^t}{r^t + 1} + \frac{(E_0 + ge)^n (P/E)^n}{r^n + 1} \dots\dots\dots(25-2)$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي.

D_0 : توزيعة الأرباح الحالية.

gd : معدل النمو في توزيعات الأرباح

E_0 : ربحية السهم الواحد.

ge : معدل النمو في ربحية السهم الواحد.

P/E : نسبة سعر السهم إلى ربحيته الطبيعية.

¹ - Arnaud Thauvron, évaluation d'entreprise, 3^{ème} édition, economica, Paris, 2010,p 135.

² - جليل كاظم مدلول العارضي، (2014): الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء للنشر، عمان، 2014، ص 208.

R: معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

6- نموذج ليرنز و كارلتون (L-C) Model Lerner and Carleton

يعد هذا النموذج (L-C) صيغة مطورة لنموذج قورن وشابيرو، حيث يبين العلاقة المهمة بين القيمة العادلة للسهم العادي وقيمه الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من العائد المطلوب على السهم العادي، فإن القيمة العادلة تنخفض لمستوى أقل من القيمة الدفترية. أما في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب على السهم العادي، فإن القيمة العادلة للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية. وتتوازن القيمة الدفترية مع القيمة العادلة عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار. وبناءً على هذا النموذج لا توجد ضرورة لأن تكون القيمة العادلة للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير. وبالإضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يدل على استراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح، والتي تهدف إلى تعظيم القيمة العادلة للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي. حيث تقوم هذه الإستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكي الأسهم في حالة كون معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح ويمكن توضيح النموذج بالمعادلة الآتية¹:

$$V = \frac{(1-b)rBV}{K - rb} \dots\dots\dots(26-2)$$

حيث:

b: نسبة احتجاز الأرباح.

(1-b): توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي.

Rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي EPS ، وتوزيعات الأرباح للسهم DPS

BV: القيمة الدفترية.

¹- كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص 202.

خلاصة:

تتأثر القيمة السوقية للورقة المالية بمجموعة من العوامل، سواء كانت مرتبطة بالسوق أو بالحالة الاقتصادية بشكل عام، أو بالورقة المالية فحسب، لذا فإنه لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار كل العوامل المحددة لهذه القيمة، بما في ذلك العائد المتوقع من الاستثمار والمخاطر المتعلقة به. ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن المخاطر الكلية للاستثمار تنقسم إلى مخاطر منتظمة، لا يمكن تجنبها أو التقليل منها بتنوع مكونات محفظة الأوراق المالية، ومخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها بالتنوع، أي الاستثمار في الأوراق المالية لشركات مختلفة.

ويعد تقييم الأوراق المالية للشركات من الأمور التي تستحق الاهتمام والتحليل والمتابعة، وبالأخص تقييم الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، إذ يتجسد الهدف الرئيسي من التقييم في تحديد ما إذا كان السهم مقيماً بأكثر أو أقل مما يجب، ما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية الأنسب، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية فيكون السهم مسعراً بأكثر مما يجب وعلى المستثمر بيع السهم لتجنب الخسارة، في حين إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية فيكون السهم مسعراً بأقل مما يجب، وهذا ما يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شراءه. وهناك عدة نماذج لتقييم الأسهم العادية كنموذج التوزيعات المخصومة، الذي يركز على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة، ونموذج مضاعف الربحية، وعدة نماذج بديلة أخرى، تسهم معظمها في اكتشاف الخلل في تسعير الأسهم.

ويجدر الإشارة إلى أن التباين بين القيمة السوقية والحقيقية يفتح مجالاً لتحقيق أرباح غير عادية، لذا فإن توفر قدر كافٍ من المعلومات وتحليلها بشكل صحيح يحد من المضاربة والتلاعب بأسعار الأوراق المالية.

الفصل الثالث: أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها

باستخدام النسب

تمهيد

تعتبر المحاسبة من أهم المجالات التي تقوم بدور فعال في ترشيد القرارات الاستثمارية على مستوى الأسواق المالية، لما لها من أهمية في توفير القوائم المالية وما يلحقها من إيضاحات تحتوي على المعلومات المحاسبية التي تساعد على اتخاذ القرار.

وفي ظل التطورات التي تحدث على الصعيد العالمي، ونتيجة للفضائح المالية والمحاسبية التي أضعفت ثقة المجتمع المالي في إدارة الشركات، وأثارت الكثير من التساؤلات حول جودة المعلومات المحاسبية وفعالية نظام المعلومات المحاسبي ومدى مصداقية القوائم المالية، تم الاهتمام بوضع أسس لإعداد وعرض هذه القوائم وفقا لمعايير المحاسبة الدولية.

ويمكن القول أن التحليل باستخدام النسب المالية يعتبر من أكثر أدوات المراقبة المالية إفادة، لأنه يقدم للمحلل المالي مؤشرات لقياس كافة جوانب الأداء ويبين مواطن القوة والضعف في الشركة.

وبغية توضيح الأهمية التي حظيت بها المعلومات المحاسبية وجودتها على مستوى الأسواق المالية تم تناول في هذا الفصل المعلومات المحاسبية، خصائصها ومخرجات نظام المعلومات المحاسبي المتمثلة في القوائم المالية في المبحث الأول. والإفصاح المحاسبي وبالتحديد الإفصاحات المطلوبة على مستوى سوق الأوراق المالية، وكذا دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن تحليلا للمعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم وتم تناول عدة نقاط رئيسية تمثلت في التحليل المالي، النسب المالية، وكذا علاقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في السوق بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة.

المبحث الأول: المعلومات المحاسبية

تعتبر المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها سوق الأوراق المالية، باعتبار أن الأسواق العالمية تولي أهمية كبيرة لإعداد البيانات والمعلومات المحاسبية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، وهذا ما تؤكد القوانين التي تلزم الشركات بإصدارها والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة، لذا فإن هذا النوع من المعلومات يمثل المصدر الأساسي في وضع أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية المعلومات المحاسبية

1- مفهوم المعلومات المحاسبية:

تمثل المعلومات المحاسبية مخرجات النظام المحاسبي، حيث يتم ادخال البيانات المحاسبية ومعالجتها وإخراجها في شكل معلومات محاسبي، إذ أن الغرض من توفير هذا النوع من المعلومات يتجسد في القرار الذي يتم التوصل إليه نتيجة استخدامها.

وتعرف المعلومات المحاسبية بأنها "البيانات التي تمت معالجتها للحصول على مؤشرات ذات معنى، تستخدم كأساس في عملية اتخاذ القرارات والتنبؤ بالمستقبل، وتكون المعلومات المحاسبية كمية كالقوائم المالية وتقارير الأداء عن التنفيذ الفعلي للموازنات، ويتعين التوازن في اعداد هذه المعلومات من حيث التفصيل أو الاختصار حتى تكون ذات منفعة لمتخذي القرار¹. كما تعرف أيضا بأنها" كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية، والتي تتم معالجتها والتقرير عنها -بواسطة نظم المعلومات المحاسبية- في القوائم المالية المقدمة للجهات الخارجية وفي خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا، وبذلك فهي تمثل ناتج العمليات التشغيلية التي تجرى على البيانات المحاسبية بما يحقق الفائدة من استخدامها"².

إن تقديم المعلومات المحاسبية يكون مجسدا في كشوف مالية (ميزانية، حساب النتائج، جدول سيولة الخزينة أو جدول التدفقات النقدية، جدول تغير الأموال الخاصة، والملحق)، وإذا أضيفت إليها تقارير أخرى، مثل تقرير محافظ الحسابات، تقرير مجلس الإدارة، التنبؤات المالية، والأخبار ذات الصلة بالشركة، ووصف الخطط والتوقعات، وكذلك التأثير البيئي والاجتماعي

1- جمعة وآخرون، (2007): نظم المعلومات المحاسبية مدخل تطبيقي معاصر، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 8.
2- زياد عبد الكريم القاضي ومحمد خليل أبو زلطة، (2010): تصميم نظم المعلومات الادارية والمحاسبية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 369.

لأعمال الكيان -تساعد مستخدمي هذه المعلومات في اتخاذ قراراتهم المالية أو الاقتصادية، وتصبح المعلومات مالية أو اقتصادية، ونتاجة عن تقارير مالية وليس الكشوف المالية فحسب التي تعتبر المحور الأساسي للتقارير المالية¹.

2- أهمية المعلومات المحاسبية:

تتجم الحاجة إلى المعلومات المحاسبية من نقص المعرفة وحالة عدم التأكد الملازمة للنشاط الاقتصادي، وبذلك فإن الهدف من توفير وتقديم المعلومات المحاسبية هو تخفيف حالة القلق التي تنتاب متخذي القرار، وذلك بإمدادهم بمزيد من المعرفة، حيث أن وفرة المعلومات الضرورية إما إلى زيادة المعرفة المسبقة لما سيحدث مستقبلاً، أو تقليل حجم التباين في الخيارات، وذلك عندما يستخدم متخذو القرارات تلك المعلومات المحاسبية كنسب احتمالية للاختيار بين البدائل المتاحة².

وتلعب المعلومات المحاسبية دوراً هاماً على مستوى الأسواق المالية وذلك من خلال تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم، وتحقيق التوازن بين درجة المخاطر والعائد الذي تحققه هذه الأسهم، ويؤدي نشر المعلومات المحاسبية إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين وبالتالي كبر حجم السوق متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء والبيع، كذلك في زيادة حجم التعامل، كما أن كبر حجم السوق يؤدي إلى توزيع المخاطر بطريقة مثلى. وتمكن المعلومات المحاسبية المستثمرين من³:

- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر وكذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الارتفاع في قيمة الأسهم.
- تقديم درجة المخاطرة الخاصة بالأسهم، وتتمثل في درجة التباين لعائد السوق للسهم التي قد تنتج من متغيرات تتعلق بالسوق (درجة المخاطر المنتظمة)، وكذلك درجة المخاطرة الناتجة من متغيرات راجعة للشركة نفسها (المخاطرة غير المنتظمة).
- مساعدة المستثمرين على تكوين محفظة مناسبة للأوراق المالية، ويهدف المستثمر من تكوين المحفظة إلى تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق توزيع الاستثمارات.

¹ - نوي الحاج، (2013): مقارنة جودة المعلومات المحاسبية في النظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، (العدد 09)، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، ص 35.

² - زياد عبد الكريم القاضي ومحمد خليل أبو زلطة، مصدر سبق ذكره، ص 369.

³ - كمال الدين الدهراوي، مصدر سبق ذكره، ص 19، 21.

المطلب الثاني: خصائص المعلومات المحاسبية

اعتبر مجلس المعايير المحاسبية المالية الأمريكي (FASB- Financial Accounting Standards Board) تحديد الأهداف القاعده الأساسية التي يجب الاعتماد عليها في تقييم البدائل المحاسبية، لاختيار البديل ذي المعلومات الأكثر جودة وذلك لمساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم. وبعد تحديد المجلس (FASB) للأهداف أضاف لها تحديد مفاهيم جودة المعلومات المحاسبية في البيان رقم 1980/2 بعنوان "الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية"، وحددها في الخصائص الأساسية التالية: الملاءمة، الموثوقية أو المصادقية.

أما مجلس المعايير المحاسبية الدولية (IASB International Accounting Standards Board) أو لجنة معايير المحاسبة الدولية سابقا، فقد جاء اطاره الفكري الصادر عام 1989 محددًا الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في أربع خصائص أساسية (القابلية للفهم، الملاءمة، الموثوقية والقابلية للمقارنة)¹.

أما النظام المحاسبي المالي (-SCF- Système comptable Financier) فقد حدد الخصائص النوعية للمعلومة الواردة في الكشوف المالية (بالملاءمة والدقة، وقابلية المقارنة والوضوح²، ولعل الجزائر بإعادة هيكلة هيئاتها المحاسبية التي تدخل في اطار انجاز الاصلاح المحاسبي، تسعى لإعطاء دفع جديد لمهنة المحاسبة ثم تقنين العمل المحاسبي من خلال التنصيب مجلس المحاسبة الذي يخضع الى وزارة المالية (التنصيب تم في 2011/10/16).

1- الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية:

لكي تصبح المعلومات التي توفرها المحاسبة مفيدة لمستخدمي المعلومات في مساعدتهم على اتخاذ القرارات وبالتالي تحقيق الإفصاح الكافي يجب أن تتصف بالخصائص الآتية:

1-1- الملاءمة:

يقصد بالملاءمة وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المستمدة من المحاسبة والأغراض التي تعد من أجلها، ولكي تكون هذه المعلومات مفيدة يجب أن تكون ذات علاقة وثيقة باتخاذ قرار أو أكثر من القرارات التي يتخذها من يستخدم تلك المعلومات.

¹ - نوي الحاج، مصدر سبق ذكره، ص 35.
² - المرسوم التنفيذي رقم 156/08 المؤرخ في 26 ماي 2008، المتضمن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07، المادة رقم 08.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

وهي قدرة المعلومات على احداث تغيير في اتجاه قرار مستخدم معين، وحتى تكون المعلومات المحاسبية ملائمة يلزم توفرها على الخصائص التالية¹:

- التوقيت المناسب: توفير المعلومات المحاسبية في حينها قبل أن تفقد منفعتها أو قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرار، فقد دعت المؤسسات المهنية والعلمية الشركات إلى اصدار التقارير والقوائم المالية الدورية لاضفاء الملاءمة على هذه المعلومات.
- القدرة التنبؤية: يجب أن تساعد المعلومات المحاسبية مستخدميها على التنبؤ بالنتائج المتوقعة في المستقبل، وهذا من خلال الافصاح عن نتائج الأحداث الماضية بالقوائم المالية.
- التغذية العكسية: يقصد بها أن تكون المعلومات المحاسبية يمكن الاعتماد عليها في تعديل الأخطاء الناتجة عن سوء الاستخدام.

2-1- الموثوقية:

أي أن تكون خالية من الخطأ والتحيز وتمثل بأمانة المعلومات، حيث يمكن الاعتماد عليها، وتتكون هذه الخاصية من ثلاثة خصائص فرعية²:

الحياد: يعني عدم التحيز في إظهار الحقائق وليس بالصورة التي تحقق رغبة فئة معينة، مثل ادارة الشركة أو مساهميها، وهي بذلك ذات صلة وثيقة بمبدأ الشفافية.

قابلية التحقق: أي أنه يحصل توافق بين المعلومات الواردة وتلك التي يتوصل اليها بقياسات اخرى مستقلة باستخدام نفس أساليب القياس.

التمثيل الصادق: وتعني أن تعبر المعلومات المحاسبية باخلاص وأمانة عن الواقع الفعلي للعمليات المالية والأحداث التي تقع داخل الشركة.

2- الخصائص الثانوية للمعلومات المحاسبية:

2-1- قابلية المعلومات للمقارنة وتماتها:

تمكن هذه الخاصية مستخدمي معلومات المحاسبة المالية من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء الشركة وأداء الشركات الأخرى خلال فترة زمنية معينة، كما تمكنهم من

¹ حنان رضوان حلوه، (2009): مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، الطبعة 2، دار وائل للنشر، الأردن، ص 72.

² -Financial Accounting Standards Boards, (2008) : statements of financial accounting concepts, No 2, qualitative characteristics of accounting information, P2.

مقارنة أداء الشركة نفسها فيما بين الفترات الزمنية المختلفة. حيث تصبح معلومات المحاسبة المالية ذات فائدة أكبر، كلما استخدمت أساليب متماثلة للقياس وكلما استخدمت طرق متماثلة للإفصاح عن الأحداث المتشابهة¹.

2-2- الثبات:

يقصد بها أن تكون السياسات والطرق المحاسبية المستخدمة لا تتغير من فترة إلى أخرى، وهذا لا يعني أن الشركة لا يمكنها تغيير إحدى الطرق المستعملة إن كان هناك مبرر، وعلى الشركة الإفصاح عن أسباب وتأثير مثل هذا التغيير².

المطلب الثالث: ماهية القوائم المالية

1- مفهوم القوائم المالية:

القوائم المالية عبارة عن نظام من العلاقات المتبادلة بين المؤشرات التي تحتويها والتي تصف المركز المالي للشركة، ومجموع الأنشطة الاقتصادية خلال فترة محددة (ثلاثي، سداسي، سنة)، أو هي مجموعة من الكشوف المتضمنة البيانات التفصيلية والإجمالية لمستوى أداء الشركة وحقيقة المركز المالي التي آلت إليه نتيجة النشاط خلال فترة زمنية معينة. وتستند القوائم المالية على البيانات المحاسبية، والتي هي بمثابة التعبير المالي ن موارد الشركة وتغيراتها في فترة معينة، ولا بد أن تستجيب لمتطلبات عدة منها الدقة وصحة التعبير عن النشاط والوصف الصحيح لمركز الشركة، كما لا بد أن تتصف بالوضوح والبساطة وثبات المصطلحات والطرق المحاسبية المستخدمة في حساب المصاريف والنفقات³.

2- أنواع القوائم المالية:

لقد زاد الاهتمام بموضوع الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، وذلك نظرا لاعتماد العديد من الجهات بشكل كبير في قراراتها على ما تنشره الشركات من معلومات، حيث يتم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في السوق المالي على شكل تقارير مالية تضم القوائم المالية التي تعتبر من مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وتنقسم إلى قوائم مالية أساسية، وأخرى مكملة. ولقد حدد

¹ - براقي تيجاني، (2008): الإفصاح المحاسبي وأثره على كفاءة الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي للسوق المالي بين النظري والتطبيقي في إطار تجارب الدول العربية، المنعقد يومي 21- 22 أكتوبر 2008، جامعة باجي مختار، غنابة، ص 4.

² - Ahmed N. Obaidat, (2007): Accounting Information Qualitative characteristics Gap: Evidence from Jordan, International management review(vol.3 N°2), P:28.

³ - وليد ناجي الحياي، (2007): منكرات التحليل المالي في المنشآت التجارية، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك، ص 22.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

النظام المحاسبي المالي مجموعة متكاملة من القوائم المالية التي يجب على الشركات إعدادها بصفة دورية، تتمثل في: الميزانية، حساب النتائج، قائمة تدفقات الخزينة، جدول تغيرات الأموال الخاصة، ملحق يبين القواعد والطرق المحاسبية المستعملة ويوفر معلومات مكملة عن القوائم المالية السابقة.

2-1- الميزانية:

تعرف أيضا بقائمة المركز المالي، وهي تصوير للوضع المالي للمؤسسة في لحظة زمنية معينة (تاريخ إعداد القائمة)، وعليه فإن محتويات الميزانية هي عناصر لحظية يطبق عليها محاسبيا مصطلح الأرصدة تميزا لها التدفقات التي تمثل مكونات القوائم المالية الأخرى: حسابات النتائج، قائمة التدفقات النقدية¹، وهي جدول ذو عمودين مخصص لأرصدة السنة السابقة بالإضافة الى السنة الحالية. وتتكون عناصرها من جميع موجودات الشركات وما يترتب عليها من التزامات للغير، وتتمثل هذه العناصر في²:

- أنواع ومبالغ الأصول التي تمتلكها الشركة، والتي تضم:

✓ الأصول المتداولة (النقدية، أوراق القبض، المخزون...)

✓ الأصول الثابتة (الأراضي، المباني، المعدات...)

- الاهتلاكات المجمعة للأصول الثابتة

- أنواع ومبالغ الالتزامات التي على الشركة:

✓ التزامات قصيرة الأجل.

✓ التزامات طويلة الأجل.

- المبالغ المستثمرة من قبل حاملي الأسهم.

- الأرباح المحتجزة.

وتعتبر قائمة المركز المالي من أهم القوائم التي تقوم الشركة بإعدادها حيث تحقق الميزات التالية³:

¹ - عباس مهدي الشيرازي، (1990): نظرية المحاسبة. الطبعة 1، دار السلاسل للنشر والتوزيع، الكويت، ص 215.

² - Faerber Esmé, (2008) : All About stock, 3ed edition, McGraw Hill, USA, P 130.

³ - خالد جمال الجعارات، (2008): معايير التقارير المالية الدولية (IAS/ IFRAS)، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص 114-113.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

- كشف المركز المالي للشركة عند تاريخ إعداد الميزانية، تبين ما لها من حقوق وما عليها من التزامات.
 - تقييم مدى تغطية حقوق ملكية الشركة لالتزاماتها.
 - التعرف على مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها المستحقة الدفع، بواسطة نسب التداول والسيولة.
 - التعرف على مدى اعتماد الشركة على التمويل الذاتي بقيمة الأرباح التي يتم احتجازها، أو التمويل الخارجي بنسبة الالتزامات على حقوق الملكية.
 - تقييم مدى قدرة الإدارة على القيام بواجباتها ووظائفها.
 - تساعد على القيام بعمليات التحليل المالي.
 - تبين مدى التزام الشركة بالقوانين والتشريعات المحلية والمعايير المحاسبية الدولية.
 - معرفة سياسات الشركة اتجاه استثماراتها المالية.
- لذا فإن تحليل الميزانية يشير إلى الأهمية التي تحققها الشركة في إدارة الأصول بشكل فعال لتحقيق أرباح عالية، وإدارة الالتزامات بشكل لا يحملها أعباء أكثر من طاقتها، والاستغلال الأمثل لرأس المال.

2-2- جدول حساب النتائج:

يعتبر من أكثر الكشوف المالية أهمية، تكون الأعباء فيه مرتبة حسب طبيعتها، به أرصدة السنة السابقة والحالية، ويتم فيها التقرير عن نتائج نشاط المؤسسة، وتبيان القدرة الكسبية عن فترة زمنية معينة، إذ يهتم المستثمر عادة بالنتيجة المتمثلة في صافي الربح الذي يحسب من خلاله ربح السهم¹.

¹ - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، (2011): تحليل القوائم المالية (مدخل نظري وتطبيقي)، عمان، دار المسيرة، ص ص 29،37.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

إن الهدف الأساسي لقائمة لجدول حساب النتائج هو تزويد مستخدميها بمعلومات تساعد على اتخاذ القرار، أهم هذه القرارات:

- تقييم جدوى الاستثمار وعوائدها.
- تقييم كفاءة إدارة المشروع.
- تقييم مدى قدرة الشركة على الاقتراض، وبذلك يعتبر جدول حساب النتائج مؤشرا لرقم ونتيجة أعمال الشركة¹.

بالإضافة إلى أنها لا تقل أهمية عن قائمة المركز المالي، إذ تقوم بتحقيق الميزات التالية²:

- التعرف على نتيجة أعمال الشركة من ربح أو خسارة.
- التمييز بين صافي الربح التشغيلي وصافي الدخل.
- التعرف على كفاءة الإدارة في أدائها المالي، ويستخدم كقياس لقياس الأداء.
- معرفة ربحية السهم الواحد.
- معرفة إمكانية توزيع أرباح الملاك.
- تحديد أسعار الأسهم من خلال معرفة نتيجة القائمة.
- التعرف على مقدار ضريبة الدخل الواجب دفعها.
- احتساب بعض النسب المالية مثل نسب الربحية.

2-3- جدول تدفقات الخزينة:

يتضمن التغيرات التي تحصل في الميزانية أو جدول حسابات النتيجة، تعكس حركة التدفقات النقدية واتجاهاتها، بحيث تعطي للمستثمر فكرة عن توفر السيولة النقدية، حيث طالبت هيئة معايير المحاسبة المالية FASB (المعيار 95) بإعدادها، وكذلك فعلت اللجنة الدولية للمعايير المحاسبية التي أصدرت المعيار المحاسبي الدولي السابع من العام 1992 المعنون باسم

¹ - حنان رضوان حلوه، مصدر سبق ذكره، ص 96.

² - خالد جمال الجعارات، مصدر سبق ذكره، ص ص 120-121.

قائمة التدفقات النقدية¹، وذلك نظرا للقصور في القوائم المالية السابقة الذكر في عرض الملخص التفصيلي لكل من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال الفترة المالية، وتبرز أهمية قائمة التدفقات النقدية من حيث أنها تقدم معلومات أكثر وضوحا عن مصادر واستخدام الأموال، والتي تعرضها كل من حسابات النتائج والميزانية بصورة مختصرة جدا²، وتساعد هذه القائمة المستثمرين والدائنين والأطراف الأخرى في تقييم التدفقات النقدية المستقبلية، وتوفر معلومات عن التدفقات النقدية الفعلية، كما تساهم في تقييم النقدية المتوفرة لسداد التوزيعات وتمويل الاستثمارات، ومدى القدرة على تمويل النمو المتوقع للمشروع من المصادر الداخلية.

بالإضافة إلى الكشوف السابقة، فإن التقرير المالي السنوي يتضمن قائمة جدول تغيير الأموال الخاصة؛ والذي يقدم تحليلا لمختلف التغيرات على مستوى الأموال الخاصة، بالإضافة إلى الجداول الملحقة والتي توفر معلومات مكملة عن الميزانية وجدول حسابات النتائج.

3- أهداف القوائم المالية

إن الغرض من إعداد القوائم المالية ذات الغرض العام هو توفير المعلومات حول الوضع المالي للمؤسسة، وأدائها المالي، بالإضافة إلى كشف التدفقات النقدية للمؤسسة. كل ذلك يتطلب أن يكون مفيدا ونافعا لطبقة واسعة من المستعملين أثناء قيامها بعملية اتخاذ القرارات. ولتحقيق هذا الهدف، يجب أن تقدم القوائم المالية المعلومات التي من شأنها أن تعكس [IAS 1.7]³:

- الأصول.
- الالتزامات.
- حقوق الملاك.
- الأرباح والخسائر بما فيها المكاسب والخسائر.
- التغيرات الأخرى في حقوق الملكية.

¹ - مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، مصدر سبق ذكره، ص 195.

² - ريتشارد شرودر وآخرون، (2006): نظرية المحاسبة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 287.

³ - عقاري مصطفى، (2007): المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية (العدد 01)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 13.

المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي

لقد زاد الاهتمام في الأخيرة بموضوع الإفصاح، نظراً لأن العديد من الجهات تعتمد بشكل كبير في قراراتها على ما تنشره الشركات من معلومات، حيث لا تستطيع هذه الفئات الحصول على المعلومات التي تحتاجها مباشرة من الشركة، وبذلك يصعب الوصول إلى مفهوم عام وموحد للإفصاح، ما ساهم في ظهور وجهات نظر مختلفة حول مفهوم وحدود الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في القوائم المالية المنشورة، وقد تجاوز هذا المصطلح تفسير وتوضيح المعلومات بل امتد إلى إضافة المزيد من المعلومات سواء كانت كمية أو وصفية، فعلية أو تقديرية¹.

المطلب الأول: ماهية الإفصاح المحاسبي

1- مفهوم الإفصاح المحاسبي:

لقد تعددت الآراء بشأن الإفصاح المحاسبي، إذ يعرف على أنه عرض للمعلومات اللازمة للاستخدام الأمثل في الأسواق الرأسمالية الفعالة، كما عبر عن الإفصاح بأنه عبارة عن متطلبات عرض القوائم المالية وفقاً لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها، التي تقضي بتوافق عنصر الإفصاح المناسب لهذه القوائم وفي ما يتعلق بجميع الأمور المادية (الجوهرية)، ويرتبط عنصر الإفصاح هنا بصلة وثيقة مع شكل ومحتوى القوائم المالية ومع كل البنود الظاهرة فيها، والملاحظات الواردة بشأنها والمرفقة معها، والتفاصيل التي تجعل لتلك القوائم المالية قيمة اعلامية من وجهة نظر مستخدميها².

كما عرف كذلك على أنه الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات، التي تؤثر على سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً للجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين، وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة

¹ - زغدار أحمد و سفير محمد، (2009): خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية (IAS-IFRS)، مجلة الباحث (العدد 07)، جامعة ورقلة، ص83.

² - فراس خضير الزبيدي، (2010): أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العرق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، (المجلد 12، العدد 03)، جامعة القادسية، العراق، ص111.

دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات الصلة، وبصورة فورية عند الحاجة لدى حدوث معلومة جديدة¹.

وقد عرفه المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين بأنه "عرض للقوائم المالية بكل وضوح طبقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة، ويتعلق ذلك بشكل المعلومات الواردة بالقوائم المالية وتصنيفها ومعاني المصطلحات الواردة فيها"، وبعد هذا التعريف أكثر التعريفات إظهاراً لمفهوم الإفصاح في عرض البيانات بشكل واضح في القوائم المالية بما يتفق مع مبادئ المحاسبة المتعارفة².

وفي هذا المجال فإن موضوع الإفصاح وأهداف القوائم المالية واحدة، فكلاهما يستهدف المنفعة من المعلومات المحاسبية، ويستلزم التعرف على أهداف مستخدمي المعلومات ومدى إدراكهم واستيعابهم لها، ومن خلال ما سبق يمكن الاستناد إلى هذا التعريف الذي يعتبر أشمل نوعاً ما، والذي يعرفه على أنه "عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وصفية في القوائم المالية أو في الهوامش والملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب، مما يجعل القوائم المالية غير مضللة وملائمة لمستخدمي القوائم المالية من الأطراف الخارجية والتي ليس لها سلطة الإطلاع على الدفاتر والسجلات للشركة³.

نلاحظ أن التعاريف السابقة ركزت على ضرورة إظهار المعلومات بشكل يعكس حقيقة وضع الشركة دون تضليل بحيث يستطيع مستخدم هذه المعلومات الاعتماد عليها في اتخاذ القرار السليم، إلا أنها اختلفت فيما بينها حول كمية ومقدار المعلومات المقدمة إلى مستخدميها. والمستفيدون من القوائم المالية على اختلاف مستواهم الثقافي والاقتصادي والمحاسبي يتميزون بتفاوت قدراتهم في معالجة هذه المعلومات، لذلك كان لا بد من التمييز بين المستخدمين أي أن وجود مستخدمين داخليين يقود إلى إفصاح داخلي موجه بالدرجة الأولى إلى إدارة الوحدة الاقتصادية، حيث يتم توصيل المعلومات إلى مستخدميها بدون أية صعوبة حيث يسهل ذلك الاتصال المباشر بين الإدارة والمحاسب. كما أن وجود المستخدمين الخارجيين يقود إلى الإفصاح

¹ - جورج توما بيدوايد، (2012): الإفصاح المحاسبي وأثره وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية في أستراليا، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، ص 02.

² - محمد عبد الله المهدي ووليد زكريا صيام، (2007): أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، (المجلد 34، العدد 02)، الجامعة الأردنية، ص 260.

³ - زغدار أحمد وسفير محمد، مصدر سبق ذكره، ص 84.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

الخارجي الذي يتجلى بضرورة إعداد القوائم المالية الأساسية وهي (قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، قائمة التدفقات النقدية).

2- أهمية الإفصاح المحاسبي:

تبرز أهمية الإفصاح المحاسبي في مواجهة مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق المال، ويعد سوق الأوراق المالية الأداة التي يتم فيها تجميع مدخرات الأفراد والشركات، ومن ثم توجيهها نحو الاستثمار بما يساهم في نمو الاقتصاد الوطني، غير أن ذلك لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مال كفؤ يعمل على توازن أسعار الأسهم بحيث تعكس هذه الأسعار كافة المعلومات المتاحة وبما لا يعطي أفضلية لأي فرد في تحقيق عائد غير عادي على الآخرين، ولتحقيق ذلك فإنه لا بد من إفصاح الشركات المساهمة المدرجة في السوق عن كافة المعلومات الملائمة للمستخدمين وعدم حجب أي منها، إذ إن عدم العدالة في الإفصاح عن معلومات الشركة من شأنه تفضيل بعض المستثمرين على الآخرين، وهذا يؤثر في توازن أسعار الأسهم وكفاءة سوق المال مما ينعكس على مستوى الاقتصاد¹.

