

دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم: دراسة العلاقة السببية لأسهم الأوراسي  
للفترة (2004-2011)

د. أسماء كسري

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة باجي مختار - عنابة

**ملخص**

تعتمد قاعدة تعظيم ثروة المساهمين على الأسعار السوقية للأسهم. لذا تحاول هذه الدراسة بناء علاقة خطية بين القيمة السوقية لأسهم فندق الأوراسي (المدرجة في بورصة الجزائر) باعتبارها متغيراً تابعاً، وبين المؤشرات المحاسبية المتمثلة في مؤشرات الربحية، ومؤشرات الهيكل المالي، ومؤشرات الأهمية النسبية للأسهم، ومؤشرات السيولة، باعتبارها متغيرات مستقلة. وقد أفضت نتيجة نموذج الانحدار إلى وجود علاقة ذات دلالة بين القيمة السوقية للأسهم وبين المؤشرات الربحية ومؤشرات الأهمية النسبية لتلك الأسهم.

الكلمات المفتاحية: مؤشرات ربحية، مؤشرات الهيكل المالي، مؤشرات الأهمية النسبية للأسهم، مؤشرات السيولة، قيمة سوقية للأسهم، نموذج الانحدار المتعدد.

*Le rôle de l'information comptable dans l'interprétation de la valeur boursière des actions :  
étude de la relation de cause des actions de l'Aurassi (2004-2011)*

**Résumé**

La règle de maximisation de la richesse des actionnaires dépend du cours boursier des actions. Ainsi, cette étude essaie d'établir une relation linière entre la valeur boursière des actions de l'Hôtel El-Aurassi (déjà introduites en bourse d'Algérie), comme variable dépendante, et les indicateurs comptables tels les indicateurs de rentabilité, de structure financière, de liquidité, de l'importance relative des actions, comme variables indépendantes. Le modèle de régression fait ressortir une relation significative entre la valeur boursière des actions et les indicateurs de rentabilité et de l'importance relative des actions.

**Mots-clés:** Indicateurs de rentabilité, indicateurs de structure financière, indicateurs de l'importance relative des actions, indicateurs de liquidité, valeur boursière des actions, modèle de régression multiple.

*The role of accounting information in the interpretation of the market value of shares:  
study of the causal relationship of shares of Aurassi (2004-2011)*

**Abstract**

The role of maximizing shareholders wealth depends on the market price of shares. Thus, this study tries to establish a linear relationship between the market value of El Aurassi Hotel shares (already introduced in Algerian stock exchange), as the dependent variable, and the accounting indicators such as profitability, financial structure, liquidity, the relative importance of shares, as the independent variables. The regression model confirms a significant relationship between the market value of shares and the indicators of profitability and the relative importance of shares.

**Key words:** Profitability indicators, indicators of financial structure, indicators of the relative importance of shares, liquidity indicators, market value of shares, multiple regression model.

## مقدمة

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، 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.

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

ومن الأمور المستقرة في الأسواق المالية أن المعلومات المحاسبية ذات قيمة بالنسبة للمستثمرين في السوق، فهي تعبر عن الرسالة الإعلامية المحاسبية، والمتمثلة في مجموعة التقارير والكشوف المالية، حيث تؤدي دوراً مهماً في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته، من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعكسه الكشوف والتقارير المالية للمؤسسات من مراكز مالية وأرباح محققة. لذلك ازداد اهتمام المحاسبين في السنوات الأخيرة بتوفير المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها مستخدميها من الفئات المتعددة.

## أولاً: الإطار العام للدراسة:

## 1- إشكالية الدراسة:

تؤدي الأسواق المالية بالدول النامية دورا بارزا في تدعيم خطط التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة المدخرات وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب، إلا أن نجاح هذه الأسواق يتوقف بدرجة كبيرة على مدى دقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها من قبل المؤسسات المدرجة في السوق. إذ تحاول الجزائر منذ تبنيتها النظام المحاسبي المالي إلى تحسين جودة المعلومات المحاسبية لما لها من علاقة مع حركة التداول في السوق، مما يجعلنا نطرح الإشكال الآتي:

هل المعلومات المحاسبية المفصح عنها في بورصة الجزائر تفسر مغنويا القيمة السوقية للسهم؟

## 2- فرضيات الدراسة:

- H<sub>01</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم.
- H<sub>02</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية للسهم.
- H<sub>03</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات قياس الأهمية النسبية للسهم وقيمه السوقية.
- H<sub>04</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للسهم.

3- أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة باعتبارها النقطة لإيجاد العلاقة السببية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم أحد أهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى توعية المستثمرين بأهمية تحليل الكشوف المالية واستخراج أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

**4- أهداف الدراسة:**

- فحص القدرة التفسيرية للنسب المستخرجة من الكشوف المالية.
- بيان أهم المتغيرات المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء المؤسسات، وبالتالي العمل على الاهتمام بها مستقبلا في عملية التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

**5- منهج الدراسة:**

سنقوم باستخدام المنهج الوصفي، من خلال الاطلاع على الدراسات والأبحاث ذات الصلة بالموضوع، والتحليلي من أجل تحليل البيانات الخاصة بسهم الأوراسي، بالإضافة إلى استخدام المنهج الاستقرائي الذي يهدف إلى جمع البيانات، وتحليلها واختبار الفرضيات، بالإضافة إلى استخدام نموذج الانحدار المتعدد.

**ثانيا: الدراسات السابقة:**

- (Ball & Brown,1968)<sup>(1)</sup>: تعتبر من الدراسات الرائدة في هذا المجال، حيث هدفت إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم لـ 261 مؤسسة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية، خلال الفترة 1957-1965. ركزت على اختبار فرض أن الأرباح المنشورة تكون مفيدة إذا رافق إصدار القوائم المالية السنوية تغيرات في سعر الورقة المالية، وقد توصلت إلى أن نشر أرقام الربحية في القوائم المالية السنوية لها ردود فعل لدى المستثمرين، تنعكس على أسعار الأسهم وحجم التداول.

- (Board & Day,1989)<sup>(2)</sup>: تناولت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق لندن خلال الفترة 1964-1975. وقد توصلت إلى أن هناك علاقة بين عوائد الأسهم و أسعارها لجميع الشركات محل الدراسة.

- (Feltham & Ohlson,1995)<sup>(3)</sup>: تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية خاصة المتعلقة بالأنشطة المالية. استخدمت الدراسة لقياس المؤشرات المحاسبية القيمة الدفترية للسهم، وريح السهم، والريح الموزع، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية. اعتمدت على أسلوب الانحدار الخطي، حيث توصلت إلى وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم، والمتغيرات المحاسبية المعبرة عن الأنشطة المالية المختلفة.

- (Quirin & Allen,2000)<sup>(4)</sup>: اهتمت بدراسة العلاقة بين الأداء الاقتصادي للمؤسسات الذي يعكسه حجم الأرباح المحققة والقيمة السوقية للسهم، 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 في التنبؤ بحركة أسعار الأسهم، ويعتمد التنبؤ بالأسعار أيضا على البيانات التاريخية للأرباح القائمة على نماذج السلوك العشوائي. كما أضافت الدراسة أن مؤشرات الربحية خاصة مؤشر العائد على السهم ومضاعف الربحية، من أهم المؤشرات المحاسبية للتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

- (محي الدين حمزة، 2007)<sup>(5)</sup>: هدفت إلى اختبار منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين بالمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي، فضلا عن اختبار مدى الاتساق والتجانس في التقارير المحاسبية التي تم الإفصاح عنها في الفترة 1995-2003. وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

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

- أن المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة لا تعد كافية للمستثمرين داخل السوق، ومن ثم فإن قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الأحيان إلى التوجه الشخصي وليس العقلاني.

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

ركزت الدراسات السابقة على ضرورة الاهتمام بالمعلومات المحاسبية المستخرجة من الكشوف المالية لما تحدثه من آثار إيجابية في سلوك المستثمرين، بالإضافة إلى دورها في تحقيق الكفاءة والفاعلية للقرار الاستثماري. ومن الملاحظ أن معظم الدراسات المرتبطة بدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأوراق المالية تم إجراؤها على أسواق مالية متقدمة وليس على أسواق ناشئة، والاعتماد بالأساس على مؤشرات الربحية دون المؤشرات الأخرى التي بإمكانها التأثير على القيمة السوقية للأسهم.

### ثالثا: الإطار النظري للدراسة:

#### 1- أهم نماذج تقييم الأسهم العادية:

تعد الأسهم العادية من أكثر الموجودات المالية صعوبة من حيث التقييم. ويعود السبب في ذلك إلى أن عائد هذه الأسهم يكتنفه عدم التأكد بشكل كبير.

يعرف السهم العادي على أنه "أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات المؤسسة، والمثبتة في شهادة السهم"<sup>(6)</sup>.

