

العلاقة السببية بين الإفصاح المحاسبي للمؤسسات المدرجة في البورصة وقيم تداول  
أوراقها المالية-دراسة حالة صيدال –

د-رمضان محمد

د بن حمو عصمت محمد

أستاذ محاضر "أ" جامعة مستغانم

أستاذ محاضر "ب" جامعة مستغانم

الملخص :

يلعب الإفصاح المحاسبي دورا مهما في الأسواق المالية حيث أنه يهدف إلى توفير لجملة الأطراف الفاعلة المعلومات اللازمة لتحديد الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة وأيضا تحديد القيمة العادلة لجملة الأدوات المالية بتطبيق مختلف المقاربات الخاصة بعملية التقييم (PER- Gordon ..ect) من جهة ، ومن جهة أخرى يزود المستثمر المالي بالمعلومات المالية والإستراتيجية التي تساعده في عملية المفاضلة ما بين تلك الأدوات.  
الكلمات المفتاحية:

الإفصاح المحاسبي، القيمة العادلة، المعلومات المالية، التشخيص المالي، الإقبال على الأدوات المالية.

résumé:

La divulgation comptable joue un rôle important dans les marchés financiers car elle vise à fournir pour les différents acteurs les informations nécessaires pour déterminer la situation financière des entreprises cotées et aussi pour déterminer la juste valeur des instruments financiers en appliquant les différentes approches d'évaluation (PER- Gordon Shapiro- D ' I Fisher..ect) d'une part, et d'autre part fournit a l'investisseur financier l'ensembles des informations financières et stratégiques nécessaires pour prendre les bons choix.

Mots clés :divulgateion comptable ;la juste valeur ;informations financières ; diagnostique financier

## المقدمة :

تؤثر الأسواق المالية على النمو الاقتصادي للدول حيث أنها تمثل نقطة تلاقي بين المؤسسات ذات الفائض المالي و المؤسسات ذات العجز بغرض تمويل الأنشطة الاقتصادية، و مع تنوع المنتجات المالية و اشتداد المنافسة في ظل الكفاءة المطلقة للأسواق أصبحت عملية الفاضلة بين الأدوات المالية عملية جد معقدة تعتمد و تستند على نسبة تدفق المعلومات المحيئة عن المؤسسات المصدر لها والتي تؤثر مباشرة على سلوك المستثمرين الماليين و لتبيان ذلك نطرح الإشكالية التالية :

كيف يمكن لجودة المعلومات المصرح بها من طرف المؤسسات المدرجة في البورصة في

تفعيل عملية تداول الأوراق المالية المكتتبه و تحديد قيمتها العادلة ؟

ولتحليل الإشكالية المذكورة سابقا نستند على الفرضيات التالية:

-للسلامة القوائم المالية اثأرا ايجابية على كفاءة الأسواق المالية في ظل المنافسة المطلقة.

-القيم العادلة للأوراق المالية ما هي إلا نتيجة حتمية لجودة الإفصاح المحاسبي.

-تراجع نسبة الإقبال على الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الجزائرية

المدرجة راجع إلعدم ثقة المستثمرين في عملية الإفصاح المحاسبي.

أما محاور الدراسة علي النحو التالي:

I-الإفصاح المحاسبي كاده لتعزز كفاءة الأسواق.

II-اثر جودة الإفصاح المحاسبي على عملية تقييم الأوراق المالية.

III-تحليل علاقة تأثير-تأثر بين عملية الإفصاح والإقبال على الأوراق المالية حالة

صيدال.

## 1- الإفصاح المحاسبي كاده لتعزيز كفاءة الأسواق :

يعتبر الإفصاح المحاسبي أحد المقومات الأساسية لكفاءة الأسواق المالية حيث أنه يهدف إلى توفير كم هائل من المعلومات المالية والإستراتيجية حول المؤسسات المدرجة و التي سوف تكون الفيصل في المفاضلة بين جملة الأدوات المالية المتوفرة و بالتالي تأثر في القرارات المتخذة من طرف المؤسسات ذات الفائض المالي من جهة أو المؤسسات المخول لها لعب دور الوساطة المالية من جهة أخرى .