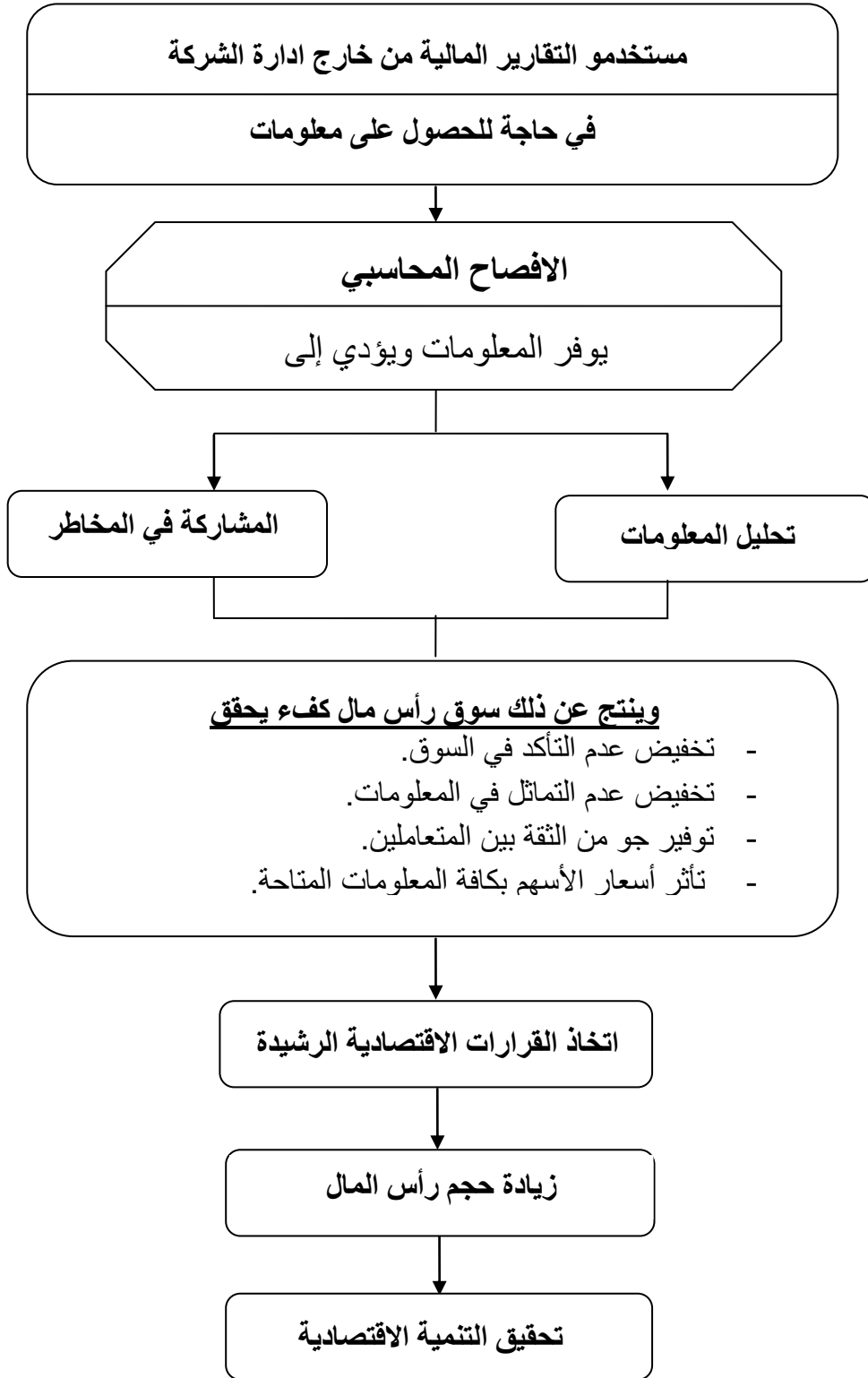
ويؤدي الإفصاح المحاسبي إلى تحقيق المزايا التالية:

- تحقيق العدالة بين المستثمرين وغيرهم من مستخدمي البيانات المالية، الأمر الذي يقلل من فرص المتاجرة بناء على المعلومات الداخلية، ويكون تحقيق العدالة من خلال إضاعة الفرصة على المستثمرين ذوي المعلومات الداخلية في تحقيق أرباح على حساب باقي المستثمرين.
- الإقبال على شراء أسهم الشركات التي تفصح أكثر من غيرها، لأن المستثمر بطبيعته لا يرغب في المخاطرة الناتجة عن نقص المعلومات مع افتراض تساوي جميع العناصر الأخرى ذات العلاقة بقرار الإستثمار، وتفضيل أسهم هذه الشركات على غيرها يؤدي إلى ارتفاع أسعارها.
- المساهمة في الحفاظ على استقرار أسعار الأسهم حيث أن نقص المعلومات يؤدي إلى زيادة التذبذبات في أسعار الأسهم، حيث تفسح المجال لعمليات المضاربة في السوق المالي².

¹ - محمد عبد الله المهدي ووليد زكريا صيام، مصدر سبق ذكره، ص 261.

² - جورج توما بيدويد، مصدر سبق ذكره، ص 22.

الشكل رقم (08): أهمية الإفصاح



المصدر: صبيحي محمد وحسني عبد الجليل، (2002): دور المراجع الخارجي في زيادة فعالية الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المنشورة في البيئة المصرية دراسة تحليلية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد 01، ص13.

3- أنواع الإفصاح المحاسبي:

ينقسم الإفصاح من حيث نوع البيانات إلى إفصاح مالي يتم من خلاله نشر المعلومات المبينة للمركز المالي للشركة في وقت معين، وإلى إفصاح غير مالي حيث يتم نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقفها بالنسبة لقطاع الإنتاج الذي تنتمي إليه، وخطتها التسويقية ونوع المنتج إلى غير ذلك من البيانات، كما تشمل البيانات المتعلقة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم وتاريخهم المهني.

كما ينقسم الإفصاح من حيث العنصر الزمني والتوقيت إلى إفصاح دوري وإفصاح فوري وإفصاح شامل عند دعوة المستثمرين للاكتتاب العام أو الاكتتاب الخاص من خلال إعداد ما يسمى بنشرة الاكتتاب أو بمذكرة المعلومات.

فالإفصاح الدوري هو نشر المعلومات المالية بصفة دورية خلال كل فترة قد تكون كل ربع سنة أو كل نصف سنة أو مرة كل عام على الأقل. ويشترط أن تكون تلك البيانات المالية معدة طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المتفق عليها دولياً.

أما الإفصاح الفوري فهو الإفصاح فوراً ولحظياً عن كافة الأحداث الجوهرية التي قد تؤثر على سعر الورقة المالية إيجاباً أو سلباً، ويتم ذلك فور حدوث الحدث حتى لا تتاح الفرصة لاستغلال تلك المعلومات استغلالاً سيئاً لكونها معلومات داخلية يجب الإعلان عنها فوراً للسوق بأكمله.

أما الإفصاح الشامل فيتم من خلال نشرات أو مذكرة المعلومات التي تعد للدعوة للاكتتاب العام أو للطرح العام، فهو من الإجراءات التي تتضمن الإفصاح الكامل عن كل المعلومات المالية وغير المالية التي تخص الشركة المعنية حيث يتسع نطاق هذا الإفصاح ليشمل العديد من هذه المعلومات¹.

¹ - أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005، ص 26.

المطلب الثاني: الإفصاحات المطلوبة في السوق الأوراق المالية

نظراً لأهمية ودور المعلومات كمقوم من مقومات الأداء الكفاء للسوق المالي في ترشيد الأداء والقرارات من خلال تقدير العوائد المتوقعة والمفاضلة بين فرص الاستثمار والمخاطرة، فإن التساؤل الذي يثار هنا هو هل يعتبر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والمالية كافياً أم يحتاج الأمر للإفصاح عن معلومات إضافية ؟

في الواقع أن غالبية المستثمرين في السوق المالي يستجيبون بطريقة غير واعية لبعض المعلومات المحاسبية والمالية وإمكانية خداعهم بسهولة وذلك لأنه لا يتوفر لديهم المقدرة والكفاءة اللازمة لتحليل وتفسير هذه البيانات، وهذا يقود إلى استنتاج وهو أن استجابة ورد فعل السوق المالي للمعلومات المحاسبية فقط سيكون استجابة غير حقيقية وسطحية دون المعلومات غير المحاسبية المكتملة والمفسرة.

لهذا فإن المحتوى الإعلامي الكامل للمعلومات يمكن تحقيقه من خلال نوعين أساسيين من المعلومات: أولهما هو المحتوى الإعلامي من المعلومات المحاسبية وثانيهما المحتوى الإعلامي من المعلومات المكتملة.

1- المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية:

تقوم على المعلومات الواردة في القوائم المالية والتي حددتها معايير المحاسبة والمراجعة والمتمثلة في الميزانية، جدول حساب النتائج، قائمة التغير في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية، و تتضمن ما يلي:

1-1- تقديم ملخص تاريخي للبيانات المالية الأساسية للخمس سنوات السابقة والمتمثلة في:

- تطور حجم الأصول.
- تطور حقوق الملكية.
- تطور الالتزامات.
- تطور الإيرادات.
- تطور المصروفات.

- تطور صافي الربح.
- تطور صافي التدفقات النقدية من التشغيل.
- تطور صافي التدفقات النقدية من الاستثمار.
- تطور صافي التدفقات النقدية من التمويل.
- تطور أي مؤشرات أساسية أخرى.

1-2- معلومات عن الميزانية:

معلومات عن الأصول:

- الأصول الثابتة.
- الممتلكات العقارية.
- الأصول غير الملموسة.
- الأصول المالية.
- الاستثمارات التي يتم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية.
- الأصول البيولوجية (ان وجدت).
- أصول ضريبية مؤجلة.
- المخزون.
- الحسابات المدينة.
- أصول ضريبية متداولة.
- النقدية.
- أصول غير متداولة محتفظ بها بغرض البيع (إن وجدت).
- أصول تشمل مجموعات معدة للبيع (إن وجدت).

معلومات عن الخصوم وحقوق الملكية:

- حسابات دائنة.
- مخصصات.
- التزامات مالية.

- التزامات ضريبية جارية.
- التزامات ضريبية مؤجلة.
- احتياطات.
- أرباح محتجزة.
- حصة الأقلية.
- حقوق المساهمين.
- الالتزامات المتعلقة بمجموعة أصول محتفظ بها لغرض البيع.

3-1- معلومات عن جدول حساب النتائج:

- الإيرادات.
- تكاليف التمويل.
- حصة الشركة في ربح أو خسارة المشروعات المشتركة.
- مصروف الضرائب.
- العمليات غير المستمرة.
- الأرباح أو الخسائر.
- الأرباح أو الخسائر المتعلقة بحصة الأقلية.
- الأرباح أو الخسائر المتعلقة بحقوق المساهمين.

4-1- لامعلومات عن قائمة التغيرات في حقوق الملكية:

- عرض حقوق الملكية في السنة الحالية وسنة المقارنة.
- عرض التغيرات في حقوق الملكية الناتجة عن الدخل.
- عرض التغيرات في حقوق الملكية الناتجة عن المعاملات مع الملاك.
- عرض التغيرات في هيكل حقوق الملكية.

5-1- معلومات عن قائمة التدفقات النقدية:

- عرض معلومات عن التدفقات النقدية من التشغيل حسب البنود الرئيسية.
- عرض معلومات عن التدفقات النقدية من الاستثمار حسب البنود الرئيسية.
- عرض معلومات عن التدفقات النقدية من التمويل حسب البنود الرئيسية.
- عرض معلومات عن المعاملات غير النقدية الخاصة بأنشطة الاستثمار والتمويل.

- عرض معلومات عن رصيد النقدية أول وآخر المدة.

6-1- معلومات عن السياسات المحاسبية والإيضاحات المتممة:

▪ الإفصاح عن السياسات المحاسبية :

- أسس القياس المستخدمة في إعداد القوائم المالية.

- السياسة المحاسبية المستخدمة.

- الحكم أو الرأي الشخصي الذي تم استخدامه في تطبيق السياسات المحاسبية والتي أدت إلى تأثير هام على المبالغ المسجلة في القوائم المالية.

▪ التقديرات في حالة عدم التأكد: القروض الأساسية عن المستقبل والمصادر الأساسية الأخرى لتقديرات عدم التأكد، والتي تعبر عن المخاطر الهامة ويمكن أن تسبب تعديلات جوهرية في القيم الدفترية المعدلة للأصول أو الخصوم في العام التالي.¹

2- المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية الاضافية المكمل:

إن دور المعلومات في السوق المالي يتوقف على مدى مساهمة تلك المعلومات في تحقيق اكتمال المحتوى الاعلامي للمعلومات بصفة عامة، وفي ضوء النتائج التي أوضحتها العديد من الدراسات السابقة بعدم اكتمال هذا المحتوى في ضوء معلومات القوائم المالية فقط، وأن أحد مصادر تحقيق هذا الاكتمال هو اشمال التقرير المالي على بعض المعلومات الإضافية ، وهي عبارة عن مؤشرات ترتكز على مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وتؤدي هذه المعلومات الإضافية في حالة الإفصاح عنها إلى زيادة المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية في السوق المالي. وتكاد تجمع الدراسات المحاسبية على أهمية تلك المؤشرات المالية التي يمكن الإفصاح عنها في التقرير المالي لدعم القوة التفسيرية للقوائم المالية في التأثير على مؤشرات أداء الأسهم في السوق المالي.

ويمكن توضيح أمثلة لأهم هذه المؤشرات والمتمثلة في: الريج الموزع للسهم والذي يدل على سياسة توزيع الأرباح بالشركة، نسبة التوزيع و تدل على نسبة الأرباح التي وزعتها الشركة على المساهمين من صافي أرباحها، مضاعف السعر للعائد ويساعد هذا المؤشر في تقييم جاذبية الاستثمار،

¹ - طارق عبد العال، (2008): حوكمة الشركات (شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، الدار الجامعية، طبعة مزيدة ومنقحة، ص 157-152.

مضاعف السعر للقيمة الدفترية ويشير إلى دلائل النمو المتوقع للسهم، نسبة التداول وتعبّر عن السيولة المالية للشركة، نسبة الرفع المالي وتشير إلى علاقة الديون بحقوق الملكية، نسبة السيولة إلى إجمالي الأصول وتمثل نسبة الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة إلى إجمالي الأصول، نسبة الاقتراض وتشير إلى مدى توسع نطاق أعمال الشركة من خلال الاعتماد على الاقتراض، نسبة العائد إلى الموجودات وتشير إلى نسبة صافي الربح إلى إجمالي الموجودات وهي مقياس تحليلي لفاعلية استخدام الموجودات، نسبة العائد إلى حقوق المساهمين والتي تشير إلى عائد الربح على المبالغ المستثمرة بواسطة المساهمين.¹

3- المحتوى الإعلامي للمعلومات غير المحاسبية:

تدرج تحت هذا النوع من الإفصاح المعلومات التالية:

3-1- المعلومات الداخلية:

وتشتمل على المعلومات المتعلقة بالأمر الداخلي للمنشأة وقدراتها وتنظيماتها وإدارتها للوفاء بالرؤية الاستراتيجية للمنشأة وقدرتها على التنمية والتطور لصالح كل الجهات المعنية وذات الصلة. وتمثل في المعلومات التالية:

- معلومات عن نتائج التشغيل مثل معدلات نمو واستقرار المبيعات والإيرادات، هامش الربحية، معدلات العائد على الاستثمار وحقوق الملكية، نسبة الطاقة المستغلة.
- معلومات عن خصائصها التشغيلية، مثل طبيعة وثبات مراحل الإنتاج، هيكل ومكونات تكلفة المنتج والنمو والابتكارات.
- معلومات عن وضع الشركة في السوق كمرکزها التنافسي واستراتيجياتها التسويقية.
- معلومات عن كفاءة الإدارة وفعاليتها، مثل قدرة الإدارة على وضع الأهداف وتنفيذها.
- معلومات عن هيكل الاستثمارات، مثل رأس المال العامل والاستثمارات طويلة الأجل، هيكل التمويل والرافعة المالية والرافعة التشغيلية.

¹ - أحمد سعيد قطب حاسنين، (2006): تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم القدرة التفسيرية للمعلومات المالية، سوق الأوراق المالية السعودية، جامعة الملك سعود، ص 22.

3-2- المعلومات الخارجية:

تشتمل على المعلومات المتعلقة بالأمور الخارجية للشركة، وتتمثل في:

□ المعلومات الاقتصادية العامة:

وهي المعلومات المتعلقة بالنظام الاقتصادي والأحداث الجارية سواء كانت اقتصادية أو سياسية

وترتبط هذه المعلومات بالبيئة الخارجية المحيطة.

وتتضمن هذه المعلومات مؤشرات عديدة منها المؤشرات النقدية معدلات التضخم، معدلات النمو الإجمالية للاقتصاد القومي، الوضع الحالي والمتوقع للاقتصاد القومي بصفة عامة وللأسواق المالية بصفة خاصة.

□ معلومات عن الصناعة:

يحتاج المستثمر إلى معلومات مفصلة عن الصناعة التي تعمل فيها الشركات المستهدفة للاستثمار، فلكي يختار المستثمر مجالاً ما لاستثماره لابد أن يكون على علم بما يحدث فيه ومؤشراته المختلفة. ومن هذه المعلومات على سبيل المثال: استمرار واستقرار معدلات نمو الصناعة، الطلب على منتجاتها، اتجاهات الإنتاج بها على المدى القصير والطويل، الاتجاه العام لأرباح هذه الصناعة... الخ.

□ معلومات عن الظروف الاجتماعية:

و تشمل معلومات عن السلوكيات والأخلاقيات وحقوق الأطراف المعنية، والتزاماتهم وواجباتهم والنشريات والضوابط التي تحكمها والمستويات الحضارية والتعليمية والثقافية.

المطلب الثالث: دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح

1- مفهوم النظام المحاسبي المالي في الاقتصاد الجزائري :

لقد جاء القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المتضمن للنظام المحاسبي المالي والصادر في الجريد الرسمية العدد 47 ليحدد لنا مفهوم المحاسبة المالية وإطارها التصوري الذي ينص في مواده (3، 6، 7، 8، 9) على أن: "المحاسبة المالية نظام لتنظيم المعلومات المالية يسمح بتخزين معطيات قاعدية عديدة، وتصنيفها وتسجيلها، وعرض كشوف تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية وممتلكات الكيان، ونجاعته ووضعية خزينته في نهاية السنة المالية".¹

ويتضمن النظام المحاسبي المالي إطارا تصوريا للمحاسبة المالية ومعايير محاسبية، ومدونة حسابات تسمح بإعداد كشوف مالية على أساس المبادئ المحاسبية المعترف بها عامة ولاسيما:² (محاسبة التعهد، استمرارية الاستغلال قابلية الفهم، الدلالة، المصادقية، قابلية المقارنة، التكلفة التاريخية، أسبقية الواقع الاقتصادي على المظهر). إذ يشكل الإطار التصوري للمحاسبة المالية دليلا لإعداد المعايير المحاسبية وتأويلها واختيار الطريقة المحاسبية الملائمة عندما تكون بعض المعاملات وغيرها من الأحداث الأخرى غير معالجة بموجب معيار أو تأويل.

يعرف الإطار التصوري: (مجال التطبيق، المبادئ والاتفاقيات المحاسبية، الأصول والخصوم والأموال الخاصة والمنتجات والأعباء، يحدد الإطار التصوري للمحاسبة المالية عن طريق التنظيم)³.

وتحدد المعايير المحاسبية: (قواعد تقييم وحساب الأصول والخصوم والأعباء، محتوى الكشوف المالية وكيفية عرضها، تحديد المعايير المحاسبية عن طريق التنظيم)⁴.

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، القانون رقم 11-07 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، المادة 3.

² - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، المصدر نفسه، المادة 6.

³ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، المصدر نفسه، المادة 7.

⁴ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، المصدر نفسه، المادة 8.

2- أسباب توجه الجزائر إلى نظام (IFRS):

منذ تبني النصوص القانونية المتعلقة المخطط المحاسبي الوطني الذي تم اعتماده في الاقتصاد الموجه، لم يتم عليه أي تعديل من شأنه أن يسد بعض الثغرات والنقائص، مثل (التسجيل المحاسبي المتعلق بالقرض الإيجاري، العمليات بالعملة الأجنبية... الخ)، كما اتضح من خلال التجربة أن هذا الأخير لا يمكن من مواكبة الأدوات الاقتصادية والمالية الجديدة التي انبثقت عن العولمة المالية والاقتصادية، ولا يعرض قوائم مالية تتوافق والمقاييس العالمية تسمح لمختلف المستعملين من الحصول على معلومات مالية شفافة تستغل مباشرة في اتخاذ مختلف القرارات.

ويمكن حصر أسباب توجه الجزائر إلى هذا النظام الجديد في ما يلي¹:

- يمس الاختيار الدولي الذي يقرب الممارسات المحاسبية بالعالمية، والذي يسمح بالعمل على ركيزة مرجعية ومبادئ أكثر ملاءمة مع الاقتصاد المعاصر.

- التمكين من إعداد معلومات دقيقة تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية للشركات الجزائرية.

- الإعلان أكثر وضوحاً عن المبادئ والقواعد التي توجه التسجيل المحاسبي للمعاملات، تقييمها وإعداد القوائم المالية، الأمر الذي سيسمح بالتقليل من أخطار التلاعب الإداري وغير الإداري بالقواعد، وتسهيل مراجعة الحسابات.

كما أخذ النظام المحاسبي الجديد على عاتقه احتياجات المستثمرين الحالية والمستقبلية، الأمر الذي يسمح لهم بالحصول على معلومات محاسبية ومالية منسجمة ومقروءة تخص الشركات، وتمكنهم من إجراء المقارنات واتخاذ القرارات.

- يتعلق بالكيانات الصغيرة ويتلخص في إمكانية تطبيقها لنظام معلومات مبني على محاسبة مبسطة.

- محاولة جلب المستثمر الأجنبي من خلال تدويل المعاملات المالية والمحاسبية لوقايته من مشاكل اختلاف النظم المحاسبية سواء من حيث الإجراءات أو من حيث إعداد القوائم المالية.

¹ - كتوش عاشور، (2009): متطلبات تطبيق النظام المحاسبي الموحد (IAS/IFRS) في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد6، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، ص 295-296.

3- امتيازات تطبيق النظام المحاسبي المالي في السوق المالي:

- للنظام المحاسبي المالي مجموعة من الامتيازات للاقتصاد الجزائري ويمكن سردها كالاتي:
- يحفز بروز السوق المالي مع ضمان سيولة رؤوس الأموال.
- يقدم شفافية وثقة أكبر في المعلومات المالية والمحاسبية التي يسوقها، الأمر الذي من شأنه التقوية من مصداقية الشركة وإعطاء صورة صادقة لدى المستثمرين.
- يمثل فرصة للشركة في حد ذاتها من أجل تحسين تنظيمها الداخلي، وجودة اتصالاتها مع الأطراف المهمة بالمعلومات المحاسبية، وعلى رأسهم المستثمرون والمتعاملون الإقتصاديون.
- يشجع الاستثمار من حيث أنه يضمن أفضل للحسابات من طرف المحللين الماليين والمستثمرين.
- يسهل رقابة الحسابات التي تستند على قواعد ومفاهيم محددة بوضوح، الأمر الذي بإعطاء صورة صادقة للشركات في السوق المالي.
- يفرض على الشركات معايير محاسبية دولية معترف بها، تستوجب شفافية للحسابات، هذه الشفافية التي تعتبر تدبيراً آمناً يساهم في استرجاع الثقة في الشركات الجزائرية من خلال ضمان شفافية مختلف الحسابات والتقارير المالية والمحاسبية.
- التمكين من دخول أسواق مالية عالمية، والتخفيف من تكاليف ترجمة الحسابات والتقارير إلى اللغة المحاسبية الدولية.
- توفر معايير دولية تسمح بإعداد قوائم مالية موحدة للشركات متعددة الجنسيات، مما يشجع على انفتاح السوق المالي الوطني وزيادة الاستثمارات لمالية والإنتاجية.
- ضمان التقييم الجيد والصحيح للأوراق المالية¹.

¹ - قورين حاج قويدر، أنساعد رضوان، نورين بومدين، (2010): تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية المنعقد يومي 08-09 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، ص 15-16.

4- واقع تطبيق النظام المالي المحاسبي على مستوى بورصة الجزائر¹:

4-1- على صعيد التكوين والإعداد:

قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم دورات تكوينية لفائدة المستخدمين في مجال المحاسبة والمالية. ولقد قامت المؤسسات الآتية بضمان هذه الدورات التكوينية:

- مدرسة ECOFAM بشأن معايير IAS/ IERS لتكوين 6 أعوان بمبلغ 149.586,00 دج

- المعهد العمومي SIGP، ويتعلق بتقديم النظام المحاسبي المالي والانتقال إليه بمبلغ قدره 163.840,00 دج، فيما يخص أربعة (4) موظفين.

- مؤسسة IAHEF، ويتعلق بمعايير النظام المحاسبي المالي وتطبيقاته بكلفة قدره 192.600,00 دج.

أما فيما يخص إعداد المخطط المحاسبي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها فقد أعدت مديرية الشؤون القانونية والإدارية مشروع المخطط المحاسبي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وجدول مطابقة المخطط المحاسبي الوطني والنظام المحاسبي المالي وفق معايير النظام المحاسبي المالي. وتم تقديم ذلك إلى محافظ الحسابات وإلى اللجنة.

4-2- على صعيد البرمجيات المعلوماتية والمحاسبية:

بخصوص البرمجيات المعلوماتية والمحاسبة فقد تم الانطلاق في عملية استشارة بغرض اقتناء برمجيات معلوماتية بحسب معايير النظام المحاسبي المالي، في شهر فبراير 2010 عن طريق مناقصة وطنية وذلك بقصد إدراج عملية إنشاء قاعدة بيانات عن ERP وتم توسيع هذه المناقصة لتشمل اقتناء برمجيات الشركات المصدرة وتطبيقات التحليل والمساعدة في اتخاذ القرار. واعتبارا لما يأتي:

¹ - أحسين عثمان، سعاد شعابنية، (2012): النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري المنعقد يومي 06-07 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بن خيضر، بسكرة، ص 16-17.

- التأخر المسجل بشأن الانتهاء من هذه العملية.
- العروض المقدمة، بمقدار مبالغ تتراوح في حدود 4.500.000,00 دج،
- إمكانيات الميزانية المحدودة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فإن مصالح مديرية الشؤون القانونية والإدارية قد توجهت نحو استشارة محدودة لدى الموردين بالبرمجيات المحليين قصد تفعيل العملية وحصرها في برمجيات مسك المحاسبة فقط بحسب معايير النظام المحاسبي المالي. ولقد تم إنجاز هذه العملية مع شركة خاصة (شريك مهني) بكلفة قدرها 220.000,00 دج بما في ذلك تكوين المستعملين.

المبحث الثالث: تحليل المعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية وأثرها على القيمة السوقية للأسهم

تتنوع مداخل التحليل بتنوع الفئات المستفيدة من القوائم المالية، ويعد التحليل باستخدام النسب المالية من أساليب التحليل المالي الأكثر شيوعاً، ذلك لأنه يوفر عدداً كبيراً من المؤشرات المالية والمحاسبية تعبر بعمق عن مدى العلاقات المختلفة والمتنوعة التي تربط بين عنصرين أو أكثر من عناصر القوائم المالية، والتي يتم تجسيدها بمعادلات رياضية محددة تتمتع بقابلية عالية على الفهم والتفسير، بالإضافة إلى أنه يعد الأسلوب الأكثر استخداماً بين المحللين الماليين على اعتبار أنه يوفر نتائج هامة وذات معنى تكفي لتقييم مدى كفاءة وفعالية أداء الشركة في مجالات الربحية، السيولة، الكفاءة، إدارة الأصول والخصوم.

وتتأثر القيمة السوقية بعدة عوامل ومتغيرات، لعل من أهمها المعلومات المحاسبية والنسب المالية المشتقة منها، والتي تدل على أداء الشركات ونتائج أعمالها. وقد حظيت العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للأسهم باهتمام كبير من قبل الباحثين لما تلعبه هذه الأخيرة من دور هام في تحديد القيمة السوقية للأسهم، وبالتالي فإنها تعتبر أحد محددات تطوير أو تشييط السوق المالي، وتكتسب هذا الدور الحيوي من الحيز الذي تشغله داخل المحتوى المعلوماتي اللازم لعملية اتخاذ القرار الاستثماري¹.

المطلب الأول: ماهية التحليل المالي

1- مفهوم التحليل المالي:

يعرف التحليل المالي بأنه "عملية اجرائية لنظام المعلومات المحاسبي، تهدف إلى تقديم معلومات من واقع القوائم المالية المنشورة ومعلومات أخرى مالية وغير مالية، بغرض مساعدة المستفيدين من اتخاذ قراراتهم الاقتصادية"².

ويعرف كذلك بأنه "دراسة ما تحتويه القوائم المالية من معلومات مالية هادفة لاستكشاف مدلول تلك المعلومات والوقوف على ما بين الأرقام التي تعرضها من علاقات سببية، وذلك بقصد

¹ - فايد متولي أحمد السيد، (2003): تحليل وقياس القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية غير المتوقعة في علاقتها مع عوائد الأسهم غير العادية في سوق الأوراق المالية الكويتية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 04، جامعة عين الشمس، القاهرة، ص252.
² - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، (2006): تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة، عمان، الأردن، ص71.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

استخلاص مجموعة من المؤشرات التي بعد تفسيرها يمكن الاعتماد عليها في تقييم الأداء المالي للشركة، وكذلك التنبؤ باتجاهات نشاطها المستقبلي¹

كما يعرف بأنه "دراسة القوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب الكمية، وذلك بهدف اظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على عناصرها، واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع الشركة من الناحية التشغيلية والتمويلية وتقييم أدائها².

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن التحليل المالي يركز على آلية التحليل وعلاقتها بالمعلومات في القوائم المالية وإيجاد العلاقات التي تربطها فيما بينها لغرض تقييم أداء الشركات والتنبؤ بمستقبلها حتى يتسنى للإدارة اتخاذ الإجراءات اللازمة لمعالجة وتصحيح الأداء.

2- استعمالات التحليل المالي:

يمكن استعمال التحليل المالي لأغراض متعددة من أهمها مايلي³:

2-1- التحليل الائتماني:

يتم هذا التحليل من قبل المقرضين لمعرفة الأخطار التي سيواجهونها عند منح القرض، من خلال تحليل مديونية المقترض بغرض التحقق من قدرته على السداد عند تاريخ الاستحقاق.

2-2- التحليل الاستثماري:

يهتم هذا النوع من التحليل بعملية تقييم الأسهم والسندات وتقييم الشركات بصورة عامة، وبعد من الأنواع المهمة باعتبار أن الاستثمار محط اهتمام نسبة كبيرة من الأفراد والشركات.

2-3- تحليل الاندماج والشراء:

تستلزم عملية شراء شركة أو الاندماج بين الشركات، القيام بعملية تحليل مالي للشركة، من أجل الوقوف على وضعها وتحديد موقعها في السوق، فضلا عن التنبؤ بأدائها المستقبلي.

¹ - وحيد محمود رمو وسيف عبد الرزاق محمد الوتار، (2010): استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية: دراسة على عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 100، مجلد 32، طلبة الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، ص16.

² - منير شاكر محمد وآخرون، (2005): التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة 02، دار وائل، عمان، الأردن، ص12.

³ - جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سبق ذكره، ص56.

2-4- تحليل الأداء:

يعد هذا النوع من التحليل من الأنواع المهمة، ولعل غالبية الأطراف (الإدارة، المستثمرون، المقرضون وغيرهم) تقوم بهذا النوع من التحليل، على اعتبار أنه يقوم بتقييم الشركات من جهات عدة، كتقييم الربحية وكفاءة الشركة في إدارة موجوداتها، أو توازنها المالي، أو مايتعلق بالسيولة والنمو.

2-5- التخطيط:

يعد التحليل المالي من الأدوات الفعالة في مجال التخطيط، إذ يستعان به في وضع تصور لأداء الشركة المتوقع عن طريق الاسترشاد بالأداء السابق لنفس الشركة.

3- مقومات التحليل المالي:

- يستند التحليل المالي الى مجموعة من المبادئ والمقومات، التي يعتمد عليها من أجل تحقيق الأهداف المرجوة، حيث تتلخص في:
- تحديد أهداف التحليل المالي بشكل واضح.
- تحديد الفترة التي يشملها التحليل ، مع تحديد البيانات المالية التي يمكن الاعتماد عليها.
- تحديد المؤشرات المناسبة للوصول على احسن النتائج وبأقل تكلفة وبأسرع وقت
- التفسير السليم لنتائج التحليل المالي، حيث تصبح كقاعدة للمحلل المالي يستخدمها بطرق سليمة، حتى تعطي نتائج غير قابلة للتأويل.
- أن يكون المحلل المالي على دراية تامة بالبيئة الداخلية والخارجية المحيطة بالشركة.
- يجب أن يتميز بقدرات علمية وعملية ومؤهلات تجعله قادرا على تفسير النتائج المتحصل عليها، إضافة إلى تمكنه من التنبؤ بالمستقبل¹.

¹ - فهمي مصطفى الشيخ، (2008): التحليل لمالي، رام الله، فلسطين، ص03.

4- أهمية التحليل المالي للقوائم المالية في سوق الأوراق المالية:

من وسائل حماية المتعاملين في البورصة إلزام جميع الشركات بالانتهاء من اعداد ومراجعة ونشر القوائم المالية السنوية خلال 3 اشهر من انتهاء السنة المالية، وقيام مرجعي الحسابات بمراجعة نشرات طرح الأوراق المالية وفقا لقواعد المحاسبة والمرجعة الدولية، وضرورة تضمين تقرير مراقب الحسابات شهادة واضحة عن صحة ما ورد بنشرة الطرح وتحفظاته في حالة وجودها، وانشاء صندوق تأمين للمتعاملين في مجال الأوراق المالية ضد المخاطر غير التجارية، وكذلك صندوق ضمان التسويات المالية ضد المخاطر غير المالية. وتعتبر قرارات الاستثمار، مزيج التمويل وسياسة توزيع الأرباح من العوامل المؤثرة على قيمة أسهم الشركة. وبالتالي من المهم جدا معرفة العوامل المحددة لسعر السهم.