إذ تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، وتعتبر المؤشر الذي يرتكز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء كونها مؤشرا هاما لتقييم المؤسسة، وتعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر وقدرتها على النمو، وكلها عوامل تزيد من القيمة السوقية للأسهم، ويزيد الإقبال عليها<sup>(7)</sup>.

توجد العديد من النماذج لتقييم الأسهم العادية، إلا أن أهمها ما يأتي:

#### 1-1- نموذج خصم توزيعات الأرباح:

يعد نموذج خصم توزيعات الأرباح الذي قدمه **J.B Williams** عام 1938 من أكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقية للسهم العادي. فموجب هذا النموذج، تكون قيمة السهم مساوية للقيمة المخصومة لتوزيعات الأرباح بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، وفقا للمعادلة الآتية<sup>(8)</sup>:

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

V: القيمة الحالية للسهم العادي.

D<sub>t</sub>: توزيعات الأرباح المتوقعة في نهاية السنة.

K: معدل العائد المطلوب.

انطلاقا من المعادلة السابقة، يمكن تطبيق نموذج خصم توزيعات الأرباح وفق عدة حالات وافتراسات،

هي<sup>(9)</sup>:

- تدفقات متساوية في كل سنة بمعدل نمو صفري.

- تدفق ينمو بمعدل نمو ثابت ابتداء من السنة الأولى إلى ما لا نهاية، وتسمى بطريقة Gordon-Shapiro.

- تدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت.

**2-1- نموذج مضاعف الربحية (PER Price Earning Ratio):**

تعتبر من أهم نسب تقييم الأسهم وأكثرها شيوعاً بين أوساط المتداولين، إذ أنها امتداد طبيعي لنسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة. تستخدم على نطاق واسع من جانب المحللين الماليين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، حيث تحدد عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح، ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم. وتتعاكس 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 الكشوف المالية المنشورة<sup>(10)</sup>. ويمكن كتابة مضاعف ربحية السهم كالآتي:

$$PER = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

**2- طبيعة المعلومات التي يحتاجها المستثمرون في السوق المالي:**

لقد زاد الاهتمام بموضوع الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، وذلك نظراً لاعتماد العديد من الجهات بشكل كبير في قراراتها على ما تنشره المؤسسات من معلومات، حيث يتم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية على شكل تقارير مالية تضم الكشوف المالية.

حسب النظام المحاسبي المالي الجديد، تتكون مجموعة الوثائق المالية والكشوف المحاسبية من:

**1-2- الميزانية:**

هي عبارة عن "كشف يتضمن أعمدة منها جانب الأصول والخصوم، مخصص لأرصدة السنة السابقة بالإضافة إلى السنة الحالية. وتساعد المستخدم في التعرف على الوضع المالي للمؤسسة".

**2-2- جدول حساب النتائج:**

هي 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 السهم<sup>(11)</sup>.

**3-2- جدول تدفقات الخزينة:**

هو عبارة عن كشف يتضمن المدفوعات والمقبوضات النقدية الحاصلة أثناء السنة المالية. وتعكس حركة التدفقات النقدية واتجاهاتها، بحيث تعطي للمستثمر فكرة عن توفر السيولة النقدية.

إضافة إلى الكشوف السابقة، فإن التقرير المالي السنوي يتضمن قائمة جدول تغيير الأموال الخاصة. وهو الذي يقدم تحليلاً لمختلف التغيرات على مستوى الأموال الخاصة، بالإضافة إلى الجداول الملحقة والتي توفر معلومات مكتملة عن الميزانية وجدول حسابات النتائج.

**3- علاقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في بورصة الجزائر بالقيمة السوقية للأسهم:**

**1-3- لمحة عن بورصة الجزائر:** جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر أثر الإصلاحات التي أعلن عنها سنة 1987، لتتوالى بعدها عدة قوانين ومراسيم تشريعية اقتصادية، لتتوج بصدور المرسوم التشريعي رقم 10/93

المؤرخ في 1993/05/23 الذي يقضي بإنشاء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر، والتي لم تظهر للوجود إلا سنة 1996 لتباشر نشاطها الفعلي في 13 سبتمبر 1999<sup>(12)</sup>.

تقوم المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر بنشر العديد من المعلومات بأشكال ووسائل مختلفة كالتقارير، والمطبوعات، والجرائد، إذ ألزمها القانون بنشر كافة المعلومات المتعلقة بنشاطها، من بينها المعلومات المحاسبية وغيرها من المعلومات المتاحة لعامة الناس<sup>(13)</sup>.