### 1-1-تعريف الإفصاح المحاسبي:

-تتعدّد المفاهيم الخاصّة بالإفصاح و أهميته فعلى سبيل المثال يمكن تعريفه على أنه "عرض للمعلومات المهمّة للمستثمرين و الدّائنين و غيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل و قدرته على سداد التزاماته أو نشر كلّ المعلومات الاقتصادية التي لها علاقة بالمشروع سواء كانت كميّة أو أخرى بما يساعد المستثمر المالي على اتّخاذ قراراته و تخفيض حالة عدم التّأكد لديه من الأحداث الاقتصادية المستقبلية"<sup>1</sup>

-كما يمكن تعريفه على أنه <sup>2</sup>عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كميّة أو وصفية في القوائم المالية أو في الهوامش و الملاحظات و الجداول المكملّة في الوقت المناسب، ممّا يجعل القوائم غير مضلّلة و ملائمة لمستخدمي القوائم المالية من الأطراف الخارجية و التي ليست لها سلطة الاطلاع على الدفاتر و السّجلات للشركة .

• تمت أنواع كثيرة من الإفصاح المحاسبي تختلف حسب مجالات التقسيم ، يرى بعض

الباحثين أنه يمكن تقسيم الإفصاح من حيث الحجم إلى ثلاثة مستويات:

\*الإفصاح التّام أو الشّامل و الذي يهدف الى ضرورة تقديم القوائم المالية و المحاسبية و المعلومات اللازمّة

بالكامل لتكون الأساس لبناء صورة واضحة و صحيحة عن الوحدة المحاسبية، و يعتمد هذا  
المبدأ على أربعة

افتراضات رئيسية<sup>(3)</sup>:

-إنّ احتياجات مستخدمي المعلومات المحاسبية الخارجين يمكن الإفاد بها بمجموعة من  
القوائم المالية ذات الغرض العام.

-وجود احتياجات مشتركة للأطراف الخارجية يمكن مقابلتها بمعلومات ملائمة عن الدّخل و  
الثروة.

-إنّ دور المحاسب في عملية الإفصاح عن المعلومات الملائمة للجهات الخارجية تتحدّد في أربع  
قوائم أساسية: الدّخل، المركز المالي، التّدفّقات التّقديّة و التّعديّر في حقوق الملكية.

-إنّ هذا الأسلوب يعتبر الأفضل لمبدأ الإفصاح من وجهة النّظر الاقتصادية و ذلك بمقارنة  
التّكلفة بالعائد المحقّق.

\* الإفصاح العادل: يعني ضرورة تقديم المعلومات والقوائم المالية بنفس الكم و الجودة و في  
نفس الوقت لجميع الفئات الراغبة في الحصول عليها بدون تحيز .

\* الإفصاح الكافي: يعني ضرورة تزويد جميع الفئات بالمعلومات التي تعدّ مفيدة و بالتالي  
الإفصاح عن حدّ أدنى من البيانات المالية الواجب إظهارها في القوائم المالية لجعلها غير  
مضلّلة.

• كما يمكن تقسيم الإفصاح المحاسبي من حيث المجال إلى قسمين :

\* الإفصاح المالي :و الذي يهتم بالكشف عن البيانات و المعلومات المالية و فقط.

\*الإفصاح الغير المالي: الذي يهتم بالكشف عن المعلومات التي ليس لها علاقة بالجانب المالي و لكن قد تأثر في قرارات الخاصة بالمؤسسات ذات الفائض المالي مثل التوجه الاستراتيجي أو القرارات المتخذة من طرف الإدارة العليا.

## 2-1- أساسيات حول كفاءة الأسواق المالية :

يعرّف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على <sup>4</sup> " أنّها السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبئها وسائل الإعلام، أو تمثّلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيّام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامّة على أداء المنشأة وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على

القيمة السوقية للسهم. و بالتالي في ظلّ السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولّد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عمّا ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

-في ظل كفاءة الأسواق تسلك أسعار الأدوات المالية سلوكا عشوائيا (أي أنّ التغيّر في السعر قد يحدث في أيّ وقت وفي أيّ اتجاه) يصعب التنبؤ به والسبب في ذلك هو تأثر هذا الأخير بالتدفق الهائل للمعلومات الخاصة بتلك الأدوات والتي ستؤثر في سلوك المستثمرين الماليين في هذا المستوى يجب التفرقة بين الكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية.

• الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية): يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمّل المتعاملون تكلفة مالية عالية لسمسرة، و دون أن يتاح للتجار و المتخصّصين (صنّاع السوق) فرصة تحقيق هوامش ربح مبالغ فيها<sup>5</sup>

• الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية): بمعنى وصول معلومات جديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أنّ الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل

في السّوق بمثابة مباراة عادلة، وأنّ الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية حصول البعض على المعلومات دون غيرهم، وفي ظلّ السّوق الكفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح<sup>6</sup>

و حتّى يتّصف أيّ سوق مالي بالكفاءة يجب أن تتوفّر فيه مجموعة من المقوّمات أو الأساسيات، من أهمّها<sup>7</sup>:

■ دقّة و سرعة وصول المعلومات: يهدف السّوق المالي إلى توفير و تزويد المتعاملين بالمعلومات الدّقيقة و في الوقت المناسب بهدف إعطائهم فرصة لتقييم الأصول المالية محلّ الاهتمام و كذلك تحليل الوضعية المالية للمؤسّسات المدرجة في البورصة للمفاضلة بينهما، و بالتّالي تخصيص الموارد إلى المنشآت أو القطاعات ذات المزايا النّسبية.

■ السيولة: يقصد بها أن يستطيع كلّ من البائع و المشتري من إبرام الصفقة بسرعة و بسعر قريب من السّعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، هذا يعني في حالة عدم وصول أيّ معلومات جديدة إلى

السّوق يجب توقّر سمة استقرار الأسعار (عدم تعرّضها لتغيّرات كبيرة من صفقة إلى أخرى)<sup>(2)</sup>. أمّا في حالة العكس يجب ترجمة تلك المعلومات على شكل حركة عشوائية في سعر السّهم محلّ التّعاقّد.

■ عدالة السّوق: تعني عدالة السّوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث أنّه في جميع الأسواق المالية تعمل اللّجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتّساوي، كما أنّه في حالة وجود خلل بين العرض و الطّلب لورقة مالية معيّنة فإنّ هذه اللّجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التّعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة من اجل إعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

## II- اثر جودة الإفصاح المحاسبي على عملية تقييم الأوراق المالية :

إنّ مفهوم القيمة ليس بسيطاً كما يعتقد الكثير من الناس، فقيمة أي أصل تتوقّف على عدّة عوامل منها الجهة التي تقوم بعملية التقييم، نوعية الأصل الجاري تقييمه، التوقيت الذي يتمّ فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة وكذلك درجة توفر المعلومات الأساسية في تلك العملية .

تمت طرق كثيرة يمكن من خلالها تحديد القيمة العادلة للأدوات المالية في البورصة من أهمها :

1-II) طريقة التقييم PER ( نسبة سعر السهم / الربح):

« Evaluation par la méthode « Price-Earning Ration »

تعتبر أهمّ طرق التقييم بالمقارنة (Méthodes comparables) وهي تهدف إلى تقييم السهم بالاعتماد على المعدل<sup>8</sup> PER:

$$\text{PER} = \frac{\text{الربح للسهم}}{\text{سعر السهم}}$$

كما يمكن حساب PER بالمعادلة التالية:

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

علماً أنّ :

قيمة المؤسسة = سعر السهم X عدد الأسهم.

أرباح المؤسسة = الربح المخصّص للسهم الواحد X عدد الأسهم.  
في هذه الحالة قيمة المؤسسة تساوي:

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

V: قيمة المؤسسة.

E: الربح الإجمالي للمؤسسة.

$\frac{P}{E}$ : يمثل "نسبة سعر السهم / الربح" ويتمّ التّحصّل عليه من البورصة.

- يُعتبر هذا المؤشّر جدّ مهمّ في عملية التّقييم لأنّه يعطي العلاقة بين السّعر و الربح الحالي للمؤسسة أي عدد السّنوات في ظلّ مستوى الأرباح الحالية الواجبة على المستثمر<sup>9</sup> حتّى يمكنه اكتساب كلّ المؤسسة.

- ما يلاحظ على هذا المضاعف أنّه يمثّل نسبة بين عنصريين أو مكوّنين، إذا لا بدّ من تعريفهما و تحديدهما و هما السّعر و العائد:

✓ مفهوم السّعر: هو متغيّر داخلي يتمّ استقاؤه من البورصة، وهو يخضع لآلية العرض و الطّلب داخل السّوق.

✓ مفهوم العائد: على عكس السّعر يتمّ استقاء العائد ( الربح ) من مصادر خارج السّوق. ويتمّ الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية للشركة المعنية.