ويعتبر التحليل المالي للقوائم المالية مهما للشركات وخاصة المسعرة منها في سوق الأوراق المالية، بحيث:

- يحدد حالة النشاط من حيث المنافسة أو القطاعات التي تنتمي لها الشركة، مثل الشركات المماثلة لها في الحجم والسياسات الاقتصادية، فإذا كانت هذه الأخيرة تحقق معدلات ربح أعلى من مثيلاتها فهي تعتبر شركة ناجحة.
- يحدد مدى تأثير السهم بالعمليات، القرارات والسياسات المالية التي تتبعها الشركة.
- يوضح مدى حقيقة ارتفاع سعر الشركة، وهل هي حقيقة متأثرة بقوتها أم أنها ناتجة عن عمليات المضاربة.
- في حالة انخفاض السعر في شركات ناجحة يحدد التحليل اتخاذ قرار البيع ام لا، لأن هذا السعر غير حقيقي، لأن الحقائق المالية المستخرجة بالتحليل المالي على مدار سنوات تعطي فكرة بأن الشركة تحقق أرباح.
- التحليل المالي للقوائم المنشورة على مدار عدة سنوات لشركة ما مقارنة بالشركات المنافسة، يعطي فكرة على القيمة العادلة للسهم¹.

¹ - قورين حاج قويدر، مصدر سبق ذكره، ص 16-17.

المطلب الثاني: ماهية النسب المالية

1- مفهوم النسب المالية:

تمثل النسب المالية علاقة بين بسط ومقام، وتمثل قيم البسط والمقام البيانات والأرقام المحاسبية التي تعرضها الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، شرط أن تكون العلاقة معبرة عن جزء الأداء ومرتبطة به ومفسرة له، وهذا يعني أن هناك علاقات بين البيانات المحاسبية يجب اعتمادها دون الاخلال بمكونات البسط أو المقام . ومن جانب آخر فإن نتائج كل نسبة مالية لا يمكن أن يفهم مدلولها أو كيفية الحكم على الأداء إلا بمقارنتها ببعض المعايير القياسية، ومن خلال المقارنة بين نتيجة النسبة وقيمة المعيار المستخدم يمكن الحكم على الأداء¹.

2- أنواع النسب المالية:

1-2- نسب السيولة:

هي النسب التي تقيس مقدرة الشركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل تجاه دائئتها عندما يحين أجل استحقاقها باستخدام أصولها السائلة والشبه سائلة (الأصول المتداولة)، وترتبط هذه النسب بوجود الأصول السائلة التي يمكن تداولها في الأسواق وتحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة عند سعر السوق².

وتشمل عدة نسب نذكر منها مايلي:

1-1-2- نسبة التداول:

تسمى أيضا بنسبة السيولة العادية، ويستفاد منها في معرفة مدى قدرة الشركة على بسداد التزاماتها قصيرة الأجل. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \left(\frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}} \right)$$

إن أهل الخبرة يحددون قيمة معيارية لهذه النسبة ينبغي أن لا تتخفص عنها، إذ أن النسبة المقبولة هي (1:2)، أي أن الموجودات المتداولة تكون ضعف المطلوبات المتداولة. لكن هذه النسبة تتعرض إلى انتقادات منها، أن نسبة التداول لا تعط نسبة السيولة الصحيحة باعتبار أن

¹ - زهرة حسن العامري والسيد علي خلف الركابي، (2007): أهمية النسب المالية في تقويم الاداء (دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 63، ص 109.

² - عاطف ولبد أندراوس، مرجع سابق، ص95.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

الموجودات المتداولة تتكون من فقرات متعددة منها ما هو قريب من السيولة النقدية ومنها ما هو بعيد عن السيولة، بل يصعب أحيانا تحويله إلى سيولة في فترة قصيرة من الزمن كالمخزون السلعي، لذا اقتضت الضرورة إلى استعمال نسب أخرى من السيولة والتي تستبعد مثل هذه الفقرات البعيدة عن السيولة¹.

2-1-2- نسبة السيولة السريعة:

وتعرف هذه النسبة بأنها مقياس لدرجة تغطية الديون قصيرة الأجل في الشركة دون اللجوء إلى بيع مخزونات، باعتبار أن هذه الأخيرة هي أقل الأصول المتداولة سيولة، والأكثر عرضة للخسارة في حالة التصفية، وبالمقابل لا يجب أن تكون هذه النسبة كبيرة جدا، لأنها تعتبر تجميدا للسيولة التي كان من المفروض أن يتم استثمارها من أجل الحصول على عوائد²، والنسبة المقبولة هنا هي (1:1). وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة - المخزونات) / الديون قصيرة الأجل

2-2- نسب الربحية:

تمثل النسب التي تقيس كفاءة ادارة الشركة في استغلال الموارد استغلالا أمثل لتحقيق الأرباح، وهو مؤشر لتحسن أداء الشركة المالي، وتعد هذه المجموعة صعبة للشركة كمفهوم للقياس، بسبب عدم توفر وسيلة تكامل تجمع بين هذه النسب حتى تبرز متى تكون استثمارات الشركة مربحة، حيث أن هذه الأخيرة تقوم بالتضحية بأرباح حالية من أجل الحصول على أخرى أكبر في المستقبل، ومن أهم المشاكل التي تتخلل هذه النسب نجد أن الربح المحاسبي يتجاهل الخطر، وبالتالي تكون غير قابلة للمقارنة بالرغم من توفيرها معلومات مهمة عن النشاط التشغيلي في الأجل القصير³.

توجد مقاييس متعددة ومختلفة لقياس نسب الربحية، ومن أشهر النسب المستخدمة في ذلك مايلي⁴:

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص59.
² - ناصر دادي عدون، (1999): التحليل المالي (الجزء الأول)، دار المحمدية، الجزائر، ص56.
³ - عاطف جابر وطه عبد الرحيم، (2008): أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص471.
⁴ - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص62.

2-2-1- معدل العائد على الاستثمار:

يقيس قدرة الشركة على استثمار الأصول التي تمتلكها من معدات ومبان وأراض ومخزون، وتعبر عن ربحية الدينار الواحد المستثمر داخل الشركة، إذ أن تحسن هذه النسبة تعكس كفاءة السياسات والإجراءات والقرارات التشغيلية التي اتخذتها إدارة الشركات. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الإستثمار} = \text{صافي الربح} / \text{إجمالي الإستثمار}$$

كلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة إدارة الشركة في استغلال أموال الملاك لتحقيق عائد مرض لهم، وهذه النسبة من أهم النسب المالية في سوق الأوراق المالية لأنها تعكس ربحية السهم الواحد وإن ارتفاع ربحية السهم يساهم في تعظيم القيمة السوقية للسهم.

2-2-2- معدل العائد على المبيعات (هامش الربح):

تبين قدرة الشركة على تحقيق ربح من المبيعات وتوضح مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{العائد على المبيعات} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{صافي المبيعات}$$

2-2-3 معدل العائد على حقوق الملكية:

يستفاد من هذه النسبة لقياس العائد المحقق من أموال الملاك المستثمرة في الأسهم العادية بالشركة، وإذا ما كانت هناك أسهم ممتازة فإنها تطرح، وإن هذه النسبة تحتسب فقط حقوق الملكية والمنتلة في رأس مال الأسهم العادية والاحتياطات والأرباح المحتجزة، وكل ما كانت هذه النسبة مرتفعة بالمقارنة مع سنوات سابقة لنفس الشركة، دل ذلك على حالة ايجابية وجيدة لأداء الشركة. وتحسب بالعلاقة التالية¹:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{حقوق الملكية}$$

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سبق ذكره، 67-68.

2-2-4 معدل العائد إلى إجمالي الموجودات:

يعبر عن مدى قدرة الشركة على استخدام الأصول المستثمرة خلال المدة الماضية، ويحسب بالعلاقة التالية¹:

معدل العائد إلى إجمالي الموجودات = صافي الربح / إجمالي الموجودات.

2-3-3- نسب المديونية (الرفع المالي):

هي النسب التي تقيس مدى اعتماد الشركات في التمويل على مصادر خارجية، وتهتم ادارتها في معرفة أثر المديونية في هيكل تمويل الاستثمارات، حيث ينصب الاهتمام هنا حول تعزيز نظرة الدائنين إلى حقوق الملكية أو إلى الأموال التي يوفرها الملاك من أنها توفر لهم حد الأمان لتسديد ما بذمة الشركة عند الاستحقاق. وتتحكم بنسب المديونية رغبتان متعارضتان، رغبة الملاك الذين يفضلون زيادة اعتماد الإدارة على مصادر التمويل المقترضة أملا في زيادة أرباح حق الملكية، ورغبة المقرضين الذين يفضلون نسبة اقراض أقل خوفا من تعرض الشركات إلى احتمال عدم تسديد هذه القروض². ومن بين هذه النسب مايلي:

2-3-1- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية:

تستخدم هذه النسبة للمقارنة بين إجمالي التزامات الشركة وحقوق الملكية، وتعتبر عن درجة الحماية للمساهمين في مواجهة المقرضين، وبشكل عام كلما انخفضت هذه النسبة كلما كان أفضل³، وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية = إجمالي الديون / حقوق الملكية

2-4-4- نسب السوق:

2-4-1- ربحية السهم العادي Earning Per Share (EPS) :

يعتبر هذا المؤشر والذي يطلق عليه البعض حصة السهم العادي من الأرباح أساسا لتقييم ربحية السهم العادي. ونظرا لأهميته بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، فقد ألزمت تعليمات الإفصاح عن المعلومات الصادرة عن البورصة العالمية وكذلك معايير المحاسبة الصادرة

¹ - فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 236.

² - محمد محمود الخطيب، مصدر سبق ذكره، ص 65-66.

³ - Hitchner James & Mard Michel, (2003): Financial valuation workbook, by John Wiley & Sons, USA, P 22.

الفصل الثالث أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب

عن المجامع المهنية المحاسبية ومنها معيار المحاسبة الدولي رقم (33)، على ضرورة عرض القيمة المقارنة لهذا المؤشر أي EPS في صلب قائمة الدخل. و يتم احتساب EPS عادة وفقا لطبيعة هيكل رأس المال المستثمر في الشركة، فإن كان هيكل رأس المال المستثمر بسيطا أي خاليا من الأدوات القابلة للتحويل الى أسهم عادية، يمكن احتسابه بالعلاقة التالية¹ :

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون (المرجح) لعدد الأسهم العادية}}$$

2-4-2 حصة السهم العادي من التوزيعات Dividens Per Share (DPS) :

و تتحدد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها، وذلك من خلال المعادلة التالية² :

$$DPS = \frac{\text{التوزيعات المعلن عنها} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

2-4-3 ريع السهم العادي Yield Per Share (YPS) :

و هي طريقة لقياس حجم التدفق النقدي الذي يحصل عليه المستثمر مقابل كل دينار من سعر السهم، حيث أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية من الأكثر مخاطرة لذلك فإن المستثمرين عن تأمين التدفقات النقدية من خلال الاستثمار في الأسهم ذات العوائد النقدية العالية نسبيا و المستقرة، وبحسب ريع السهم العادي كمايلي³ :

$$YP = \frac{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

$$\frac{DPS}{P} =$$

¹ - محمد مطر، مصدر سبق ذكره، ص 134.

² - حمداوي الطاوس، مصدر سبق ذكره، ص 96.

³ - أفهمي مصطفى، التحليل المالي، SME Financial، فلسطين، 2008، ص 73.

2-4-4- معدل دوران السهم العادي (ST) Share Turnover :

يقيس مدى الإقبال على السهم في سوق الأوراق المالية ممثلاً بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية، و يحسب هذا المعدل بالعلاقة التالية:

$$ST = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

2-4-5 - القيمة الدفترية للسهم (BVP) Book Value Per :

القيمة الدفترية هي قيمة تاريخية، يتم استخراجها بقسمة مجموع حقوق المساهمين على عدد الأسهم .

$$BVP = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

كلما ارتفعت القيمة الدفترية للسهم كلما دل ذلك على أن أرباح الشركة و احتياطياتها قد ارتفعت مما قد يشكل حافزاً للاستثمار في أسهم الشركة. و تستخدم القيمة الدفترية للمقارنة مع القيم السوقية للتعرف على تقييم المستثمرين لسهم الشركة و التغيرات التي تطرأ على هذا التقييم. و بشكل عام عندما تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية لسهم ما، فإن هذا يعكس درجة التوقع بتحسين الوضع المالي للشركة مما سينعكس على العوائد المتوقعة من الاستثمار فيها، وكذلك هو مؤشر على القيمة التي أضافتها الإدارة للمساهمين¹.

¹ - سامي خطاب، مصدر سبق ذكره، ص 61.

المطلب الثالث: علاقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها بالقيمة السوقية للسهم

1- أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية

إن مدخل التحليل الأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الشركة، مثل العائد المحاسبي و معدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية، كما أن أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية له شقان:

الشق الأول: الدور التسييري، وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم و ترشيد ذلك القرار.

الشق الثاني: الدور التآثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة و يحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

إن أحد أهم للإفصاح عن المعلومات المحاسبية بكل شفافية هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية، وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية، وما تضمنته من أخطاء، لذا يجدر الإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

مما سبق يتضح الأثر الواضح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية، حيث أن توفر المعلومات المحاسبية بالجودة المطلوبة وهو ما جاء لأجله النظام المالي المحاسبي يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها اتجاه تنشيط حركة السوق، لذا فإن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل من خلال تطبيق نظام مالي محاسبي ينعكس على عدة جوانب في السوق¹.

2- علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية:

يعتبر السعر السوقي للسهم محصلة طبيعية لآلية العرض والطلب، وما هو إلا انعكاس ضمنى لمصالح ودوافع تلك الأطراف المتعاملة في السوق. ولقد أخذ موضوع المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، وأثره على القيمة السوقية حيزا بارزا في العلوم المالية والمحاسبية، نظرا لقدرة هذا المدخل على ربط الأرقام المحاسبية بعملية تقييم الأوراق المالية وتحديد قيمتها السوقية.

¹ - أحسين عثمانى، سعاد شعبانية، مصدر سبق ذكره، ص 19.

وتتمثل أهمية التقارير المالية في توفيرها لمعلومات محاسبية تساعد المستثمرين على إجراء التنبؤات، وتبرز علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم من خلال دورها في تخفيض درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرار الاستثماري، واستخدامها كمدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية والتنبؤ بالقيمة الحقيقية للسهم، مما ينعكس أثره على الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية¹.

وفي إطار الفكر المالي المعاصر، يرجع التغيير في سعر أو عوائد الأسهم إلى محتوى المعلومات المحاسبية المفصح عنها، والتي قد تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء المؤسسة، والتي تقود بدورها إلى تغيرات في القيمة السوقية للأسهم، لأنها تمكن المستثمرين والمحللين والسامرة من الاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل، وبالتالي اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

وفي هذا السياق أكدت العديد من الدراسات على منفعة المعلومات التي تحتويها الكشوف المالية، سواء الربح المحاسبي نفسه أو مكوناته في تفسير الاختلافات في العائد السوقي، متمثلة أساساً في التغيير في أسعار الأسهم، باعتبار أن هذه الأخيرة سوف ترتفع أو تنخفض قياساً بأرباح المؤسسة أو خسائرها، وبناء عليه فإن قرارات الشراء والبيع تعتمد بشكل أساسي على معدلات النمو المتوقعة بالأرباح المحاسبية. فقد بينت البحوث السابقة بأن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار تزيد بزيادة نافذة العائد (أي الفترة التي يتم فيها تجميع العائد السوقي)².

لذا يمكن القول أن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يلعب دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم، وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي يحققه السهم³، وذلك انطلاقاً من الدراسات السابقة التي توصلت إلى وجود علاقة تفسيرية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للأسهم، كون الأرقام المحاسبية التي يتم الإعلان عنها بموجب البيانات والتقارير المالية إذا ما أحسن المستثمر قراءتها سوف تساعده على اتخاذ القرار. وبالتالي فإن التقلبات في القيمة السوقية للأسهم هي دالة لمحتوى الإفصاح عن المعلومات

¹ - عادل عبد الفتاح الميهي، (2006): المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختبارية حديثة)، للدورة الحادية عشر دور المعلومات المحاسبية في تنشيط أسواق المال المنعقدة يومي 05-06 ديسمبر، جامعة الملك سعود، ص 26.

² - كمال الدين الدهراوي، (2006): تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ص 312.

³ - كمال الدين الدهراوي، المصدر نفسه، ص 19.

أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب الفصل الثالث

المحاسبية، كون هذه الأخيرة بالإضافة إلى كفاءة السوق تعد المحرك الرئيسي لآلية العرض والطلب على الأسهم في السوق المالي¹.

3- آلية تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم.

تنسجم عملية اعداد التقارير المالية مع خاصية ملائمة المعلومات المحاسبية لاسيما خاصية التوقيت الملائم، في حين تنسجم عملية خضوع تلك التقارير إلى المراجعة من قبل مدقق حسابات مستقل مع خاصية الموثوقية في المعلومات المحاسبية. الأمر الذي يعكس كما يرى البعض فائدة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير ولاسيما لحملة الأسهم الحاليين والمرتبين في العديد من المجالات، من بينها التنبؤ بالأرباح السنوية، وكذلك اجراء المقارنة بين النتائج المرحلية المتعاقبة وتقييمها، فضلا عن تفادي المفاجآت في تقلبات أداء الشركات المساهمة للمستثمر فيها خلال السنة.

وبناء على ماسبق تتعكس المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية لأصحاب

المصلحة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ولاسيما المستثمرون في:

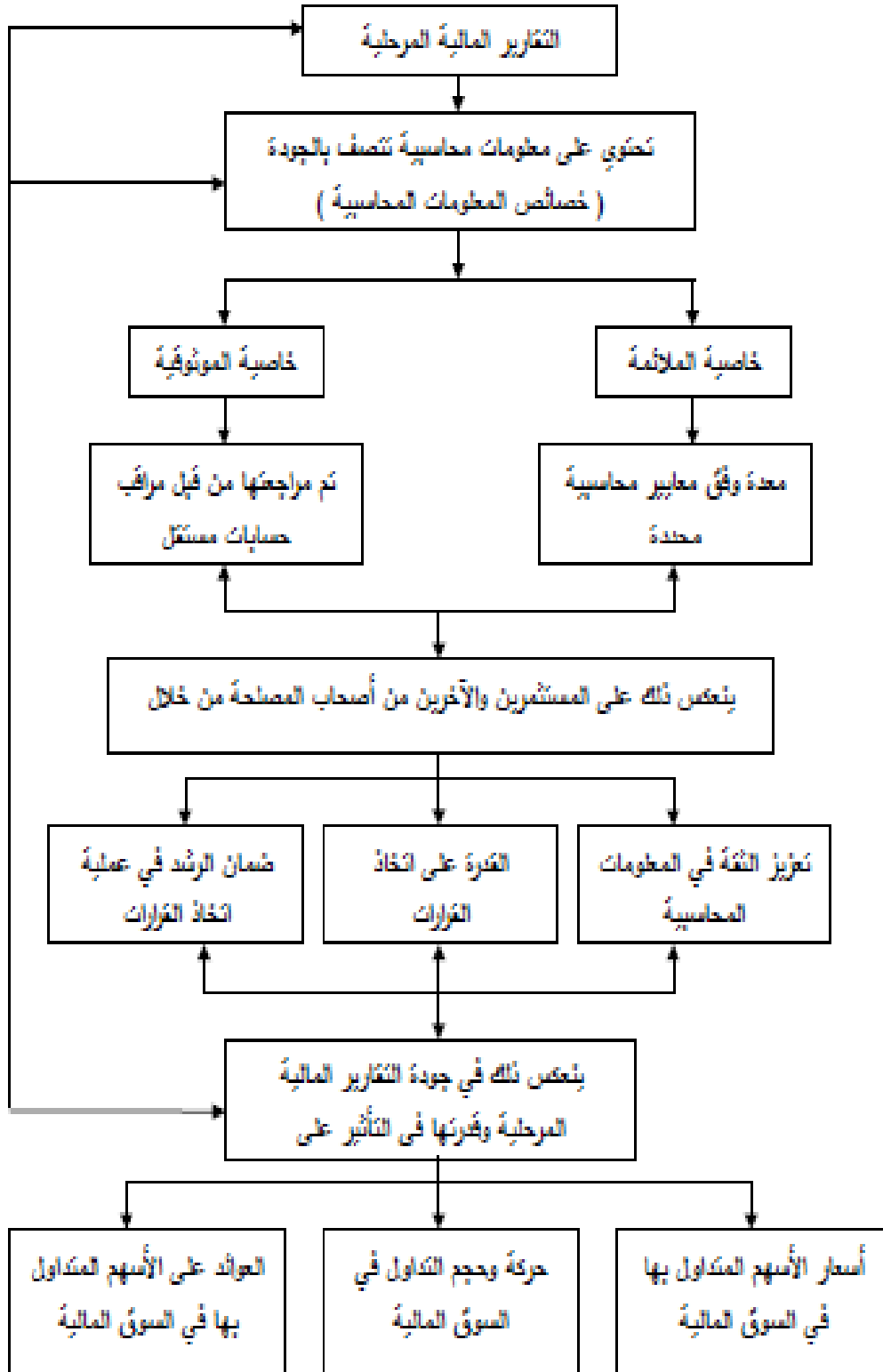
- زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال أثرها على تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة.
- تقديم المعلومات المحاسبية في الوقت الملائم، وتخفيض عمليات التداول الدخلي للمعلومات.
- ترشيد قرارات الاستثمار في الاوراق المالية.
- مساهمة تقرير مراقب الحسابات في زيادة درجة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية².

ويوضح الشكل رقم (09) كيفية تأثير المعلومات المحاسبية على الأسعار

¹- R.Ball and P Brown, (1986): An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, Autumn, pp 159-178.

²- بشرى نجم عبد الله المشهداني وجوان جاسم خضير العبيدي، (2011): دور التقارير المالية المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العراق، العدد 26، ص 307.

شكل رقم (09): آلية تأثير المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم



المصدر: بشرى نجم عبد الله المشهداني وجوان جاسم خضير العبيدي، دور التقارير المالية المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 26، العراق، 2011، ص 308.

خلاصة:

نظرا لاعتماد العديد من الجهات بشكل كبير في اتخاذ قراراتها على ما تنتشره الشركات من معلومات تتمثل أهمها في مخرجات نظام المعلومات المحاسبي في شكل قوائم مالية، غير أنه في الواقع أن أغلب المستثمرين يستجيبون بطريقة غير واعية لهذا النوع من المعلومات لعدم توفرهم على الكفاءة اللازمة لاستخدامها بالشكل الأمثل.

لذا فإن التحليل المالي للقوائم المالية يعتبر من أهم الوسائل التي تمكن مختلف الأطراف من تقييم نشاط الشركة، وتحديد نقاط ضعفها وقوتها، وكذا إيجاد أسباب هذه الانحرافات بعد تشخيصها وتحليلها. كما يعتبر التحليل المالي بمثابة وسيلة لحماية المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويجدر الإشارة إلى أن تبني الجزائر للنظام المحاسبي المالي قد عزز من الإفصاح من خلال توفير معلومات تتميز بالخصائص الرئيسية والثانوية، والتي تساعد على إعادة الثقة في مثل هذا النوع من المعلومات.

إن التحليل باستخدام النسب المالية يساعد على اتخاذ القرار من خلال اجراء المقارنات والتنبؤات، واستخدامها كمدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية لتحديد القيمة السوقية للأسهم، وذلك لوجود علاقة تفسيرية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية كون الأرقام المحاسبية المفصح عنها اذا ما أحسن المستثمر قراءتها ستساعده حتما على اتخاذ القرار الأنسب.

**الفصل الرابع: أثر المعلومات المحاسبية على قيمة
الشركات المدرجة في بورصة الجزائر**

تمهيد:

يمثل موضوع العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم مجالا واسعا للدراسات التطبيقية، إذ تعد عملية تسعير الأسهم وتقييمها من أهم المشاكل التي تواجه المستثمر، لذا يجب الاعتماد على مجموعة من المؤشرات المساعدة على التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم من خلال تحديد المعلومات ذات التأثير على قرارات المستثمرين، ولعل أهمها تلك المتعلقة بالتدفقات النقدية والمعلومات المحاسبية التي تساعد على تحديد السعر الحقيقي للسهم. ومع ازدياد حاجة المستثمرين في الأسواق المالية إلى المزيد من الإفصاحات المحاسبية، أصبح هنالك حاجة ماسة إلى دراسة مدى تأثير هذا النوع من المعلومات على القيمة السوقية للأسهم من خلال دراسة العلاقة التفسيرية بينهما.

لقد أكدت معظم الدراسات التي تناولت العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية على أهمية هذا النوع من المعلومات في تكوين هيكل الأسعار النسبي، ومن هذا المنطلق تكونت فكرة القيام بهذه الدراسة وإسقاط الجانب النظري لها على البيئة الجزائرية. إذ لا بد من الاقرار بأن الأسهم العادية هي من أشكال الأوراق المالية التي لا يمكن تقييم أسعارها السوقية، ولا يمكن فهمها دون الاطلاع بالمعلومات الكافية عن الوضع الذي تكونت فيه هذه الأسعار.

في هذا الفصل سيتم التطرق إلى نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها وكذا الشركات المدرجة، إذ تهتم هذه الدراسة بكل من فندق الأوراسي ومجمع صيدال، في المبحث الأول. واختبار فرضية وجود علاقة بين مختلف النسب المالية المستخرجة من المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية والمفصح عنها بشكل سنوي ببورصة الجزائر، والقيمة السوقية للأسهم العادية للشركات محل الدراسة، في المبحث الثاني.

وفي المبحث الثالث، سيتم اختبار أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يعادل 1.5 مليار دينار جزائري. ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأس مال المؤسسة بنسبة 20%.

2- مجمع صيدال

يتمثل النشاط الأساسي لصيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية المخصصة للاستعمال البشري والحيواني. تعتبر نشأة مجمع صيدال ثمرة لعدة مراحل من إعادة الهيكلة، وذلك من خلال التحولات التنظيمية، الصناعية، القانونية والمالية التي مر بها. في سنة 1998 خضعت مؤسسة صيدال إلى إعادة هيكلة تم بموجبها تحويلها إلى مجمع ليصبح اسمها "المجمع الصناعي صيدال" مؤسسة ذات أسهم برأسمال اجتماعي . 2.500.000.000 دج موزع على 10.000.000 سهم بقيمة اسمية تعادل 250 دج للسهم تخضع للقانون التجاري الجزائري متخصصة في الإنتاج الصيدلاني .

وتقرر فيه تسعيره ببورصة الجزائر نظرا للصحة المالية التي يتمتع بها التي أهلتها لتوفير شروط الدخول إلى البورصة، وذلك عن طريق فتح رأسماله بنسبة 20 %، للاكتتاب العام عن طريق تقنية العرض العمومي للبيع OPV. وقد تم الدخول الفعلي إلى البورصة بتاريخ 17 جويلية 1999 من خلال التنازل عن 2.000.000 سهم بسعر إصدار يقدر ب 800 دج للسهم، أما عن تاريخ أول تسعيرة فقد كان في 20 سبتمبر 1990¹.

¹ - هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص316.

المبحث الثاني: علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية لأسهم كل من

الأوراسي وصيدال

المطلب الأول: منهجية الدراسة التطبيقية

1- الشركات محل الدراسة:

يوجد العديد من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، تنتمي البعض منها إلى سوق الأسهم والأخرى مسعرة في سوق السندات، غير أننا سنخص بالذكر الشركات المسعرة في سوق الأسهم وبالتحديد كل من مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي خلال الفترة (2000-2012). وسيتم استبعاد كل من NCA روية المسعرة ببورصة الجزائر بتاريخ 2013/06/03، وأليانس للتأمينات المسعرة بتاريخ 2011/03/07¹، وذلك لعدم ملاءمتها لفترة الدراسة.

ويمثل الجدولان (02) (03) البطاقة الفنية لكل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي:

الجدول رقم (02): البطاقة الفنية لمجمع صيدال

اسم المؤسسة	مجمع صيدال
رأسالمال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2.500.000.000 دينار جزائري
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة % 20 من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل مليوني سهم.
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	المساهم الرئيسي الشركة العمومية القابضة كيمياء -صيدلة بنسبة 80%
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2.000.000 سهم اسمي بقيمة 250 دج
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999
تأشيرة اللجنة	التأشيرة رقم 98-04 بتاريخ 24 ديسمبر 1998.
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999
تاريخ أول تسعيرة	20 سبتمبر 1999

المصدر : www.cosob.org

¹ -fiche technique (Alliance, NCAB Rouiba) sur le site : www.cosob.org 22/05/2014.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الجدول رقم (03): البطاقة الفنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

اسم المؤسسة	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر ب 1.5 مليار دج
طبيعة العملية	تمت بتقنية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت لما نسبته 20 % من رأسمالها الاجتماعي، أي ما يعادل 1.200.000 سهم.
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين	10800 مساهم جديد
المساهم ذو الأغلبية	الشركة العمومية القابضة للخدمات ب 80 % من رأس المال
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 1.2 مليون سهم بقيمة 250 دج وبسعر إصدار 400 دج
تاريخ العرض	من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999
تأشيرة اللجنة	التأشيرة رقم 99-01 بتاريخ 24 ماي 1999.
تاريخ الدخول إلى البورصة	20 جانفي 2000
تاريخ أول تسعيرة	14 فيفري 2000

المصدر: www.cosob.org

2- خطوات الدراسة:

الخطوة الأولى:

لإعداد هذه الدراسة تم الاعتماد في جمع المعلومات اللازمة على التقارير السنوية للشركات محل الدراسة المنشورة على مستوى بورصة الجزائر، والقوائم المالية لهذه الأخيرة (الميزانية العمومية، جدول حساب النتائج) خلال الفترة 2002-2012 من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر على الأنترنت، وتم الرجوع في بعض الحالات لواقع الشركات محل الدراسة لاستكمال المعلومات غير المتوفرة في موقع البورصة، بالإضافة إلى بيانات التداول اليومي لأسهم هذه الشركات في السوق خلال نفس الفترة.

الخطوة الثانية:

تم تفريغ المعلومات اللازمة للدراسة من القوائم المالية في صفحة (EXCEL)، وتم تطبيق المعادلات اللازمة لحساب النسب المالية التي تمثل قيم المتغيرات المستقلة للدراسة.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الخطوة الثالثة:

نظرا لوجود أكثر من سعر سوقي للسهم (سعر الإغلاق، أعلى سعر، أدنى سعر)، ولكون الاعتماد على أحدها بمفرده قد لا يعبر بدقة عن واقع الحال، تم استخدام متوسط أسعار الحد الأعلى والحد الأدنى للأسهم الشركات محل الدراسة، ليمثل المتغير التابع القيمة السوقية للأسهم العادية.

الخطوة الرابعة:

إدخال المعلومات النهائية في برنامج (SPSS.V17) Statistical Package of social Sciences

الخطوة الخامسة:

معالجة البيانات باستخدام الاختبارات التالية:

- معامل Pearson للتعرف على طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.
- معامل التحديد (R^2) لتوضيح نسبة التغيرات في المتغير التابع والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.
- تحليل الانحدار الخطي المتعدد للحصول على نموذج خطي لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ومعرفة مدى تأثيرها.
- اختبار (T) للتعرف على دلالة كل متغير في النموذج الخطي.
- اختبار (F) لاختبار معنوية النموذج.
- تحليل الانحدار الخطي التدريجي لغرض اختبار ترتيب دخول المتغيرات المعنوية المستقلة في معادلة التنبؤ بالمتغير التابع.

الخطوة السادسة:

تفسير النتائج المتوصل المتحصل عليها.

الخطوة السابعة:

حساب القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج DDM ومقارنتها بالقيمة السوقية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري.

3- النموذج المستخدم :

تم اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة من خلال نموذج الانحدار الخطي العام وفقا للمعادلة التالية:

$$Y = a + b_1X_1 + \dots + b_kX_k + E \dots \dots \dots (1-4)$$

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

4- متغيرات الدراسة:

يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية للسهم العادي، أما المتغيرات المستقلة فتشمل مجموعة من النسب المالية المستخرجة من القوائم المالية للشركات محل الدراسة.

4-1- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية (Y)، و تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{متوسط القيمة السوقية للسهم} = (\text{الحد الأعلى} + \text{الحد الأدنى}) / 2$$

4-2- المتغيرات المستقلة:

تم التعبير عن المتغيرات المستقلة بنسب مالية على النحو الآتي :

-X₁: معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، يحسب بقسمة الأرباح الموزعة على حقوق الملكية.

-X₂: معدل دوران إجمالي الأصول (AT)، يحسب بقسمة صافي المبيعات على إجمالي الأصول.

-X₃: نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول (E/A)، تحسب بقسمة حقوق الملكية على إجمالي الأصول.

-X₄: نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول (CL/A)، تحسب بقسمة الخصوم المتداولة على إجمالي الأصول.

-X₅: نسبة التداول (CR)، تحسب بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة.

-X₆: نسبة السيولة السريعة (QR): تحسب بقسمة الأصول المتداولة ماعدا المخزون على الخصوم المتداولة.

-X₇: العائد على السهم (EPS)، يحسب بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم العادية.