على غرار باقي بورصات العالم تشمل بورصة الجزائر على مجموعة من المتدخلين، وهم<sup>(14)</sup>:

### 1-1-3 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):

وهي "عبارة عن سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية، مهمتها حماية المستثمرين في القيم المنقولة وكذا حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها".

### 2-1-3 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBVM):

تتولى مهمة تنظيم جلسات التسعير وتسيير منظومة التفاوض، والتنظيم العملي للإدخال في بورصة القيم المنقولة، ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة والنشرة الرسمية للتسعيرة..

### 3-1-3 المؤتمن المركزي للسندات:

تتمثل وظيفته الأساسية في مسك الحسابات وحفظ السندات المتداولة في البورصة، بالإضافة إلى تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها المؤسسات المصدرة، ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق وكذا ترميز السندات المقبولة لعملياته حسب المقياس الدولي.

4-1-3 المصدرون (EMETEURS): عبارة عن "أشخاص معنويين في شكل مؤسسات مساهمة، تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم، وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للإدخال".

### 5-1-3 الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B):

عبارة عن أشخاص طبيعيين أو مؤسسات ذات أسهم معتمدين من طرف اللجنة، يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة، ويخول لهم إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن.

### 2-3- علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم:

يعتبر السعر السوقي للسهم محصلة طبيعية لآلية العرض والطلب، وما هو إلا انعكاس ضمنى لمصالح ودوافع تلك الأطراف المتعاملة في السوق.

لقد 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.

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 مدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية والتنبؤ بالقيمة الحقيقية للسهم، مما ينعكس أثره على الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية<sup>(15)</sup>.

في إطار الفكر المالي المعاصر، يرجع التغير في سعر أو عوائد الأسهم إلى محتوى المعلومات المحاسبية المفصح عنها. وهي التي قد تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء المؤسسة وتقود بدورها إلى تغيرات في القيمة السوقية للأسهم، لأنها تمكن المستثمرين والمحللين من الاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل.

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 أساسا في التغير في أسعار الأسهم، باعتبار أن هذه الأخيرة سوف ترتفع أو تنخفض قياسا 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)<sup>(16)</sup>.

لذا يمكن القول إن "الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم، وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي يحققه السهم"<sup>(17)</sup>، وذلك انطلاقا 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. وعليه يمكن القول إن التقلبات في القيمة السوقية للأسهم هي "دالة لمحتوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، كون هذه الأخيرة بالإضافة إلى كفاءة السوق تعد المحرك الرئيسي لآلية العرض والطلب على الأسهم في السوق المالي"<sup>(18)</sup>.

#### رابعا: الإطار التطبيقي:

تعد عملية تسعير الأسهم وتقييمها من أهم المشاكل التي تواجه المستثمر. لذا يجب الاعتماد على مجموعة من المؤشرات المساعدة على التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم، من خلال تحديد أهم المعلومات ذات التأثير على قرارات المستثمرين. ومع ازدياد حاجتهم في الأسواق المالية إلى المزيد من الإفصاحات المحاسبية، أصبحت هنالك حاجة ماسة إلى دراسة مدى تأثير هذا النوع من المعلومات على القيمة السوقية للأسهم، من خلال دراسة العلاقة التفسيرية بينهما. وتستخدم هذه الدراسة بعض المؤشرات المحاسبية، وهي التي تساعد في تفسير التغيرات في القيمة السوقية حسب رأي الباحثة.

**1- البطاقة الفنية لفندق الأوراسي:** تعتبر من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، حيث استطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدرجة في البورصة، إذ تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة<sup>(19)</sup>.

- تسمية المؤسسة: مؤسسة إدارة فندق الأوراسي EGH El Aurassi التابعة للشركة القابضة للخدمات.

- الرأسمال: 1.500.000.000 أي 6.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج.

- الكمية المعروضة: 1.200.000 سهم أي 20% من الرأسمال.

- سعر العرض: 400 دج.

- فترة العرض: من 15 جوان إلى غاية 15 جويلية 1999.

- IOB المرافق: الراشد المالي.

- IOB المكلفين بتعبئة أوامر الشراء: الراشد المالي، SPDM SOFICOP SOGEFI.