## II-2/ الطرق التقييمية المعتمدة في تحيين أرباح الأسهم (التوزيعات)

### Les méthodes d'actualisations des dividendes .

- مبدأ هذه المقاربة هو أنّ مشتري السّهم يهدف إلى تحقيق أرباح في المستقبل أو بيع السّهم بسعر يفوق قيمة الشّراء. و بصفة عامّة هذا التّمودج يأخذ بعين الاعتبار الأرباح المستقبلية ( $Div_t$ ) التي سوف يتحصّل عليها حامل السّهم خلال عدد سنوات امتلاك السّهم ( $n$ ) يضاف إلى ذلك سعر بيع السّهم في نهاية تلك الفترة.

#### أ-معادلة D'I. Fisher<sup>10</sup>

المعادلة الأساسية لتحديد قيمة السّهم هي على النّحو التّالي (معادلة D'Irving Fisher):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{div_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

$P_0$ : قيمة المؤسّسة.

$Div_t$ : أرباح الأسهم (التّوزيعات التّقديّة) للسّنة  $t$ .

$k$ : معدّل التّحيين (المردودية المنتظرة من طرف حاملي السّهم).

$P_n$ : سعر بيع السّهم في نهاية السّنة  $n$ .

- نلاحظ أنّ معادلة (فيشر) يمكن تقسيمها إلى قسمين:

$$\sum_{t=1}^n \frac{div_t}{(1+k)^t}$$

: يمثّل القيمة الحالية (الآنية) لأرباح الأسهم الموزّعة خلال السّنات من

.  $n \leftarrow 1$

$$\text{القيمة الحالية لسعر بيع السهم في نهاية الفترة (السنة } n \text{): } \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

- الإشكالية في هذه الطريقة هي كيفية تقدير قيم أرباح الأسهم الموزعة وكذلك قيمة بيع أو التنازل عن السهم في السنة  $n$ . ولتجاوز هذه الصعوبات نفترض أن الفترة  $n$  تؤول إلى  $+\infty$  مما يجعل قيمة  $P_n$  تتلاشى وتصبح المعادلة على النحو التالي<sup>11</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{div_t}{(1+k)^t}$$

$P_0$  : القيمة الخاصة بالمؤسسة.

$Div_t$  : أرباح الأسهم للسنة  $t$ .

$K$  : معدّل التّحيين (المردودية المنتظرة من طرف حاملي الأسهم).

- رغم هذا التّعديل إلا أنه يبقى مشكل كيفية تحديد قيم أرباح الأسهم الموزعة ( $Div$ ) كلّ سنة بدون توقّف ( $t:1 \rightarrow +\infty$ )، مما يجعل تطبيق هذه المعادلة في الحقيقة غير ممكن. و قصد حلّ

هذا الإشكال يجب التّطرق إلى نموذج Gordon SHAPIRO.

**-ب-معادلة Gordon SHAPIRO:**

نموذج Gordon SHAPIRO مبني على فرضيين<sup>(12)</sup>:

1- الأرباح الموزعة ( $Div$ ) في تزايد مستمر.

2- نسبة تزايد الأرباح ثابتة بمعدّل  $g$  إلى  $+\infty$  (**Croissant pour l'éternité à un taux**)

(**constant g**).

بهذا المنطلق قيمة المؤسسة تصبح كالتالي:

$$P_0 = \lim_{n \rightarrow \infty} \left[ \frac{div}{(1+k)} + \frac{div(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{div(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{div(1+g)^n}{(1+k)^{n+1}} \right]$$

في السنة الأولى لدينا قيمة أرباح الأسهم الموزعة هي Div، أما السنة الثانية هي Div(1+g)،  
السنة الثالثة هي Div(1+g)<sup>2</sup> ... الخ.

إذن في هذه الحالة لدينا متتالية هندسية أساسها (1+g).

في فترة زمنية تؤوّل إلى +∞، هذه المتتالية (قيمة المؤسسة) تساوي القيمة التالية<sup>(1)</sup>:

$$P_0 = \frac{div}{k-g}$$

على شرط أن تكون قيمة g (نسبة تزايد الأرباح) أصغر من k (معدّل التّحيين) وتسمّى أيضا  
هذه المعادلة بمعادلة نموذج معدّل التّموّ الثّابت.

إذا ما افترضنا أنّ g=0 (ثابت قيم أرباح الأسهم الموزعة) فإنّنا سنتحصّل على المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{div}{k}$$

معادلة نموذج معدّل التّموّ الصّفري.