-X₈: مضاعف الربحية (PER)، تحسب بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

المطلب الثاني: أثر المعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال

1- حساب النسب المالية لمجمع صيدال وتحليلها:

نحاول من خلال هذا الجزء أن نتناول أهم النسب المالية التي تمنحنا صورة واضحة عن الوضعية المالية لمجمع صيدال، والتي حسب رأي الباحثة قد تكون لها علاقة بالقيمة السوقية لسهم المجمع.

1-1 نسب السيولة:

- نسبة التداول:

الجدول رقم (04) : حساب نسبة التداول لمجمع صيدال.

السنة	الأصول المتداولة	الخصوم المتداولة	النسبة
2002	5265662195	3715111608	1.4173
2003	7204382460	4055509787	1.7764
2004	7419982506	4287337523	1.7307
2005	8044491597	5015942034	1.6038
2006	8343905695	5176464958	1.6119
2007	9125529861	5387025645	1.6940
2008	12772243350	7537758844	1.6944
2009	14678684970	8796530424	1.6687
2010	15038364331	7845157833	1.9169
2011	16116940187	7740687351	2.0821
2012	18566400050	8933235186	2.0784

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من الجدول رقم (04) نلاحظ أن مجمع صيدال خلال هذه الفترة تميز بمعدلات سيولة جد مرتفعة ، حيث تراوحت نسبة التداول بين 1.41 و 2.08، ويقدر المعدل المتوسط للسيولة العامة خلال الفترة المدروسة بـ 1.75، هذا يعني أن الأصول المتداولة تفوق الديون قصيرة الأجل بمتوسط قدره 75% خلال كامل الفترة المدروسة.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

- نسبة السيولة السريعة:

الجدول رقم (05) : حساب نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال.

السنة	الأصول المتداولة - المخزون	الخصوم المتداولة	النسبة
2002	3354103395	3715111608	0.9028
2003	4117759894	4055509787	1.0153
2004	3457274008	4287337523	0.8064
2005	4286240726	5015942034	0.8546
2006	4036702309	5176464958	0.7798
2007	4588806708	5387025645	0.8518
2008	6570900939	7537758844	0.8717
2009	6985293900	8796530424	0.7941
2010	8377719786	7845157833	1.0679
2011	9866681845	7740687351	1.2747
2012	12391014823	8933235186	1.3871

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من الجدول رقم (05) نلاحظ أن نسبة السيولة السريعة مرتفعة خلال كامل الفترة المدروسة، إذ تحصلنا على نسبة متوسطة للسيولة السريعة تفوق 0.96، وهي مرتفعة مقارنة مع النسب المعيارية للسيولة التي تتراوح بين 0.3 و 0.5.

يجدر الإشارة إلى أنه من خلال نسب السيولة بإمكاننا أخذ صورة حول تركيبة الأصول المتداولة، حيث أن الفرق بين متوسط السيولة العامة (نسبة التداول) ومتوسط السيولة السريعة على طول فترة الدراسة يفوق النصف، هذا ما يفسر مدى أهمية وزن قيم الاستغلال (المخزونات) في تركيبة الأصول المتداولة لمجمع صيدال.

1-2- نسب المديونية:

-نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الأصول:

الجدول رقم (06) : حساب نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الأصول.

السنة	حقوق الملكية	اجمالي الاصول	النسبة
2002	5395142606	11146940101	0.4840
2003	5757938992	12163538259	0.4734
2004	5923375849	13003781075	0.4555
2005	6112861127	14305451791	0.4273
2006	6392011217	14343001071	0.4457
2007	6987785466	15014596804	0.4654
2008	8329582054	18674201750	0.4460

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

0.4859	23176684104	11261304776	2009
0.4172	28251187962	11785525448	2010
0.5057	27277970868	13795482543	2011
0.4912	30021145495	14746505912	2012

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

- نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول:

الجدول رقم (07): حساب نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول.

السنة	الخصوم المتداولة	اجمالي الاصول	النسبة
2002	3715111608	11146940101	0.3333
2003	4055509787	12163538259	0.3334
2004	4287337523	13003781075	0.3297
2005	5015942034	14305451791	0.3506
2006	5176464958	14343001071	0.3609
2007	5387025645	15014596804	0.3588
2008	7537758844	18674201750	0.4036
2009	8796530424	23176684104	0.3795
2010	7845157833	28251187962	0.2777
2011	7740687351	27277970868	0.2838
2012	8933235186	30021145495	0.2976

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من خلال نتائج الجدول رقم (07) نلاحظ أن هناك تذبذب في نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول، حيث أنها شهدت انخفاضا منذ سنة 2002 إلى غاية 2007، ثم عادت للارتفاع سنة 2008 وانخفضت من جديد الى أن بلغت سنة 2012 قيمة 0.29، وتعتبر منخفضة نسبيا خلال فترة الدراسة مما يدل على أن الشركة تعتمد في تمويل موجوداتها على الامكانيات الذاتية، وهذا ما أثبتته دراسة (مليكة زغيب وسفيان دلفوف، 2012)¹، والتي تناولت الهيكل التمويلي للمجمع أين تم ترتيب أفضلية مصادر التمويل التمويل للمجمع، وخلصت الدراسة الى ان الهيكل التمويلي مزيج بين المصادر الداخلية والخارجية، واحتل التمويل الذاتي المرتبة الاولى، ثم القروض واصدار الأسهم. ويجدر الإشارة إلى أن زيادة هذه النسبة يؤدي الى انخفاض قدرة الشركة على الاقتراض الخارجي مستقبلا.

¹ - مليكة زغيب وسفيان دلفوف، (2012): تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة (دراسة حالة مجمع صيدال)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية (العدد 12)، جامعة بسكرة، ص313.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

3-1- نسب الربحية:

-معدل دوران اجمالي الأصول:

الجدول رقم (08): حساب دوران اجمالي الأصول لمجمع صيدال.

السنة	صافي المبيعات	اجمالي الاصول	النسبة
2002	5820808044	11146940101	0.5222
2003	6129511715	12163538259	0.5039
2004	6578621559	13003781075	0.5059
2005	6720842689	14305451791	0.4698
2006	7222361143	14343001071	0.5035
2007	8022396286	15014596804	0.5343
2008	9882486205	18674201750	0.5292
2009	12038305678	23176684104	0.5194
2010	12510199865	28251187962	0.4428
2011	13504270701	27277970868	0.4951
2012	13895054473	30021145495	0.4628

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من الجدول رقم (08) يتضح أن كل دينار مستثمر في الأصول قد حقق في المتوسط رقم أعمال قدره 0.49 دينار خلال فترة الدراسة، ومن الملاحظ أن هذه النسبة شهدت ارتفاع وانخفاض منذ سنة 2002 الى غاية سنة 2007، الا أنه منذ سنة 2008 في تراجع مستمر وبلغت أدنى قيمة 0.4428، وهو ما يعني أن كفاءة الإدارة في استثمار مواردها المالية في تدهور طفيف.

-معدل العائد على حقوق الملكية:

الجدول رقم (09): حساب معدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال.

السنة	الأرباح الموزعة	حقوق الملكية	النسبة
2002	90000000	5395142606	0.0167
2003	240000000	5757938992	0.0417
2004	200000000	5923375849	0.0338
2005	200000000	6112861127	0.0327
2006	230000000	6392011217	0.0360
2007	110000000	6987785466	0.0157
2008	350000000	8329582054	0.0420
2009	350000000	11261304776	0.0311
2010	350000000	11785525448	0.0297
2011	350000000	13795482543	0.0254
2012	400000000	14746505912	0.0271

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

من الجدول رقم (09) يتضح التفاوت في معدل العائد على حقوق الملكية، ولا يرجع ذلك لجانب الموارد الخاصة فحسب بل بسبب التغير في توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة، وتعتبر النسبة متوسطة كون قدرة المؤسسة على تمويل نموها لم تتغير، كما توجي إلى عدم وجود توسع خاص للشركة في الأجلين المتوسط والطويل.

1-4- نسب السوق:

-معدل العائد على السهم (ربح السهم):

الجدول رقم (10): حساب معدل العائد على السهم لمجمع صيدال.

السنة	صافي الربح	عدد الأسهم العادية	النسبة
2002	187339238	10000000	18.7339
2003	482290897	10000000	48.2291
2004	456231457	10000000	45.6231
2005	430555200	10000000	43.0555
2006	547483833	10000000	54.7484
2007	872149771	10000000	87.2150
2008	1346638302	10000000	134.6638
2009	2871813551	10000000	287.1814
2010	1102191923	10000000	110.2192
2011	2060480316	10000000	206.0480
2012	1965160951	10000000	196.5161

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من الجدول رقم (10) نلاحظ تزايد ربح السهم، وهذا دليل على كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة، وهو مؤشر جيد بالنسبة للشركة لأنه يمثل أحد أهم العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم.

-مضاعف الربحية

الجدول رقم (11): حساب مضاعف الربحية لمجمع صيدال.

السنة	السعر السوقي	ربحية السهم	النسبة
2002	547.5	18.7339	29.2251
2003	432.5	48.2291	8.9676
2004	352.5	45.6231	7.7263
2005	352.5	43.0555	8.1871
2006	400	54.7484	7.3061
2007	400	87.2150	4.5864
2008	390	134.6638	2.8961

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

1.3580	287.1814	390	2009
4.1281	110.2192	455	2010
3.0454	206.0480	627.5	2011
3.3967	196.5161	667.5	2012

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من خلال الجدول رقم (11) نلاحظ انه خلال سنة 2002 بلغ مضاعف الربحية قيمة 29.22، وبالنظر إلى هذه القيمة فإن الشركة تعتبر جاذبة للمستثمرين، وذلك لزيادة توقعاتهم في نمو العائدات مستقبلا. إلا انه ابتداء من سنة 2003 شهدت قيمة المضاعف تراجعا وذلك نتيجة الانخفاضات المتتالية لسعر سهم مجمع صيدال، حيث بلغ المضاعف أدنى قيمة له سنة 2009 مسجلا قيمة 1.35، بمعنى أن المستثمر مستعد لدفع 1.35 دينار مقابل حصوله على دينار من صافي ارباح الشركة.

2- قياس أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لمجمع صيدال

انطلاقا من القوائم المالية لمجمع صيدال للفترة 2002-2012 بالإضافة الى المعلومات المتعلقة بالقيمة السوقية وتوزيعات الأرباح المنشورة على مستوى بورصة الجزائر، تم حساب المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، والجدول رقم (12) يوضح ذلك.

- جدول رقم (12): المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمجمع صيدال

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	المتغيرات
0.0271	0.0254	0.0297	0.0311	0.0420	0.0157	0.0360	0.0327	0.0338	0.0417	0.0167	X ₁
0.4628	0.4951	0.4428	0.5194	0.5292	0.5343	0.5035	0.4698	0.5059	0.5039	0.5222	X ₂
0.4912	0.5057	0.4172	0.4859	0.4460	0.4654	0.4457	0.4273	0.4555	0.4734	0.4840	X ₃
0.2976	0.2838	0.2777	0.3795	0.4036	0.3588	0.3609	0.3506	0.3297	0.3334	0.3333	X ₄
2.0784	2.0821	1.9169	1.6687	1.6944	1.6940	1.6119	1.6038	1.7307	1.7764	1.4174	X ₅
1.3871	1.2747	1.0679	0.7941	0.8717	0.8518	0.7798	0.8545	0.8064	1.0153	0.9028	X ₆
196.5161	206.0480	110.2192	287.1814	134.6638	87.2150	54.7484	43.0555	45.6231	48.2291	18.7339	X ₇
3.3967	3.0454	4.1281	1.3580	2.8961	4.5864	7.3062	8.1871	7.7263	8.9676	29.2251	X ₈
667.5	627.5	455	390	390	400	400	352.5	352.5	432.5	547.5	Y

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال والتقارير المالية السنوية المنشورة في موقع بورصة الجزائر.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

وسيتم اختبار أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية وفقا للمعادلة التقديرية الآتية:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + b_7X_7 + b_8X_8 \dots\dots\dots (2-4)$$

حيث:

Y : المتغير التابع ويمثل القيمة السوقية للسهم العادي.

b₁, b₂ b₈ : معاملات الانحدار.

X₁, X₂ : المتغيرات المستقلة لنسب الربحية.

X₃, X₄ : المتغيرات المستقلة لنسب المديونية.

X₅, X₆ : المتغيرات المستقلة لنسب السيولة.

X₇, X₈ : المتغيرات المستقلة المتمثلة في النسب السوقية.

E : خطأ التقدير العشوائي.

1-2- عرض نتائج التحليل الاحصائي لفرضيات الدراسة ومناقشتها

1-1-2 اختبار تأثير المتغيرات المستقلة منفردة على القيمة السوقية لمجمع صيدال

سيتم دراسة تأثير كل مجموعة من النسب منفردة على القيمة السوقية، من خلال دراسة علاقة مؤشرات الربحية مع القيمة السوقية، علاقة مؤشرات المديونية بالقيمة السوقية، علاقة مؤشرات السيولة على القيمة السوقية، وعلاقة مؤشرات السوق مع القيمة السوقية وذلك وفقا للفرضيات الفرعية. ومن ثم دراسة تأثيرها مجتمعة، وذلك وفقا للفرضية الرئيسية، واحتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

جدول رقم (13): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمجمع صيدال

القيمة السوقية لمجمع صيدال		المتغيرات المستقلة	
sig	R ²		
0.250	0.293	ROE	نسب الربحية
		AT	
0.005	0.740	E/A	نسب المديونية
		CL/A	
0.000	0.881	CR	نسب السيولة
		QR	
0.220	0.315	EPS	نسب السوق
		PER	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

من خلال الجدول السابق تم تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، مع تحديد المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع وبدلالة احصائية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط احصائي معنوي.

وأظهرت نتائج الجدول رقم (13) أن:

- يبين معامل التحديد R² ضعف العلاقة، حيث أن كل من ROE و AT قادران على تفسير ما نسبته (29.30%) من التغير في القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، أما النسبة المتبقية (70.70%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع وهي أكبر من مستوى المعنوية، مما يشير الى قبول الفرضية العدمية الفرعية الأولى أي لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية لمجمع صيدال.

- يبين معامل التحديد R² قوة العلاقة، حيث أن كل من (E/A) (CL/A) قادران على تفسير ما نسبته (74%) من التغير في القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، أما النسبة المتبقية (26%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع عند مستوى دلالة احصائية (0.005) وهي أقل من مستوى المعنوية، مما يشير الى قبول الفرضية البديلة الفرعية الثانية، أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية لمجمع صيدال. وحسب مخرجات برنامج SPSS يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كالاتي:

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

$$Y = -50.279 + 2231.663x_3 - 1565.797x_4$$

$$(-.126) \quad (3.105) \quad (-3.084) \quad R^2 = 0.740$$

- يبين معامل التحديد R^2 قوة العلاقة، حيث أن كل من (CR) و (QR) قادران على تفسير ما نسبته (88.10%) من التغير في القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، أما النسبة المتبقية (11.90%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وذلك عند مستوى دلالة احصائية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية، مما يشير الى قبول الفرضية البديلة الفرعية الثالثة، أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية لمجمع صيدال. وحسب مخرجات برنامج SPSS يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كالتالي:

$$Y = 287.094 - 312.175x_5 + 742.407x_6$$

$$(2.150) \quad (-2.492) \quad (5.945) \quad R^2 = 0.881$$

- يبين معامل التحديد R^2 ضعف العلاقة، حيث أن كل من (EPS) و (PER) قادران على تفسير ما نسبته (31.50%) من التغير في القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، أما النسبة المتبقية (68.50%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، عند مستوى دلالة احصائية (0.220) وهي أكبر من مستوى المعنوية، مما يشير الى قبول الفرضية العدمية الفرعية الرابعة، أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية لمجمع صيدال.

2-1-2 اختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على القيمة السوقية لمجمع صيدال باستخدام

نموذج الانحدار المتعدد

يبين الجدول رقم (14) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة (النسب المالية) في المتغير التابع (القيمة السوقية لسهم صيدال)، وذلك على النحو التالي:

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

جدول رقم (14) تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة على سعر سهم صيدال

Sig	t الجدولية	T المحسوبة	المتغيرات المستقلة
0.028	2.306	5.797	ROE
0.020	2.306	-6.923	AT
0.020	2.306	7.004	E/A
0.033	2.306	-5.326	CL/A
0.029	2.306	-5.759	CR
0.024	2.306	6.288	QR
0.022	2.306	-6.560	EPS
0.022	2.306	6.596	PER
			قيمة F المحسوبة = 156.933
			قيمة F الجدولية = 19.37
			قيمة F المعنوية Sig = 0.006
			معامل الارتباط R = 0.999
			معامل التحديد R ² = 0.998

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

تشير نتائج تحليل الانحدار المتعدد الواردة في الجدول رقم (14) إلى:

- وجود علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة والقيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، وذلك استنادا إلى قيمة معامل الارتباط بين هذه الأخيرة والمتغير التابع (0.999)، وببين معامل التحديد أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير ما نسبته (99.8%) من التغير الحاصل في المتغير التابع.
- بالنظر إلى قيمة ستيودنت للمتغيرات المستقلة نلاحظ وجود علاقة ارتباطية موجبة وفي بعض الأحيان سالبة بين هذه المتغيرات والمتغير التابع، كما أن هناك تأثير ذو دلالة احصائية لكل المتغيرات المستقلة في السعر السوقي لمجمع صيدال، حيث يظهر الجدول أن قيم t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، وبمستويات معنوية أقل من 0.05 لكافة المتغيرات.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

- استنادا إلى قيمة F المحسوبة والبالغة قيمة (156.933) وهي أكبر من قيمة F الجدولية (19.37) عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، الأمر الذي يقتضي رفض الفرضية الرئيسية العدمية الأولى، وقبول الفرضية الرئيسية البديلة التي تدل على وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

- اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة:

يتطلب بناء النموذج بشكل صحيح تحديد العلاقات الارتباطية بين المتغيرات المستقلة ، وذلك من أجل التأكد من عدم وجود ارتباطات قوية بينها، لأن وجود ارتباطات قوية بين المتغيرات يؤثر سلبا على القدرة التفسيرية للنموذج، ويوضح الجدول رقم (15) معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات.

جدول رقم (15): معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة لمجمع صيدال

المتغيرات	ROE	AT	E/A	CL/A	CR	QR	EPS	PER
ROE	1							
AT	-0.966	1						
E/A	0.971	-0.992	1					
CL/A	-0.920	0.892	-0.922	1				
CR	-0.920	0.910	-0.935	0.972	1			
QR	0.135	-0.073	0.124	-0.322	-0.437	1		
EPS	-0.961	0.996	-0.995	0.897	0.919	-0.107	1	
PER	-0.968	0.996	-0.996	0.920	0.940	-0.143	0.997	1

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يتضح من نتائج الجدول رقم (15) وجود ارتباطات قوية بين العديد من المتغيرات المستقلة مما يعني وجود ازدواج خطي بين هذه الأخيرة، هذا الأمر يستدعي ضرورة استخدام طريقة الانحدار التدريجي (Stepwise Regression) لتصحيح مشكلة التعدد الخطي لهذا النموذج، ومعرفة أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تفسيراً للمتغير التابع.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

2-1-3- اختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على القيمة السوقية لمجمع صيدال باستخدام نموذج الانحدار التدريجي

يبين الجدول رقم (16) نتائج تحليل الانحدار التدريجي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (16) تحليل الانحدار التدريجي للمتغيرات المستقلة على سعر سهم صيدال

المتغيرات المستقلة	T المحسوبة	t الجدولية	Sig
AT	-3.632	2.365	0.008
E/A	2.843	2.365	0.025
QR	8.590	2.365	0.000
قيمة F المحسوبة = 50.193			
قيمة F الجدولية = 4.35			
قيمة F المعنوية Sig = 0.000			
معامل الارتباط R = 0.978			
معامل التحديد R ² = 0.956			
قيمة DW = 1.730			

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

تشير نتائج تحليل الانحدار التدريجي الواردة في الجدول رقم (16) إلى:

- وجود علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة (معدل دوران اجمالي الأصول، نسبة حقوق الملكية إلى اجمالي الأصول، نسبة السيولة السريعة) والقيمة السوقية لسهم مجمع صيدال، وذلك استنادا إلى قيمة معامل الارتباط بين هذه الأخيرة والمتغير التابع (0.978)، ويبين معامل التحديد أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير ما نسبته (95.6%) من التغير الحاصل في المتغير التابع، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع.
- قيمة فيشر المحسوبة وبالغة (50.193) أكبر من قيمة فيشر الجدولية (4.35) عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، الأمر الذي يقتضي قبول النموذج عند مستوى معنوية 0.05، وقبول الفرضية الرئيسية البديلة التي تدل على وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للسهم.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

- هناك تأثير ذو دلالة احصائية للمتغيرات الاحصائية (QR, AT, E/A) في السعر السوقي لمجمع صيدال، حيث يظهر الجدول أن قيم t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، وبمستويات معنوية أقل من 0.05 لكافة المتغيرات.

- قيمة Durbin & Watson (DW =1.730) وهي تقع في منطقة لا توجد فيها مشكلة الارتباط الخطي ولا مشكلة الارتباط الذاتي، وبناء على ذلك يعد النموذج ذو معنوية وصالح لإجراء عمليات التنبؤ بقرار الاستثمار في سهم مجمع صيدال.

- النموذج الخطي للاستثمار في سهم صيدال:

بناء على نتائج الجدول الممثل لأهم معالم نموذج الاستثمار في أسهم مجمع صيدال (أنظر ملحق رقم) يتضح أن نموذج المتغيرات المؤثرة على القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال أي النموذج 03 من تحليل الانحدار المتدرج، يأخذ الصيغة التالية:

$$Y = -306.171 - 235.424x_2 + 1017.053x_3 + 412.991x_6$$

(-1.926) (-3.632) (2.843) (8.590)

بناء على ما سبق فإن النتائج المتحصل عليها تثبت تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لمجمع صيدال، وأن للعلاقة بين المتغيرات المستقلة (معدل دوران اجمالي الأصول، نسبة حقوق الملكية إلى اجمالي الأصول، نسبة السيولة السريعة) والمتغير التابع (القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال) معنوية ذات دلالة احصائية (0.05).

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

المطلب الثالث: أثر المعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية على القيمة

السوقية لفندق الأوراسي

1- حساب النسب المالية لفندق الأوراسي وتحليلها:

1-1- نسب السيولة:

- نسبة التداول:

الجدول رقم (17) : حساب نسبة التداول لفندق الأوراسي.

السنة	الأصول المتداولة	الخصوم المتداولة	النسبة
2002	1044052158	982369020	1.06
2003	976836444	1083284640	0.90
2004	1183257546	1306781612	0.91
2005	1399139754	1526090005	0.92
2006	1824842588	1616053275	1.13
2007	1621985465	1755807126	0.92
2008	2046596982	1827267263	1.12
2009	3203689066	1530561742	2.09
2010	2885290380	1701253331	1.70
2011	1939804083	1570876793	1.24
2012	1226383792	1126482842	1.09

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

من خلال الجدول رقم (17) نلاحظ أن فندق الأوراسي قد سجل خلال فترة الدراسة

معدلات سيولة مرتفعة، حيث بلغت أقصى قيمة 2.09 سنة 2009، ويقدر المعدل المتوسط

للسيولة العامة خلال كامل الفترة بـ 1.19، مما يعني أن الأصول المتداولة تفوق الديون قصيرة

الأجل بمتوسط قدره 19%.

- نسبة السيولة السريعة:

الجدول رقم (18) : حساب نسبة السيولة السريعة لفندق الأوراسي.

السنة	الأصول المتداولة - المخزون	الخصوم المتداولة	النسبة
2002	742997728	982369020	0.76
2003	616453166	1083284640	0.57
2004	1183257546	1306781612	0.91
2005	826471448	1526090005	0.54
2006	1255832698	1616053275	0.78
2007	972465911	1755807126	0.55

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

0.78	1827267263	1426957616	2008
1.69	1530561742	2589628184	2009
1.51	1701253331	2575674996	2010
1.04	1570876793	1630194688	2011
0.72	1126482842	808973135	2012

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

من خلال الجدول رقم (18) نلاحظ أن مؤسسة تسيير فندق الأوراسي تحقق فائضا في السيولة، حيث سجلت نسبة سيولة سريعة مرتفعة خلال كامل فترة الدراسة والتي تقدر في المتوسط بـ 0.89، وهي تعتبر مرتفعة مقارنة بالنسب المعيارية للسيولة السريعة، هذا يعني أن الشركة قادرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل.

1-2- نسب المديونية:

-نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الأصول:

الجدول رقم (19): حساب نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الأصول لفندق الأوراسي.

النسبة	اجمالي الاصول	حقوق الملكية	البيان
0.4065	4446969469	1807526567	2002
0.4023	4677528246	1881709549	2003
0.3315	5135427117	1702351332	2004
0.3748	5579129206	2090920421	2005
0.3973	5742222581	2281586126	2006
0.4227	6255503132	2643901123	2007
0.3126	6632861201	2073658282	2008
0.2984	6954458175	2075236600	2009
0.5580	7110831596	3967732193	2010
0.3017	10867903093	3279107313	2011
0.3852	11379306572	4382860589	2012

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

- نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول:

الجدول رقم (20): حساب نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول لفندق الأوراسي.

السنة	الخصوم المتداولة	اجمالي الاصول	النسبة
2002	982369020	4446969469	0.221
2003	1083284640	4677528246	0.232
2004	1306781612	5135427117	0.254
2005	1526090005	5579129206	0.274
2006	1616053275	5742222581	0.281
2007	1755807126	6255503132	0.281
2008	1827267263	6632861201	0.275
2009	1530561742	6954458175	0.220
2010	1701253331	7110831596	0.239
2011	1570876793	10867903093	0.145
2012	1126482842	11379306572	0.099

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

من خلال نتائج الجدول رقم (20) نلاحظ أن نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول، حيث شهدت ارتفاعا منذ سنة 2002 إلى غاية 2007، ثم عادت للانخفاض سنة 2008 الى أن بلغت سنة 2012 قيمة 0.09، وتعتبر منخفضة نسبيا خلال فترة الدراسة مما يدل على أن الشركة لا تعتمد في تمويل موجوداتها على التمويل قصير الاجل، ويجدر الاشارة الى ان المؤسسة تعتمد على التمويل الطويل الأجل أكثر من التمويل قصير الأجل، وعليه فسياستها المالية تعتبر جيدة الى حد ما كونها غير مهددة بالالتزامات قصير الأجل (نسبة السيولة السريعة مرتفعة).

1-3- نسب الربحية:

-معدل دوران اجمالي الأصول:

الجدول رقم (21): حساب معدل دوران اجمالي الأصول لفندق الأوراسي.

السنة	صافي المبيعات	اجمالي الاصول	النسبة
2002	1134090205	4446969469	0.26
2003	1200788520	4677528246	0.26

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

0.28	5135427117	1431664408	2004
0.30	5579129206	1643910838	2005
0.30	5742222581	1693610924	2006
0.29	6255503132	1792327620	2007
0.30	6632861201	1958651078	2008
0.25	6954458175	1702261042	2009
0.16	7110831596	1159110004	2010
0.01	10867903093	107093702	2011
0.13	11379306572.42	1482303083.47	2012

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

من الجدول رقم (21) يتضح أن كل دينار مستثمر في الأصول قد حقق في المتوسط رقم أعمال قدره 0.49 دينار خلال فترة الدراسة، ومن الملاحظ أن هذه النسبة شهدت ارتفاع منذ سنة 2002 الى غاية سنة 2008، الا أنه منذ سنة 2009 في تراجع مستمر وبلغت أدنى قيمة 0.01 خلال سنة 2011، وهو ما يعني أن كفاءة الإدارة في استثمار مواردها المالية المتاحة في تدهور مستمر وتحقيقها لنتيجة خسارة خلال سنة 2011 يدعم هذا التفسير.

-معدل العائد على حقوق الملكية:

الجدول رقم (22): حساب معدل العائد على حقوق الملكية لفندق الأوراسي.

السنة	الأرباح الموزعة	حقوق الملكية	النسبة
2002	150000000	1807526567	0.0830
2003	180000000	1881709549	0.0957
2004	210000000	1702351332	0.1234
2005	240000000	2090920421	0.1148
2006	270000000	2281586126	0.1183
2007	282000000	2643901123	0.1067
2008	294000000	2073658282	0.1418
2009	300000000	2075236600	0.1446
2010	90000000	3967732193	0.0227
2011	0	3279107313	0
2012	0	4382860589	0

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

4-1- نسب السوق:

-معدل العائد على السهم:

الجدول رقم (23): حساب معدل العائد على السهم لفندق الأوراسي.

السنة	صافي الربح	عدد الأسهم العادية	النسبة
2002	249881880	6000000	41.65
2003	301869408	6000000	50.31
2004	356494089	6000000	59.42
2005	472861975	6000000	78.81
2006	679661313	6000000	113.28
2007	687901519	6000000	114.65
2008	749226318	6000000	124.87
2009	829961257	6000000	138.33
2010	112752336	6000000	18.79
2011	-575872544	6000000	-95.98
2012	527880732	6000000	87.98

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

من الجدول رقم (23) نلاحظ أن معدل العائد على السهم قد سجل ارتفاعا مستمرا من 41.65 سنة 2002 ليصل الى أعلى نسبة له سنة 2009 والتي بلغت 138.33، وهذا راجع إلى تسجيل ارتفاع مستمر في صافي ربح مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مما قد شجع المستثمرين على اقتناء هذ النوع من الأسهم خلال تلك الفترة، أما سنة 2010 قد سجل أنى قيمة والمقدرة بـ 18.79 بسبب انخفاض ربح المؤسسة.

-مضاعف الربحية

الجدول رقم (24): حساب مضاعف الربحية لفندق الأوراسي.

السنة	السعر السوقي	ربحية السهم	النسبة
2002	242.5	41.65	5.82
2003	260	50.31	5.17
2004	270	59.42	4.54
2005	282.5	78.81	3.58

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

3.16	113.28	357.5	2006
3.51	114.65	402.5	2007
3.42	124.87	427.5	2008
3.25	138.33	450	2009
24.48	18.79	460	2010
-4.95	-95.98	475	2011
4.77	87.98	420	2012

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي.

من خلال الجدول رقم (24) نلاحظ أن قيمة مضاعف الربحية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي منخفضة خلال كامل فترة الدراسة ويعتبر مؤشر غير جيد للمؤسسة لأن ذلك يعطي انطبعا للمستثمرين في انخفاض نمو عائداتها مستقبلا ، إلا أنه سنة 2010 فقد بلغت قيمة أقصاها 24.48، بمعنى أن المستثمر مستعد لدفع 24.48 دينار مقابل حصوله على وحدة من صافي أرباح المؤسسة.

2- قياس أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لفندق الأوراسي

انطلاقا من القوائم المالية لفندق الأوراسي للفترة الممتدة من 2002 إلى غاية سنة 2012، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالقيمة السوقية وتوزيعات الأرباح المنشورة على مستوى بورصة الجزائر، تم حساب المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، والجدول رقم (25) يوضح ذلك.

- جدول رقم (25): المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لفندق الأوراسي

النسب	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
X_1	0.0830	0.0957	0.1234	0.1148	0.1183	0.1067	0.1418	0.1446	0.0227	0	0
X_2	0.26	0.26	0.28	0.30	0.30	0.29	0.30	0.25	0.16	0.01	0.13
X_3	0.4065	0.4023	0.3315	0.3748	0.3973	0.4227	0.3126	0.2984	0.5580	0.3017	0.3852
X_4	0.221	0.232	0.254	0.274	0.281	0.281	0.275	0.220	0.239	0.145	0.099
X_5	1.06	0.90	0.91	0.92	1.13	0.92	1.12	2.09	1.70	1.24	1.09
X_6	0.76	0.57	0.91	0.54	0.78	0.55	0.78	1.69	1.51	1.04	0.72
X_7	41.65	50.31	59.42	78.81	113.28	114.65	124.87	132.29	18.79	0	87.98
X_8	5.82	5.17	4.54	3.58	3.16	3.51	3.42	3.40	24.48	0	4.77
Y	242.5	260	270	282.5	357.5	402.5	427.5	450	460	475	420

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لفندق الأوراسي والتقارير المالية السنوية المنشورة في موقع بورصة الجزائر.