حيث تم تقسيم العرض Segmentation de l'offre إلى 60% مخصص للأشخاص المادية، في حين 20% منه يرجع للأشخاص المعنوية والتجار، 15% لصالح البنوك والتأمينات والمؤسسات المالية OPCVM SICAV و IOB، والباقي 5% لصالح عمال الفندق<sup>(20)</sup>.

## 2- الاختبارات الإحصائية:

سوف يتم الاعتماد في اختبار النموذج على الاختبارات الإحصائية الآتية<sup>(21)</sup>:

- معامل التحديد ( $R^2$ ): يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للسهم. وهي التي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.

- اختبار (F): يساعد في اختبار معنوية النموذج، وذلك عند مستوى ثقة 95%.

وسوف يتم رفض فرضيات العدم السابقة إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0,05.

## 3- النموذج المستخدم:

سوف يتم اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة من خلال نموذج متعدد، وفقا للمعادلة الآتية<sup>(22)</sup>:

$$Y = a + b_1X_1 + \dots + b_kX_k + E$$

ويمكن كتابة معادلات الانحدار المتعدد التقديرية كالتالي:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3$$

$$Y = a + b_4X_4 + b_5X_5$$

$$Y = a + b_6X_6 + b_7X_7 + b_8X_8$$

$$Y = a + b_9X_9 + b_{10}X_{10}$$

Y: المتغير التابع ويمثل القيمة السوقية للسهم العادي.

$X_1, X_2, X_3$ : المتغيرات المستقلة لمؤشرات الربحية.

$X_4, X_5$ : المتغيرات المستقلة لمؤشرات الهيكل المالي.

$X_6, X_7, X_8$ : المتغيرات المستقلة لقياس الأهمية النسبية للسهم.

$X_9, X_{10}$ : المتغيرات المستقلة لمؤشرات السيولة.

## 4- متغيرات الدراسة:

### 4-1- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية (Y)، وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{متوسط القيمة السوقية للسهم} = (\text{الحد الأعلى} + \text{الحد الأدنى}) / 2$$

4-2- المتغيرات المستقلة: تم التعبير عن المتغيرات المستقلة بمؤشرات محاسبية كالتالي:

### 4-2-1- مؤشرات الربحية<sup>(23)</sup>:

- معدل العائد على الأصول ( $X_1$ ): يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على استخدام الأصول المستثمرة خلال المدة الماضية، ويحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الأصول.

- معدل العائد على حقوق المساهمين ( $X_2$ ): يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عائد مجزي للمساهمين من المبالغ، ويحسب بقسمة الأرباح الموزعة على إجمالي حقوق المساهمين.



- معدل دوران إجمالي الأصول ( $X_3$ ): يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على استغلال الأصول لتحقيق المبيعات، ويحسب بقسمة صافي المبيعات على إجمالي الأصول.

#### 4-2-2- مؤشرات الهيكل المالي:

- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ( $X_4$ ): تحسب بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.  
- نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ( $X_5$ ): تعكس هذه النسبة الجزء الذي يتم تمويله من الأصول داخليا، وتحسب بقسمة حقوق الملكية على إجمالي الأصول.

#### 4-2-3- مؤشرات قياس الأهمية النسبية للسهم:

- الربح الموزع للسهم ( $X_6$ ): تحسب بقسمة الأرباح الموزعة على عدد الأسهم العادية<sup>(24)</sup>.  
- العائد على السهم ( $X_7$ ): يعتبر المؤشر أساسا لتقييم ربحية السهم، ويحسب بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم العادية.

- مضاعف الربحية ( $X_8$ )<sup>(25)</sup>: تحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، تحسب بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم.

#### 4-2-4- مؤشرات السيولة:

- نسبة التداول ( $X_9$ ): تحسب بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة.  
- نسبة السيولة السريعة ( $X_{10}$ ): تحسب بقسمة الأصول المتداولة ماعدا المخزون على الخصوم المتداولة.

#### خامسا: عرض وتحليل النتائج:

انطلاقا من البيانات المنشورة في بورصة الجزائر، والمتعلقة بفندق الأوراسي للفترة 2004-2011، تم حساب المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. والجدول (1) يوضح ذلك.