أن طرق التقييم المذكورة سابقا تعتمد بنسبة كبيرة على جودة الإفصاح المحاسبي حيث أن  
طريقة PER تحاول حساب عدد المرات التي يتمّ فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته وهي

عبارة عن معلومة يجب أن تتوفر في البورصة وهي جزئاً من كفاءة الأسواق المالية ، أما طريقة تحيين التدفقات النقدية تعتمد على نسبة التوزيعات على حملة الأسهم والتي يجب أن تتوفر في الملاحق الخاصة بالمؤسسات المدرجة وأن حتى عملية حساب معدل التحيين يعتمد على النتائج المتحصل عليها بعد التشخيص المالي و الاستراتيجي للمؤسسة الراغبين في تقييم أدواتها المالية و الذي يستند على تحليل القوائم المالية و أيضاً على تحليل بيئة الأعمال.

III-تحليل علاقة تأثير - تأثر بين عملية الإفصاح و الإقبال على الأوراق المالية حالة صيدال:

### III-1 دخول صيدال إلى بورصة الجزائر:

تمّ تكريس إنشاء بورصة الجزائر بصدور المرسومين التشريعيين رقم 08/93 المؤرخ في 1993/04/25م المتمم و المعدّل للأمر المتضمن قانون التجارة و أيضاً المرسوم 10/93 الصادر في 23 ماي 1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة و الذي عرفها على أنّها "إطار لتنظيم و سير العمليات فيما يخصّ القيم المنقولة و التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم"<sup>(13)</sup>. كما تخصّ المادة الثّانية من نفس المرسوم التشريعي انعقاد هذه الأخيرة في مدينة الجزائر.

إن المرسوم التشريعي 10/93 حدد الإطار التنظيمي لعمل البورصة وذلك من خلال تحديد مهام كل من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) والمتمثل في تسيير و مراقبة القيم المنقولة و كذلك السّهر على حماية المستثمرين في البورصة و التأكيد من سلامة المعلومات المصرح بها من طرف المؤسسات المدرجة و أيضاً مهام شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) و المتمثلة في تسيير نظام للتفاوض في الأسعار و تحديدها و نشر المعلومات المتعلّقة بالمعاملات في البورصة .

نتيجة للحالة المالية الجيدة التي عرفها مجمع صيدال و تطبيقا لقرارات المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) المنعقد في 18 جوان 1998 م وفي إطار تطبيق الأمر (22-95) المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية تحصل المجمع على إمكانية الدخول إلى بورصة القيم وذلك من خلال فتح رأسماله بنسبة 20 % الممثل بـ 2.000.000 سهم بسعر ثابت يقدر بـ 800 دج للسهم الواحد، ثم بدأ العملية بتاريخ 15 فيفري 1999 م على أن تغلق في 15 مارس من نفس السنة.

### الجدول 1: بطاقة فنية لمجمع صيدال:

مجمع صيدال	
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2.500.000.000 دج.
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي (أي ما يعادل 2.000.000 سهم).
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية.
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد.
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء-صيدلة بنسبة 80 %.
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2 مليون سهم اسمي بسعر إصدار 800 دج.
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس.
تأشيرة لجنة COSOB	التأشيرة رقم 04-98 بتاريخ 24 ديسمبر 1988 م.
تاريخ الدخول للبورصة	17 جويلية 1999 م.
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999 م.

المصدر: هواري السنوسي، "تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحوّلات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التّسيير، جامعة الجزائر، سنة 2007/2008، ص 316.

-حسب ملحق المعلومات الصّادر من طرف إدارة مجمّع صيدال و المصادق عليه من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) و الذي يمثّل تمهيدا لطرح أسهم هذه الأخيرة للاكتتاب العام و بالتّالي تزويد جملة المستثمرين الماليين بالمعلومات الأساسية حول نشاط و استراتيجيات المجمع و أيضا وضعيتها المالية، تمّ تقييم المجمع بالاعتماد على مكتب دراسات دولي PGA فرع فرنسا لأرتور أندرسون (Arthur ANDERSON)، هذا الأخير اعتمد على طريقة تحيين جملة التّدقّقات النّقدية المستقبلية الممكن تحصيلها من طرف المجمع و تحيينها بمعدّل تحيين (% 18,74 t=)، حيث تم تحديد قيمة المجمع و قيمة الصّادر للاسهم على النحو التالي :

جدول 2 : تحديد القيمة الاقتصادية لّسهم صيدال:

9184,4 مليون د. ج	قيمة المؤسسة بالاعتماد على التّدقّقات النّقدية
325,8 مليون د. ج	تسبيقات مالية
245,4 مليون د. ج	التّدقّق النّقدي للمؤسسة المختلطة
8618,2 مليون د. ج	القيمة الاقتصادية
10.000.000 سهم	عدد الأسهم
861,2 دج	قيمة السّهم

Source:<http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice>

SAIDAL.pdf;p:06 .