2-1- عرض نتائج التحليل الاحصائي لفرضيات الدراسة ومناقشتها

2-1-1 اختبار تأثير المتغيرات المستقلة منفردة على القيمة السوقية لفندق الأوراسي

وقد تم دراسة تأثير كل مجموعة من النسب منفردة على القيمة السوقية، ثم دراسة تأثيرها مجتمعة، وذلك وفقا للفرضيات الفرعية، وقد تم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

جدول رقم(26): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لفندق الأوراسي

القيمة السوقية لفندق الأوراسي		المتغيرات المستقلة	
Sig	R ²		
0.017	0.904	ROE	نسب الربحية
		AT	
0.195	0.444	E/A	نسب المديونية
		CL/A	
0.408	0.201	CR	نسب السيولة
		QR	
0.008	0.934	EPS	نسب السوق
		PER	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

من خلال نتائج الجدول السابق سيتم تحليل طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، مع تحديد المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع وبدلالة إحصائية والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط احصائي معنوي، وهذا في ضوء الفرضيات الفرعية التالية:

أظهرت نتائج الجدول رقم (26) أن:

- يبين معامل التحديد R² قوة العلاقة، حيث أن كل من ROE و AT قادران على تفسير ما نسبته (90.40%) من التغير في القيمة السوقية لسهم فندق الأوراسي، أما النسبة المتبقية (9.6%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، عند مستوى دلالة احصائية

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

(0.017) أقل من مستوى المعنوية، مما يشير الى رفض الفرضية العدمية الفرعية الأولى، وبناء على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية لفندق الأوراسي. وحسب مخرجات برنامج SPSS يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كالاتي:

$$Y = 626.318 + 2848.148x_3 - 16885.792x_4$$

(2.019) (.864) (-1.722) **R² = 0.904**

- يبين معامل التحديد R² ضعف العلاقة، حيث أن كل من (E/A) و (CL/A) قادران على تفسير ما نسبته (44.4%) من التغير في القيمة السوقية لسهم فندق الأوراسي، أما النسبة المتبقية (55.6%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وذلك عند مستوى دلالة احصائية (0.195) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير الى قبول الفرضية العدمية الفرعية الثانية، هذا يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية لفندق الأوراسي.

- يبين معامل التحديد R² ضعف العلاقة، حيث أن كل من (CR) و (QR) قادران على تفسير ما نسبته (20.1%) من التغير في القيمة السوقية لسهم فندق الأوراسي، أما النسبة المتبقية (79.9%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، عند مستوى دلالة احصائية (0.408) وهي أكبر من مستوى المعنوية، مما يشير الى قبول الفرضية العدمية الفرعية الثالثة، وبهذا يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية لفندق الأوراسي.

- يبين معامل التحديد R² قوة العلاقة، حيث أن كل من (EPS) و (PER) قادران على تفسير ما نسبته (93.4%) من التغير في القيمة السوقية لسهم فندق الأوراسي، أما النسبة المتبقية (6.6%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع، وذلك عند مستوى دلالة احصائية (0.008) وهي أقل من مستوى المعنوية، مما يشير الى قبول الفرضية البديلة الفرعية الرابعة، وبهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية لفندق الأوراسي. وحسب مخرجات برنامج SPSS يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كالاتي:

$$Y = 481.520 + 5.572x_7 + 5.523x_8$$

(3.495) (3.369) (.532) **R² = 0.934**

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

2-1-3 اختبار تأثير المتغيرات المستقلة (النسب المالية) مجتمعة على القيمة السوقية لفندق الأوراسي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد

يبين الجدول رقم (27) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة (النسب المالية) في المتغير التابع (القيمة السوقية لسهم الأوراسي)، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (27) تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة على سعر سهم الأوراسي

المتغيرات المستقلة	T المحسوبة	t الجدولية	Sig
ROE	1.660	2.306	0.239
AT	-2.160	2.306	0.163
E/A	-0.331	2.306	0.772
CL/A	1.428	2.306	0.290
CR	-2.501	2.306	0.129
QR	1.142	2.306	0.372
EPS	4.916	2.306	0.039
PER	3.909	2.306	0.060
قيمة F المحسوبة = 18.412			
قيمة F الجدولية = 19.37			
قيمة F المعنوية Sig = 0.053			
معامل الارتباط R = 0.993			
معامل التحديد R ² = 0.987			

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

تشير نتائج تحليل الانحدار المتعدد الواردة في الجدول رقم (27) إلى:

- بالنظر إلى قيمة ستيودنت للمتغيرات المستقلة نلاحظ عدم وجود تأثير ذو دلالة احصائية للمتغيرات المستقلة في السعر السوقي لفندق الأوراسي، حيث يظهر الجدول أن مستوى معنوية قيم t المحسوبة لمعظم المتغيرات أكبر من 0.05 .
- استنادا إلى قيمة F المحسوبة والبالغة قيمة (18.412) وهي أقل من قيمة F الجدولية (19.37) عند مستوى دلالة (0.053) أكبر من (0.05)، الأمر الذي يقتضي رفض الفرضية البديلة الرئيسية لصالح قبول الفرضية الرئيسية العدمية الأولى، التي تدل على أنه

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

المبحث الثالث: تقدير القيمة الحقيقية لكل من مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي

تعد الأسهم العادية من أكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعا بين المستثمرين لما تحققه من عوائد مختلفة، مما يجعلها تلائم مختلف اهتمامات وحاجات المستثمرين، وهذا ما يجعل حجم الاستثمار فيها كبيرا ولكن درجة المخاطرة مرتفعة مقارنة بباقي الاستثمارات¹. ويتناول هذا المبحث تقييم الأسهم من خلال ايجاد القيمة الحقيقية لكل من مؤسسة تسيير فندق الأوراسي ومجمع صيدال باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح (DDM)، وذلك للتعرف على الاختلاف الموجود بين القيمة السوقية للأسهم العادية والقيمة الحقيقية لها لاتخاذ قرار استثماري أمثل.

المطلب الأول: تقدير القيمة الحقيقية لسهم مجمع صيدال

يتم حساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا لنموذج خصم توزيعات الأرباح بالمعادلة التالية:

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n Dt}{(1+K)^t}$$

حيث :

V : القيمة الحالية للسهم العادي.

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة في نهاية السنة.

K : معدل العائد المطلوب (معدل الخصم)

وباعتبار سنة 2012 هي نهاية المدة المدروسة، يمكن كتابة القيمة الحقيقية للسهم كالآتي:

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n Dt}{(1+K)^t} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

ولكي يتم قياس القيمة الحقيقية للسهم ينبغي استخراج معطيات المعادلة السابقة، وحساب

كل معطى بشكل خاص ثم بعد ذلك يتم استخراج القيمة الحقيقية للسهم.

¹ - هشام طلعت عبد الحكيم وأنوار مصطفى حسن، (2010): تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد (العدد 81)، العراق، 2010، ص52.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

1- حساب معدل الخصم:

يتمثل معدل الخصم (k) في معدل العائد المطلوب والذي يحسب باستخدام نموذج (CAPM):
كالآتي:

$$E(R) = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

Rf: العائد الخالي من المخاطرة

Rm: معادلة العائد السوقي للسهم

β : معامل بيتا

E(R): معدل العائد المطلوب

وحتى يتسنى لنا حساب معدل العائد المطلوب يجب ايجاد المعطيات التالية:

- العائد السوقي للسهم Rm.

- معامل بيتا β

- المعدل الخالي من المخاطرة

ويجدر الاشارة إلى أن معدل العائد الخالي من المخاطرة هو معدل الفائدة على سندات الخزينة الحكومية، وسوف يتم حساب معدل العائد المطلوب ابتداء من سنة 2008 وذلك لعدم توفر هذا النوع من السندات في بورصة الجزائر قبل هذه السنة (ولقد جرت أول جلسة لتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة ببورصة الجزائر يوم 11 فبراير سنة 2008 بمعدل فائدة قدره 3%)¹.

1-1 حساب عائد مؤشر السوق Rm :

بما أن بورصة الجزائر لا تحتوي على مؤشر السوق فسوف يتم بناء مؤشر السوق وذلك باعتبار الأسهم العادية فقط أي أسهم صيدال والأوراسي وأليانس للفترة 2008-2012 وفق مدخل الأوزان المتساوية (Equal Weighting).

¹ - التقرير السنوي لسنة 2008، متوفر على الموقع www.cosob.org

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

ويعطي هذا المدخل قيم متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ففي تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية، حيث تحسب بقسمة العدد (1) على سعر السهم، أما بالنسبة للوزن النسبي للسهم داخل المؤشر فيحسب بضرب السعر في الكمية الوهمية¹، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (28): متوسط عائد مؤشر السوق في بورصة الجزائر.

السهم	السعر بداية المدة	كمية صورية ³	الوزن المتساوي	السعر نهاية المدة	الوزن المتساوي ⁶
2	2	1/2=	3*2=4	5	3*5
الأوراسي	402.5	0.002484472	1	427.5	1.062111801
صيدال	400	0.0025	1	390	0.975
8					
قيمة المؤشر					
2.037111801					
متوسط عائد المؤشر 2008 = 0.018555901 1.855590062 %					
السهم	السعر بداية المدة	كمية صورية ³	الوزن المتساوي	السعر نهاية المدة	الوزن المتساوي ⁶
2	2	1/2=	3*2=4	5	3*5
الأوراسي	427.5	0.002339181	1	450	1.052631579
صيدال	390	0.002564103	1	390	1
9					
قيمة المؤشر					
2.052631579					
متوسط عائد المؤشر 2009 = 0.026315789 2.631578947 %					
السهم	السعر بداية المدة	كمية صورية ³	الوزن المتساوي	السعر نهاية المدة	الوزن المتساوي ⁶
2	2	1/2=	3*2=4	5	3*5
الأوراسي	450	0.002222222	1	460	1.022222222
صيدال	390	0.002564103	1	455	1.166666667
0					
قيمة المؤشر					
2.188888889					
متوسط عائد المؤشر 2010 = 0.094444444 9.444444444 %					

¹ - حسين قبيلان، (2011): مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، (العدد 11)، جامعة سطيف1، الجزائر، ص99.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

السهم	السعر بداية المدة	كمية صورية 3	الوزن المتساوي	السعر نهاية المدة	الوزن المتساوي 6=	
	2	1/2=	3*2=4	5	3*5	
الأوراسي	460	0.002173913	1	475	1.032608696	0
صيدال	455	0.002197802	1	627.5	1.379120879	1
أليانس	830	0.001204819	1	830	1	1
قيمة المؤشر						3
متوسط عائد المؤشر 2011 =						0.137243192
%						13.72431916
السهم	السعر بداية المدة	كمية صورية 3	الوزن المتساوي	السعر نهاية المدة	الوزن المتساوي 6=	
	2	1/2=	3*2=4	5	3*5	
الأوراسي	475	0.002105263	1	420	0.884210526	0
صيدال	627.5	0.001593625	1	667.5	1.06374502	1
أليانس	830	0.001204819	1	827.5	0.996987952	2
قيمة المؤشر						3
متوسط عائد المؤشر 2012 =						0.018352167
%						-1.835216732

المصدر: محسوب من طرف الباحثة انطلاقا من البيانات المنشورة على الموقع: www.sgbv.dz

1-2- حساب معامل β سهم صيدال:

يمثل معامل بيتا التباين المشترك بين العائد السوقي للسهم R_x والعائد على محفظة السوق R_m ، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\beta_{x1} = \frac{\text{cov}(R_x, R_m)}{\sigma^2 R_m} = \frac{\frac{1}{n} \sum R_x R_m - \bar{R}_m \bar{R}_{x1}}{\frac{1}{n} \sum R_m^2 - \bar{R}_m^2}$$

- حساب عائد R_{x1} وخطر (σ_{RX1}) سهم صيدال:

يتم حساب عائد سهم صيدال باعتبار تسعيرة السهم التاريخية للفترة (2008-2012) ومبلغ التوزيعات كما هو مبين في الجدول رقم (30)، وفقا للعلاقة التالية:

$$R_x = \frac{C_1 - C_0 + D}{C_0} \cdot 100$$

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

حيث:

R_x : عائد السهم X .

C_1 : تسعيرة السهم نهاية الفترة.

C_0 : تسعيرة السهم بداية الفترة.

D : التوزيعات.

الجدول (29): حساب عائد وخطر سهم مجمع صيدال.

الفترة	سعر السهم	توزيعات الأرباح	R_{x1}	R_{x1}^2
2007	400			
2008	390	35	6.25	39.0625
2009	390	35	8.97	80.5391
2010	455	35	25.64	657.4622
2011	627.5	35	45.60	2079.7609
2012	667.5	40	12.75	162.5371
		المجموع	99.21	3018.85

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الموقع www.cosob.com.org

$$R_{x1} = 99.21/5 = 19.84\%$$

ولتحديد الخطر الكلي الذي يواجهه سهم مجمع صيدال، نستخدم مقياس الانحراف المعياري،

$$\sigma_{RX}^2 = \frac{1}{n} \sum R_X^2 - (\bar{R}_X)^2 : (\sigma_{RX}^2) \text{ : علاقة تباين عائد السهم}$$

ويكون تباين عائد سهم صيدال كما يلي:

$$\sigma_{RX}^2 = \frac{1}{5} (3018.85) - (19.84)^2 = 210.1444$$

وبما أن الانحراف المعياري $\sigma_{R_{x1}}$ هو الجذر التربيعي للتباين أي:

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

$$\sigma_{R_{X_1}} = \sqrt{\sigma_{R_{X_1}}^2}$$

$$\sigma_{R_{X_1}} = \sqrt{210.1444} = 14.5\%$$

إذن ينحرف عائد سهم صيدال عن قيمته المتوسطة بمقدار 14.5%.

بالاعتماد على عائد سهم صيدال للفترة (2008-2012) (R_{X_1}) وعائد مؤشر السوق

(R_m) يمكن تحديد (β_{X_1}) كما موضح في الجدول التالي:

الجدول (30): حساب بيتا سهم صيدال

الفترة	(معدل عائد السهم R_{X_1})	معدل عائد السوق R_m	R_m^2	$R_m * R_{X_1}$
2008	6.25	1.85	3.4225	11.5625
2009	8.97	2.63	6.9169	23.5911
2010	25.64	9.44	89.1136	242.0416
2011	45.6	13.72	188.2384	625.632
2012	12.75	-1.83	3.3489	-23.3325
المجموع	99.21	25.81	291.0403	879.4947

المصدر: من اعداد الباحثة.

$$\beta_{X_1} = \frac{\frac{1}{5}(879.49) - (19.84)(5.16)}{\frac{1}{5}(291.04) - (5.16)^2} = \frac{73.5236}{31.5824} = 2.32$$

تبين نتائج الجدول رقم (30) أن معامل بيتا أكبر من الواحد ($\beta_{X_1} = 2.32$)، هذا يعني أن

العائد السوقي لأسهم مجمع صيدال يكون أكثر تقلبا من عوائد السوق ومخاطر الاستثمار في سهم

صيدال تفوق مخاطر السوق.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

وبعد احتساب كافة معطيات نموذج (CAPM)، وبالتالي فإن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم صيدال يحسب كمايلي:

$$E(R_{x1}) = 3\% + 2.32 (5.16\% - 3\%)$$

$$E(R_{x1}) = 8.01\%$$

1-3- حساب القيمة الحقيقية لمجمع صيدال:

يوضح الجدول رقم (32) احتساب القيمة الحقيقية لسهم مجمع صيدال للفترة 2008-2012 ثم يتم مقارنتها مع القيمة السوقية للسهم لسنة 2013، من أجل اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب.

جدول رقم (31): تحديد القيمة الحقيقية لسهم صيدال

الفترة	توزيعات الأرباح	$(1+K)^n$	$D/(1+K)^n$
2008	35	1.0801	32.4044
2009	35	1.1666	30.0013
2010	35	1.2601	27.7764
2011	35	1.3610	25.7165
2012	40	1.47	27.2107
		المجموع	143.1094

المصدر: من اعداد الباحثة

$$V = 143.1094 + 667.5 / (1.0801)^5 = 597.1884$$

نلاحظ أن القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال لا تعبر عن قيمته الحقيقية، حيث أن القيمة الحقيقية لسهم مجمع صيدال (597.1884) أكبر من قيمته السوقية (535)، وهذا يعني أن هذه الأسهم مسعرة بأقل مما يجب، الأمر الذي يعكس بدوره ضعف أداء السوق، وبالتالي يصبح هذا

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

السهم مرغوب فيه من طرف المستثمرين باعتباره فرصة مغرية للشراء، مما يؤدي الى تعديل السعر الى أن يصبح سعر توازني.

استنادا لما سبق فإن سهم مجمع صيدال غير مقيم بقيمته الحقيقية، وبالتالي نقبل الفرضية الثانية العدمية أي أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم، ونرفض الفرضية الثانية البديلة.

المطلب الثاني: تقدير القيمة الحقيقية لسهم الأوراسي

كما ذكرنا سابقا يتم حساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا للمعادلة التالية:

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n Dt}{(1+K)^t} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

ولكي يتم قياس القيمة الحقيقية للسهم ينبغي استخراج معطيات المعادلة السابقة، وحساب كل معطى بشكل خاص ثم بعد ذلك يتم استخراج القيمة الحقيقية للسهم .

1- حساب معدل الخصم:

بتطبيق معادلة (CAPM) نقوم بحساب معدل العائد المطلوب على سهم الأوراسي، وحتى يتسنى لنا حساب معدل العائد المطلوب يجب ايجاد المعطيات التالية:

- العائد السوقي للسهم R_m .

- معامل بيتا β

- المعدل الخالي من المخاطرة

1-1- حساب معامل β سهم الأوراسي:

نقوم بحساب معامل بيتا سهم الأوراسي بالعلاقة التالية:

$$\beta_{X1} = \frac{\text{cov}(R_X, R_m)}{\sigma^2 R_m} = \frac{\frac{1}{n} \sum R_x R_m - \bar{R}_m \bar{R}_{X1}}{\frac{1}{n} \sum R_m^2 - \bar{R}_m^2}$$

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

- حساب عائد R_{x2} وخطر (σ_{RX2}) سهم الأوراسي:

يتم حساب عائد سهم الأوراسي باعتبار تسعيرة السهم التاريخية للفترة (2008-2012) ومبلغ التوزيعات كما هو مبين في الجدول (32)، وفقا للعلاقة التالية:

$$R_x = \frac{C_1 - C_0 + D}{C_0} \cdot 100$$

الجدول (32): تحديد عائد وخطر سهم الأوراسي.

R_{x2}^2	R_{x2}	توزيعات الأرباح	سعر السهم	الفترة
			402.5	2007
338.0117	18.39	49	427.5	2008
287.6099	16.96	50	450	2009
30.8642	5.56	15	460	2010
10.6333	3.26	0	475	2011
134.0720	-11.58	0	420	2012
801.19	32.58	المجموع		

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الموقع www.cosob.com.org

$$R_{x2} = 32.58/5 = 6.51\%$$

ولتحديد الخطر الكلي الذي يواجه سهم الأوراسي، نستخدم مقياس الانحراف المعياري،

$$\sigma_{RX}^2 = \frac{1}{n} \sum R_x^2 - (\bar{R}_x)^2 : (\sigma_{RX}^2) \text{ السهم عائد السهم}$$

ويكون تباين عائد سهم صيدال كما يلي:

$$\sigma_{RX}^2 = \frac{1}{5} (801.19) - (6.51)^2 = 117.8579$$

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

وبما أن الانحراف المعياري $\sigma_{R_{X_1}}$ هو الجذر التربيعي للتباين أي:

$$\sigma_{R_{X_2}} = \sqrt{\sigma_{R_{X_2}}^2}$$

$$\sigma_{R_{X_2}} = \sqrt{117.8579} = 10.85\%$$

إذن ينحرف عائد سهم الأوراسي عن قيمته المتوسطة بمقدار 10.85%.

بالاعتماد على عائد سهم الأوراسي للفترة (2008-2012) (R_{X_2}) وعائد مؤشر السوق

(R_m) يمكن تحديد (β_{X_2}) كما موضح في الجدول التالي:

الجدول (33): تحديد بيتا سهم الأوراسي.

$R_m * R_{X_2}$	R_m^2	معدل عائد السوق R_m	(معدل عائد السهم R_{X_2})	الفترة
34.0215	3.4225	1.85	18.39	2008
44.6048	6.9169	2.63	16.96	2009
52.4864	89.1136	9.44	5.56	2010
44.7272	188.2384	13.72	3.26	2011
21.1914	3.3489	-1.83	-11.58	2012
197.0313	291.0403	25.81	32.58	المجموع

المصدر: من اعداد الباحثة.

$$\beta_{X_2} = \frac{\frac{1}{5}(197.0313) - (6.51)(5.16)}{\frac{1}{5}(291.04) - (5.16)^2} = \frac{5.8146}{31.5824} = 0.18$$

معامل بيتا أقل من الواحد ($\beta_{X_2} = 0.18$)، هذا يعني أن العائد السوقي لأسهم الأوراسي يكون أقل

تقلبا من عوائد السوق ومخاطر الاستثمار في سهم الأوراسي أقل من مخاطر السوق.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

وبعد احتساب كافة معطيات نموذج (CAPM)، وبالتالي فإن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم صيدال يحسب كمايلي:

$$E(R_{x2}) = 3\% + 2.32 (5.16\% - 3\%)$$

$$E(R_{x2}) = 3.36\%$$

1-2 حساب القيمة الحقيقية لسهم الأوراسي:

كما ذكرنا سابقا تحسب القيمة الحقيقية للسهم بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n Dt}{(1+K)^t} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

ويوضح الجدول رقم (34) احتساب القيمة الحقيقية لسهم الأوراسي للفترة 2008-2012 ثم يتم مقارنتها مع القيمة السوقية للسهم لسنة 2013، من أجل اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب.

الجدول (34): تحديد القيمة الحقيقية لسهم الأوراسي

الفترة	توزيعات الأرباح	$(1+K)^n$	$D/(1+K)^n$
2008	49	1.0336	47.4071
2009	50	1.0683	46.8021
2010	15	1.1042	13.5842
2011	0	1.1413	0
2012	0	1.1797	0
		المجموع	107.7934

المصدر: من اعداد الباحثة

$$V = 107.7934 + (420/1.0336)^5 = 463.8235$$

نلاحظ أن القيمة السوقية لسهم الأوراسي لا تعبر عن قيمته الحقيقية، حيث أن القيمة الحقيقية للسهم (463.8235) أكبر من قيمته السوقية (370)، وهذا يعني أن هذه الأسهم مسعرة بأقل مما يجب، الأمر الذي يعكس بدوره ضعف أداء السوق، وبالتالي يصبح هذا السهم مرغوب

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

فيه من طرف المستثمرين باعتباره فرصة مغرية للشراء، مما يؤدي الى تعديل السعر الى أن يصبح سعر توازني.

استنادا لما سبق فإن سهم الأوراسي غير مقيم بقيمته الحقيقية، وبالتالي نقبل الفرضية الثانية العدمية أي أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم، ونرفض الفرضية الثانية البديلة.

المطلب الثالث: مقارنة فندق الأوراسي ومجمع صيدال

يجدر الإشارة إلى أن المقارنة بين كل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي للفترة (2002-2012) تتمثل في ايجاد أوجه التشابه والاختلاف فيما يخص جانب أساسي يتمثل اعتبارهما من أوائل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وتخضعان لنفس قواعد التداول والإفصاح، لذا سنتمحوور المقارنة في الجانب المتعلق بالبورصة فقط، ولا يمكن أن تتم في جوانب أخرى وذلك لعدة أسباب أهمها اختلاف النشاط، فمجمع صيدال ينشط في قطاع الصناعة في حين فندق الأوراسي في مجال الخدمات.

1- الشركات محل المقارنة:

الشركة (1): ممثلة في مجمع صيدال، من المؤسسات العمومية الإقتصادية (القطاع العام) الرائدة في صناعة الأدوية في الجزائر، حيث تمثل نسبة العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة (OPV) في هذه المؤسسة 20%.

الشركة (2): ممثلة بمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، من المؤسسات العمومية الإقتصادية (القطاع العام) الرائدة في قطاع الخدمات السياحية، حيث تمثل نسبة العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة (OPV) في هذه المؤسسة 20%.

2- الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:

عند الإطلاع على المعلومات المتوفرة على مستوى بورصة الجزائر نجد أن كلا الشركتان تتقيد بقوانين الإفصاح المنصوص عليها الذي يتم بشكل دوري (سنة) من خلال نشر القوائم المالية السنوية، ويجدر الإشارة إلى أن تطبيق النظام المحاسبي المالي قد عزز من الإفصاح مما جعل الشركتين تفصحان عن نتائج نشاطهما من خلال نشر قوائم مالية سداسية تميزت بالوضوح وسهولة

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

القراءة والمقارنة، وهذا دليل على تحسن مستوى الإفصاح من خلال السعي إلى تحسين جودة المعلومات المحاسبية.

3- النسب المالية (مؤشرات الأداء) بعد الاكتتاب العام:

- هناك تحسن عام في مستوى السيولة الذي تحتفظ به الشركتان حيث زادت كل من نسبتي التداول والسيولة السريعة، إذ حقق مجمع صيدال في المتوسط نسبة تداول قدرت بـ (1.75%) و نسبة سيولة سريعة (0.96%)، في حين حقق فندق الأوراسي نسبة تداول (1.19%) و (0.89%) نسبة سيولة سريعة خلال فترة الدراسة.
- تحسن عام في مستوى أداء هيكل رأس المال (نسب المديونية)، حيث لوحظ انخفاض لنسب الخصوم المتداول إلى اجمالي الأصول لمجمع صيدال وهذا ما تم تفسيره باعتماد المجمع على تمويل موجوداته باستخدام الامكانيات الذاتية، أما بالنسبة لفندق الأوراسي لاحظنا أيضا انخفاضا نسبيا لنفس النسبة وتم الإشارة إلى أن الفندق يعتمد على التمويل طويل الأجل أكثر من القصير الأجل، وهذا ما يجعله غير مهددا بالالتزامات قصيرة الأجل وما يدعم هذا التفسير هو ارتفاع نسبة سيولته السريعة.
- شهد مستوى الأداء الربحي المحقق للشركتين انخفاضا حيث تم ملاحظة أن نسبة معدل دوران اجمالي الأصول في تراجع مستمر وهو ما يعني أن كفاءة الإدارة في ادارة مواردها المالية المتاحة في تدهور، إلا أن هذا التدهور طفيف بالنسبة لمجمع صيدال أما فندق الأوراسي فالتدهور مستمر وهذا ما جعله يحقق نتيجة خسارة خلال سنة 2011. ويجدر الإشارة إلى أن مجمع صيدال يأتي في المرتبة الأولى من حيث تحقيقه لمعدل دوران الأصول حيث بلغ المؤشر خلال سنة 2007 نسبة (50%)، أما فندق الأوراسي فحقق أعلى نسبة قدرت بـ (30%) خلال سنة 2008.
- بالنسبة لنسب السوق تم ملاحظة ارتفاع في معدل العائد على السهم لكل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي خلال معظم فترة الدراسة ويعود السبب في ذلك إلى الارتفاع المستمر لصافي الربح، وهو مؤشر جيد بالنسبة للشركة لأنه يمثل عامل رئيسي يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ عملية الشراء، كذلك مضاعف الربحية بلغ أعلى قيمة له (29.22) بالنسبة لمجمع صيدال والتي تعتبر جاذبة للمستثمرين، في حين بلغت نفس النسبة قيمة قدرها (24.48) فيما يخص فندق الأوراسي.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

4- مدى تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم:

عند دراسة أثر المعلومات المحاسبية باستخدام كل مجموعة من المؤشرات على حدى (منفردة) على القيمة السوقية للسهم أظهرت نتائج التحليل الإحصائي مايلي:

- القيمة السوقية لمجمع صيدال ليس لها علاقة ذات دلالة احصائية مع كل من معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل دوران إجمالي الأصول، في حين القيمة السوقية لفندق الأوراسي تستجيب لنفس هذه النسب.
- هناك اختلاف في مدى استجابة كل من القيمة السوقية للشركتين لنسب المديونية، حيث أظهرت النتائج أن العلاقة بين القيمة السوقية لمجمع صيدال ذات دلالة احصائية، في حين اختبار نفس المتغيرات لفندق الأوراسي أظهر عدم استجابة القيمة السوقية لهذا الأخير مع نفس النسب المختبرة على مجمع صيدال.
- معدل الارتباط بين نسب السيولة والقيمة السوقية لمجمع صيدال كبير وذو دلالة احصائية، في حين معامل ارتباط بين نفس المتغيرات في حالة فندق الأوراسي بين عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية.
- أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من مضاعف الربحية ومعدل العائد على الأصول والقيمة السوقية لمجمع صيدال، في حين وجود هذه العلاقة في حالة فندق الأوراسي.

عند دراسة أثر المعلومات المحاسبية ممثلة في كل المتغيرات المستقلة مجتمعة على القيمة السوقية باستخدام نموذج الانحدار التدريجي، خلصت نتائج الدراسة الاحصائية إلى:

- وجود علاقة قوية ذات دلالة احصائية بين كل المتغيرات المستقلة مجتمعة، والقيمة السوقية لمجمع صيدال وذلك استنادا إلى قيمة معامل الارتباط المقدر بـ (0.978)، وتمثلت المتغيرات المستقلة المؤثرة على القيمة السوقية في نسبة السيولة السريعة، معدل دوران إجمالي الأصول، ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول. في حين أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين كل المتغيرات المستقلة مجتمعة والقيمة السوقية لفندق الأوراسي، إذ بلغت معنوية النموذج (0.053) وهي أكبر من مستوى المعنوية،

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

كذلك قيمة فيشر المحسوبة أعلى من القيمة الجدولية مما أدى إلى رفض النموذج، ويرجع السبب في ذلك بالأساس إلى وجود ارتباطات ذاتية بين المتغيرات المستقلة.

5- مقارنة القيمة السوقية بالقيمة الحقيقية:

كما أشرنا سابقا أنه تم تحديد القيمة السوقية لكل من الشركتين باستعمال نفس نموذج التقييم اي نموذج خصم توزيعات الأرباح في حالة مدة محددة (أي 2012)، إذ تم حساب كل من معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب، إذ يمكن مقارنتهما كالتالي:

جدول رقم (35): مقارنة معدل العائد الفعلي بمعدل العائد المطلوب

السهم	معدل العائد المطلوب	معدل العائد الفعلي	اشارة الفرق	القيمة الحقيقية مقارنة بالقيمة السوقية
صيدال	%8.01	%19.84	سالبة	أكبر
الأوراسي	%3.36	%6.51	سالبة	أكبر

المصدر: من اعداد الباحثة

من خلال مقارنة العوائد في الجدول السابق اتضح أن معدل العائد الفعلي أكبر من معدل العائد المطلوب لكلا الشركتين، وتم استخلاص أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، ومن جهة أخرى تم تعزيز هذه النتيجة بحساب القيمة الحقيقية لكل سهم باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح، حيث بلغت القيمة الحقيقية لسهم صيدال (597.1884) وهي أكبر من قيمته السوقية (535)، كذلك هو الحال بالنسبة لفندق الأوراسي بلغت قيمته الحقيقية (463.82) مقارنة بقيمته السوقية (370)، بمعنى أن سهم كل من فندق الأوراسي ومجمع صيدال مسعر بأقل من قيمته وهما يمثلان فرصة شراء مغرية للمستثمرين.

ويمكن ارجاع الاختلاف بين فندق الأوراسي ومجمع صيدال إلى:

- اختلاف النسب المالية بين الشركتين سببه لأنهما تنشطان في قطاعين مختلفين، وبطبيعة الحال مؤشرات أداء شركة خدمية تختلف عن مؤشرات أداء شركة صناعية.

الفصل الرابع أثر المعلومات المحاسبية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

- يمكن ارجاع الاختلاف في مدى استجابة لكل شركة للمعلومات المتاحة إلى عدم تحليل المستثمرين للمعلومات ويعود السبب في ذلك إلى قلة خبرتهم في مجال الإستثمار في البورصة وكذا عدم استعمالهم لمختلف نماذج التقييم، أدى إلى التسعير الخاطئ للأسهم.
- وما يدعم هذا التفسير هو عدم كفاءة بورصة الجزائر، وهذا راجع إلى عدة أسباب أهمها عدم توفر الافصاح عن المعلومات في الوقت المناسب، فمعظم المعلومات المتوفرة تاريخية.

خلاصة:

يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، حيث تم التطبيق على شركتين مسعرتين في بورصة الجزائر، والمتمثلتان في مجمع صيدال الذي يعتبر رائد الصناعات الصيدلانية على المستوى الوطني، وفندق الأوراسي رائد القطاع الخدماتي.

اذ تم استخدام التحليل المالي بالنسب لدراسة الوضعية المالية لكل شركة للفترة (2002-2012)، حيث تميزتا بتحسن عام في كل من مستوى السيولة ومستوى أداء هيكل رأس المال، إذ تم تفسيره باعتماد المجمع على تمويل موجوداته ذاتيا بنسبة كبيرة، أما فندق الأوراسي فيعتمد بالأساس على التمويل طويل الأجل مما جعله غير مهدد بالإلتزامات قصيرة الأجل. فيما يخص الأداء الربحي المحقق فشهد انخفاضا طفيفا على مستوى المجمع وتدهورا مستمرا بالنسبة لفندق الأوراسي، بالإضافة إلى ارتفاع معدل العائد على السهم والذي يعتبر مؤشرا جيدا للمثمرين.

وقد تم اختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية والمعبر عنها بالنسب المالية، والقيمة السوقية للشركتين أين تم التوصل إلى استجابة سعر سهم صيدال للمعلومات المتاحة وعدم استجابة سعر سهم الأوراسي لنفس المعلومات، وأجريت مقارنة للقيمة الحقيقية للشركتين محل الدراسة والقيمة السوقية، وتم التوصل إلى نتيجة مؤداها أن أسهم كل من صيدال والأوراسي تمثلان فرص شراء مغرية كونهما مسعرتان بأقل من قمتها الحقيقية.