جدول (1): متغيرات النموذج

السنة	Y	مؤشرات الربحية			م.الهيكل المالي			م. قياس الأهمية النسبية للسهم			م.السيولة	
		X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	
2004	270	0,07	0,019	0,28	0,51	0,33	35	59,42	4,54	0,83	0,73	
2005	282,5	0,08	0,021	0,29	0,51	0,38	40	78,81	3,58	0,89	0,80	
2006	357,5	0,12	0,024	0,29	0,48	0,40	45	113,28	3,16	0,94	0,82	
2007	402,5	0,11	0,021	0,29	0,47	0,33	47	114,65	3,51	0,67	0,98	
2008	427,5	0,11	0,020	0,30	0,44	0,31	49	124,87	3,42	1,19	1,10	
2009	450	0,12	0,018	0,24	0,39	0,30	50	138,33	3,25	1,97	1,79	
2010	485	0,01	0,005	0,16	0,34	0,56	15	18,79	25,81	0,41	0,36	
2011	485	-0,05	0,000	0,01	0,56	0,30	0	0,00	0,00	1,23	1,04	

المصدر: محسوب من طرف الباحثة انطلاقا من التقارير المالية السنوية المنشورة في موقع بورصة الجزائر<sup>(26)</sup>.

## 1- مدى تفسير مؤشرات الربحية للقيمة السوقية للأوراسي:

جدول رقم (2): جودة التوفيق حسب النموذج<sup>1</sup>

Modèle	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,951 <sup>a</sup>	,904	,831	34,72352	1,804

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS v.19.

يوضح الجدول (2) أن:

- هناك ارتباطاً قوياً بين القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، ومعدل دوران إجمالي الأصول، وذلك بمقدار (0.95).
- معامل التحديد R<sup>2</sup> (0.90)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر 90% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم، وأن هناك (10%) من التغيرات ترجع لمتغيرات أخرى.
- قيمة دارين واتسن المحسوبة تقدر بـ (1.804)، وهي تقع في حدود منطقة عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين حدود الأخطاء.

جدول رقم (3): تحليل التباين للنموذج<sup>1</sup>ANOVA<sup>b</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
1	Régression	45202,107	3	15067,369	12,497	,017 <sup>a</sup>
	Résidu	4822,893	4	1205,723		
	Total	50025,000	7			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS v.19.

- قيمة فيشر المحسوبة  $F_{5\%,3,4} = 12,497$  أكبر تماماً من قيمة فيشر الجدولية  $F_{tab} = 6,59$ ، وذلك عند مستوى معنوية (0.05)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (5%).

ويمكن كتابة معادلة نموذج الانحدار المتعدد كالتالي:

$$Y = 626,318 + 2848,148x_1 - 16885,792x_2 - 709,569x_3$$

(2,019)      (-1,722)      (-,864)

تجدر الإشارة إلى أن القيم ما بين قوسين تمثل قيم ستيودنت المحسوبة لمعاملات المتغيرات المستقلة، ومن الملاحظ:

- وجود علاقة جوهرية طردية بين معدل العائد على الأصول ( $x_1$ ) والقيمة السوقية للسهم.
- وجود علاقة جوهرية عكسية بين كل من معدل العائد على حقوق المساهمين ( $x_2$ ) ومعدل دوران إجمالي الأصول ( $x_3$ ) والقيمة السوقية للسهم

## 2- مدى تفسير مؤشرات الهيكل المالي للقيمة السوقية للأوراسي:

جدول رقم (4): تحليل التباين للنموذج<sup>2</sup>ANOVA<sup>b</sup>

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
1 Régression	6401,905	2	3200,952	,367	,710 <sup>a</sup>
Résidu	43623,095	5	8724,619		
Total	50025,000	7			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS v.19.

- قيمة فيشر المحسوبة  $F_{5\%,5,7} = 0,367$ ، وهي أقل تماما من قيمة فيشر الجدولية  $F_{tab}=3,97$ ، مما يعني رفض النموذج عند مستوى معنوية (5%).

## 3- مدى تفسير مؤشرات قياس الأهمية النسبية للسهم للقيمة السوقية للأوراسي:

جدول رقم (5): جودة التوفيق حسب النموذج<sup>3</sup>

Modèle	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,966 <sup>a</sup>	,934	,884	28,78379	2,155

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS v.19.

يتضح من نتائج الجدول (5) أن:

- هناك ارتباطا قويا بين القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة المتمثلة في الربح الموزع للسهم، العائد على السهم، مضاعف الربحية، وذلك بمقدار (0.96).
- معامل التحديد  $R^2$  يقدر بـ (0.93)، مما يعني أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 93% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم، وأن هناك (7%) من التغيرات ترجع لمتغيرات أخرى.
- قيمة دارين واتسن المحسوبة تقدر بـ (2.155)، وهي تقع في حدود منطقة عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين حدود الأخطاء.