-القيمة الاقتصادية للسهم هي 861,2 دج للسهم الواحد و بعد احتساب كل نفقات العملية (نفقات التسويق+ التقييم+ تكلفة الطباعة...الخ) تمّ تحديد قيمة الإصدار التي هي 800 دج للسهم الواحد.

### 2-III تحليل نسبة الإقبال على الأدوات المالية الخاصة بمجمع صيدال:

في هذا الجزء سوف نحاول تحليل مستوى إقبال المستثمرين الماليين على الأدوات المالية (أسهم) الخاصة بالمجمع والتي يمكن اعتبارها على أنّها محدّد لقياس مدى عدالة قيمة إصدار سهم المجمع. و سيكون مجال الدراسة من تاريخ الإصدار إلى يومنا هذا أي من 1999 إلى غاية 2015 كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول 3: بيانات التداول الخاصة بمجمع صيدال (1999-2015): (نسبة الإقبال على الأسهم):

السنة	عدد الصفقات	حجم التداول(سهم)	قيمة التداول (د ج)
1999	683	24 898	20 215 870,00
2000	1907	165 082	129 358 900,00
2001	1403	195 341	152 091 620,00
2002	1564	47 915	23 839 055,00
2003	165	6 148	2 714 740,00
2004	31	1 781	616 490,00
2005	32	5 245	1 829 205,00
2006	54	14 266	5 633 480,00
2007	10	730	312 400,00
2008	114	31 002	12 398 570,00
2009	91	25 521	9 761 345,00
2010	84	18 038	7 763 465,00
2011	155	29 804	20 044 240,00

10 195 255,00	15 031	58	2012
3 899 550,00	6 701	48	2013
12 106 480,00	22 244	92	2014
8 421 440,00	14 307	59	2015

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على [http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan\\_boc](http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc)

بالاعتماد على المعلومات الصادرة من موقع بورصة الجزائر وبصفة عامة يمكن تقسيم حجم التداول أو نسبة الإقبال على أسهم صيدال إلى مرحلتين:

◀ مرحلة ما بعد عملية الخصخصة الجزئية (1999-2002):

تم إبرام ما يقابل 5557 صفقة بمعدل 1398 صفقة في السنة، وتم تداول ما يقارب 433 236 سهم بمعدل 108 309 سهم في السنة، أما قيمة التداول في هذه الفترة فهي تساوي 325.505.445 د ج بمعدل 8.137.631 د ج للسنة الواحدة.

◀ مرحلة ما بين (2003-2015):

في هذه الفترة تم إبرام ما يقارب 993 صفقة بمعدل أقل من 77 صفقة في السنة، وتم تداول ما يقارب 190 818 سهم بمعدل أقل من 14 670 سهم في السنة الواحدة، أما قيمة التداول في هذه الفترة فحددت بحوالي 95.696.660 د ج بمعدل أقل من 7.361.282 د ج للسنة الواحدة.

• - ما يمكن استنتاجه من المرحلتين أنّ نسبة الإقبال على أسهم المجمع جدّ ضئيلة و يتّضح ذلك جليا في سنة 2007 التي اتّصفت بـ 10 صفقات و تداول 730 سهم و قيمة تداول وصلت إلى 312 400 د ج. يمكن تلخيص أسباب هذا التراجع إلغيا ثقافة الاستثمار في الأدوات المالية الكلاسيكية (الاسهم و السندات) عند المستثمرين الماليين اي أصحاب الفائض المالي بسبب غياب الثقة و ارتفاع نسبة المخاطرة الناجمة عن الاستثمار في السوق المالي الوطني .