الخطمة

قمنا من خلال تناولنا لموضوع أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، بمعالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى تأثير المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لأسعار أسهمها، في محاولة لتحديد مدى استجابة القيمة السوقية لمثل هذا النوع من المعلومات، وكذا تقييم الشركات لمعرفة ما اذا كانت مسعرة بقيمتها الحقيقية. فاستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح لإيجاد القيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها، يساعد المستثمر على اتخاذ القرار من خلال مقارنة القيمة المحسوبة بالسعر المسجل في البورصة، وبالنظر إلى ملكية الورقة المالية من عدمها، يتم اتخاذ القرار. معرجين قبل ذلك إلى دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية وتقييم أدواتها (الأسهم العادية)، وكذا أهمية تحليل المعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي، من خلال الفصول النظرية للأطروحة.

ويجدر الإشارة إلى أن الحديث عن تقييم الشركات المدرجة في البورصة والمحاسبة المالية، والعلاقة بينهما في اقتصاد مثل الاقتصاد الجزائري لهو أمر صعب، ويعود السبب في ذلك بالأساس إلى غياب التناسق بين مختلف الأنظمة، فلا يمكن لأي نظام أن يشتغل في معزل عن الأنظمة الاقتصادية والمالية المكونة للاقتصاد الوطني، إذ أن انشاء بورصة الجزائر وتبني نظام مالي محاسبي مع تجاهل باقي الأنظمة الأخرى لن يساعد في انعاش الاقتصاد الوطني. ومن غير الممكن أيضا أن تزيد البورصة من نشاطها في بيئة تفتقد إلى ثقافة استثمارية لدى الأفراد، ونقص خبرتهم في مجال تحليل القوائم المالية، بالإضافة إلى العدد الضئيل للشركات المدرجة في البورصة، وغياب الشفافية والإفصاح، وكذا مختلف المعوقات التي تحول دون تطور بورصة الجزائر.

وتبعا لما تقدم في هذه الدراسة يمكن استخلاص عدد من النتائج، وتقديم مجموعة من التوصيات، وذلك كمايلي:

النتائج:

- بالرغم من مرور عدة سنوات على انشاء بورصة الجزائر إلا أن أداءها لا يزال ضعيفا، وذلك لقلّة عدد الشركات المقيدة بها، وعدم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المطروحة، اتضحت محدودية بورصة الجزائر في تحقيق تنمية الاستثمار في الاوراق المالية والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة.
- هناك عدة عقبات حالت دون فعالية بورصة الجزائر، تمثلت فيضعف الثقافة الاستثمارية لدى غالبية الأفراد، انتشار السوق الموازية ما يؤدي إلى توجيه الأموال إلى الاستثمار فيها، ضعف أداء الشركات مما يجعلها غير قادرة على تلبية شروط الانضمام للبورصة، وغياب سياسة ترويجية واضحة للبورصة، سواء من طرف الهيئات المنظمة لها أو من طرف الشكات المدرجة فيها.
- أهمية القوائم المالية ودورها في توجيه المستثمر نحو الاستثمار الأنسب، اذ لا تعتبر القوائم المالية في حد ذاتها هي الأساس الذي يجب الاعتماد عليه، ولكن تحويل المعلومات التي تحتويها إلى مؤشرات تساعد المستثمر في التحليل والمقارنة بين أداء الشركات المدرجة وأداء الشركة نفسها على مدار عدة سنوات.
- لا يمكن للمستثمر الاعتماد على جزء من المؤشرات المالية عند التحليل، بل يجب استخدام مؤشرات متنوعة لتشمل مجمل أداء الشركة.
- يعد الإفصاح مطلباً أساسياً نظراً لأهميته في زيادة شفافية ومصداقية المعلومات المحاسبية.
- أظهرت نتائج الدراسة الاحصائية العلاقات الارتباطية بين المتغير التابع أي القيمة السوقية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في النسب المالية لمجمع صيدال كالآتي:
 - وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية ومعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل دوران إجمالي الأصول وتم على أساسها رفض الفرضية العدمية الفرعية الأولى لصالح قبول البديلة أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية للسهم.

- وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ونسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول، وتم على أساسها رفض الفرضية العدمية الفرعية الثانية لصالح قبول الفرضية البديلة أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية للسهم.
 - وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة، وتم على أساسها رفض الفرضية العدمية الفرعية الثالثة لصالح قبول الفرضية البديلة أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية للسهم.
 - عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من معدل العائد على السهم ومضاعف الربحية، وتم على أساسها قبول الفرضية العدمية الفرعية الرابعة أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية للسهم.
- أظهرت نتائج الدراسة الاحصائية العلاقات الارتباطية بين المتغير التابع أي القيمة السوقية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في النسب المالية لفندق الأوراسي كالاتي:
- وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية ومعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل دوران إجمالي الأصول وتم على أساسها رفض الفرضية العدمية الفرعية الأولى لصالح قبول البديلة أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية للسهم.
 - عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ونسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول، وتم على أساسها قبول الفرضية العدمية الفرعية الثانية، أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية للسهم.
 - عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة، وتم على أساسها قبول الفرضية العدمية الفرعية

الثالثة أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية للسهم.

■ وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم وكل من معدل العائد على السهم ومضاعف الربحية، وتم على أساسها رفض الفرضية العدمية الفرعية الرابعة لصالح قبول الفرضية البديلة أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية للسهم.

- أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي النتائج التالية:

■ بالنسبة لمجمع صيدال وجود علاقة قوية ذات دلالة احصائية بين كل المتغيرات المستقلة مجتمعة، والقيمة السوقية لمجمع صيدال وتمثلت المتغيرات في المستقلة في نسبة السيولة السريعة، معدل دوران إجمالي الأصول، ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، وعليه تم رفض الفرضية العدمية الرئيسية الأولى لصالح قبول الفرضية البديلة أي أنه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

■ بالنسبة لفندق الأوراسي أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة والقيمة السوقية للسهم، مما أدى قبول الفرضية العدمية الرئيسية الأولى أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

- عند استخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح لتحديد القيمة الحقيقية للأسهم أظهرت النتائج أن سهمي فندق الأوراسي ومجمع صيدال مسعران بأقل من قيمتهما، وهذا ما يؤكد عدم كفاءة بورصة الجزائر في تقييم الأسهم المتداولة.

التوصيات:

- بعد استخلاص النتائج لابد من تقديم جملة من التوصيات، والمنتثلة في:
- متابعة أي بيانات تصدر عن الشركات المدرجة في السوق لما قد يكون له من تأثير على القيمة السوقية للسهم.
 - توعية المستثمرين بأهمية التحليل المالي، وكيفية الاستفادة من المؤشرات المالية، وذلك للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، ولضمان تنفيذ أكبر لأوامر البيع والشراء.
 - ضرورة تبني أدوات تحليل وتقييم الأوراق المالية قصد الابتعاد عن اتخاذ القرارات غير المبنية على أسس تقنية.
 - إنشاء مؤسسات مالية متخصصة تتولى وظيفة تحليل القوائم المالية وذلك لمساعدة المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة المحاسبية.
 - مد جسر تعاون بين الجامعة والسوق المالي و ذلك للتركيز على البحوث العلمية في مجال الإفصاح المحاسبي.
 - الاستفادة من تجارب الدول الناشئة واستخلاص الدروس لمحاولة تنشيط بورصة الجزائر، مع مراعاة المتغيرات البيئية التي تحكم كل سوق.



قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

- 1- آل شبيب دريد كامل، (2009): الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الطبعة العربية، عمان، الأردن.
- 2- آل شبيب دريد كامل، (2007): مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- 3- التميمي أرشد فؤاد وأسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- 4- التميمي أرشد فؤاد، (2010): الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن.
- 5- الجعارات خالد جمال، (2008): معايير التقارير المالية الدولية (IAS/ IFRAS)، دار إثراء للنشر، عمان، الأردن.
- 6- الحناوي محمد صالح وآخرون، (2003): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 7- الحناوي محمد صالح وآخرون، (2007): تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر.
- 8- الحناوي محمد، نهال فريد مصطفى وآخرون، (2007): الاستثمار في الأوراق المالية وادارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، مصر.
- 9- الحيايي وليد ناجي، (2007): مذكرات التحليل المالي في المنشآت التجارية، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك.
- 10- الخطيب محمد محمود، (2010): الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر، عمان، الأردن.

- 11-** الدسوقي إيهاب، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
- 12-** الدهراوي كمال الدين، (2006): تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- 13-** السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن.
- 14-** الشواورة فيصل محمود، (2008): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- 15-** الشيرازي عباس مهدي، (1990): نظرية المحاسبة، دار السلاسل للنشر والتوزيع، الكويت.
- 16-** الصيرفي محمد، (2007): البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر.
- 17-** العارضي جليل كاظم مدلول، (2014): الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن.
- 18-** العامري محمد علي ابراهيم، (2010): الإدارة المالية المتقدمة، دار اثراء، الأردن.
- 19-** العلي أسعد حميد، (2010): الإدارة المالية "الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- 20-** القاضي زياد عبد الكريم ومحمد خليل أبو زلطة، (2010): تصميم نظم المعلومات الإدارية والمحاسبية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 21-** النعيمي عدنان تايه وأرشد فؤاد التميمي، (2009): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن.
- 22-** أندراوس عاطف وليم، (2006): التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- 23-** أندراوس عاطف وليم، (2006)، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- 24-** بن ساسي الياس ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

- 25- بوراس أحمد، (2003): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.
- 26- جابر عاطف وطه عبد الرحيم، (2008): أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 27- جمعة وآخرون، (2007): نظم المعلومات المحاسبية مدخل تطبيقي معاصر، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 28- حردان طاهر حيدر، (2009): أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 29- حردان طاهر حيدر، (1997): مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 30- حسيني عصام، (2008): أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن.
- 31- حلوه حنان رضوان، (2009): مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، الطبعة 2، دار وائل للنشر، الأردن.
- 32- حماد طارق عبد العال، (2003): إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
- 33- حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، (2000): أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- 34- حنفي عبد الغفار، (2003): بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- 35- حنفي عبد الغفار، (2004): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- 36- خنفر مؤيد راضي، غسان فلاح المطارنة، (2006): تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- 37- خنفر مؤيد راضي، (2011): غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية (مدخل نظري وتطبيقي)، عمان، دار المسيرة، الطبعة الأولى.

- 38-** داغر محمود محمد، (2007): الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة 2، عمان، الأردن.
- 39-** رسمية أحمد أبو موسى،(2004): الأسواق المالية و النقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 40-** رمضان زياد ومروان شموط، (2008): الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، القاهرة، مصر.
- 41-** شاكر منير محمد وآخرون، (2005): التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة 02، دار وائل، عمان، الأردن.
- 42-** شرودر ريتشارد وآخرون، (2006): نظرية المحاسبة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- 43-** شمعون شمعون، (1999): البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر.
- 44-** ضياء مجيد، (2003): البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر.
- 45-** طارق عبد العال، (2007): حوكمة الشركات (شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، الدار الجامعية، طبعة مزيدة ومنقحة.
- 46-** عبد النبي محمد أحمد، (2009): الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، دار زمزم، عمان، الأردن.
- 47-** عدون ناصر دادي ، (1999): التحليل المالي (الجزء الأول)، دار المحمدية، الجزائر.
- 48-** فهمي مصطفى، التحليل المالي، SME Financial، فلسطين، 2008.
- قاسم نايف علوان، (2009): إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
- 49-** مطر محمد وفايز تيم، (2005): ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، الأردن.
- 50-** منير إبراهيم هندي، (1996): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- 51-** هندي منير ابراهيم، (1997): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصدر.

52- هندي منير ابراهيم، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الاسكندرية، مصر.

53- هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن.

54- ياسين محمد يوسف، (2004): البورصة(عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان.

ب- الدوريات:

55- الزبيدي فراس خضير، (2010): أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العرق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، (المجلد 12، العدد 03)، جامعة القادسية، العراق.

56- السيد قايد متولي أحمد، (2003): تحليل وقياس القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية غير المتوقعة في علاقتها مع عوائد الأسهم غير العادية في سوق الأوراق المالية الكويتية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، (العدد 04)، جامعة عين الشمس، القاهرة.

57- العامري زهرة حسن والسيد علي خلف الركابي، (2007): أهمية النسب المالية في تقويم الاداء (دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، (العدد 63)، العراق.

58- الظاهر عبد الله، سام عبد القادر الفقهاء،(2011): العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، مجلة سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 26 ، العدد السابع، جامعة مؤتة، الكرك، المملكة الأردنية الهاشمية.

59- المشهداني بشرى نجم عبد الله وجوان جاسم خضير العبيدي، (2011): دور التقارير المالية المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العراق، العدد 26.

60- المهدي محمد عبد الله ووليد زكريا صيام، (2007): أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية

المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، (المجلد 34، العدد 02)، الجامعة الأردنية.

- 61-** باشيخ عبد الرحمن عبد اللطيف بن محمد ، (2005): العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 19، العدد 02 ، ص 176-177¹ حمزة محي الدين، (2007): دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 23، العدد 01.
- 62-** بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، (2012): كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (العدد 02)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- 63-** بورقبة شوقي، (2010): دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 10)، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- 64-** دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، (2011): تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 ، مجلة الباحث، العدد العاشر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- 65-** رمو وحيد محمود وسيف عبد الرزاق محمد الوتار، (2010): استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية: دراسة على عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، (مجلد 32، العدد 100)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.
- 66-** زغدار أحمد و سفير محمد، (2009) : خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية (IAS-IFRS)، مجلة الباحث (العدد 07)، جامعة ورقلة.
- 67-** زغيب مليكة وسفيان دلفوف، (2012): تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة (دراسة حالة مجمع صيدال)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية (العدد 12)، جامعة بسكرة.
- 68-** سويبي هوارى، (2007): أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05.

- 69-** شقيري نوري موسى ووليد أحمد صافي، (2009): قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر -دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (العدد 19)، العراق.
- 70-** طلعت هشام عبد الحكيم وأنوار مصطفى حسن، (2010): تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد (العدد 81)، العراق.
- 71-** عبد الزهرة كرار سليم، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، (2014): قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الغري، (العدد 29)، جامعة الكوفة، العراق.
- 72-** عقاري مصطفى، (2007): المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية (العدد 01)، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- 73-** علوان قاسم نايف وابراهيم محمد الزعلوك، (2005): أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 05)، جامعة سطيف.
- 74-** قبلان حسين، (2011): مؤشرات أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، (العدد 11)، جامعة سطيف 1، الجزائر.
- 75-** كتوش عاشور، (2009): متطلبات تطبيق النظام المحاسبي الموحد (IAS/IFRS) في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 6، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف.
- 76-** مفتاح صالح ومعارفي فريدة، (2010/2009): متطلبات كفاءة سوق رأس المال (دراسة لواقع الأسواق العربية سبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث (عدد 07)، جامعة ورقلة.
- 77-** نوي الحاج، (2013): مقارنة جودة المعلومات المحاسبية في النظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، (العدد 09)، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف.

ج - الملثقيات:

- 78- أحمد سعيد قطب حاسنين، (2006): تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم القدرة التفسيرية للمعلومات المالية، سوق الأوراق المالية السعودية، جامعة الملك سعود.
- 79- أشرف شمس الدين، (2005): أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، ديسمبر.
- 80- الكراسنة ابراهيم، ارشادات في تقييم الأسهم و السندات، صندوق النقد الدولي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2005.
- 81- براقى تيجاني، (2008): الإفصاح المحاسبي وأثره على كفاءة الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي للسوق المالي بين النظري والتطبيق في إطار تجارب الدول العربية، المنعقد يومي 21- 22 أكتوبر، جامعة باجي مختار، عنابة.
- 82- خطاب سامي، عبد الرؤوف ربابعة، (2006): التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة الأوراق المالية و السلع، بورصة أبو ظبي، دبي، الشارقة، مارس.
- 83- عادل عبد الفتاح الميهي، (2006): المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختبارية حديثة)، للندوة الحادية عشر دور المعلومات المحاسبية في تنشيط أسواق المال المنعقدة يومي 05-06 ديسمبر، جامعة الملك سعود.
- 84- عثمانى أحسين، سعاد شعابنية، (2012): النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري المنعقد يومي 06-07 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بن خيضر، بسكرة.
- 85- قورين حاج قويدر، أنساعد رضوان، نورين بومدين، (2010): تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية المنعقد يومي 08-09 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف.
- 86- نادية أمين محمد علي، (2007): تحليل أسواق الأوراق المالية، ورقة مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة، أسيوط.

د - الرسائل:

- 87- براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تمويل التنمية مع دراسة حالة الجزائر بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، 1990.
- 88- بن حاسين بن أعر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- 89- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، 2005-2006، جامعة الجزائر.
- 90- بيداويد جورج توما، (2012): الإفصاح المحاسبي وأثره وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية في أستراليا، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك.
- 91- حمداوي الطاوس، (2008): الاستثمار في الأوراق المالية و ادارة الخطر -حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة باجي مختار، عنابة.
- 92- سويبي هواربي، (2008): تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر.
- 93- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.

هـ - التقارير والقوانين:

- 94- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، القانون رقم 11 -07 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي.
- 95- المرسوم التنفيذي رقم 156/08 المؤرخ في 26 ماي 2008، المتضمن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07، المادة رقم 08.
- 96- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2008،
- 97- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2009
- 98- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010

99- fiche technique (Alliance, NCAB Rouiba) sur le site :

www.cosob.org 22/05/2014.

المراجع باللغة الأجنبية:

- 100- Ahmed N. Obaidat, (2007): Accounting Information Qualitative characteristics Gap: Evidence from Jordan, International management review (vol.3 N°2).
- 101- Bodie Jack ,(2004) : Essentials of investments, Mc Graw Hill, USA,
- 102- Eugene Fama , (1970): Efficient capital market : A review of theory and empirical work, the journal of Finance, vol.25, No,2, New York.
- 103- Feaber Esme, (2008) : All about stock, Mc grow, 3ed edition, USA,
- 104- Frédéric Michkin, (2007) : Monnaie banque et Marchés Financiers, Pearson éducation, 8^{ème} édition.
- 105- G. Feltham, J. Ohlson, (1995): Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, contempory accounting research.
- 106- Hitchner James & Mard Michel, (2003): Financial valuation workbook, by John Wiley & Sons, USA.
- 107- J. Quirin and A. Allen, The effect of earnings performance on fundamental information analysis, Journal of business research, 2000.
- 108- M.Angels de frutos, Carolina Manzano, (2005):Trade disclosure and price dispersion, Journal of finance Markets, Volume 8.
- 109- Michel Albouy, (2005) : Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, revue française de gestion, n° 157, Lavoisier.
- 110- Michele Mollet, Georges Langlois,(2010) : Finance d'entreprise Manuel et application, Edition Foucher, 4^{ème} édition.
- 111- Mohammad Reza Kohansal Abolfazl Mohseni, Komeil Mahjori Karmozdi, Amir Dadrasmoghammad, (2013): Relationship between

Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran, World Applied Programming, Vol 3, Issue 10, Iran.

112– Pascal S Froidevaux, (2004): Fundamental Equity Valuation, Stock selection based on discounted cash flow, Thesis, University of Fribourg, Switzerland.

113– Placido Menaje, (2012): Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Philippines, American International Journal of Contemporary Research, Manila, Philippines, Vol 2, No 9.

114– R.Ball and P Brown, (1968): An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, Autumn.

الملاحق

ملحق رقم (01): القوائم المالية لفندق الأوراسي (2002-2012)

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2002

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles			543 672 000,00	
22 - Terrains	543 672 000,00			
24 - Equipements de production	3 994 846 691,41	1 692 366 293,41	2 302 480 398,00	
25 - Equipements sociaux	1 525 413,95	1 448 196,61	77 217,34	
28 - Investissements en cours	20 357 479,50		20 357 479,50	
TOTAL CLASSE 2	4 560 401 584,86	1 693 814 490,02	2 866 587 094,84	2 866 587 094,84
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	14 763 162,74	475 739,58	14 287 423,16	
31 - Matieres et fournitures	141 878 081,02	5 695 416,10	136 182 664,92	
37 - Stocks a l'exterieur	57 126,92		57 126,92	
TOTAL CLASSE 3	156 698 370,68	6 171 155,68	150 527 215,00	150 527 215,00
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes débiteurs du passif	128 801,19		128 801,19	
42 - Créances d'investissements	538 597 775,97	2 267 560,00	536 330 215,97	
43 - Créances de stocks	2 463 615,50		2 463 615,50	
44 - Créances s/Stès apparentées	40 000 000,00		40 000 000,00	
45 - Avances pour comptes	7 702 359,30		7 702 359,30	
46 - Avances d'exploitation	66 117 313,12		66 117 313,12	
47 - Créances sur clients	472 503 600,34	133 371 880,97	339 131 719,37	
48 - Disponibilités	437 981 134,55		437 981 134,55	
TOTAL CLASSE 4	1 565 494 599,97	135 639 440,97	1 429 855 159,00	1 429 855 159,00
<u>TOTAL</u>	<u>6 282 594 555,51</u>	<u>1 835 625 086,67</u>	<u>4 446 969 468,84</u>	<u>4 446 969 468,84</u>

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2002

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	117 032 458,38	
134 - Réserves facultatives	190 097 288,77	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	396 820,00	
190 - Provisions pour pertes probables	67 516 028,52	
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	1 875 042 595,67	1 875 042 595,67
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 339 675 973,42	
53 - Dettes de stocks	2 937 242,02	
54 - Détentions pour compte	84 568 348,15	
55 - Dettes envers les associés	528 471 441,71	
56 - Dettes d'exploitation	358 008 748,14	
57 - Avances commerciales	8 383 239,49	
TOTAL CLASSE 5	2 322 044 992,93	2 322 044 992,93
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2002	249 881 880,24	
TOTAL CLASSE 8	249 881 880,24	249 881 880,24
TOTAL GENERAL	4 446 969 468,84	4 446 969 468,84

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2002

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 002	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		80 059 102,65
60	Marchandises consommées	15 914 474,07	
80	MARGE BRUTE		64 144 628,58
80	Marge brute		64 144 628,58
71	Production vendue denrées		440 246 959,37
74	Prestations fournies		613 784 142,74
75	Transfert de charges de production		1 810 469,91
61	Matières et fournitures consommées	195 999 497,12	
62	Services	60 916 062,58	
	Total	256 915 559,70	1 119 986 200,60
81	VALEUR AJOUTEE		863 070 640,90
81	Valeur ajoutée		863 070 640,90
77	Produits divers		38 824 637,80
78	Transfert de charges d'exploitation		40 970 195,28
63	Frais de personnel	246 655 649,71	
64	Impôts et taxes	40 599 490,18	
65	Frais financiers	77 996 245,39	
66	Frais divers	8 443 623,93	
68	Dotations aux amortissements et provisions	199 230 111,40	
	Total	572 925 120,61	942 865 473,98
	RESULTAT D'EXPLOITATION		369 940 353,37
79	Produits hors exploitation		277 203 754,03
69	Charges hors exploitation	299 717 277,16	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	22 513 523,13	
83	Résultat d'exploitation		369 940 353,37
84	Résultat hors exploitation	22 513 523,13	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		347 426 830,24
	Impôt sur les bénéfices IBS	97 544 950,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		249 881 880,24

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2003

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles				
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 038 219 166,87	1 842 523 835,10	2 195 695 331,77	
25 - Equipements sociaux	1 866 350,45	1 419 947,09	446 403,36	
28 - Investissements en cours	8 305 161,40		8 305 161,40	
TOTAL CLASSE 2	4 592 062 678,72	1 843 943 782,19	2 748 118 896,53	2 748 118 896,53
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	14 897 575,12	466 799,02	14 430 776,10	
31 - Matières et fournitures	172 690 659,88	6 976 924,03	165 713 735,85	
37 - Stocks a l'exterieur	47 126,92		47 126,92	
TOTAL CLASSE 3	187 635 361,92	7 443 723,05	180 191 638,87	180 191 638,87
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes debiteurs du passif	70 575 469,58		70 575 469,58	
42 - Créances d'investissements	954 797 645,98	2 224 740,00	952 572 905,98	
43 - Créances de stocks	2 425 719,50		2 425 719,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	40 000 000,00		40 000 000,00	
45 - Avances pour comptes	6 315 175,79		6 315 175,79	
46 - Avances d'exploitation	59 328 812,17		59 328 812,17	
47 - Créances sur clients	463 145 351,83	122 698 714,20	340 446 637,63	
48 - Disponibilités	277 552 990,08		277 552 990,08	
TOTAL CLASSE 4	1 874 141 164,93	124 923 454,20	1 749 217 710,73	1 749 217 710,73
<u>TOTAL</u>	<u>6 653 839 205,57</u>	<u>1 976 310 959,44</u>	<u>4 677 528 246,13</u>	<u>4 677 528 246,13</u>

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2003

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	231 524 947,39	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	184 602,00	
190 - Provisions pour pertes probables	99 856 742,12	
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	1 981 566 291,51	1 981 566 291,51
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 310 807 907,23	
53 - Dettes de stocks	2 163 981,56	
54 - Détentions pour compte	89 059 956,98	
55 - Dettes envers les associés	516 755 484,71	
56 - Dettes d'exploitation	462 458 127,98	
57 - Avances commerciales	12 847 088,17	
TOTAL CLASSE 5	2 394 092 546,63	2 394 092 546,63
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2003	301 869 407,99	
TOTAL CLASSE 8	301 869 407,99	301 869 407,99
TOTAL GENERAL	4 677 528 246,13	4 677 528 246,13

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2003

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 003	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		83 451 509,46
60	Marchandises consommées	17 652 820,04	
80	MARGE BRUTE		65 798 689,42
80	Marge brute		65 798 689,42
71	Production vendue denrées		470 894 162,64
74	Prestations fournies		646 442 847,60
75	Transfert de charges de production		866 098,97
61	Matières et fournitures consommées	221 451 939,31	
62	Services	77 739 677,81	
	Total	299 191 617,12	1 184 001 798,63
81	VALEUR AJOUTEE		884 810 181,51
81	Valeur ajoutée		884 810 181,51
77	Produits divers		36 037 121,05
78	Transfert de charges d'exploitation		3 293 729,28
63	Frais de personnel	238 639 362,32	
64	Impôts et taxes	41 310 464,23	
65	Frais financiers	77 207 245,74	
66	Frais divers	9 147 778,04	
68	Dotations aux amortissements et provisions	164 353 137,21	
	Total	530 657 987,54	924 141 031,84
	RESULTAT D'EXPLOITATION		393 483 044,30
79	Produits hors exploitation		295 546 813,98
69	Charges hors exploitation	262 382 936,29	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		33 163 877,69
83	Résultat d'exploitation		393 483 044,30
84	Résultat hors exploitation		33 163 877,69
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		426 646 921,99
	Impôt sur les bénéfices IBS	124 777 514,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		301 869 407,99

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2004

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles				
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 096 344 901,87	1 959 492 398,61	2 136 852 503,26	
25 - Equipements sociaux	1 858 014,86	1 467 691,80	390 323,06	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 641 874 916,73	1 960 960 090,41	2 680 914 826,32	2 680 914 826,32
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	13 809 042,32	414 201,09	13 394 841,23	
31 - Matieres et fournitures	291 225 936,60	12 385 154,69	278 840 781,91	
37 - Stocks a l'exterieur	692 358,12		692 358,12	
TOTAL CLASSE 3	305 727 337,04	12 799 355,78	292 927 981,26	292 927 981,26
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes debiteurs du passif	330 900,00		330 900,00	
42 - Créances d'investissements	1 273 441 118,71	2 186 375,00	1 271 254 743,71	
43 - Créances de stocks	2 336 667,50		2 336 667,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	116 886 472,99		116 886 472,99	
45 - Avances pour comptes	6 650 091,26		6 650 091,26	
46 - Avances d'exploitation	97 079 878,25		97 079 878,25	
47 - Créances sur clients	484 755 970,73	104 301 501,48	380 454 469,25	
48 - Disponibilités	286 591 086,47		286 591 086,47	
TOTAL CLASSE 4	2 268 072 185,91	106 487 876,48	2 161 584 309,43	2 161 584 309,43
<u>TOTAL</u>	<u>7 215 674 439,68</u>	<u>2 080 247 322,67</u>	<u>5 135 427 117,01</u>	<u>5 135 427 117,01</u>

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2004

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	52 141 557,38	
134/1 - Fonds de renouvellement	273 400 000,00	
180 - Résultat en instance d'affectation	209 775,00	
190 - Provisions pour pertes probables	190 370 572,20	
TOTAL CLASSE 1	2 166 121 904,58	2 166 121 904,58
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 306 029 512,03	
53 - Dettes de stocks	3 314 360,06	
54 - Détentions pour compte	104 723 149,09	
55 - Dettes envers les associés apparentées	626 085 902,71	
56 - Dettes d'exploitation	558 521 163,25	
57 - Avances commerciales	14 137 036,56	
TOTAL CLASSE 5	2 612 811 123,70	2 612 811 123,70
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2004	356 494 088,73	
TOTAL CLASSE 8	356 494 088,73	356 494 088,73
TOTAL GENERAL	5 135 427 117,01	5 135 427 117,01

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2004

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 004	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		111 728 720,74
60	Marchandises consommées	17 327 593,81	
80	MARGE BRUTE		94 401 126,93
80	Marge brute		94 401 126,93
71	Production vendue denrées		593 797 679,95
74	Prestations fournies		726 138 007,45
75	Transfert de charges de production		3 553 684,34
61	Matières et fournitures consommées	247 437 242,28	
62	Services	83 836 612,35	
	Total	331 273 854,63	1 417 890 498,67
81	VALEUR AJOUTEE		1 086 616 644,04
81	Valeur ajoutée		1 086 616 644,04
77	Produits divers		23 465 238,10
78	Transfert de charges d'exploitation		4 855 013,37
63	Frais de personnel	295 230 451,04	
64	Impôts et taxes	48 502 734,69	
65	Frais financiers	77 669 162,78	
66	Frais divers	11 224 635,48	
68	Dotations aux amortissements et provisions	146 783 082,34	
	Total	579 410 066,33	1 114 936 895,51
	RESULTAT D'EXPLOITATION		535 526 829,18
79	Produits hors exploitation		348 014 583,57
69	Charges hors exploitation	392 838 599,02	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	44 824 015,45	
83	Résultat d'exploitation		535 526 829,18
84	Résultat hors exploitation	44 824 015,45	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		490 702 813,73
	Impôt sur les bénéfices IBS	134 208 725,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		356 494 088,73

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2005

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles			543 672 000,00	
22 - Terrains	543 672 000,00			
24 - Equipements de production	4 159 016 881,04	2 064 420 014,51	2 094 596 866,53	
25 - Equipements sociaux	1 559 519,16	1 228 613,04	330 906,12	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 704 248 400,20	2 065 648 627,55	2 638 599 772,65	2 638 599 772,65
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	11 721 146,97	417 256,00	11 303 890,97	
31 - Matieres et fournitures	292 178 862,20	17 722 788,75	274 456 073,45	
37 - Stocks a l'exterieur	574 189,02		574 189,02	
TOTAL CLASSE 3	304 474 198,19	18 140 044,75	286 334 153,44	286 334 153,44
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes débiteurs du passif	364 800,00		364 800,00	
42 - Créances d'investissements	1 543 328 778,55	1 939 100,00	1 541 389 678,55	
43 - Créances de stocks	1 976 191,00		1 976 191,00	
44 - Créances s/Stes apparentées	194 622 222,80		194 622 222,80	
45 - Avances pour comptes	5 623 764,26		5 623 764,26	
46 - Avances d'exploitation	116 085 843,60		116 085 843,60	
47 - Créances sur clients	389 881 500,45	97 384 607,64	292 496 892,81	
48 - Disponibilités	501 635 886,89		501 635 886,89	
TOTAL CLASSE 4	2 753 518 987,55	99 323 707,64	2 654 195 279,91	2 654 195 279,91
<u>TOTAL</u>	<u>7 762 241 585,94</u>	<u>2 183 112 379,94</u>	<u>5 579 129 206,00</u>	<u>5 579 129 206,00</u>

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2005

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	440 920 421,11	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	251 730,00	
190 - Provisions pour pertes probables	182 352 734,03	
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 273 524 885,14	2 273 524 885,14
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 306 652 341,12	
53 - Dettes de stocks	3 356 181,93	
54 - Détentions pour compte	92 391 071,01	
55 - Dettes envers les associés	765 530 285,02	
56 - Dettes d'exploitation	645 034 387,02	
57 - Avances commerciales	19 778 080,25	
TOTAL CLASSE 5	2 832 742 346,35	2 832 742 346,35
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2005	472 861 974,51	
TOTAL CLASSE 8	472 861 974,51	472 861 974,51
TOTAL GENERAL	5 579 129 206,00	5 579 129 206,00