جدول رقم (6): تحليل التباين للنموذج<sup>3</sup>ANOVA<sup>b</sup>

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
1 Régression	46710,973	3	15570,324	18,793	,008 <sup>a</sup>
Résidu	3314,027	4	828,507		
Total	50025,000	7			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS v.19.

- قيمة فيشر المحسوبة  $F_{5\%,3,4} = 18,793$  أكبر تماما من القيمة فيشر الجدولية  $F_{tab}=6,59$  عند مستوى معنوية (0.05)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (5%).

ويمكن كتابة معادلة نموذج الانحدار المتعدد كالاتي:

$$Y = 481,520 - 16,245x_6 + 5,572x_7 + 5,523x_8$$

$$(-3,495) \quad (3,369) \quad (,532)$$

ومن الملاحظ:

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين الربح الموزع للسهم ( $x_6$ ) والقيمة السوقية للسهم.
- وجود علاقة جوهرية طردية بين كل من العائد على السهم ( $x_7$ ) مضاعف الربحية ( $x_8$ )، والقيمة السوقية للسهم.

#### 4- مدى تفسير مؤشرات السيولة للقيمة السوقية للأوراسي:

جدول رقم (7): تحليل التباين للنموذج<sup>4</sup>

#### ANOVA<sup>b</sup>

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
IRégression	26255,720	2	13127,860	2,762	,156 <sup>a</sup>
Résidu	23769,280	5	4753,856		
Total	50025,000	7			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS v.19.

- قيمة فيشر المحسوبة  $F_{5\%,2,5} = 2,762$ ، وهي أقل تماما من قيمة فيشر الجدولية  $F_{tab} = 5,79$  مما يعني رفض النموذج عند مستوى معنوية 5%.

#### نتائج الدراسة:

توصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج يمكن إجمالها في ما يأتي:

- رفض الفرضية العدمية الأولى، أي أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم، حيث تم قبول النموذج عند مستوى معنوية (5%). وعليه تكتب معادلة نموذج الانحدار المتعدد كالاتي:

$$Y = 626,318 + 2848,148x_1 - 16885,792x_2 - 709,569x_3$$

$$(2,019) \quad (-1,722) \quad (-,864)$$

- قبول الفرضية العدمية الثانية، أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال والقيمة السوقية للسهم.

- رفض الفرضية العدمية الثالثة، أي أنه توجد علاقة بين نسب الأهمية النسبية للسهم وقيمتها السوقية، حيث تم قبول النموذج عند مستوى معنوية (5%). وعليه تكتب معادلة نموذج الانحدار المتعدد كالاتي:

$$Y = 481,520 - 16,245x_6 + 5,572x_7 + 5,523x_8$$

$$(-3,495) \quad (3,369) \quad (,532)$$

- قبول فرضية العدم الرابعة، أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية.
- هناك عوامل مؤثرة في القيمة السوقية لسهم الأوراسي، إلا أن هناك تباينا في مدى تأثير هذه العوامل المحاسبية.

- إن المعلومات المحاسبية المنشورة لا تعد كافية بالنسبة للمستثمرين داخل السوق، ومن ثم فإن قرارهم يخضع في أغلب الأحيان الى التوجه الشخصي.

## توصيات الدراسة:

- انطلاقا من النتائج المتوصل اليها وجب تقديم بعض التوصيات:
- القيام بإصلاحات اقتصادية حقيقية تمس مختلف القطاعات.
  - ضرورة التزام المؤسسات بنشر المعلومات المحاسبية المتعلقة بال مؤشرات المالية، والتي أثبتت العديد من الدراسات أهميتها في عملية اتخاذ القرار.
  - تحسيس الفرد الجزائري بدور البورصة في تدعيم الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال القيام بحملات توعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية.
  - الاهتمام بوظيفة تحليل الكشوف المالية، من أجل مساعدة المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة المحاسبية، من خلال إنشاء مؤسسات مالية متخصصة تتولى هذه المهمة.
  - مد جسر التعاون بين المؤسسة والجامعة، لأنه من شأن الجامعيين والمتربصين أن يساهموا بشكل كبير في إثراء البحث العلمي، والمساهمة في بناء المؤسسات، وعدم استخدام سياسة الانطواء على المحيط الخارجي باعتبار المتربصين أهم دخلاء على المؤسسة.
  - زيادة التركيز على البحوث العلمية في مجال الإفصاح المحاسبي على مستوى بورصة الجزائر، وتقييم الأسهم.