• إن تلاقى دالتي العرض و الطلب على أية سلعة سوف يحدّد سعر التوازن أو القيمة العادلة لتلك الأخيرة، وهذا ما يمكن ملاحظته على مستوى تقلبات سعر أسهم صيدال والتي عرفت انخفاضا مستمرا حتى وصلت إلى مستوى قياسي سنة 2009 حيث بلغ متوسط سعر السهم أقل من 382 دج للسهم (أقل من نصف قيمة إصدار السهم)، هذه الحالة تشكّك في عدالة قيمة المؤسسة المحدّدة من طرف PGA فرع فرنسا لأرتور أندرسون،

و أكثر من ذلك عدالة طريقة التقييم المنتهجة وكذلك تطعن في مدى توافق خطة العمل (Business plan) مع واقع المؤسسة، و بالتالي مدى توافق جملة التدفّقات التقديمية المتوقع تحصيلها من طرف المجمع و التي كانت الأساس في تحديد القيمة مع الحقيقة لأنّ في ظلّ تلك المستويات (خطة العمل) من المفروض أن تكون توزيعات أرباح دورية لحملة الأسهم و تكون السبب في ثبات قيمة الأسهم المجمع.

### الخاتمة:

أن العملية المفاضلة ما بين الأدوات المالية نظام جد معقد، حيث أن المستثمر المالي يبحث عن الأدوات المالية التي تتصف بالاستقرار في القيمة من جهة وكذلك ثبات العوائد الناجمة عن امتلاكه ولا يمكن تحقيق ذلك في ظل الكفاءة المطلقة للأسواق المالية وبالتالي توفر المعلومات المحيطة عن جملة المؤسسات المدرجة في البرصة لكل الأطراف الفاعلة في السوق المالي في نفس الوقت و بنفس الكم و التكلفة و لتحقيق ذلك نقدم التوصيات التالية

1-تحفيز المؤسسات ذات الملاءمة المالية على دخول الأسواق المالية عن طريق تقديم بعض التحفيزات.

2- الرفع من مستوى الإفصاح المحاسبي في الأسواق المالية وذلك عن طريق فرض افصاح شامل لكل القوائم المالية و أيضا جملة التوجهات الاستراتيجية التي قد تأثر في سلوك المؤسسات ذات الفئات المالي.

3-أنشاء أجهزة متخصصة وظيفتها التأكد من جودة وصحة المعلومات المصرح بها.

4-انشاء مكاتب محاسبة متخصصة في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة من جهة ،و من جهة أخرى تساهم في تحديد القيمة العادلة للأدوات المالية المتداولة.

5-بغرض زيادة شدة المنافسة يجب توضيح مزايا الاستثمار في الأسواق المالية و المتمثلة في المحافظة على الثروة و ذلك أمكانية زيادتها عن طريق تحصيل جملة التدفقات النقدية الناتجة عن امتلاك تلك الأدوات المالية.

### المراجع:

<sup>1</sup> محمد عبد الله المهندي و وليد زكريا صيام، " أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم، دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، دراسة العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 02، 2007، ص 259-260.

<sup>2</sup> زندار أحمد، سفير محمد، "خيار الجزائر بالتكثيف نع متطلبات الإفصاح وفق المحاسبة الدولية:IAS/IFRS"، مجلّة الباحث عدد 07، 2009-2010.

3هادي رضا الصّغار، "مبادئ المحاسبة المالية، القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية"، الجزء 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2009، ص 37.

4مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص(181-182).

5عاطف وليم أندراوس، "أسواق الاوراق المالية بين ضروريات التحوّل الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص 155.

6عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، السّهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات"، الدّار الجامعية، 2010، ص 186.

7بن بوزيان محمّد، بن أعمار بن حاسين، لحسين جديدين، "كفاءة الأوراق المالية في الدّول النّامية، دراسة بورصة السّعودية، عمان، تونس و المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، ص 251.

8 Gérard CHAPLAIN, « Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise », Editions ens( Management et société), 2004, P 125.

9هوّاري السّويبي، "أهميّة تقييم المؤسسات في اتّخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص 115.

10 Emmanuel TCHEMENI, « L'évaluation des entreprises », 3ème édition, Economica, P 27-28.

11 -Florence PIERE, « Valorisation d'entreprise et théorie financière », Ed-d'organisation,2004, P 83-84 .

12 Jean-Etienne PALARB, Franck IMBERT, « Guide pratique d'évaluation d'entreprise », Eyrolles, 2013, P 257.

13المرسوم التّشريعي رقم 93-10 الصّادر في 23 ماي 1993 م، ص 01.