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2005

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 005	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		122 191 112,82
60	Marchandises consommées	16 541 937,29	
80	MARGE BRUTE		105 649 175,53
80	Marge brute		105 649 175,53
71	Production vendue denrées		634 318 324,95
74	Prestations fournies		887 401 400,48
75	Transfert de charges de production		1 117 384,60
61	Matières et fournitures consommées	241 752 298,22	
62	Services	104 827 429,96	
	Total	346 579 728,18	1 628 486 285,56
81	VALEUR AJOUTEE		1 281 906 557,38
81	Valeur ajoutée		1 281 906 557,38
77	Produits divers		28 842 079,60
78	Transfert de charges d'exploitation		9 518 734,43
63	Frais de personnel	314 361 715,39	
64	Impôts et taxes	55 785 304,99	
65	Frais financiers	83 985 876,08	
66	Frais divers	12 595 768,24	
68	Dotations aux amortissements et provisions	145 995 242,19	
	Total	612 723 906,89	1 320 267 371,41
	RESULTAT D'EXPLOITATION		707 543 464,52
79	Produits hors exploitation		328 576 813,28
69	Charges hors exploitation	422 927 526,29	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	94 350 713,01	
83	Résultat d'exploitation		707 543 464,52
84	Résultat hors exploitation	94 350 713,01	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		613 192 751,51
	Impôt sur les bénéfices IBS	140 330 777,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		472 861 974,51

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2006

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles	10 934 366,88	10 763 179,87	171 187,01	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 128 549 634,41	2 171 881 173,84	1 956 668 460,57	
25 - Equipements sociaux	1 608 593,78	1 298 671,30	309 922,48	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 684 764 595,07	2 183 943 025,01	2 500 821 570,06	2 500 821 570,06
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	10 148 692,15	469 347,55	9 679 344,60	
31 - Matieres et fournitures	285 560 881,09	11 164 257,51	274 396 623,58	
37 - Stocks a l'exterieur	428 976,72		428 976,72	
TOTAL CLASSE 3	296 138 549,96	11 633 605,06	284 504 944,90	284 504 944,90
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes debiteurs du passif	284 400,00		284 400,00	
42 - Créances d'investissements	1 587 584 288,00	171 025 865,00	1 416 558 423,00	
43 - Créances de stocks	2 038 111,00		2 038 111,00	
44 - Créances s/Stes apparentées	242 286 582,80		242 286 582,80	
45 - Avances pour comptes	3 876 597,90		3 876 597,90	
46 - Avances d'exploitation	105 623 877,18		105 623 877,18	
47 - Créances sur clients	517 189 762,96	142 675 397,80	374 514 365,16	
48 - Disponibilités	818 666 132,21	6 952 423,38	811 713 708,83	
TOTAL CLASSE 4	3 277 549 752,05	320 653 686,18	2 956 896 065,87	2 956 896 065,87
<u>TOTAL</u>	8 258 452 897,08	2 516 230 316,25	5 742 222 580,83	5 742 222 580,83

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31- 12 -2006

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	631 586 125,62	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	293 685,00	
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 281 879 810,62	2 281 879 810,62
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	21 596 913,37	
52 - Dettes d'investissements	1 164 628 182,94	
53 - Dettes de stocks	692 990,85	
54 - Détentions pour compte	120 348 474,91	
55 - Dettes envers les associés	813 165 987,02	
56 - Dettes d'exploitation	633 504 270,85	
57 - Avances commerciales	26 744 637,64	
TOTAL CLASSE 5	2 780 681 457,58	2 780 681 457,58
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2006	679 661 312,63	
TOTAL CLASSE 8	679 661 312,63	679 661 312,63
TOTAL GENERAL	5 742 222 580,83	5 742 222 580,83

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31-12-2006

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 006	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		124 146 672,36
60	Marchandises consommées	17 618 364,92	
80	MARGE BRUTE		106 528 307,44
80	Marge brute		106 528 307,44
71	Production vendue denrées		643 958 447,39
74	Prestations fournies		925 505 804,96
75	Transfert de charges de production		2 989 172,18
61	Matières et fournitures consommées	246 067 202,99	
62	Services	92 861 341,42	
	Total	338 928 544,41	1 678 981 731,97
81	VALEUR AJOUTEE		1 340 053 187,56
81	Valeur ajoutée		1 340 053 187,56
77	Produits divers		28 996 275,23
78	Transfert de charges d'exploitation		5 612 626,63
63	Frais de personnel	382 718 752,54	
64	Impôts et taxes	42 729 138,35	
65	Frais financiers	12 770 352,11	
66	Frais divers	12 764 622,45	
68	Dotations aux amortissements et provisions	147 247 078,60	
	Total	598 229 944,05	1 374 662 089,42
	RESULTAT D'EXPLOITATION		776 432 145,37
79	Produits hors exploitation		399 383 014,06
69	Charges hors exploitation	394 393 983,80	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		4 989 030,26
83	Résultat d'exploitation		776 432 145,37
84	Résultat hors exploitation		4 989 030,26
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		781 421 175,63
	Impôt sur les bénéfices IBS	101 759 863,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		679 661 312,63

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2007

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles	10 934 366,88	10 830 653,47	103 713,41	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 158 329 624,44	2 316 088 562,17	1 842 241 062,27	
25 - Equipements sociaux	1 673 856,87	1 348 198,74	325 658,13	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 714 609 848,19	2 328 267 414,38	2 386 342 433,81	2 386 342 433,81
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	9 428 397,10	466 666,29	8 961 730,81	
31 - Matieres et fournitures	327 307 626,55	11 509 579,87	315 798 046,68	
37 - Stocks a l'exterieur				
TOTAL CLASSE 3	336 736 023,65	11 976 246,16	324 759 777,49	324 759 777,49
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes débiteurs du passif	5 302 861,91		5 302 861,91	
42 - Créances d'investissements	2 418 175 233,40	171 000 000,00	2 247 175 233,40	
43 - Créances de stocks	2 049 723,50		2 049 723,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	257 868 507,80		257 868 507,80	
45 - Avances pour comptes	11 618 491,95		11 618 491,95	
46 - Avances d'exploitation	91 675 876,98		91 675 876,98	
47 - Créances sur clients	540 491 887,11	88 080 232,25	452 411 654,86	
48 - Disponibilités	483 250 994,23	6 952 423,43	476 298 570,80	
TOTAL CLASSE 4	3 810 433 576,88	266 032 655,68	3 544 400 921,20	3 544 400 921,20
<u>TOTAL</u>	<u>8 861 779 448,72</u>	<u>2 606 276 316,22</u>	<u>6 255 503 132,50</u>	<u>6 255 503 132,50</u>

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2007

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	993 901 123,25	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	335 640,00	
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 644 236 763,25	2 644 236 763,25
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	45 213 923,72	
52 - Dettes d'investissements	1 167 557 723,58	
53 - Dettes de stocks	667 172,37	
54 - Détentions pour compte	151 050 868,49	
55 - Dettes envers les associés	828 165 609,02	
56 - Dettes d'exploitation	691 374 769,95	
57 - Avances commerciales	39 334 783,16	
TOTAL CLASSE 5	2 923 364 850,29	2 923 364 850,29
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2007	687 901 518,96	
TOTAL CLASSE 8	687 901 518,96	687 901 518,96
TOTAL GENERAL	6 255 503 132,50	6 255 503 132,50

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2007

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 007	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		115 500 845,29
60	Marchandises consommées	15 819 576,90	
80	MARGE BRUTE		99 681 268,39
80	Marge brute		99 681 268,39
71	Production vendue denrées		677 468 777,41
74	Prèstations fournies		999 357 998,22
75	Transfèrt de charges de production		1 189 448,32
61	Matières et fournitures consommées	275 923 548,13	
62	Services	91 563 142,36	
	Total	367 486 690,49	1 777 697 492,34
81	VALEUR AJOUTEE		1 410 210 801,85
81	Valeur ajoutée		1 410 210 801,85
77	Produits divers		36 875 470,21
78	Transfèrt de charges d'exploitation		36 568 653,95
63	Frais de personnel	618 905 589,56	
64	Impôts et taxes	49 061 094,17	
65	Frais financiers	74 449 227,97	
66	Frais divers	11 036 422,40	
68	Dotations aux amortissements et provisions	158 100 309,03	
	Total	911 552 643,13	1 483 654 926,01
	RESULTAT D'EXPLOITATION		572 102 282,88
79	Produits hors exploitation		658 407 407,81
69	Charges hors exploitation	371 181 206,73	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		287 226 201,08
83	Résultat d'exploitation		572 102 282,88
84	Résultat hors exploitation		287 226 201,08
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		859 328 483,96
	Impôt sur les bénéfices IBS	171 426 965,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		687 901 518,96

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles	47 634 581,25	14 196 974,45	33 437 606,80	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 190 424 924,52	2 448 847 080,21	1 741 577 844,31	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 340 817,36	255 753,28	
28 - Investissements en cours	1 170 646,67		1 170 646,67	
TOTAL CLASSE 2	4 784 498 723,08	2 464 384 872,02	2 320 113 851,06	2 320 113 851,06
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	8 705 918,12	471 167,49	8 234 750,63	
31 - Matieres et fournitures	312 580 067,57	13 285 210,99	299 294 856,58	
37 - Stocks a l'exterieur	2 290 075,42		2 290 075,42	
TOTAL CLASSE 3	323 576 061,11	13 756 378,48	309 819 682,63	309 819 682,63
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes debiteurs du passif	145 800,00		145 800,00	
42 - Créances d'investissements	2 437 200 368,00	171 050 000,00	2 266 150 368,00	
43 - Créances de stocks	2 059 023,50		2 059 023,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	314 268 507,80		314 268 507,80	
45 - Avances pour comptes	14 828 206,22		14 828 206,22	
46 - Avances d'exploitation	170 931 310,91		170 931 310,91	
47 - Créances sur clients	698 379 727,27	86 080 243,32	612 299 483,95	
48 - Disponibilites	629 197 390,49	6 952 423,43	622 244 967,06	
TOTAL CLASSE 4	4 267 010 334,19	264 082 666,75	4 002 927 667,44	4 002 927 667,44
TOTAL	9 375 085 118,38	2 742 223 917,25	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
<u>- FONDS PROPRES</u>		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	423 658 282,21	
13401 -Fonds de renouvellement	923 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 997 058 282,21	2 997 058 282,21
<u>- DETTES</u>		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	120 563 179,11	
52 - Dettes d'investissements	1 059 309 338,40	
53 - Dettes de stocks	1 620 171,21	
54 - Détentions pour compte	179 753 860,22	
55 - Dettes envers les associés	883 859 393,02	
56 - Dettes d'exploitation	588 618 144,62	
57 - Avances commerciales	52 852 514,37	
TOTAL CLASSE 5	2 886 576 600,95	2 886 576 600,95
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>		
88 - Résultat Net au 31/12/2008	749 226 317,97	
TOTAL CLASSE 8	749 226 317,97	749 226 317,97
TOTAL GENERAL	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2008

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 008	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		124 445 162,35
60	Marchandises consommées	17 881 750,18	
80	MARGE BRUTE		106 563 412,17
80	Marge brute		106 563 412,17
71	Production vendue denrées		771 135 431,77
74	Prestations fournies		1 063 070 483,69
75	Transfert de charges de production		1 301 731,04
61	Matières et fournitures consommées	328 195 082,37	
62	Services	89 884 878,30	
	Total	418 079 960,67	1 942 071 058,67
81	VALEUR AJOUTEE		1 523 991 098,00
81	Valeur ajoutée		1 523 991 098,00
76	Revenus financiers		27 500,00
77	Produits divers		66 775 842,88
78	Transfert de charges d'exploitation		7 295 273,63
63	Frais de personnel	589 663 743,42	
64	Impôts et taxes	54 732 882,87	
65	Frais financiers	76 863 132,68	
66	Frais divers	14 279 963,91	
68	Dotations aux amortissements et provisions	159 012 230,80	
	Total	894 551 953,68	1 598 089 714,51
	RESULTAT D'EXPLOITATION		703 537 760,83
79	Produits hors exploitation		554 333 131,08
69	Charges hors exploitation	363 968 223,53	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		190 364 907,55
83	Résultat d'exploitation		703 537 760,83
84	Résultat hors exploitation		190 364 907,55
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		893 902 668,38
	Impôt sur les bénéfices IBS	144 676 350,41	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		749 226 317,97

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2009

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	48 053 796,25	21 557 781,46	26 496 014,79	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 167 228 822,73	2 568 489 398,41	1 598 739 424,32	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 392 935,68	203 634,96	
28 - Investissements en cours	206 187 567,52		206 187 567,52	
TOTAL CLASSE 2	4 966 738 757,14	2 591 440 115,55	2 375 298 641,59	2 375 298 641,59
- STOCKS				
30 - Marchandises	6 950 924,86	453 339,45	6 497 585,41	
31 - Matieres et fournitures	313 383 966,87	12 851 110,90	300 532 855,97	
37 - Stocks a l'exterieur				
TOTAL CLASSE 3	320 334 891,73	13 304 450,35	307 030 441,38	307 030 441,38
- CREANCES				
40 - Comptes debiteurs du passif	262 500,00		262 500,00	
42 - Créances d'investissements	1 546 507 966,87	171 037 500,00	1 375 470 466,87	
43 - Créances de stocks	2 061 123,50		2 061 123,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	373 018 870,80		373 018 870,80	
45 - Avances pour comptes	27 885 396,24		27 885 396,24	
46 - Avances d'exploitation	156 140 059,52		156 140 059,52	
47 - Créances sur clients	586 178 545,12	85 264 865,19	500 913 679,93	
48 - Disponibilites	1 843 329 418,23	6 952 423,43	1 836 376 994,80	
TOTAL CLASSE 4	4 535 383 880,28	263 254 788,62	4 272 129 091,66	4 272 129 091,66
TOTAL	9 822 457 529,15	2 867 999 354,52	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2009

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	425 236 600,18	
13401 -Fonds de renouvellement	1 313 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	3 388 636 600,18	3 388 636 600,18
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	45 187 454,29	
52 - Dettes d'investissements	1 205 298 575,22	
53 - Dettes de stocks	1 379 703,27	
54 - Détentions pour compte	122 575 358,03	
55 - Dettes envers les associés	941 748 044,02	
56 - Dettes d'exploitation	372 850 553,77	
57 - Avances commerciales	46 820 628,57	
TOTAL CLASSE 5	2 735 860 317,17	2 735 860 317,17
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2009	829 961 257,28	
TOTAL CLASSE 8	829 961 257,28	829 961 257,28
TOTAL GENERAL	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

BILAN AU 31-12-2009

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2009

TABLEAU n° 2

de notes	DESIGNATION	2 009	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 792 937,90	121 087 628,61
80	MARGE BRUTE		103 294 690,71
80 71 74 75 61 62	Marge brute Production vendue denrées Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	270 632 298,83 118 757 578,18	103 294 690,71 666 754 127,20 914 419 285,93 2 240 727,45
	Total	389 389 877,01	1 686 708 831,29
81	VALEUR AJOUTEE		1 297 318 954,28
81 76 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Revenus financiers Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	545 538 260,42 54 841 634,59 78 707 072,55 11 599 442,81 158 338 589,23	1 297 318 954,28 87 500,00 58 145 937,99 8 190 826,80
	Total	849 024 999,60	1 363 743 219,07
	RESULTAT D'EXPLOITATION		514 718 219,47
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	315 933 227,37	826 137 731,36
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		510 204 503,99
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		514 718 219,47 510 204 503,99
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 024 922 723,46
	Impôt sur les bénéfices IBS	194 961 466,18	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		829 961 257,28

BILAN ACTIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2010

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations Incorporelles		50 233 939,40	29 940 276,47	20 293 662,93	26 496 015,79
Immobilisations corporelles		5 088 046 980,29	3 004 829 914,28	2 083 217 066,01	2 191 882 699,15
Immobilisations en cours		3 443 785 638,34		3 443 785 638,34	1 166 026 104,72
Equipements neufs en stocks		7 766 586,49	3 185 365,83	4 581 220,66	4 581 220,66
Immobilisations financières		343 110 546,34	170 875 000,00	172 235 546,34	171 772 463,00
Autres participations & créances rattachées		22 000 000,00	875 000,00	21 125 000,00	20 962 500,00
Autres titres immobilisés		321 105 551,34	170 000 000,00	151 105 551,34	150 804 968,00
Prêts & autres actifs financiers		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		10 244 821,11		10 244 821,11	8 866 668,27
TOTAL ACTIF NON COURANT		8 943 188 511,97	3 208 830 556,58	5 734 357 955,39	3 569 625 171,59
Stocks & encours		310 973 986,44	1 358 602,81	309 615 383,63	313 466 781,37
Créances & emplois assimilés		1 020 808 249,53	79 771 491,75	941 036 757,78	1 085 241 952,52
Clients		442 964 991,43	79 484 991,75	363 479 999,68	512 030 280,91
Autres débiteurs		421 524 973,61	286 500,00	421 238 473,61	414 959 935,00
Impôts		156 226 322,83		156 226 322,83	158 182 574,95
Autres actifs courants		91 961,66		91 961,66	69 161,66
Disponibilités & assimilés		1 641 590 662,44	6 952 423,43	1 634 638 239,01	2 142 497 690,11
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 341 590 662,44	6 952 423,43	1 334 638 239,01	1 842 497 690,11
TOTAL ACTIF COURANT		2 973 372 898,41	88 082 517,99	2 885 290 380,42	3 541 206 424,00
TOTAL GENERAL ACTIF		11 916 561 410,38	3 296 913 074,57	8 619 648 335,81	7 110 831 595,59

BILAN PASSIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2010

PASSIF	NOTE	N	N-1
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & reserves		2 354 979 857,46	1 888 636 600,18
Résultat net de l'exercice 2010		112 752 335,58	793 767 070,14
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		50 035 338,30	54 487 180,49
Autres capitaux propres-Report à nouveau		- 73 632 749,57	- 114 462 411,18
TOTAL 1		3 944 134 781,77	4 122 428 439,63
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		2 683 419 617,41	1 021 031 605,95
Emprunts trésor		38 910 111,00	6 649 600,00
Impôts différés passif		22 223 410,02	21 905 526,55
Provisions p/pensions & obligat similaires		217 891 069,55	126 063 673,88
Dépôts & cautionnements reçus		11 816 015,10	11 816 015,10
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		-	-
TOTAL PASSIF NON COURANT II		2 974 260 223,08	1 187 466 421,48
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs & comptes rattachés		226 948 114,40	204 498 975,81
impôts		146 944 737,70	325 942 686,24
Autres dettes		1 302 960 162,53	1 246 094 756,10
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 701 253 330,96	1 800 936 734,48
TOTALGENERAL PASSIF		8 619 648 335,81	7 110 831 595,59

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2010

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	157 105 601,39	305 210 723,94
Ventes de produits finis	487 935 901,00	672 375 823,08
Autres prestations de services	514 068 501,19	915 990 847,17
Ventes & produits annexes (1)	1 159 110 003,58	1 893 577 394,19
<u>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</u>	1 159 110 003,58	1 893 577 394,19
Achats consommés	239 990 432,85	361 887 100,74
Services extérieurs	26 476 825,32	31 396 298,20
Autres services extérieurs	24 489 581,93	106 841 556,41
<u>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</u>	290 956 840,10	500 124 955,35
<u>III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)</u>	868 153 163,48	1 393 452 438,84
Charges de personnel	437 539 760,39	600 949 705,79
Impôts,taxes & versements assimilés	36 949 759,19	97 372 534,47
<u>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</u>	393 663 643,90	695 130 198,58
Autres produits opérationnels	9 329 481,73	72 324 264,10
Autres charges opérationnelles	44 355 008,38	159 914 885,42
Dot aux amort,Prov & Pertes de valeur	214 101 141,38	482 130 474,44
Reprises sur pertes de valeur & provisions	27 189 343,20	698 444 084,63
<u>V-RESULTAT OPERATIONNEL</u>	-221 937 324,83	128 722 988,87
Produits financiers	53 070 447,66	198 113 089,94
Charges financières	61 664 905,82	33 237 740,93
<u>VI-RESULTAT FINANCIER</u>	-8 594 458,16	164 875 349,01
<u>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (IV+ V + VI)</u>	163 131 860,91	988 728 536,46
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	50 379 525,33	194 961 466,18
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		
<u>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</u>	1 248 699 276,17	2 862 458 832,86
<u>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</u>	1 135 946 940,59	2 068 691 762,58
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
<u>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</u>		
<u>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</u>	112 752 335,58	793 767 070,28

BILAN ACTIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2011

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
<u>ACTIES NON COURANTS</u>					
Immobilisations Incorporelles		50 488 939,40	37 759 324,04	12 729 615,36	20 293 662,93
Immobilisations corporelles		5 024 718 154,84	3 079 011 242,06	1 945 706 912,78	2 083 217 066,01
Immobilisations en cours		6 762 729 752,73		6 762 729 752,73	3 443 785 638,34
Equipements neufs en stocks		7 720 224,46	-	7 720 224,46	4 581 220,66
Immobilisations financières		193 845 211,48	170 212 500,00	23 632 711,48	172 235 546,34
Autres participations & créances rattachées		22 825 000,00	212 500,00	22 412 500,00	21 125 000,00
Autres titres immobilisés		171 215 216,48	170 000 000,00	1 215 216,48	151 105 551,34
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		175 579 793,03		175 579 793,03	10 244 821,11
TOTAL ACTIF NON COURANT		12 215 082 075,94	3 286 983 066,10	8 928 099 009,84	5 734 357 955,39
Stocks & encours		310 967 997,71	1 358 602,81	309 609 394,90	309 615 383,63
Créances & emplois assimilés		388 092 596,84	121 193 547,37	266 899 049,47	941 036 757,78
Clients		234 104 711,35	120 907 047,37	113 197 663,98	363 479 999,68
Autres débiteurs		47 190 816,39	286 500,00	46 904 316,39	421 238 473,61
Impôts		105 787 636,76		105 787 636,76	158 226 322,83
Autres actifs courants		1 009 432,34		1 009 432,34	91 961,66
Disponibilités & assimilés		1 370 248 062,17	6 952 423,43	1 363 295 638,74	1 634 638 239,01
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 070 248 062,17	6 952 423,43	1 063 295 638,74	1 334 638 239,01
TOTAL ACTIF COURANT		2 069 308 656,72	129 504 573,61	1 939 804 083,11	2 885 290 380,42
TOTAL GENERAL ACTIF		14 284 390 732,66	3 416 487 639,71	10 867 903 092,95	8 619 648 335,81

BILAN PASSIF CUMULE**ARRETE AU 31/12/2011**

PASSIF	NOTE	N	N-1
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & reserves		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Résultat net de l'exercice 2011		-575 872 544,49	112 752 335,58
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		96 046 460,51	50 035 338,30
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-127 678 413,82	-73 632 749,57
TOTAL 1		3 247 475 359,66	3 944 134 781,77
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		5 776 373 263,25	2 683 419 617,41
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		22 221 817,82	22 223 410,02
Provisions p/pensions & obligations similaires		201 600 132,77	217 891 069,55
Dépôts & cautionnements reçus		10 445 615,10	11 816 015,36
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II		6 049 550 939,94	2 974 260 223,34
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs & comptes rattachés		617 304 506,70	226 948 114,65
impôts		38 782 726,42	146 364 166,34
Autres dettes		890 389 243,70	1 303 540 732,96
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 570 876 793,35	1 701 253 330,28
TOTALGENERAL PASSIF		10 867 903 092,95	8 619 648 335,81

COMPTES DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2011

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	64 247 309,59	157 105 601,39
Ventes de produits finis	11 948 730,02	487 935 901,00
Autres prestations de services	30 897 661,47	514 068 501,19
Ventes & produits annexes (1)	107 093 701,08	1 159 110 003,58
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	107 093 701,08	1 159 110 003,58
Achats consommés	38 879 788,14	239 990 432,85
Autres achats consommés	26 614 333,69	
Services extérieurs	21 373 580,27	26 476 825,32
Autres services extérieurs	28 317 360,33	24 489 581,93
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	115 185 062,43	290 956 840,10
III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)	-8 091 361,35	868 153 163,48
Charges de personnel	406 704 905,86	437 539 760,39
Impôts,taxes & versements assimilés	9 891 383,49	36 949 759,19
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	-424 687 650,70	393 663 643,90
Autres produits opérationnels	22 024 277,41	9 329 481,73
Autres charges opérationnelles	35 468 114,90	44 355 008,38
Dot aux amort,Prov & Pertes de valeur	204 338 450,25	214 101 141,38
Reprises sur pertes de valeur & provisions	38 214 895,06	27 189 343,20
V-RESULTAT OPERATIONNEL	-604 255 043,38	171 726 319,07
Produits financiers	40 473 581,00	53 070 447,66
Charges financières	139 780 251,62	61 664 905,82
VI-RESULTAT FINANCIER	-99 306 670,62	-8 594 458,16
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	-703 561 714,00	163 131 860,91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		50 379 525,33
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	127 689 169,51	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	207 806 454,55	1 248 699 276,17
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	783 678 999,04	1 135 946 940,59
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-575 872 544,49	112 752 335,58

1/- État financiers de la chaîne El Aurassi au 31/12/2012

EGH CHAINE EL- AURASSI

BILAN AU 31-12-2012

BILAN ACTIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2012

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
<u>ACTIFS NON COURANTS</u>					
Immobilisations Incorporelles	1	50 488 939,40	45 605 455,09	4 883 484,31	12 729 615,36
Immobilisations corporelles	2	5 468 231 519,31	2 864 843 551,53	2 603 387 967,78	1 945 706 912,78
Immobilisations en cours	4	7 430 598 039,98		7 430 598 039,98	6 762 729 752,73
Equipements neufs en stocks	2	21 536 427,13		21 536 427,13	7 720 224,46
Immobilisations financières	3	187 384 758,42	166 860 600,00	20 524 158,42	23 632 711,48
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	5 360 600,00	17 264 400,00	22 412 500,00
Autres titres immobilisés		164 754 763,42	161 500 000,00	3 254 763,42	1 215 216,48
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		71 992 702,41		71 992 702,41	175 579 793,03
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 230 232 386,65	3 077 309 606,62	10 152 922 780,03	8 928 099 009,84
Stocks & encours	5	468 216 449,66	50 805 792,27	417 410 657,39	309 609 394,90
Créances & emplois assimilés	6	710 473 696,55	100 802 443,41	609 671 253,14	266 899 049,47
Clients		525 875 742,47	100 515 943,41	425 359 799,06	113 197 663,98
Autres débiteurs		47 150 680,25	286 500,00	46 864 180,25	46 904 316,39
Impôts		136 739 773,83		136 739 773,83	105 787 636,76
Autres actifs courants		707 500,00		707 500,00	1 009 432,34
Disponibilités & assimilés	7	205 906 691,43	6 604 809,57	199 301 881,86	1 363 295 638,74
Placements & autres actifs financiers courants				-	300 000 000,00
Trésorerie		205 906 691,43	6 604 809,57	199 301 881,86	1 063 295 638,74
TOTAL ACTIF COURANT		1 384 596 837,64	158 213 045,25	1 226 383 792,39	1 939 804 083,11
TOTAL GENERAL ACTIF		14 614 829 224,29	3 235 522 651,87	11 379 306 572,42	10 867 903 092,95

BILAN PASSIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2012

PASSIF	NOTE	N	N-1
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & reserves		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Résultat net de l'exercice 2012		527 880 732,27	-575 872 544,49
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		84 165 944,87	96 046 460,51
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-687 250 820,00	-127 678 413,82
TOTAL 1	8	3 779 775 714,60	3 247 475 359,66
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		6 144 261 944,05	5 776 373 263,25
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		37 054 972,66	22 221 817,82
Provisions p/pensions & obligations similaires		237 273 159,07	201 600 132,77
Dépôts & cautionnements reçus		15 547 829,10	10 445 615,10
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II	9	6 473 048 015,88	6 049 550 939,94
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs & comptes rattachés		154 673 738,65	617 304 506,70
impôts		91 268 776,83	38 782 726,42
Autres dettes		854 513 963,81	890 389 243,70
Intérêts courus	11	26 026 362,65	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT	10	1 126 482 841,94	1 570 876 793,35
TOTALGENERAL PASSIF		11 379 306 572,42	10 867 903 092,95

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2012

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes de marchandises		164 954 480,24	64 247 309,59
Ventes de produits finis		561 358 777,28	11 948 730,02
Autres prestations de services		755 989 825,95	30 897 661,47
Ventes & produits annexes (1)		1 482 303 083,47	107 093 701,08
<u>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</u>	13	1 482 303 083,47	107 093 701,08
Achats consommés		181 313 695,00	38 879 788,14
Autres achats consommés		110 554 777,68	26 614 333,69
Services extérieurs		41 664 245,94	21 373 580,27
Autres services extérieurs		38 198 803,41	28 317 360,33
<u>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</u>		371 731 522,03	115 185 062,43
III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)		1 110 571 561,44	-8 091 361,35
Charges de personnel	14	387 688 099,50	406 704 905,86
Impôts,taxes & versements assimilés	15	33 452 530,06	9 891 383,49
<u>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</u>		689 430 931,88	-424 687 650,70
Autres produits opérationnels		283 037 333,53	22 024 277,41
Autres charges opérationnelles	16	59 195 749,71	35 468 114,90
Dot aux amort,Prov & Pertes de valeur	17	288 246 774,95	204 338 450,25
Reprises sur pertes de valeur & provisions		50 765 758,06	38 214 895,06
<u>V-RESULTAT OPERATIONNEL</u>	12	675 791 498,81	-604 255 043,38
Produits financiers		25 420 722,10	40 473 581,00
Charges financières		23 121 200,67	139 780 251,62
<u>VI-RESULTAT FINANCIER</u>	18	2 299 521,43	-99 306 670,62
<u>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</u>		678 091 020,24	-703 561 714,00
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		46 575 268,18	
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		103 635 019,79	127 689 169,51
<u>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</u>		1 841 526 897,16	207 806 454,55
<u>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</u>		1 267 070 896,71	783 678 999,04
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<u>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</u>			
<u>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</u>	19	527 880 732,27	-575 872 544,49

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE CUMULES
ARRETE AU 31/12/2012

INTITULE	NOTE	EXERCICE N	EXERCICE N-1
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissements reçus des clients		1 341 882 309,56	357 942 018,60
Autres encaissements		28 502 339,49	187 661 188,59
sommes versées aux fournisseurs & au personnel		-812 074 203,80	-323 533 962,95
sommes versées à d'autres tiers		-301 397 282,93	-368 201 588,07
Intérêts payés		-41 372 102,02	-50 680 080,77
Impôts sur le résultat payés		-23 835 320,64	-571 832,68
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		191 705 739,66	-197 384 257,28
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
Flux net de trésorerie provenant des activités opérationnelles (A)		191 705 739,66	-197 384 257,28
Flux net de trésorerie provenant des activités d'investissements			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-1 647 675 700,44	-3 035 393 956,38
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		5 752 565,00	4 146 995,69
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières			-625 000,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			
Intérêts encaissés sur placements financiers		937 500,00	15 000 000,00
Dividendes & quote part de résultat reçus		87 500,00	87 500,00
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)		-1 640 898 135,44	-3 016 784 460,69
Flux net de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes & autres distributions effectués		-72 033 250,00	-148 008 665,00
Encaissements provenant d'emprunts		524 000 000,00	3 270 000 000,00
Remboursement provenant d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		-177 046 354,16	-177 046 354,16
Flux net de trésorerie provenant des activités de financement (C)		274 920 395,84	2 944 944 980,84
Incidences des variations des taux de change sur liquidités & quasi-liquidités		3 282 399,91	-2 118 863,14
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		-1 170 989 600,03	-271 342 600,27
Trésorerie & équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		1 344 265 119,24	1 615 607 719,51
Trésorerie & équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		173 275 519,21	1 344 265 119,24
Variation de trésorerie de la période		-1 170 989 600,03	-271 342 600,27
Rapprochement avec le résultat comptable			

TABLEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES CUMULES
ARRETE AU 31/12/2012

INTITULE	Note	Capital social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et Résultat	Total Capitaux Propres
Solde au 31 Décembre 2010		1 500 000 000,00				2 389 475 604,09	3 889 475 604,09
Changement de méthode Correction d'erreurs significatives						44 292 300,06	44 292 300,06
Réévaluation des immobilisations							
Profits ou pertes non comptabilisés Dans le compte de résultat							
Dividendes payés						-110 420 000,00	-110 420 000,00
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice 2011						-575 872 544,49	-575 872 544,49
Solde au 31 Décembre 2011		1 500 000 000,00				1 747 475 359,66	3 247 475 359,66
Changement de méthode Correction d'erreurs significatives						4 419 622,67	4 419 622,67
Réévaluation des immobilisations							
Profit ou pertes non comptabilisés Dans le compte de résultat							
Dividendes payés							
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice 2012						527 880 732,27	527 880 732,27
Solde au 31 Décembre 2012		1 500 000 000,00				2 279 775 714,60	3 779 775 714,60

ملحق رقم (02): القوائم المالية لمجمع صيدال (2002-2012)