## خاتمة

بينت هذه الدراسة وجود علاقة ارتباطية واضحة بين المعلومات المحاسبية المفصح عنها والقيمة السوقية للسهم، مما يدل على أن نوع المعلومات المستخرجة من القوائم المالية قادرة على تفسير التغيرات الحاصلة في قيمة سهم فندق الأوراسي. وبالرغم من النتائج المتوصل، إلا أن الحديث عن المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في اقتصاد مثل الاقتصاد الجزائري أمر صعب.

وفي هذا السياق، تجدر الإشارة الى أن ضعف نشاط بورصة الجزائر راجع الى عدة أسباب أهمها تدني الوعي الاستثماري لدى الفرد الجزائري، وقلة ثقافته المالية خاصة ثقافة البورصة، كذلك غياب بعض الهياكل الضرورية لتنشيط السوق المالية، مثل: صناديق الاستثمار، ومصالح إدارة المحافظ المالية والمقاصة وغيرها من الهيئات<sup>(27)</sup>.

كما نشير إلى ضعف الإفصاح المالي للمؤسسات المقيدة، وذلك من ناحية قلة المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية. والعنصر الأهم هو عدم نشرها في الوقت المناسب.

وينتظر أن يساهم النظام المحاسبي المالي في تطوير بورصة الجزائر وتعزيز كفاءتها، حيث إن إعداد التقارير والكشوف المالية وفق معايير المحاسبة الدولية، يجعل المعلومات المحاسبية المفصح عنها ذات جودة عالية وقابلة للقراءة، ما يمنح المؤسسات الجزائرية مزيدا من الفرص في مجالات الاستثمار والتمويل، إذ تنعكس شفافية المعلومات المحاسبية على كفاءة البورصة، وهي التي تعتبر شرطا أساسيا لحسن سيرها بطريقة ناجعة وفعالة.

## قائمة المراجع:

- 1- R. Ball and P Brown, An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, Autumn, 1968, p 159-178.
- 2- J. Board and L.A. Day, The information content cash flow figures, accounting and business research, 1989, p 3-11.
- 3- G. Feltham, J. Ohlson Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, contemporary accounting research, 1995, p 689-731.
- 4- J. Quirin and A. Allen, The effect of earnings performance on fundamental information analysis, Journal of business research, 2000, p 149-165.
- 5- محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 23، العدد 01، 2007، ص 145-174.
- 6- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، 2010، ص 154.
- 7- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، عمان، 2006، ص 438.
- 8- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص 194.
- 9- هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007، ص 113.
- 10- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد، 2010، ص 81.
- 11- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطازنة، تحليل القوائم المالية (مدخل نظري وتطبيقي)، دار المسيرة، عمان، 2011، ص 29، 37.
- 12- التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2010:  
<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf>
- 13- جبار محفوظ، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004: دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007، ص 87.
- 14- أحسين عثمانى، سعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، 6-7 ماي 2012، ص 11-12.
- 15- عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختبارية حديثة)، ورقة عمل مقدمة للندوة الحادية عشر دور المعلومات المحاسبية في تنشيط أسواق المال، جامعة الملك سعود، 05-06 ديسمبر 2006، ص 26.
- 16- كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 312.
- 17- كمال الدين الدهراوي، المرجع السابق، ص 19.
- 18- R. Ball and P. Brown, op cit.
- 19- عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 19، العدد 02، 2005، ص 176-177.
- 20- محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة و أثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 12، 2013، ص 109.
- 21- حمداوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر (حالة الجزائر)، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007-2008، ص 276.
- 22- محمد صبحي أبو صلاح، عدنان محمد عوض، مقدمة في الإحصاء (مبادئ وتحليل باستخدام SPSS)، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، 2005، ص 309.

- 23- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص 236.
- 24- عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، مرجع سابق، ص 178.
- 25- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد، 2010، ص 81.
- 26- التقارير السنوية المنشورة في موقع بورصة الجزائر: [www.cosob.org](http://www.cosob.org) تاريخ الاطلاع: 2013/05/21.
- Rapport annuel COSOB 2006, p 40.
  - Rapport annuel COSOB 2008, p 46.
  - Rapport annuel COSOB 2011, p 98.
- 27- محفوظ جبار، عديلة مريم، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار (ملحوظة علمية)، دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 35، العدد 02، 2008، ص 407.