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENT	
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS
20	Frais préliminaires	60 554 857,39	26 525 160,35	34 029 697,04			60 554 857,39	26 525 160,35
21	Valeurs incorporelles	92 773 587,94	77 513 412,51	15 260 175,43			92 773 587,94	77 513 412,51
22	Terrains	215 667 418,86		215 667 418,86			215 667 418,86	0,00
24	Equipements de production	14 989 808 639,17	11 500 564 927,51	3 489 243 711,66			14 989 808 639,17	11 500 564 927,51
25	Equipements sociaux	39 423 503,98	28 635 569,97	10 787 934,01			39 423 503,98	28 635 569,97
28	Investissements en cours	39 675 907,01		39 675 907,01			39 675 907,01	0,00
	INVESTISSEMENTS	15 437 903 914,35	11 633 239 070,34	3 804 664 844,01			15 437 903 914,35	11 633 239 070,34
30	Marchandises	471 915 533,13	369 709,56	471 545 823,57		469 699 823,57	2 215 709,56	
31	Matières et fournitures	1 839 812 422,70	145 801 164,08	1 694 011 258,62			1 839 812 422,70	145 801 164,08
33	Produits semi finis	53 098 911,87	3 160 910,78	49 938 001,09			53 098 911,87	3 160 910,78
34	Produits et travaux en cours	2 770 286,14		2 770 286,14			2 770 286,14	
35	Produits finis	682 357 117,71	33 108 915,51	649 248 202,20	469 699 823,57	50 288 700,81	1 101 768 240,47	33 478 625,07
36	Déchets et rebuts	1 433 817,10	1 433 817,10	0,00			1 433 817,10	1 433 817,10
37	Stocks à l'extérieur	94 333 929,19		94 333 929,19			94 333 929,19	0,00
	STOCKS	3 145 722 017,84	183 874 517,03	2 961 847 500,81			3 095 433 317,03	183 874 517,03
42	Créances d'investissement	2 449 314 060,91	119 870 692,19	2 329 443 368,72		1 400 000 000,00	1 049 314 060,91	119 870 692,19
43	Créances de stocks	94 704 225,41		94 704 225,41			94 704 225,41	0,00
44	Créances sur ass et stes app	10 523 499 193,81	9 874 185,65	10 513 625 008,16	9 874 185,65	10 376 329 501,54	147 169 692,27	
45	Avances pour compte	284 058 770,34		284 058 770,34		60 365 234,61	223 693 535,73	0,00
46	Avances d'exploitation	156 713 453,45		156 713 453,45	22 349,90		156 735 803,35	0,00
47	Créances sur clients	4 777 183 519,96	165 334 687,44	4 611 848 832,52		2 245 818 605,40	2 531 364 914,56	165 334 687,44
48	Disponibilités	480 005 004,40	40 000 000,00	440 005 004,40	29 000 000,00		509 005 004,40	40 000 000,00
40	Comptes débiteurs du passif	43 934 599,79		43 934 599,79			43 934 599,79	0,00
	CREANCES	18 809 412 828,07	335 079 565,28	18 474 333 262,79			4 755 921 836,42	325 205 379,63
	RESULTAT (PERTE)							
	TOTAL ACTIF	37 393 038 760,26	12 152 193 152,65	25 240 845 607,61			23 289 259 067,80	12 142 318 967,00

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 432 618 098,91		211 249 283,48	1 643 867 382,39
14	Subventions reçues	104 089 178,03			104 089 178,03
15	Ecart de réévaluation	1 060 796 239,23			1 060 796 239,23
18	R.I.A	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 391,92			85 006 391,92
	FONDS PROPRES	6 585 649 654,06			5 396 898 937,54
52	Dettes d'investissement	1 853 941 668,34	6 351 350,38		1 847 590 317,96
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94	1 816 019 044,24		745 298 433,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 461,85	10 679 702 991,39		919 358 470,46
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,61	89 906 766,24		630 222 434,37
57	Avances commerciales	13 059 124,29			13 059 124,29
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de l'actif	97 303 018,46	61 510 839,40		35 792 179,06
	DETTES	18 216 192 917,28			5 562 701 925,63
	RESULTAT (BENEFICE)	439 003 036,27	261 537 984,29	9 874 185,65	187 339 237,63
	TOTAL PASSIF	25 240 845 607,61			11 146 940 100,80

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		4 569 539 156,05	4 553 791 608,96			15 747 547,09
60	Marchandises consommées	4 317 940 743,55			4 308 463 061,05	9 477 682,50	
80	MARGE BRUTE		251 598 412,50				6 269 864,59
71	Production vendue		5 484 303 491,43		192 363 435,98		5 676 666 927,41
72	Production stockée	122 974 388,11		20 107,44		122 974 388,11	
73	P.E.P.E.M		91 220,00				91 220,00
74	Prestations fournies		198 546 871,58	70 153 301,85			128 393 569,73
75	Transfert de charges de production		72 286 818,85				72 286 818,85
61	Matières et fourts consommées	2 682 026 698,78			54 450 784,14	2 627 575 914,64	
62	Services	444 617 696,89			148 704 762,48	295 912 934,41	
81	VALEUR AJOUTEE		2 757 208 030,58				2 837 225 055,98
77	Produits divers		226 053 270,29	211 249 283,48			14 803 986,81
78	Transfert de charges d'exploitation		59 001 904,64				59 001 904,64
63	Frais de personnel	1 429 416 244,18				1 429 416 244,18	
64	Impôts et taxes	181 945 398,28				181 945 398,28	
65	Frais financiers	283 680 504,00				283 680 504,00	
66	Frais divers	75 963 004,93			29 034 961,23	46 928 043,70	
68	Dot aux amortissements	402 666 656,82				402 666 656,82	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		668 591 397,30				566 394 100,45
79	Produits hors exploitation		1 300 956 346,65	109 051 986,63			1 191 904 360,02
69	Charges hors exploitation	1 358 670 039,69			9 874 185,65	1 348 795 854,04	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	57 713 693,04				156 891 494,02	
	Résultat brut de l'exercice		610 877 704,26				409 502 606,43
	Marge sur stocks P.F						50 288 700,81
	Impôts sur le bénéfice	171 874 667,99				171 874 667,99	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		439 003 036,27				187 339 237,63

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78			59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78
21	Valeurs incorporelles	93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94			93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94
22	Terrains	342 937 618,86		342 937 618,86			342 937 618,86	0,00	342 937 618,86
24	Equipements de production	15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58			15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58
25	Equipements sociaux	34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53			34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53
28	Investissements en cours	61 693 917,09		61 693 917,09			61 693 917,09	0,00	61 693 917,09
	INVESTISSEMENTS	15 879 898 493,81	11 928 172 455,03	3 951 726 038,78			15 879 898 493,81	11 928 172 455,03	3 951 726 038,78
30	Marchandises	644 039 044,30		644 039 044,30		626 946 944,27	17 092 100,03	0,00	17 092 100,03
31	Matières et fournitures	1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35			1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35
33	Produits semi finis	73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30			73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30
35	Produits finis	759 845 250,84	31 133 111,99	728 712 138,85	626 946 944,27	55 230 871,95	1 331 561 323,16	31 133 111,99	1 300 428 211,17
36	Déchets et rebuts	0,00		0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	33 047 547,29		33 047 547,29			33 047 547,29	0,00	33 047 547,29
	STOCKS	3 277 740 096,27	135 886 658,18	3 141 853 438,09			3 222 509 224,32	135 886 658,18	3 086 622 566,14
42	Créances d'investissement	2 467 283 588,58	140 565 452,19	2 326 718 136,39		1 400 000 000,00	1 067 283 588,58	140 565 452,19	926 718 136,39
43	Créances de stocks	114 766 846,14		114 766 846,14			114 766 846,14	0,00	114 766 846,14
44	Créances sur ass et stes app	9 314 847 522,30		9 314 847 522,30		9 234 135 899,09	80 711 623,21	0,00	80 711 623,21
45	Avances pour compte	272 533 466,45		272 533 466,45			272 533 466,45	0,00	272 533 466,45
46	Avances d'exploitation	177 800 377,24		177 800 377,24			177 800 377,24	0,00	177 800 377,24
47	Créances sur clients	5 981 755 628,55	208 971 801,32	5 772 783 827,23		3 293 871 306,61	2 687 884 321,94	208 971 801,32	2 478 912 520,62
48	Disponibilités	1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75			1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75
40	Comptes débiteurs du passif	36 980 962,98		36 980 962,98			36 980 962,98	0,00	36 980 962,98
	CREANCES	19 462 986 390,89	409 789 531,41	19 053 196 859,48			5 534 979 185,19	409 789 531,41	5 125 189 653,78
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	38 620 624 980,97	12 473 848 644,62	26 146 776 336,35			24 637 386 903,32	12 473 848 644,62	12 163 538 258,70

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 643 422 136,36		165 668 850,46	1 809 090 986,82
14	Subventions reçues	83 498 925,02			83 498 925,02
15	Ecart de réévaluation	966 557 107,18			966 557 107,18
18	R.I.A	-159 331 149,54		159 331 149,54	0,00
19	Provisions pour perte et charges	96 358 146,23			96 358 146,23
	FONDS PROPRES	6 530 505 165,25			5 455 505 165,25
52	Dettes d'investissement	2 186 899 948,47	16 667 539,69		2 170 232 408,78
53	Dettes de stocks	2 482 442 265,24	1 665 266 301,54		817 175 963,70
54	Détention pour compte	36 605 329,74			36 605 329,74
55	Dettes sur ass et stes app	10 878 894 003,91	9 905 680 582,47		973 213 421,44
56	Dettes d'exploitation	875 962 571,93	100 739 637,43		775 222 934,50
57	Avances commerciales	75 529 155,28			75 529 155,28
58	Dettes financières	2 207 440 541,19	839 653 144,57		1 367 787 396,62
50	Comptes créditeurs de l'actif	9 975 586,39			9 975 586,39
	DETTES	18 753 749 402,15			6 225 742 196,45
	RESULTAT (BENEFICE)	862 521 768,95			862 521 768,95
	TOTAL PASSIF	26 146 776 336,35			12 543 769 130,65

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 212 597 875,67	5 167 265 965,56			45 331 910,11
60	Marchandises consommées	4 795 877 686,17			4 761 244 960,15	34 632 726,02	
80	MARGE BRUTE		416 720 189,50				10 699 184,09
71	Production vendue		5 770 572 211,53		187 757 439,29		5 958 329 650,82
72	Production stockée		118 773 335,58		151 380 235,66		270 153 571,24
73	P.E.P.E.M						0,00
74	Prestations fournies		179 432 904,48	53 582 750,79			125 850 153,69
75	Transfert de charges de production		35 572 199,87				35 572 199,87
61	Matières et fourts consommées	2 822 306 876,05			71 845 424,85	2 750 461 451,20	
62	Services	445 353 695,59			134 374 822,03	310 978 873,56	
81	VALEUR AJOUTEE		3 253 410 269,32				3 339 164 434,95
77	Produits divers		335 537 213,45	325 000 000,00			10 537 213,45
78	Transfert de charges d'exploitation		29 025 629,39				29 025 629,39
63	Frais de personnel	1 498 086 234,95				1 498 086 234,95	
64	Impôts et taxes	193 206 693,44				193 206 693,44	
65	Frais financiers	267 953 160,40				267 953 160,40	
66	Frais divers	36 666 649,58				36 666 649,58	
68	Dot aux amortissements	350 412 693,38				350 412 693,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 271 647 680,41				1 032 401 846,04
79	Produits hors exploitation		551 024 629,63	85 754 165,63			465 270 464,00
69	Charges hors exploitation	656 328 558,50				656 328 558,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	105 303 928,87				191 058 094,50	
	Résultat brut de l'exercice		1 166 343 751,54				841 343 751,54
	Marge sur stocks P.F						-55 230 871,95
	Impôts sur le bénéfice	303 821 982,59				303 821 982,59	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		862 521 768,95				482 290 897,00

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21			59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21
21	Valeurs incorporelles	94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39			94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39
22	Terrains	359 829 780,00		359 829 780,00			359 829 780,00	0,00	359 829 780,00
24	Equipements de production	15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74			15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74
25	Equipements sociaux	36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26			36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26
28	Investissements en cours	541 679 692,74		541 679 692,74			541 679 692,74	0,00	541 679 692,74
	INVESTISSEMENTS	16 650 285 715,61	12 319 074 944,27	4 331 210 771,34			16 650 285 715,61	12 319 074 944,27	4 331 210 771,34
30	Marchandises	605 640 171,19		605 640 171,19		569 243 821,96	36 396 349,23	0,00	36 396 349,23
31	Matières et fournitures	1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75			1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75
33	Produits semi finis	57 003 967,48		57 003 967,48			57 003 967,48	0,00	57 003 967,48
35	Produits finis	1 480 302 467,68	26 295 879,20	1 454 006 588,48	569 243 821,96	51 749 438,36	1 997 796 851,28	26 295 879,20	1 971 500 972,08
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	140 751 685,42		140 751 685,42			140 751 685,42	0,00	140 751 685,42
	STOCKS	4 205 100 017,90	190 642 081,58	4 014 457 936,32			4 153 350 579,54	190 642 081,58	3 962 708 497,96
42	Créances d'investissement	3 216 565 586,05	67 189 411,59	3 149 376 174,46		1 977 500 000,00	1 239 065 586,05	67 189 411,59	1 171 876 174,46
43	Créances de stocks	41 133 024,94		41 133 024,94			41 133 024,94	0,00	41 133 024,94
44	Créances sur ass et stes app	6 355 044 761,58		6 355 044 761,58		6 274 333 138,71	80 711 622,87	0,00	80 711 622,87
45	Avances pour compte	363 184 818,03		363 184 818,03		14 963 195,71	348 221 622,32	0,00	348 221 622,32
46	Avances d'exploitation	132 300 832,19		132 300 832,19			132 300 832,19	0,00	132 300 832,19
47	Créances sur clients	9 942 661 511,15	519 216 722,92	9 423 444 788,23		7 029 531 900,36	2 913 129 610,79	519 216 722,92	2 393 912 887,87
48	Disponibilités	611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77			611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77
40	Comptes débiteurs du passif	6 758 949,06		6 758 949,06			6 758 949,06	0,00	6 758 949,06
	CREANCES	20 669 190 656,71	663 000 616,45	20 006 190 040,26			5 372 862 421,93	663 000 616,45	4 709 861 805,48
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 524 576 390,22	13 172 717 642,30	28 351 858 747,92			26 176 498 717,08	13 172 717 642,30	13 003 781 074,78

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 684 427 699,62		407 839 530,35	2 092 267 229,97
14	Subventions reçues	60 801 231,70			60 801 231,70
15	Ecart de réévaluation	874 877 161,81			874 877 161,81
18	R.I.A	-342 160 469,65		342 160 469,65	0,00
19	Provisions pour perte et charges	137 117 075,46			137 117 075,46
	FONDS PROPRES	6 892 562 698,94			5 665 062 698,94
52	Dettes d'investissement	2 600 456 107,08	5 306 711,45		2 595 149 395,63
53	Dettes de stocks	2 681 552 814,82	2 007 513 873,73		674 038 941,09
54	Détention pour compte	60 286 934,71			60 286 934,71
55	Dettes sur ass et stes app	11 774 163 897,75	10 680 618 847,31		1 093 545 050,44
56	Dettes d'exploitation	823 624 901,73	1 211 850,55		822 413 051,18
57	Avances commerciales	66 499 201,61			66 499 201,61
58	Dettes financières	2 174 978 242,40	624 176 951,74		1 550 801 290,66
50	Comptes créditeurs de l'actif	19 753 053,79			19 753 053,79
	DETTES	20 201 315 153,89			6 882 486 919,11
	RESULTAT (BENEFICE)	1 257 980 895,09	801 749 438,36		456 231 456,73
	TOTAL PASSIF	28 351 858 747,92			13 003 781 074,78

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 707 329 134,26	5 652 083 187,20			55 245 947,06
60	Marchandises consommées	5 236 932 384,78			5 192 554 924,49	44 377 460,29	
80	MARGE BRUTE		470 396 749,48				10 868 486,77
71	Production vendue		5 893 970 077,87		516 972 740,88		6 410 942 818,75
72	Production stockée		704 964 665,36	104 526 499,59		0,00	600 438 165,77
73	P.E.P.E.M		0,00				0,00
74	Prestations fournies		155 562 464,44	43 129 671,87			112 432 792,57
75	Transfert de charges de production		41 519 040,50				41 519 040,50
61	Matières et fourts consommées	2 869 215 882,79			39 420 212,87	2 829 795 669,92	
62	Services	418 164 718,66			50 791 480,42	367 373 238,24	
81	VALEUR AJOUTEE		3 979 032 396,20				3 979 032 396,20
77	Produits divers		764 769 855,52	750 000 000,00			14 769 855,52
78	Transfert de charges d'exploitation		109 800 470,33				109 800 470,33
63	Frais de personnel	1 801 487 320,76				1 801 487 320,76	
64	Impôts et taxes	194 302 572,88				194 302 572,88	
65	Frais financiers	379 887 812,48				379 887 812,48	
66	Frais divers	30 557 606,50				30 557 606,50	
68	Dot aux amortissements	385 913 421,45				385 913 421,45	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 061 453 987,98				1 311 453 987,98
79	Produits hors exploitation		567 400 536,89				567 400 536,89
69	Charges hors exploitation	1 096 389 621,73				1 096 389 621,73	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	528 989 084,84				528 989 084,84	
	Résultat brut de l'exercice		1 532 464 903,14				782 464 903,14
	Marge sur stocks P.F						-51 749 438,36
	Impôts sur le bénéfice	274 484 008,05				274 484 008,05	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 257 980 895,09				456 231 456,73

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Equipements de production	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Equipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en cours	1 234 755 418,86		1 234 755 418,86			1 234 755 418,86	0,00	1 234 755 418,86
	INVESTISSEMENTS	17 619 195 517,02	12 643 831 859,22	4 975 363 657,80			17 619 195 517,02	12 643 831 859,22	4 975 363 657,80
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94		727 670 595,94	0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45			1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47	727 670 595,94	66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	STOCKS	4 017 257 579,20	192 854 835,73	3 824 402 743,47			3 951 105 706,84	192 854 835,73	3 758 250 871,11
42	Créances d'investissement	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et st	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 994 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs du g	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	CREANCES	20 319 790 384,67	744 297 480,38	19 575 492 904,29			6 316 134 742,39	744 297 480,38	5 571 837 262,01
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 956 243 480,89	13 580 984 175,33	28 375 259 305,56			27 886 435 966,25	13 580 984 175,33	14 305 451 790,92

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 249 491 416,64			5 771 991 416,64
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes a	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	DETTES	20 129 060 815,82			8 102 905 173,54
	RESULTAT (BENEFICE	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 375 259 305,56			14 305 451 790,92

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	MARGE BRUTE		479 415 858,79				13 035 490,31
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et fourcs consommés	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	VALEUR AJOUTEE		3 709 854 374,61				3 707 637 468,86
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissements	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 636,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitation	657 986 793,81			2 216 905,75	655 769 888,06	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	139 570 172,45				137 353 266,70	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		996 707 073,10				430 555 200,74

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66			96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	INVESTISSEMENTS	17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07			17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07
30	Marchandises	709 606 614,59		709 606 614,59		709 606 614,59			
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 692,24	2 361 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	STOCKS	4 583 071 171,30	211 358 092,84	4 371 713 078,46			4 518 561 479,06	211 358 092,84	4 307 203 386,22
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44		7 731 980 935,21	84 687 984,23		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53			84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53
47	Créances sur clients	8 859 233 588,60	687 712 124,51	8 171 521 464,09		5 397 737 663,47	3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24			819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	CREANCES	21 453 695 712,26	895 638 318,34	20 558 057 393,92			6 164 913 058,48	895 638 318,34	5 269 274 740,14
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	43 998 233 977,46	14 301 940 560,01	29 696 293 417,45			28 644 941 631,44	14 301 940 560,01	14 343 001 071,43

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	FONDS PROPRES	7 324 238 853,10			5 906 738 853,10
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	DETTES	21 200 061 039,55			7 888 778 385,77
	RESULTAT (BENEFICE)	1 171 993 524,80	624 509 692,24		547 483 832,56
	TOTAL PASSIF	29 696 293 417,45			14 343 001 071,43

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
80	MARGE BRUTE		497 723 514,98				23 215 100,34
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourts consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	VALEUR AJOUTEE		4 287 962 698,18				4 279 436 814,42
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
63	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
64	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
65	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
66	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
68	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 788 191 386,77				1 219 665 503,01
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 880,28			406 081 107,48
69	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	388 513 991,78				379 988 108,02	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 509 692,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 171 993 524,80				547 483 832,56

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	INVESTISSEMENTS	18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19			18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	STOCKS	4 864 600 090,35	249 033 902,46	4 615 566 187,89			4 785 757 055,55	249 033 902,46	4 536 723 153,09
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 048 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24			874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	CREANCES	23 700 072 972,99	874 353 178,13	22 825 719 794,86			6 756 302 797,82	874 353 178,13	5 881 949 619,69
	RESULTAT (PERTE)			0,00					
	TOTAL ACTIF	47 061 235 523,76	15 024 025 509,82	32 037 210 013,94			30 038 622 313,79	15 024 025 509,82	15 014 596 803,97

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	FONDS PROPRES	8 438 835 023,73			6 143 335 023,73
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	DETTES	22 365 382 184,54			7 999 112 009,37
	RESULTAT (BENEFICE)	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	TOTAL PASSIF	32 037 210 013,94			15 014 596 803,97

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
80	MARGE BRUTE		552 243 913,07				41 912 098,77
71	Production vendue		6 869 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 160,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 879,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24				111 421 551,24
61	Matières et fourts consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	VALEUR AJOUTEE		4 911 606 449,56				4 871 616 362,56
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
63	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
64	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
65	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
66	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
68	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 733 983 681,18				1 411 993 594,18
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
69	Charges hors exploitation	774 086 458,22			39 990 087,00	734 096 371,22	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	209 381 301,27				169 391 214,27	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 232 992 805,67				872 149 770,87

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<u>INVESTISSEMENTS</u>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	<u>STOCKS</u>			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	<u>CREANCES</u>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT (PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
60	Marchandises consommées	292 559 166,58	
80	MARGE BRUTE		13 240 349,14
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,36
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fourts consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	716 794 629,72	
81	VALEUR AJOUTEE		6 502 126 563,42
77	Produits divers		18 289 967,92
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 108 769 705,86
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	301 162 896,28	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 328 601 109,78

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

1 - Actif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
INVESTISSEMENTS				
20	Frais préliminaires	713 367 321	361 208 738	352 158 583
21	Valeurs incorporelles	101 946 481	99 475 587	2 470 893
22	Terrains	1 864 446 778		1 864 446 778
24	Équipements de production	19 357 204 466	15 460 555 832	3 896 648 635
25	Équipements sociaux	39 366 461	25 664 697	13 701 765
28	Investissements en cours	1 406 926 021		1 406 926 021
TOTAL		23 483 257 529	15 946 904 853	7 536 352 675
STOCKS				
30	Marchandises	30 428 130	83 515	30 344 614
31	Matières et fournitures	2 614 000 327	329 135 441	2 284 864 886
33	Produits semi finis	187 134 719	44 152 154	142 982 565
34	Produits et travaux en cours	55 715 482		55 715 482
35	Produits finis	5 526 048 949	239 590 222	5 286 458 728
36	Déchets et rebuts			
37	Stocks à l'extérieur	523 372 634	94 181	523 278 453
TOTAL II		8 936 700 242	613 055 513	8 323 644 728
CREANCES				
42	Créances d'investissement	167 411 164	25 652 707	141 758 457
43	Créances de stocks	390 577 920	14 141 006	376 436 914
44	Créances sur ass et stes app	49 249 431		49 249 431
45	Avances pour compte	365 442 013	195 783 538	169 658 476
46	Avances d'exploitation	156 495 950	604 555	155 891 395
47	Créances sur clients	5 910 304 863	1 562 817 818	4 347 487 045
48	Disponibilités	2 273 653 209	113 251 368	2 160 401 841
40	Comptes débiteurs du passif	5 546 418		5 546 418
TOTAL III		9 318 680 969	1 912 250 992	7 406 429 977
TOTAL ACTIF		41 738 638 739	18 472 211 358	23 266 427 381

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

2 - Passif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		9 789 871 730
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport	-357 445	
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues	15 666 223	
15	Écart de réévaluation	457 264 505	
16	Intérêts minoritaires	778 838 221	
18	R.I.A	47 170 605	
19	Provisions pour perte et charges	1 168 093 495	
	TOTAL I	9 789 871 730	9 789 871 730
	DETTES		10 601 555 286
52	Dettes d'investissement	2 509 161 829	
53	Dettes de stocks	3 157 062 139	
54	Détention pour compte	74 078 658	
55	Dettes sur ass et stes app	1 946 288 091	
56	Dettes d'exploitation	1 436 680 604	
57	Avances commerciales	202 492 832	
58	Dettes financières	1 250 217 206	
50	Comptes créditeurs de l'actif	25 573 927	
	TOTAL II	10 601 555 286	10 601 555 286
	RESULTAT (BENEFICE)	2 875 000 365	2 875 000 365
	TOTAL PASSIF	23 266 427 381	23 266 427 381

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

3 - Tableau de Comptes de Résultats :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
70	Ventes marchandises		333 684 806
60	Marchandises consommées	312 048 354	
80	MARGE BRUTE		21 636 452
71	Production vendue		11 566 147 307
72	Production stockée		2 214 173 042
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		291 113 741
75	Transfert de charges de production		55 242 022
61	Matières et fourts consommées	4 861 435 728	
62	Services	789 318 773	
81	VALEUR AJOUTEE		8 497 558 062
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
63	Frais de personnel	3 099 420 784	
64	Impôts et taxes	313 988 561	
65	Frais financiers	299 073 900	
66	Frais divers	128 113 624	
68	Dotations aux amortissements	1 170 510 055	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		3 592 528 907
79	Produits hors exploitation		2 532 766 253
69	Charges hors exploitation	2 608 095 321	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	75 329 069	
	Résultat brut de l'exercice		3 517 199 838
	Quote part résultat consolidé	1 638 740	
	Impôts sur le bénéfice	640 560 733	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		2 875 000 365

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.1: Actif du Bilan :

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 672 952 736,96	16 460 129 105,25	13 212 823 631,71	8 497 999 134,44
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 494 013 307,03	2 455 648 976,06	15 038 364 330,97	14 678 684 969,70
TOTAL GENERAL ACTIF	47 166 966 043,99	18 915 778 081,31	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Écarts de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

a. : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 582,47
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 749,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Écarts de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,63	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,15	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 753,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,98
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,15	2 525 202 081,58
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80

مخرجات برنامج الرزمة الاحصائية لمجمع صيدال:

الربحية:

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X1, x2 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,541 ^a	,293	,116	102,78367	1,271

a. Predictors: (Constant), x1, x2

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34962,545	2	17481,272	1,655	,250 ^a
	Residual	84515,864	8	10564,483		
	Total	119478,409	10			

a. Predictors: (Constant), x1, x2

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1270,892	581,359		2,186	,060
	x1	-5725,209	3771,253	-,454	-1,518	,167
	X2	-1287,073	1117,932	-,344	-1,151	,283

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X3, x4 ^a	.	Enter

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,860 ^a	,740	,675	62,31684	1,984

a. Predictors: (Constant), x3, x4

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	88411,302	2	44205,651	11,383	,005 ^a
	Residual	31067,107	8	3883,388		
	Total	119478,409	10			

a. Predictors: (Constant), x3, x4

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-50,279	398,352		-,126	,903
	X3	2231,663	718,693	,567	3,105	,015
	X4	-1565,797	507,762	-,563	-3,084	,015

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X5, x6 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,939 ^a	,881	,851	42,12777	2,992

a. Predictors: (Constant), x5, x6

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	105280,415	2	52640,208	29,661	,000 ^a
	Residual	14197,994	8	1774,749		
	Total	119478,409	10			

a. Predictors: (Constant), x5, x6

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	287,094	133,557		2,150	,064
	X5	-312,175	125,259	-,579	-2,492	,037
	X6	742,407	124,874	1,381	5,945	,000

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X7, x8 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,541 ^a	,293	,116	102,78367	1,271

a. Predictors: (Constant), x7, x8

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34962,545	2	17481,272	1,655	,250 ^a
	Residual	84515,864	8	10564,483		
	Total	119478,409	10			

a. Predictors: (Constant), x7, x8

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1270,892	581,359		2,186	,060
	X7	-5725,209	3771,253	-,454	-1,518	,167
	X8	-1287,073	1117,932	-,344	-1,151	,283

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x8, x4, x3, x1, x7, x6, x5, x2 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,999 ^a	,998	,992	9,74758	2,370

a. Predictors: (Constant), x8, x4, x3, x1, x7, x6, x5, x2

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	119288,379	8	14911,047	156,933	,006 ^a
	Residual	190,030	2	95,015		
	Total	119478,409	10			

a. Predictors: (Constant), x8, x4, x3, x1, x7, x6, x5, x2

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3103,458	570,584		5,439	,032
	x1	10909,763	1882,016	,865	5,797	,028
	x2	-6514,268	940,944	-8,161	-6,923	,020
	x3	12388,917	1768,808	3,148	7,004	,020
	x4	-3244,801	609,197	-1,167	-5,326	,033
	x5	-1842,657	319,946	-3,417	-5,759	,029
	x6	427,982	68,059	,796	6,288	,024
	x7	-5,183	,790	-4,052	-6,560	,022
	x8	-170,745	25,886	-11,998	-6,596	,022

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x6	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
2	x2	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).
3	x3	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F- to-enter <= .050, Probability-of-F- to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: y

Model Summary^d

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,888 ^a	,789	,765	52,93746	
2	,951 ^b	,904	,880	37,80770	
3	,978 ^c	,956	,937	27,53560	1,730

a. Predictors: (Constant), x6

b. Predictors: (Constant), x6, x2

c. Predictors: (Constant), x6, x2, x3

d. Dependent Variable: y

ANOVA^d

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	94257,036	1	94257,036	33,635	,000 ^a
	Residual	25221,373	9	2802,375		
	Total	119478,409	10			
2	Regression	108043,034	2	54021,517	37,793	,000 ^b
	Residual	11435,375	8	1429,422		
	Total	119478,409	10			
3	Regression	114170,946	3	38056,982	50,193	,000 ^c
	Residual	5307,464	7	758,209		
	Total	119478,409	10			

a. Predictors: (Constant), x6

b. Predictors: (Constant), x6, x2

c. Predictors: (Constant), x6, x2, x3

d. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4,461	80,969		-,055	,957
	x6	477,468	82,329	,888	5,800	,000
2	(Constant)	121,546	70,643		1,721	,124
	x6	475,097	58,804	,884	8,079	,000
	x2	-271,159	87,314	-,340	-3,106	,015
3	(Constant)	-306,171	159,005		-1,926	,096
	x6	412,991	48,077	,768	8,590	,000
	x2	-235,424	64,822	-,295	-3,632	,008
	x3	1017,053	357,752	,258	2,843	,025

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x8, x7 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,457 ^a	,209	,011	88,10629	,677

a. Predictors: (Constant), x8, x7

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	16408,484	2	8204,242	1,057	,391 ^a
	Residual	62101,743	8	7762,718		
	Total	78510,227	10			

a. Predictors: (Constant), x8, x7

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	287,208	70,803		4,056	,004
	x7	-,441	,778	-,221	-,567	,586
	x8	130,995	92,612	,552	1,414	,195

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x6, x5 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,448 ^a	,201	,001	88,55059	,686

a. Predictors: (Constant), x6, x5

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15780,573	2	7890,286	1,006	,408 ^a
	Residual	62729,654	8	7841,207		
	Total	78510,227	10			

a. Predictors: (Constant), x6, x5

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	277,452	70,792		3,919	,004
	x5	83,851	171,824	,400	,488	,639
	x6	12,228	194,660	,052	,063	,951

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x2, x1 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,666 ^a	,444	,305	73,89224	,869

a. Predictors: (Constant), x2, x1

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34829,726	2	17414,863	3,189	,096 ^a
	Residual	43680,501	8	5460,063		
	Total	78510,227	10			

a. Predictors: (Constant), x2, x1

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	531,617	68,874		7,719	,000
	x1	1287,297	933,500	,766	1,379	,205
	x2	-1175,747	530,112	-1,233	-2,218	,057

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x2, x1 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,666 ^a	,444	,305	73,89224	,869

a. Predictors: (Constant), x2, x1

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34829,726	2	17414,863	3,189	,096 ^a
	Residual	43680,501	8	5460,063		
	Total	78510,227	10			

a. Predictors: (Constant), x2, x1

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	531,617	68,874		7,719	,000
	x1	1287,297	933,500	,766	1,379	,205
	x2	-1175,747	530,112	-1,233	-2,218	,057

a. Dependent Variable: y

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	x8, x2, x6, x7, x3, x5, x4, x1 ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,993 ^a	,987	,933	22,93170	2,167

a. Predictors: (Constant), x8, x2, x6, x7, x3, x5, x4, x1

b. Dependent Variable: y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	77458,502	8	9682,313	18,412	,053 ^a
	Residual	1051,725	2	525,863		
	Total	78510,227	10			

a. Predictors: (Constant), x8, x2, x6, x7, x3, x5, x4, x1

b. Dependent Variable: y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	49,058	536,880		,091	,936
	x1	2587,807	1559,092	1,541	1,660	,239
	x2	-1840,810	852,277	-1,930	-2,160	,163
	x3	-190,634	575,566	-,120	-,331	,772
	x4	820,639	574,772	,928	1,428	,290
	x5	-187,287	74,872	-,894	-2,501	,129
	x6	147,145	128,877	,620	1,142	,372
	x7	2,332	,474	1,169	4,916	,039
	x8	6,990	1,788	,507	3,909	,060

a. Dependent Variable: y